

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pandemi COVID-19 di Indonesia di mulai pada awal Maret 2020. Sejak saat itu pemerintah memulai berbagai kebijakan dalam upaya mencegah meluasnya virus tersebut antara lain pembatasan sosial yang kemudian mempunyai dampak yang sangat besar terhadap aktifitas ekonomi dan pendapatan masyarakat. Berbagai upaya dilakukan masyarakat untuk dapat bertahan hidup. Diantara upaya itu adalah dengan melakukan investasi untuk mendapatkan keuntungan. Tandelilin, 2010, mengatakan bahwa investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa datang. Investasi dapat berkaitan dengan penanaman sejumlah dana pada aset real seperti tanah, emas, rumah atau dapat dilakukan pada aset finansial seperti deposito, saham, obligasi dan surat berharga lainnya. Mereka yang melakukan kegiatan investasi disebut sebagai investor. Investor biasanya digolongkan menjadi dua: investor individual dan investor institusional (misalnya perusahaan asuransi, dana pensiun dll).

Salah satu dampak positif dari COVID-19 terhadap pasar modal antara lain terlihat adanya peningkatan hasrat masyarakat untuk berinvestasi di pasar modal dalam bentuk sekuritas (surat surat berharga). Pasar Modal adalah tempat pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Bursa Efek merupakan tempat dimana terjadinya jual beli sekuritas. Oleh karena itu bursa efek merupakan arti dari pasar modal secara fisik (di Indonesia Bursa Efek Indonesia). Sekuritas (securities) atau disebut juga efek atau surat berharga, adalah aset finansial (financial assets) yang menyatakan klaim keuangan. UU no.8 tahun 1995 pasal 1 ayat 4 mengatakan efek adalah surat berharga yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek. Pasar modal merupakan pasar untuk sekuritas jangka Panjang baik berbentuk hutang maupun ekuitas serta produk turunannya. Pasar Modal terdiri dari pasar ekuitas (equity market), pasar obligasi dan pasar derivative. Saham diperdagangkan di pasar ekuitas, disamping, saham preferen, bukti right

(HMETD – Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu yang diterbitkan melalui penawaran umum terbatas / Right Issue) dan Waran.

Menurut PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dalam Kompas.com 10 Desember 2021 jumlah investor pasar modal Indonesia sampai dengan November 2021 adalah sebanyak 7,1 juta, naik 85,3 % dibanding periode yang sama tahun sebelumnya. Jumlah ini 8 kali lebih banyak dibandingkan tahun 2016. Dari 7,1 juta investor tersebut 99,51 % adalah investor ritel, sedangkan 0,49 % sisanya adalah investor institusi.

Masyarakat tertarik berinvestasi di pasar modal, karena menganggap bahwa investasi ini akan mendatangkan return yang besar. Meskipun proses investasi, menurut Tandelilin, terdiri proses memahami dasar dasar keputusan investasi dan selanjutnya bagaimana mengorganisir kegiatan kegiatan dalam proses keputusan investasi. Artinya investor perlu mengerti konsep dasar investasi yang akan menjadi dasar pijakan dalam setiap tahap pembuatan keputusan investasi yang akan dibuat. (Tandelilin, 2010). Hal penting dalam proses keputusan investasi adalah pengertian hubungan antara return harapan (expected return) dan risiko suatu investasi. Artinya semakin besar return harapan, semakin besar pula tingkat risiko yang harus dipertimbangkan. Inilah jawaban dari pertanyaan mengapa tidak semua investor hanya berinvestasi pada aset yang menawarkan tingkat return yang paling tinggi. Karena disamping melihat return yang tinggi, investor harus mempertimbangkan tingkat risiko yang harus ditanggung. Dalam ilmu ekonomi, khususnya ilmu investasi, terdapat asumsi bahwa investor adalah makhluk yang rasional yang tidak menyukai ketidak pastian atau risiko sehingga disebut risk averse investor. Investor ini tidak akan mengambil risiko jika investasi tersebut tidak memberikan return harapan yang layak sebagai kompensasi risiko yang harus ditanggung oleh investor tersebut.

Dalam investasi terdapat dua komponen dari return. Pertama yang disebut dengan income component, yaitu jika investor menerima cash langsung dari investasinya. Yang kedua jika terjadi perubahan nilai atas aset tersebut. Jika perubahan tersebut positif dikatakan capital gain. Sebaliknya jika perubahannya negatif disebut capital loss. Namun demikian perlu disadari bahwa disamping potensi return terdapat juga potensi risiko. Investor di pasar modal harus memperhitungkan risiko ini, karena return dan risiko berbanding lurus. Definisi risiko dalam keuangan

menurut Mamduh Hanafi (2020,28) adalah kemungkinan suatu hasil menyimpang dari hasil yang diharapkan. Pengertian risiko dalam investasi menurut Brealey, Meyers dan Allen (2011, 178) adalah pengembalian (return) masa depan yang tidak pasti. Sedangkan Tandelilin, 2010 mengatakan bahwa risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan return actual yang berbeda dengan return harapan.

Menurut Reilly and Brown, 2012, tujuan investor adalah tujuan investasinya yang dinyatakan dalam bentuk risiko dan pengembalian (return). Hubungan antara risiko dan return mensyaratkan bahwa tujuan tidak dinyatakan hanya dalam hal bentuk return. Mengekspresikan tujuan hanya dalam bentuk return dapat menyebabkan praktik investasi yang tidak tepat oleh manajer portofolio, seperti penggunaan strategi investasi berisiko tinggi yang melibatkan pergerakan cepat masuk dan keluar dari investasi dalam upaya untuk membeli rendah dan menjual tinggi. Misalnya, seseorang mungkin memiliki tujuan return yang dinyatakan seperti “menggandakan investasi saya dalam lima tahun.” Sebelum pernyataan tersebut menjadi bagian dari policy statement, investor harus mendapat informasi lengkap tentang risiko investasi yang terkait dengan tujuan tersebut, termasuk kemungkinan kerugian. Analisis yang cermat terhadap toleransi risiko (risk tolerance) dari investor harus dilakukan mendahului setiap diskusi tentang penetapan tujuan return. Tidak masuk akal bagi seseorang yang menghindari risiko (risk averse) untuk memiliki dananya diinvestasikan dalam aset berisiko tinggi. Perusahaan investasi mensurvei calon investor untuk mengukur toleransi risiko mereka.

Toleransi risiko lebih dari sekadar fungsi susunan psikologis individu; Toleransi risiko dipengaruhi juga oleh faktor-faktor lain, termasuk pertanggung jawaban asuransi seseorang saat ini dan cadangan kas. Toleransi risiko juga dipengaruhi oleh situasi keluarga individu (misalnya, status perkawinan dan jumlah serta usia anak) dan usianya. Orang yang lebih tua umumnya memiliki kerangka waktu investasi yang lebih pendek untuk menutupi kerugian; mereka juga memiliki pengalaman bertahun-tahun, termasuk menjalani berbagai putaran pasar dan “koreksi” (Frank K. Reilly, Keith C. Brown, 2012,).

Menurut Ross, Westerfield, Jordan (2010,428), total risiko yang terkait dengan sebuah aset memiliki 2 bagian yaitu systematic risk dan unsystematic risk.

Unsystematic risk dapat dengan mudah dikurangi melalui diversifikasi, jadi yang tersisa hanya systematic risk.

Risiko tidak sistematis (unsystematic risk) berdampak spesifik hanya kepada perusahaan atau industri tertentu seperti misalnya risiko persaingan, risiko penurunan harga komoditi, mismanagement dll. Terkait dengan pengurangan risiko tidak sistematis melalui diversifikasi, biasanya dikenal dengan ungkapan *don't put all your eggs in one basket*. Risiko ini juga sering disebut avoidable risk atau risiko yang dapat dihindari. Untuk mengukur risiko tidak sistematis digunakan standar deviasi returnnya.

Risiko sistematis (systematic risk) mempunyai dampak kepada keseluruhan pasar contohnya inflasi, perubahan tingkat bunga, peristiwa perang atau terorisme dsb. Risiko ini diluar kontrol investor dan tidak dapat dihindari maupun dikurangi. Kita sudah mengetahui bahwa risk dan reward (imbalan) selalu berjalan beriringan. Namun karena risiko tidak sistematis dapat dihilangkan tanpa biaya melalui diversifikasi, maka tidak terdapat reward untuk menanggungnya. Dalam hal ini menurut Ross, Westerfield, Jordan (2010, 416) reward untuk menanggung risiko hanya bergantung kepada risiko sistematis suatu investasi. Prinsip ini disebut sebagai the systematic risk principle. Implikasi penting dari prinsip ini adalah expected return dari suatu aset bergantung hanya kepada sistematis risk aset tersebut, sehingga tidak peduli seberapa besar total risiko yang dimiliki oleh sebuah aset, hanya bagian sistematis yang relevan dalam menentukan expected return atas aset tersebut.

Untuk mengukur risiko sistematis suatu aset digunakan apa yang disebut dengan koefisien beta (β). Beta (β) tersebut mengukur sensitivitas sebuah aset terhadap risiko pasar (sistematis), dalam hal ini harga pasar saham yang diwakili oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Jadi Beta menunjukkan sensitivitas return sekuritas terhadap perubahan return IHSG. Tandelilin, 2010, mengatakan garis yang menghubungkan tingkat return harapan (expected return) dari suatu sekuritas dengan risiko sistematis (beta) disebut sebagai Security Market Line (SML). SML digunakan untuk menilai sekuritas secara individual pada kondisi pasar yang seimbang, yaitu menilai tingkat return yang diharapkan dari suatu sekuritas individual pada suatu tingkat risiko sistematis tertentu (beta).

Investor mencari return dari beberapa investasi. Di Amerika Serikat, risiko yang paling rendah adalah jika kita berinvestasi pada US Treasury Bills. Hal ini disebabkan Treasury Bills memberikan return yang pasti, dalam arti tidak terpengaruh dengan apa yang terjadi di pasar. Kepastian ini menyebabkan asset ini disebut risk free. Menurut Pieree Vernimmen, 2005, aset bebas risiko adalah aset yang tingkat pengembaliannya pasti, dalam hal ini obligasi pemerintah.

Dengan kata lain Treasury Bills memiliki Beta=0. Investor juga mempertimbangkan investasi yang lebih berisiko, yaitu portofolio pasar dari saham biasa. Investor yang bijak bukan mengambil risiko untuk bersenang-senang. Oleh karena itu mereka membutuhkan return dari portofolio pasar yang lebih tinggi dari Treasury Bills. Jadi dalam hal ini investor mempertimbangkan investasi yang jauh lebih berisiko yaitu investasi dari saham saham biasa (common stock). Risiko pasar rata-rata betanya adalah 1 (Brealey, Myers and Allen, 2011). Selisih return dari portofolio pasar dengan Treasury Bills disebut market risk premium.

Pada kondisi pasar yang seimbang harga sekuritas sekuritas seharusnya berada pada suatu titik di Security Market Line (SML), karena titik titik pada SML menunjukkan tingkat expected return pada suatu tingkat risiko sistematik tertentu. Tetapi dapat saja terjadi suatu sekuritas tidak berada pada SML, karena sekuritas tersebut undervalued atau overvalued. Dengan mengetahui besarnya beta suatu sekuritas maka kita dapat menghitung expected return dari sekuritas tersebut. Jika expected return tidak berada pada SML, maka sekuritas tersebut undervalued atau overvalued. SML ini adalah penggambaran dari suatu persamaan yang dikenal sebagai Capital Asset Pricing Model (CAPM): $E(R_i) = R_f + \beta_i * [E(R_m) - R_f]$ dimana :

$E(R_i)$ Expected return atas saham i

R_f Risk free (tingkat return bebas risiko)

β_i Koefisien Beta

$E(R_m)$ tingkat pengembalian yang diharapkan di pasar (market return / return pasar)

Menurut Brealey, Myers and Allen, 2011, Capital Asset Pricing Model (model penetapan harga aset modal) menyatakan bahwa premi risiko yang diharapkan pada

setiap investasi sebanding dengan beta-nya. Ini berarti bahwa setiap investasi harus terletak pada garis pasar sekuritas miring yang menghubungkan tagihan Treasury Bills dan portofolio pasar.

Bursa Efek Indonesia membuat beberapa indeks yaitu ukuran statistik yang mencerminkan keseluruhan pergerakan harga atas sekumpulan saham yang dipilih berdasarkan kriteria dan metodologi tertentu serta dievaluasi secara berkala. Menurut website Bursa Efek Indonesia www.idx.co.id tujuan dan manfaat dari indeks saham antara lain: mengukur sentimen pasar, untuk dijadikan produk investasi pasif seperti Reksa Dana Indeks dan ETF Indeks serta produk turunan, benchmark bagi portofolio aktif, proksi dalam mengukur dan membuat model pengembalian investasi (*return*), risiko sistematis, dan kinerja yang disesuaikan dengan risiko, serta proksi untuk kelas aset pada alokasi aset.

Di Indonesia saham-saham yang memiliki kapitalisasi besar, likuiditas yang tinggi, fundamental perusahaan yang baik serta tingkat kepatuhan (*compliance*) yang tinggi dikelompokkan oleh Bursa Efek Indonesia ke dalam indeks LQ45. Saham-saham mereka biasa disebut saham blue chips. 45 perusahaan yang tergabung dalam LQ45 memiliki kapitalisasi pasar yang sangat besar, dimana share terhadap keseluruhan pasar sekitar 70 %. Begitu besarnya share mereka, sehingga pergerakan naik-turunnya harga saham mereka biasanya cukup berpengaruh terhadap pergerakan indeks harga saham (IHSG). Indeks LQ45 ini biasanya oleh Bursa Efek Indonesia dilakukan review sebanyak 4 kali dalam setahun. 2 kali major review dan 2 kali minor review. Major review dilakukan setiap bulan Januari dan Juli bertujuan untuk mengevaluasi konstituen indeks dan bobot yang digunakan untuk perhitungan indeks. Sementara minor review dilakukan setiap bulan April dan Oktober (dengan pelaksanaan pada bulan Mei dan November) dengan tujuan untuk mengevaluasi bobot indeks.

Investor yang minim pengetahuan tentang pasar modal, seringkali disarankan atau karena faktor ikut-ikutan berinvestasi pada saham-saham big caps yang diasumsikan lebih rendah risikonya atau memberikan return yang lebih tinggi. Namun demikian saham big caps pun tetap memiliki risiko. Jadi permasalahan yang dihadapi oleh seorang investor adalah kemungkinan salah memilih saham terkait dengan return dan risk (pengembalian dan risiko) yang dihadapinya.

Secara rasional investor akan memilih portofolio yang efisien yaitu yang memberikan expected return yang terbesar dengan risiko tertentu atau memberikan risiko terkecil dengan expected return tertentu. Dalam memilih saham yang efisien maka investor harus memperhitungkan faktor risiko (ketidak pastian) di masa mendatang, yang mempengaruhi return yang akan diterima. Investor yang toleran terhadap risiko dapat memilih saham yang agresif, sedangkan investor penghindar risiko (risk averse) dapat memilih saham yang defensif. Penggunaan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* akan dapat membantu pengambilan keputusan tersebut. CAPM adalah model yang memberikan penjelasan tentang risiko dan pengembalian aset (assets return). CAPM sendiri adalah model keseimbangan dimana expected return ditentukan oleh perkalian besarnya risiko sistematis (β) dengan premi risiko. Premi risiko adalah selisih antara return pasar (misalnya IHSG) dengan risk free atau suku bunga bebas risiko, seperti misalnya obligasi pemerintah.

Tandelilin, 2010, salah satu tahapan penting dalam proses investasi adalah evaluasi kinerja portofolio. Pertanyaan mendasar yang ingin dijawab adalah sejauh manakah portofolio yang telah dibentuk mampu memberikan kinerja yang memuaskan investor? Atau apakah return portofolio yang dibentuk (setelah dikurangi biaya-biaya) mampu mengkompensasi tingkat risiko yang harus ditanggung investor? Evaluasi kinerja portofolio sendiri juga akan memungkinkan kita mengidentifikasi apakah portofolio yang telah terbentuk mampu memberikan tingkat return yang relatif lebih tinggi dibanding dengan return portofolio lainnya dan apakah return tersebut juga sesuai dengan tingkat risiko yang ditanggung.

Menurut Frank K. Reilly, Keith C. Brown, 2012, membandingkan return historis portofolio dengan return yang dihasilkan oleh manajer atau indeks lain tentulah bermanfaat, namun hal ini tidak akan menghasilkan gambaran lengkap tentang kinerja portofolio. Sesuai prinsip utama pengukuran kinerja modern (*modern performance measurement*), evaluasi menyeluruh atas suatu investasi tidak mungkin dilakukan tanpa secara eksplisit mengendalikan risiko portofolio.

Risk adjusted return (pengembalian yang disesuaikan dengan risiko) dapat diperoleh melalui superioritas dalam pemilihan waktu yang tepat (timing) atau superioritas dalam pemilihan saham yang unggul. Hal ini dilakukan dengan cara memprediksi puncak (peaks) atau titik rendah (troughs) di pasar, sehingga dapat

menyesuaikan komposisi portofolio untuk mengantisipasi trend ini yaitu memegang portofolio saham dengan beta tinggi yang terdiversifikasi sepenuhnya saat pasar sedang naik dan memilih saham beta rendah saat pasar menurun. Keuntungan yang lebih besar di pasar yang naik dan kerugian yang lebih kecil di pasar yang menurun akan memberikan risk-adjusted return di atas rata-rata.

Berangkat dari pemikiran di atas, topik ini dipilih untuk dapat berkontribusi dalam penelitian tentang return dan risiko pada saham saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia.

1.2. Permasalahan

Seperti dikatakan di atas, risiko dalam keuangan adalah kemungkinan suatu hasil menyimpang dari hasil yang diharapkan (Mamduh Hanafi, 2020, 28). Dengan pendekatan *Capital Asset Pricing Model*, berdasarkan latar belakang yang dipaparkan sebelumnya, maka permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini adalah masalah yang dihadapi oleh investor yaitu bagaimana mengetahui tingkat risiko sistematis saham saham tertentu yang dinyatakan dengan beta. Selain itu akan dilihat saham saham yang secara historis memberikan return yang positif dan merupakan saham yang *undervalued* yaitu yang menghasilkan return lebih tinggi dari pada ekspektasi investor dengan risiko tertentu serta menghindari saham saham secara historis memiliki return yang negatif serta *overvalued*.

Permasalahan selanjutnya adalah mengetahui bagaimana kinerja portofolio dengan melihat return portofolio dan dengan menggunakan pendekatan *risk-adjusted return* dari yaitu indeks Treynor, indeks Sharpe dan Jensen's alpha. Dalam hal *risk-adjusted return* investor diperhadapkan permasalahan menemukan saham saham yang *outperform (superior)* dan menghindari saham saham yang *inferior*. Untuk risk-adjusted return dengan pendekatan indeks Treynor dan Sharpe, semakin tinggi indeks maka kinerja saham semakin baik. Selain itu dengan kedua pendekatan ini, kinerja saham juga diperbandingkan dengan keseluruhan pasar (IHSG). Sedangkan untuk menemukan saham saham yang outperform dengan pendekatan Jensen's alpha, investor harus memilih nilai alpha yang positif dan menghindari saham-saham yang underperform (*inferior*) yaitu saham saham yang memiliki alpha negatif.

1.3. Rumusan Masalah

Rumusan masalah penelitian ini adalah:

1. Bagaimana kinerja saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia terkait dengan return dan risiko dengan menggunakan pendekatan Capital Asset Pricing Model (CAPM) ? Bagaimana pengelompokan saham saham tersebut ke dalam kelompok saham undervalued dan overvalued?
2. Bagaimana volatilitas saham LQ 45 dengan return pasar yang diukur dengan beta coefficient ? Bagaimana hubungan antara beta coefficient saham dengan return sahamnya ?
3. Bagaimana evaluasi kinerja portofolio risk-adjusted menggunakan perhitungan Jensen's Alpha, Indeks Treynor (Treynor Measure) atau Reward to Volatility (RVOL), Indeks Sharpe (Sharpe Measure) atau Reward to Variability (RVAR). Bagaimana benchmark antara Indeks Treynor dan Indeks Sharpe dengan pasar ?

1.4 Tujuan

Berdasarkan uraian di atas, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis kinerja saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia terkait dengan return dan risiko serta mengelompokkan saham saham tersebut ke dalam kelompok undervalued dan overvalued berdasarkan pendekatan CAPM.
2. Mengevaluasi beta coefficient saham LQ45 dan melihat hubungan antara beta coefficient dengan return saham.
3. Melakukan evaluasi kinerja portofolio menggunakan model perhitungan risk-adjusted return yaitu Reward to Volatility (indeks Treynor), Reward to Variability (indeks Sharpe) dan Jensen's Alpha dan mengelompokkan saham saham tersebut berdasarkan superioritas dan inferioritas baik terhadap saham pasar maupun terhadap saham lainnya.

1.5 Manfaat Penelitian

Penelitian ini akan memberikan manfaat kepada:

1. Investor: untuk dapat memiliki referensi saham saham dengan realized return positif (negatif) dan undervalued (overvalued), beta yang agresif (defensif) maupun yang memiliki kinerja superior (inferior).
2. Peneliti: sehingga dapat memiliki referensi untuk memperluas dan memperdalam penelitian terhadap saham saham LQ45 dengan menggunakan Capital Asset Pricing Model.

1.6 Ruang Lingkup

1. Penelitian ini dibatasi pada saham LQ45 periode Februari – Juli 2022 di Bursa Efek Indonesia
2. Data yang digunakan adalah data bulanan dalam periode Januari 2017 sampai dengan Desember 2021 (5 tahun) dengan menggunakan adjusted price (sudah memperhitungkan corporate actions seperti pembagian dividen, right issue, stock split dll)
3. Saham PT. Bukalapak.com Tbk (BUKA) tidak dimasukkan ke dalam penelitian ini mengingat BUKA baru IPO di tanggal 06 Agustus 2021, sehingga data yang didapat kurang dari 5 tahun. Dengan demikian total saham yang diamati sebanyak 44.

Berangkat dari hal hal di atas, maka dalam Bab II akan disampaikan landasan teori yang relevan, yang mendasari penelitian ini. Selanjutnya dalam Bab III akan dipaparkan metode penelitian yaitu bagaimana penelitian ini akan dilakukan, dalam hal ini cara, metode dan proses. Hasil penelitian dan pembahasan akan dijelaskan dalam Bab IV. Dalam Bab V disampaikan kesimpulan penelitian serta saran yang diberikan