

smi

2008 Butrass Inc.

2008

Nov

Dec

2009

Feb

Fast Stochastic: %K(5) 77.33 %D(3) 75.31

Volume 3,820,00 MA(13) 4,898,306

Dr. Tona Aurora Lubis, SE., MM.

MANAJEMEN INVESTASI DAN PERILAKU KEUANGAN

Dr. Tona Aurora Lubis, SE., MM

MANAJEMEN INVESTASI DAN PERILAKU KEUANGAN

PENDEKATAN TEORITIS DAN EMPIRIS

smi

MANAJEMEN INVESTASI DAN PERILAKU KEUANGAN

PENDEKATAN TEORITIS DAN EMPIRIS



Dr. Tona Aurora Lubis, SE., MM. Lahir di Jambi pada tanggal 29 Mei 1976. Pendidikan SD hingga Sarjana ditamatkan di Kota Jambi. Sarjana Ekonomi di peroleh dari Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen dengan konsentrasi manajemen keuangan dari Universitas Jambi pada tahun 1998 dengan predikat cum laude. Ia diterima sebagai dosen pada Fakultas Ekonomi Universitas Jambi pada tahun 1999. Pendidikan strata 2 (S2) ditamatkan di Universitas Brawijaya Malang dengan kekhususan Manajemen Keuangan pada tahun 2003. Setelah menamatkan program magister manajemen tersebut, ia dipercaya sebagai sekretaris jurusan manajemen pada program ekstensi Fakultas Ekonomi Universitas Jambi hingga tahun 2006.

Selanjutnya ia menamatkan pendidikan strata 3 (S3) pada Program Doktor Ilmu Manajemen kekhususan Manajemen Keuangan di Universitas Brawijaya Malang pada tahun 2010. Sejak tahun 2012 hingga tahun 2016 dipercaya sebagai Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jambi.

Buku ilmiah yang telah ditulisnya adalah Manajemen Investasi Pendekatan Teoritis dan Empiris pada tahun 2009.

Ia sebagai dosen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jambi hingga sekarang. Ia juga sebagai dosen pada Program Studi Magister Manajemen, Program Studi Magister Akuntansi, serta Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Jambi.

Salim Media Indonesia

Jalan H. Ibrahim No. 10G RT. 21 Rawasari
Kotabaru - Jambi 36129
Telp. 0741 3062851 / 0821 8397 4554
Email: salimmediaindonesia@gmail.com
www.salimmedia.com

 Salim Media Indonesia

REFERENSI

ISBN 978-602-6785-47-3



9 786026 785473

Dr. Tona Aurora Lubis, SE., MM

MANAJEMEN INVESTASI DAN PERILAKU KEUANGAN

PENDEKATAN TEORITIS DAN EMPIRIS

**MANAJEMEN INVESTASI
DAN PERILAKU KEUANGAN**

Copyright © 2016

Penulis:

Tona Aurora Lubis

Perancang Sampul:

Soerya Sandi

Penata Isi:

Abu Fahmi

Diterbitkan pertama kali oleh

Salim Media Indonesia (Anggota IKAPI)

Jalan H. Ibrahim No. 10G RT. 21 Kel. Rawasari,

Kec. Kota Baru Jambi 36125, Indonesia

Telp. 0741 3062851/ 0821 8397 4554

Email: salimmediaindonesia@gmail.com

www.salimmedia.com

September 2016

ISBN: 978-602-6785-47-3

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

All Right Reserved

Hak cipta dilindungi oleh Undang-undang.

Dilarang memperbanyak sebagian atau seluruh isi buku ini tanpa izin tertulis dari penerbit.

Isi diluar tanggung jawab percetakan.

Ketentuan pidana pasal 72 undang-undang nomor 19 tahun 2002 :

- (1) Barangsiapa dengan sengaja dan tanpa hak melakukan perbuatan sebagaimana dimaksud dalam pasal 2 ayat (1) atau pasal 49 ayat (1) dan ayat (2) dipidana dengan pidana penjara masing-masing paling singkat 1 (satu) bulan dan/ atau denda paling sedikit Rp 1.000.000,00 (satu juta rupiah), atau pidana penjara paling lama 7 (tujuh) tahun dan/atau denda paling banyak Rp 5.000.000.000,00 (lima miliar rupiah).
- (2) Barangsiapa dengan sengaja menyiarkan, memamerkan, mengedarkan, atau menjual kepada umum suatu ciptaan atau barang hasil pelanggaran Hak Cipta atau Hak Terkait sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dipidana dengan pidana penjara paling lama 5 (lima) tahun dan/atau denda paling banyak Rp 500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah).

KATA SAMBUTAN

Evolusi manajemen keuangan bergerak dari mazhab keuangan tua, menuju keuangan modern dan selanjutnya keuangan baru. Keuangan tua difokuskan pada analisis laporan keuangan dan sifat klaim keuangan. Keuangan modern berfokus pada harga aset dan penilaian berdasarkan perilaku ekonomi yang rasional. Sedangkan keuangan baru berkaitan dengan pasar tidak efisien, terutama dengan mengadopsi model perilaku keuangan.

Buku ini merupakan bagian dari ilmu manajemen keuangan. Buku ini merupakan buku manajemen investasi yang berisikan tentang teori investasi dan perilaku keuangan. Buku ini sebagai salah jawaban perkembangan mazhab ilmu manajemen keuangan itu sendiri. Pendekatan teoritis dalam buku ini mencakup berbagai konsep teori investasi pada aset finansial. Di lain pihak, pendekatan empiris yang termuat dalam buku ini disajikan dalam bentuk hasil penelitian perilaku keuangan.

Buku ini dapat digunakan sebagai referensi bagi mahasiswa S1, S2 dan S3 ilmu manajemen khususnya bagi mahasiswa yang mengkususkan diri di bidang manajemen keuangan. Selain sebagai referensi bagi mahasiswa, buku ini juga dapat digunakan bagi praktisi keuangan.

Jambi, September 2016

Prof.Dr.H. Syamsurijal Tan, SE., MA

KATA PENGANTAR

Buku ini ditulis dengan harapan bisa memberikan gambaran bagi pembaca tentang manajemen investasi dan perilaku keuangan. Pembaca bisa mendapatkan pemahaman mengenai manajemen investasi dan perilaku keuangan melalui pendekatan teoritis dan empiris.

Pendekatan teoritis dalam buku ini mencakup berbagai konsep teori investasi pada aset finansial. Di lain pihak, pendekatan empiris yang termuat dalam buku ini disajikan dalam bentuk hasil penelitian perilaku keuangan.

Penulis mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu dan mendukung proses penulisan buku ini. Semoga buku ini bermanfaat bagi para pembaca. Penulis menyadari bahwa buku ini mungkin masih terdapat banyak kekurangan. Oleh karena itu, kritik dan saran yang konstruktif serta diskusi ilmiah akan diterima oleh penulis.

Jambi, September 2016

Tona Aurora Lubis

DAFTAR ISI

KATA SAMBUTAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
DAFTAR ISI	v
DAFTAR TABEL	
Bab I INVESTASI	1
1.1. Pengertian Investasi	1
1.2. Tujuan Investasi	1
1.3. Proses Investasi	2
Bab II RETURN ATAS INVESTASI	7
2.1. Estimasi Return	7
2.2. Perhitungan <i>Expected Return</i> dari <i>stand-alone Asset</i> (saham individual)	9
2.3. Perhitungan <i>Expected Return</i> dari Portfolio	11
Bab III RISIKO DALAM INVESTASI	15
3.1. Pengertian Risiko	15
3.2. Menghitung Risiko	18
Bab IV PEMILIHAN PORTOFOLIO	23
4.1. Portofolio Efisien dan Portofolio Optimal	24
4.2. Fungsi Utilitas dan Kurva Indiferen	26
4.3. Aset Berisiko dan Aset Bebas Risiko	31
Bab V PENILAIAN KINERJA PORTOFOLIO	33
5.1. Metode Indeks Sharpe	33
5.2. Metode Indeks Treynor	34
5.3. Metode Indeks Jensen	35
Bab VI OBLIGASI	41
6.1. Pengertian Obligasi	41
6.2. Jenis Obligasi	43
6.3. Pendapatan dari Obligasi	46
6.4. Evaluasi Obligasi	52
6.5. Tingkat Bunga dan Harga Obligasi	55

6.6.	Durasi.....	57
6.7.	Strategi Investasi Obligasi	61
6.8.	Strategi Pengelolaan Obligasi.....	66
Bab VII	REKSADANA	71
7.1.	Pengertian Reksadana	71
7.2.	Jenis-Jenis Reksadana.....	72
7.3.	Memilih Reksadana	79
7.4.	Memilih Manajer Investasi	85
7.5.	Menghitung Hasil Investasi Reksadana.....	87
7.6.	Pengukuran Kinerja Reksadana	88
	DAFTAR PUSTAKA	96
Bab VIII	MODEL PERILAKU KEUANGAN MANAJER BANK BUMN Tbk DI KOTA JAMBI.....	107
8.1.	Pendahuluan	107
8.2.	Studi Pustaka	110
8.3.	Tujuan dan Manfaat Penelitian	129
8.4.	Metode Penelitian	130
8.5.	Hasil dan Pembahasan.....	135
8.6.	Kesimpulan dan Saran.....	141
	DAFTAR PUSTAKA	143
Bab IX	PERSPEKTIF PERILAKU KEUANGAN PADA KEPUTUSAN KEUANGAN INVESTOR	147
9.1.	Pendahuluan	147
9.2.	Tinjauan Pustaka	149
9.3.	Metode	162
9.4.	Kesimpulan	162
	DAFTAR PUSTAKA	165
Bab X	PERILAKU KEUANGAN DAN OLAAHRAGA	173
10.1.	Pendahuluan	173
10.2.	Tinjauan Literatur	175
10.3.	Metode	180
10.4.	Diskusi/Kesimpulan	180
	DAFTAR PUSTAKA	182
	TENTANG PENULIS	185

BAB I. INVESTASI

1.1. Pengertian Investasi

Makna dari investasi adalah mengeluarkan sumberdaya finansial atau sumberdaya lainnya untuk memiliki suatu aset di masa sekarang yang bertujuan untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Aset tersebut bisa berupa aset finansial (saham, deposito, obligasi, dan surat berharga pasar uang lainnya) atau berupa aset riil (bangunan, mesin, tanah, dan benda fisik lain yang bernilai ekonomi). Pada bab ini akan dibahas investasi yang terkait dengan aset finansial berupa sekuritas yang bisa diperdagangkan melalui pasar yang terorganisir.

Pihak-pihak yang melakukan investasi (investor) bisa bersifat perorangan (individual investor) ataupun bersifat institusional (institutional investor). Institutional Investor umumnya adalah perusahaan-perusahaan yang bergerak di bidang finansial seperti perusahaan asuransi, bank dan lembaga simpan pinjam, *investment company*, dan lain-lain.

1.2. Tujuan Investasi

Secara umum tujuan investasi adalah memunculkan peluang peningkatan kesejahteraan moneter dengan tolok ukur pertambahan nilai finansial dari aset yang dimiliki saat ini di masa yang akan datang. Lebih khusus lagi tujuan investasi adalah meningkatkan tingkat pendapatan yang ada saat ini agar kehidupan di masa yang akan datang bisa lebih baik, menghindari risiko penurunan nilai

kekayaan akibat dari inflasi, dan bisa juga untuk memanfaatkan keringanan pajak oleh pemerintah bagi pihak-pihak yang melakukan investasi di bidang usaha tertentu.

1.3. Proses Investasi

Dalam proses investasi, investor harus memiliki pemahaman atas dasar-dasar membuat keputusan investasi yakni investasi apa dan kapan investasi tersebut dilakukan. Untuk melakukannya ada tiga pertimbangan, yaitu: (1) tingkat pengembalian (*rate of return*); (2) tingkat risiko (*rate of risk*), dan (3) ketersediaan dana untuk investasi.

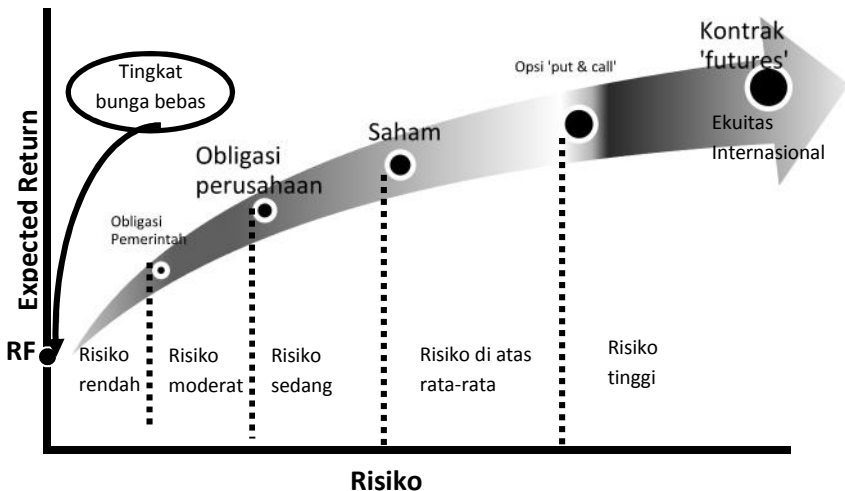
Risk dan return memiliki hubungan yang searah dan linear. Artinya, semakin tinggi risiko yang akan ditanggung investor maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*). Jadi, investor juga harus mempertimbangkan tingkat risiko yang akan ditanggung, bukan hanya terfokus pada *expected return* yang tinggi.

Fokus pembahasan pada bagian ini adalah pertimbangan *rate of return* dan *rate of risk*. Berikut adalah penjabaran dari pertimbangan keputusan investasi:

Return bisa dimaknai sebagai tingkat keuntungan dari dana yang diinvestasikan oleh investor. Dalam manajemen investasi, return dibedakan menjadi return yang diharapkan (*expected return*) dan return yang terwujud (*realized return* atau *actual return*). Return yang diharapkan merupakan tingkat keuntungan yang diperkirakan akan diperoleh di masa yang akan datang. Sedangkan return yang terwujud atau *return actual* adalah tingkat keuntungan sesungguhnya yang telah diterima investor.

Ketika investor menginvestasikan dananya, dia akan memperkirakan tingkat return tertentu setelah periode yang ditentukan. Pada saat periode investasi tersebut berlalu, investor akan dihadapkan pada return yang sesungguhnya dia terima (*actual return*). Perbedaan antara tingkat return yang diperkirakan dengan return yang sesungguhnya tersebut merupakan risiko.

Gambar 1.1 Hubungan Risiko dan Expected Return



Sumber: Farrel, James L., 1997, *Portfolio Management: Theory and Application*, McGraw-Hill, Singapore, hal. 11

Risiko, seperti yang tersebut sebelumnya, merupakan kemungkinan return actual yang berbeda dengan return yang diperkirakan. Preferensi investor terhadap risiko menentukan keputusan investasi yang akan diambil. Investor yang berani memilih

risiko investasi yang tinggi pasti diikuti harapan tingkat return yang tinggi pula.

Tahap-tahap dalam proses investasi bersifat kesinambungan atau terus-menerus. **Pertama**, penentuan tujuan investasi. Pada tahap ini yang dilakukan investor adalah membuat perkiraan berdasarkan pertimbangan hubungan return dan risiko atas tujuan investasi yang akan dilakukan. **Kedua**, investor melakukan analisis terhadap terhadap sasaran investasi yang mana hal ini akan menentukan kebijakan investasi yang akan diambil. Tujuan analisis ini adalah untuk menghindari kesalahan dalam memperkirakan nilai suatu aset finansial (efek) yang menjadi sasaran investasi. Hal ini bisa dilakukan dengan pendekatan fundamental dan pendekatan teknikal.

- ***Pendekatan Fundamental***

Analisis didasarkan pada informasi yang diterbitkan oleh emiten atau administrator bursa efek. Untuk memperkirakan prospek harga saham di masa mendatang harus mempertimbangkan faktor-faktor fundamental seperti kondisi sektor industri dimana perusahaan tersebut berada serta perekonomian secara makro. Jadi analisis ini juga mencakup evaluasi kinerja perusahaan serta saham yang diterbitkannya.

- ***Pendekatan Teknikal***

Analisis didasarkan pada data pergerakan harga saham di masa lalu untuk kemudian diperkirakan kecenderungan pergerakan harga tersebut di masa yang akan datang. Analisis ini menggunakan perkiraan pergeseran penawaran (*supply*) dan permintaan (*demand*) dalam jangka pendek, serta sedikit mengabaikan risiko dan

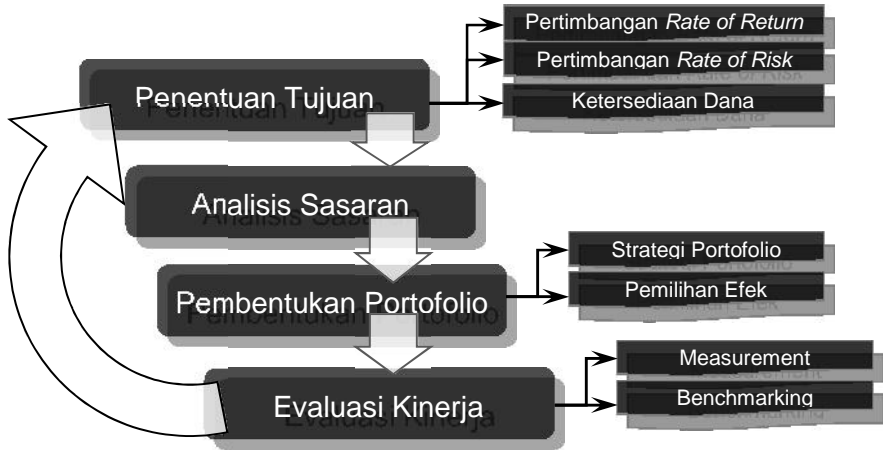
pertumbuhan laba. Jadi, pada dasarnya analisis teknikal mendasarkan diri pada premis bahwa harga saham bergantung pada penawaran dan permintaan atas saham itu sendiri. Data historis dalam bentuk diagram bisa menunjukkan suatu pola pergerakan harga yang akan digunakan untuk memperkirakan harga saham dan indeks pasar (*market index*).

Ketiga, pembentukan portofolio. Ada dua strategi untuk melakukan tahapan ini, yakni: (1) strategi portofolio aktif, menggunakan informasi yang ada dengan pendekatan-pendekatan peramalan secara aktif untuk mencari kombinasi portofolio yang lebih baik; (2) strategi portofolio pasif, investasi pada portofolio yang seiring kinerja indeks pasar, asumsinya adalah semua informasi yang ada telah diserap pasar dan direfleksikan pada harga saham. Kemudian aset atau saham-saham diidentifikasi dan dipilih. Proses identifikasi ini sendiri juga memerlukan evaluasi terhadap sekuritas yang ingin dimasukkan dalam portofolio, serta berapa proporsi dana yang akan diinvestasikan. Efek yang dipilih untuk pembentukan portofolio ini adalah efek yang memiliki koefisien korelasi negative, untuk menekan risiko. Artinya, efek harus menawarkan *expected return* yang tertinggi dengan tingkat risiko tertentu atau menawarkan *expected return* tertentu dengan tingkat risiko terendah.

Keempat, evaluasi kinerja portofolio. Dalam tahap ini dilakukan pengukuran (*measurement*) atau penilaian kinerja portofolio berdasarkan aset yang telah ditanamkan dalam portofolio tersebut, serta dilakukan *benchmarking* atau perbandingan terhadap portofolio lain yang memiliki tingkat risiko sejenis, umumnya terhadap portofolio pasar. Jika proses evaluasi ini telah dilakukan

dan ternyata hasil yang diperoleh kurang baik, maka proses investasi harus kembali ke tahap pertama. Hal ini dilakukan terus sampai dicapai keputusan investasi yang paling optimal.

Gambar 1.2 Proses Pengambilan Keputusan Investasi



BAB II. RETURN ATAS INVESTASI

Seperti yang telah dibahas pada bab sebelumnya, return merupakan imbalan atau keuntungan yang diperoleh dari komitmen pengeluaran sejumlah sumberdaya (finansial atau riil). Return dibagi menjadi dua, yakni return yang sesungguhnya didapat (*actual return*) dimana dihitung berdasarkan data historis, dan return yang diharapkan (*expected return*) akan diterima di masa yang akan datang.

2.1. Estimasi Return

Return atas investasi di masa datang (*expected return*) hanya bisa diperkirakan melalui estimasi saja. *Expected return* bisa dipastikan berbeda dengan *actual return* yang diterima. Adapun komponen yang tercakup dalam estimasi return ini adalah: (1) laba/rugi modal (*capital gain/loss*) yang merupakan peningkatan (penurunan) harga suatu efek yang bisa memberikan keuntungan (kerugian), bisa juga diartikan sebagai harga sekuritas; (2) hasil (*yield*) yang merupakan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh investor secara periodik, bisa berupa bunga atau dividen. Perlu diketahui bahwa *capital gain (loss)* bisa berupa angka negative (-), nol (0), dan angka positif (+), sedangkan untuk *yield* hanya akan berupa angka nol (0) dan angka positif (+).

Dari dua komponen utama tersebut kita bisa menghitung total return:

$$\text{Total Return} = \text{capital gain (loss)} + \text{yield} ,$$

dan tingkat pengembalian (*rate of return*):

$$\text{Tingkat Pengembalian} = \frac{\text{pembayaran kas yang diterima} + \text{perubahan harga dalam satu periode}}{\text{harga beli efek}}$$

Contoh:

Si A membeli 100 ribu lembar saham PT. XXX dengan harga Rp. 1.000/lembar. Setelah satu tahun perusahaan tersebut membayar dividen sebesar Rp. 200 per lembar. Selanjutnya saham Si A jual dengan harga Rp. 1.100/lembar, maka perhitungan *total return*-nya adalah:

Hasil penjualan 100.000 lembar saham @Rp. 1.100	Rp. 110.000.000	
Pembelian 100.000 lembar saham @Rp. 1.000	Rp. 100.000.000	
<i>Capital gain</i>	<u>Rp. 10.000.000</u>	10%
Dividen per lembar Rp. 200	Rp. 20.000.000	20%
<i>Total return</i>	<u>Rp. 30.000.000</u>	<u>30%</u>

Dari informasi yang diberikan contoh di atas, tingkat pengembaliannya (*rate of return*) adalah:

$$\text{Tingkat pengembalian} = \frac{0 + \frac{1.100 - 1.000}{1.000}}{1} = 0,1$$

2.2. Perhitungan *Expected Return* dari *stand-alone Asset* (saham individual)

Perhitungan terhadap setiap kemungkinan terwujudnya suatu tingkat return harus dilakukan oleh setiap investor dalam melakukan estimasi *expected return* dari suatu saham individual. Hasil perhitungan kemungkinan atau probabilitas tersebut menunjukkan spesifikasi berapa tingkat return yang akan diperoleh dan berapa probabilitas terjadinya return tersebut. Estimasi *expected return* dilakukan dengan menghitung rata-rata dari semua return yang mungkin terjadi, dan setiap return yang mungkin terjadi lebih dulu diberi bobot berdasar probabilitas kejadian. Dengan kata lain faktor penimbangannya adalah probabilitas masing-masing tingkat return (*rate of return*). Secara matematis untuk menghitung *expected return* (ER) adalah dengan menggunakan rumus berikut:

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

dimana:

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

R_i = Tingkat return aktual ke- i yang diterima

p_i = Probabilitas kejadian return ke- i

Contoh:

Kondisi Ekonomi	Probabilitas	Rate of Return
Kuat	30%	22%
Sedang	40%	19%
Resesi	30%	14%

Berdasar data di atas, ER dari saham dihitung sebagai berikut:

$$E(R) = 30\%(22\%) + 40\%(19\%) + 30\%(14\%) = 18,4\%$$

Namun jika tidak terdapat data probabilitas, dan hanya ada data pengamatan beberapa periode, rumus perhitungan ER adalah:

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

dimana N = periode pengamatan

contoh:

Periode Pengamatan	Rate of Return
1	20%
2	18%
3	15%
4	21%
5	19%

Dari data di atas, ER yang didapat adalah:

$$E(R) = \frac{20\% + 18\% + 15\% + 21\% + 19\%}{5} = 18,6\%$$

2.3. Perhitungan *Expected Return* dari Portofolio

Estimasi *expected return* (ER) dari portofolio adalah rata-rata terhitung dari *expected return* masing-masing saham yang masuk dalam portofolio. Yang menjadi pertimbangan adalah proporsi dana yang diinvestasikan pada masing-masing saham. Perhitungan dari ER portofolio adalah:

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

dimana:

$E(R_p)$ = ER dari portofolio

$E(R_i)$ = ER dari investasi saham i

X_i = Proporsi dana yang diinvestasikan pada saham i

Contoh:

Si B berinvestasi pada saham A dan saham B dengan bentuk portofolio seperti yang berikut ini:

Saham	$E(R_i)$	Proporsi (P_{1i})	Proporsi (P_{2i})	Proporsi (P_{3i})	Proporsi (P_{4i})	Proporsi (P_{5i})
A	14	0%	25%	50%	75%	100%
B	17	100%	75%	50%	25%	0%

dari data di atas, ER dari portofolio adalah:

$$E(R_{p1}) = 14\%(0\%) + 17\%(100\%) = 17,0\%$$

$$E(R_{p2}) = 14\%(25\%) + 17\%(75\%) = 16,25\%$$

$$E(R_p3) = 14\%(50\%) + 17\%(50\%) = 15,5\%$$

$$E(R_p1) = 14\%(75\%) + 17\%(25\%) = 14,75\%$$

$$E(R_p1) = 14\%(100\%) + 17\%(0\%) = 14\%$$

Dari perhitungan di atas dapat dilihat bahwa apabila *expected return* masing-masing saham diketahui, maka besaran *expected return* portofolio akan bergantung pada probabilitas atau proporsi dana yang diinvestasikan pada masing-masing saham tersebut.

Metode lain dalam melakukan estimasi *expected return* portofolio adalah sebagai berikut:

➤ Menghitung proporsi nilai pasar

Saham	Jumlah saham dalam portofolio	Harga beli per lembar saham	Total investasi
A	2000 lembar	Rp. 2.200	Rp. 4.400.000
B	1000 lembar	Rp. 1.300	Rp. 1.300.000
C	3000 lembar	Rp. 5.000	Rp. 15.000.000
Jumlah	6000 lembar		Rp. 20.700.000

Proporsi nilai pasar awal portofolio saham A adalah:

$$4,4 / 20,7 = 0,21$$

Proporsi nilai pasar awal portofolio saham B adalah:

$$1,3 / 20,7 = 0,06$$

Proporsi nilai pasar awal portofolio saham C adalah:

$$15,0 / 20,7 = 0,73$$

Menghitung ER portofolio

Saham	Jumlah saham dalam portofolio	Harga akhir yang diharapkan per lembar saham	Nilai akhir periode yang diharapkan
A	2000 lembar	Rp. 2.550	Rp. 5.100.000
B	1000 lembar	Rp. 1.600	Rp. 1.600.000
C	3000 lembar	Rp. 5.600	Rp. 16.800.000
Jumlah	6000 lembar		Rp. 23.500.000

$$ER \text{ portofolio} = \frac{(Rp. 23,5 \text{ juta} - Rp. 20,7 \text{ juta})}{Rp. 20,7 \text{ juta}} \times 100\% = 13,52$$

Kontribusi setiap saham terhadap ER portofolio bergantung pada ER saham tersebut dan besarnya proporsi nilai pasar awal portofolio. Oleh karena itu, seharusnya investasi dilakukan pada saham-saham yang dianggap memiliki ER tertinggi. Meski begitu, pada umumnya penasihat investasi menganjurkan adanya diversifikasi, maksudnya portofolio sebaiknya terdiri atas lebih dari satu saham saja. Ini dimaksudkan untuk mengurangi risiko yang mungkin akan dihadapi.

BAB III. RISIKO DALAM INVESTASI

3.1. Pengertian Risiko

Risiko bisa diartikan sebagai kemungkinan perbedaan antara return aktual yang diterima investor dengan *expected return*. Semakin besar kemungkinan perbedaan tersebut, maka semakin tinggi risiko investasi. Adapun sumber risiko yang mempengaruhi besaran risiko suatu investasi adalah:

1. Risiko Suku Bunga

Perubahan suku bunga mempengaruhi harga saham secara terbalik, maksudnya jika suku bunga meningkat maka harga saham akan turun, demikian pula sebaliknya. Hal ini terjadi dikarenakan ketika misalnya suku bunga naik, maka return dari investasi yang terkait suku bunga juga akan naik, misalnya deposito. Keadaan ini akan membuat investor banyak yang menjual sahamnya untuk beralih ke deposito. Ketika semakin banyak investor menjual sahamnya, maka harga saham akan turun (berdasar hukum *supply and demand*).

2. Risiko Pasar

Risiko ini berkaitan dengan fluktuasi pasar yang ditunjukkan oleh perubahan indeks pasar saham secara keseluruhan. Faktor-faktor yang mempengaruhi adalah resesi ekonomi, kestabilan politik, keamanan negara, dan lain-lain.

3. Risiko Inflasi

Inflasi mempengaruhi kekuatan daya beli rupiah yang diinvestasikan. Jika inflasi mengalami peningkatan, investor umumnya akan

menuntut tambahan premium inflasi untuk mengkompensasi penurunan daya beli yang dialaminya.

4. Risiko Bisnis

Risiko ini berkaitan dengan faktor-faktor terkait jenis industri. Sebagai contoh investasi pada industri mobil akan sangat dipengaruhi oleh karakteristik industri bahan mentah untuk industri mobil tersebut.

5. Risiko Finansial

Risiko ini berkaitan dengan keputusan perusahaan dalam menggunakan utang untuk pembiayaan modal. Semakin besar proporsi utang yang digunakan, semakin tinggi pula risiko finansial yang dihadapi perusahaan tersebut.

6. Risiko likuiditas

Risiko ini berhubungan dengan kecepatan suatu sekuritas bisa diperdagangkan di pasar sekunder. Semakin rendah likuiditas dari suatu saham (karena tidak bisa cepat diperdagangkan), maka semakin tinggi risiko likuiditas yang dialami perusahaan.

7. Risiko Nilai tukar mata uang (currency risk)

Risiko ini berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang negara dimana perusahaan tersebut berada dengan nilai mata uang negara lainnya.

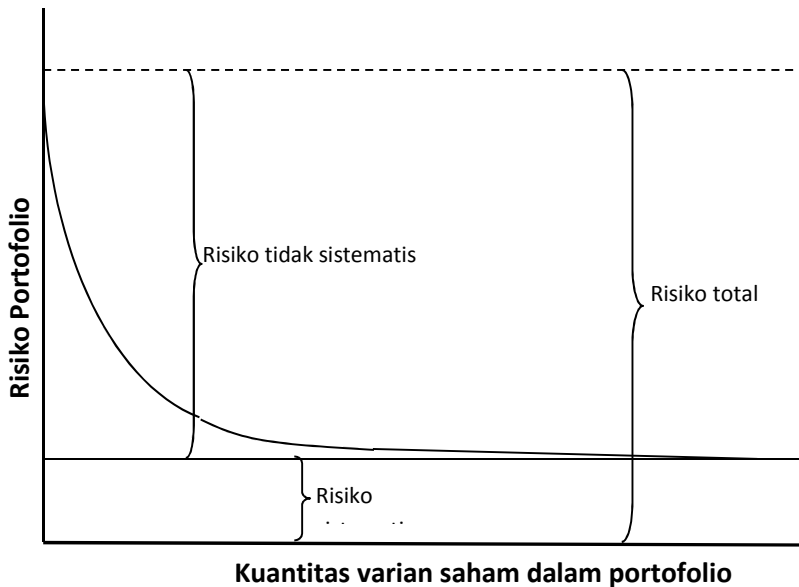
8. Risiko negara (country risk)

Risiko ini berkaitan dengan kondisi politik dan perekonomian suatu negara.

Dalam konteks portofolio atau total investasi, risiko dibagi menjadi dua jenis, yaitu: (1) **risiko sistematis**, risiko yang tidak bisa

dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, perubahan risiko ini dipengaruhi faktor-faktor makro yang mempengaruhi pasar secara keseluruhan, seperti suku bunga, kurs mata uang, kebijakan pemerintah, dan sebagainya; (2) **risiko tidak sistematis**, risiko ini bisa ditekan atau dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, perubahan risiko didasarkan pada faktor-faktor spesifik dalam suatu perusahaan atau industri yang menjadi sasaran investasi, seperti struktur modal, aset, tingkat likuiditas perusahaan, dan sebagainya.

Gambar 3.1
Risiko sistematis, tidak sistematis, dan Risiko total



3.2. Menghitung Risiko

Untuk menghitung risiko total yang berkaitan dengan *expected return* dari suatu investasi, kita bisa lakukan dengan menghitung varian dan standar deviasi return dari investasi yang dilakukan. Varian dan standar deviasi merupakan ukuran besaran persebaran distribusi probabilitas, dimana menunjukkan besaran persebaran variabel acak di antara rata-ratanya – semakin besar persebarannya, semakin besar varian dan standar deviasi investasi tersebut.

Untuk menghitung saham individual, kita bisa menggunakan rumus berikut:

$$\text{varian return} = \sigma^2 = \sum_{i=1}^n (pr_i)[R_i - E(R)]^2$$

dan

$$\text{Standar deviasi} = \sigma_i = \sqrt{\sum_{i=1}^n (pr_i)[R_i - E(R_i)]^2}$$

dimana:

σ^2 = varian return dari investasi pada saham i
 σ = standar deviasi dari saham i

pr_i = probabilitas diterimanya return pada kondisi i

R_i = return dari investasi pada saham pada kondisi i

$E(R_i)$ = expected return (ER) dari investasi pada saham

Contoh:

Kondisi Ekonomi	Probabilitas	Rate of Return
Kuat	30%	22%
Sedang	40%	19%
Resesi	30%	14%

Perhitungan ER dan risiko dari data di atas adalah:

$$E(R) = 30\%(22\%) + 40\%(19\%) + 30\%(14\%) = 18,4\%$$

$$\sigma^2 = 30\%(22\% - 18,4\%)^2 + 40\%(19\% - 18,4\%)^2 + 30\%(14\% - 18,4\%)^2$$

$$= 0,0003888 + 0,0000108 + 0,000581$$

$$= 0,00098$$

$$\sigma = \sqrt{0,00098}$$

$$= 0,031311 = 3,131\%$$

Namun jika probabilitas tidak diketahui seperti pada kasus di atas dan hanya ada data pengamatan selama beberapa periode, maka rumus yang digunakan adalah:

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n [R_i - E(R)]^2}{N}$$

dimana N = periode pengamatan

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n [R_i - E(R)]^2}{N}}$$

Contoh:

Periode Pengamatan	Rate of Return
1	20%
2	18%
3	15%
4	21%
5	19%

Perhitungan ER dan risikonya adalah:

$$E(R) = \frac{20\% + 18\% + 15\% + 21\% + 19\%}{5} = 18,6\%$$

$$\sigma^2 = \frac{\left[(20\% - 18,6\%)^2 + (18\% - 18,6\%)^2 + (15\% - 18,6\%)^2 + (21\% - 18,6\%)^2 + (19\% - 18,6\%)^2 \right]}{5}$$

$$= (0,000196 + 0,000036 + 0,001296 + 0,000576 + 0,000016) / 5$$

$$= 0,00212 / 5 = 0,000424$$

$$\sigma = \sqrt{0,000424}$$

$$= 0,0206 = 2,06\%$$

Sedangkan untuk menghitung risiko portofolio tidak seperti menghitung return portofolio, karena risiko portofolio bukan penjumlahan rata-rata risiko masing-masing sekuritas yang ada dalam portofolio. Kita harus menggunakan ukuran kovarian, agar kita bisa menghitung besaran risiko portofolio, baik yang terdiri atas dua buah sekuritas maupun yang berjumlah n . Ada tiga hal yang harus diketahui untuk menghitung risiko portofolio, yaitu:

- Varian setiap sekuritas
- Kovarian antara satu sekuritas dengan sekuritas lainnya
- Proporsi alokasi dana untuk saham

Rumus untuk menentukan kovarian adalah:

$$\rho_{(A,B)} = \frac{COV_{(A,B)}}{(\sigma_A)(\sigma_B)}$$

$$COV_{(A,B)} = \rho_{(A,B)}(\sigma_A)(\sigma_B)$$

$$= \sum_{i=1}^n (pr_i) [R_{Ai} - E(R_A)] [R_{Bi} - E(R_B)]$$

dimana:

$\rho_{(A,B)}$ = kovarian saham A dengan saham B

Selanjutnya rumus untuk menghitung risiko portofolio adalah:

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

Standar deviasi portofolionya:

$$\sigma_p = \sqrt{(W_A)^2(\sigma_A)^2 + (W_B)^2(\sigma_B)^2 + 2(W_A)(W_B)(\rho_{AB})(\sigma_A)(\sigma_B)}$$

contoh:

Periode	R _A	R _B
1	20	15
2	15	20
3	18	17
4	21	15

Perhitungan risiko portofolio dari data di atas adalah:

$$E(R_A) = \frac{20\% + 15\% + 18\% + 21\%}{4} = 18,5\%$$

$$E(R_B) = \frac{15\% + 20\% + 17\% + 15\%}{4} = 16,75\%$$

$$\begin{aligned} \sigma_A^2 &= [(20\% - 18,5\%)^2 + (15\% - 18,5\%)^2 + (18\% - 18,5\%)^2 \\ &\quad + (21\% - 18,5\%)^2]/4 \\ &= (2,25 + 12,25 + 0,25 + 6,25)/4 \\ &= 21/4 = 5,25 \end{aligned}$$

$$\sigma_A = \sqrt{5,25} = 2,29\%$$

$$\begin{aligned} \sigma_B^2 &= [(15\% - 16,75\%)^2 + (20\% - 16,75\%)^2 \\ &\quad + (17\% - 16,75\%)^2 + (15\% - 16,75\%)^2]/4 \\ &= (3,0625 + 10,5625 + 0,0625 + 3,0625)/4 \\ &= 16,75/4 = 4,1875 \end{aligned}$$

$$\sigma_B = \sqrt{4,1875} = 2,05\%$$

$$\begin{aligned} COV_{(A,B)} &= (20\% - 18,5\%)(15\% - 16,75\%) = - 2,625 \text{ \%} \\ &= (15\% - 18,5\%)(20\% - 16,75\%) = -11,375 \text{ \%} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
&= (18\% - 18,5\%)(17\% - 16,75\%) = - 0,125 \% \\
&= (21\% - 18,5\%)(15\% - 16,75\%) = - 4,375 \% \\
&\qquad\qquad\qquad \text{jumlah} = -18,500 \%
\end{aligned}$$

$$COV_{(A,B)} = -18,5\% / 4 = -4,625\%$$

$$\rho_{(A,B)} = \frac{-4,625}{(2,29)(2,05)} = -0,9852$$

Jika dana yang dialokasikan untuk investasi pada saham A adalah 70% dan saham B adalah 30%, maka risiko portofolionya adalah:

$$\begin{aligned}
\sigma_p^2 &= (0,70)^2(0,0229)^2 + (0,30)^2(0,0205)^2 \\
&\quad + 2(0,70)(0,30)(0,9852)(0,0229)(0,0205) \\
&= 0,00025696 + 0,00003782 - 0,00019425 \\
&= 0,0001005 \\
\sigma_p &= \sqrt{0,0001005} = 0,010027 = 1,0027\%
\end{aligned}$$

Dari perhitungan di atas kita bisa perhatikan bahwa risiko yang dimiliki oleh saham individual bisa ditekan dengan membentuk portofolio yang berisi beberapa saham individu, dimana koefisien korelasi saham tersebut negatif. Saham A yang risikonya 2,29% dan saham B 2,05% menjadi 1,0027% dalam sebuah portofolio. Perbedaan saham dalam satu portofolio ini yang dinamakan diversifikasi.

BAB IV. PEMILIHAN PORTOFOLIO

Pertama kali muncul metode pemilihan portofolio dikemukakan oleh Harry Markowitz pada tahun 1952 yang dianggap sebagai awal mula teori portofolio modern. Markowitz menyatakan investor harus membentuk portofolio yang menghasilkan tingkat keuntungan tertinggi berdasarkan suatu tingkat risiko tertentu, atau membentuk portofolio yang tingkat risikonya paling rendah dengan tingkat keuntungan tertentu. Selanjutnya muncul model indeks tunggal yang diperkenalkan oleh William Sharpe (1963) yang merupakan penyesuaian terhadap model milik Markowitz. Model Sharpe ini memungkinkan dilakukannya analisis terhadap lebih banyak sekuritas dibandingkan milik Markowitz yang membutuhkan begitu banyak perhitungan ketika jumlah sekuritas ditambahkan.

Sharpe, Lintner, dan Mossin (1964-1966) menggagas model baru yang dinamakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang mana memiliki asumsi bahwa individu melakukan investasi berdasar teori portofolio, yakni investasi dilakukan untuk memaksimalkan tingkat keuntungan dengan suatu tingkat risiko tertentu. Namun menurut Ross (1976) kelemahan dari model ini terletak pada ramalan ekonomi tunggalnya, yaitu portofolio pasar berada pada kedudukan efisien. Oleh karenanya, Ross memunculkan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang mana intinya adalah bahwa *expected return* harus dihubungkan dengan risiko yang menyebabkan suatu keadaan dimana tak satupun investor bisa memperoleh keuntungan berlebihan melalui kegiatan arbitrase. Pada dasarnya model ini

menghubungkan antara *expected return* suatu saham dengan faktor-faktor tertentu, seperti pergerakan pasar, tingkat suku bunga, dan lain sebagainya yang kesemuanya bisa berubah setiap periodenya.

Portofolio merupakan gabungan atau kumpulan aset yang dimiliki investor. Portofolio sendiri dibentuk untuk mengurangi risiko melalui diversifikasi atau pengalokasian dana beberapa alternative sekuritas yang berkorelasi negatif. Bab ini akan membahas konsep-konsep dasar yang harus dipahami investor dalam pembentukan portofolio yang optimal, serta cara membentuk portofolio yang optimal itu sendiri.

Beberapa konsep dasar dalam teori portofolio merupakan pembahasan sederhana yang bisa digunakan untuk memahami pembentukan portofolio yang optimal. Konsep dasar tersebut ada tiga, yakni:

1. Portofolio efisien dan portofolio optimal;
2. Fungsi utilitas dan kurva indifere; dan
3. Aset berisiko serta aset bebas risiko

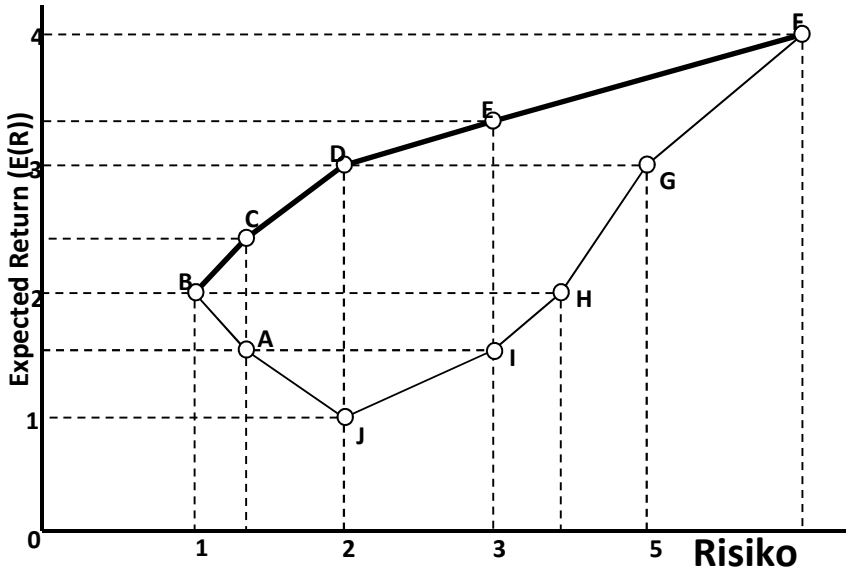
4.1. Portofolio Efisien dan Portofolio Optimal

Untuk membentuk portofolio yang efisien kita harus memahami kecenderungan investor dalam pengambilan keputusan investasi yang akan dibuatnya. Asumsi paling umum adalah bahwa semua investor tidak menyukai risiko (*risk averse*) dan menginginkan return setinggi-tingginya. Artinya adalah ketika investor dihadapkan pada dua pilihan investasi dengan return sama namun risikonya berbeda, investor cenderung memilih investasi yang risikonya lebih rendah. Disamping itu, jika investor dihadapkan pada pilihan investasi dengan return yang berbeda namun risikonya sama,

investor cenderung memilih berinvestasi pada pilihan yang returnnya lebih tinggi. Kesimpulannya adalah portofolio dikatakan efisien apabila: (1) memberikan ER terbesar dengan risiko sama; atau (2) memberikan risiko terkecil dengan ER sama.

Portofolio optimal merupakan portofolio yang dipilih investor dari sekian banyak pilihan portofolio efisien. Hal ini sangat dipengaruhi preferensi investor terhadap return yang diinginkannya dan risiko yang mau ditanggungnya. Gambar 4.1 menunjukkan portofolio efisien dan portofolio optimal. Pada gambar tersebut diasumsikan investor membuat portofolio A, B, C, D, E, F, G, H, I, dan J. Dari grafik tersebut garis tebal yang menghubungkan titik B, C, D, E, dan F dinamakan permukaan efisien (*efficient frontier*). Semua portofolio di bawah garis tersebut dinyatakan tidak efisien. Sebagai contoh portofolio C lebih efisien daripada portofolio A, karena dengan risiko sama portofolio C memberikan ER yang lebih tinggi. Demikian pula dengan portofolio B dianggap lebih efisien daripada portofolio H, karena dengan portofolio B memiliki risiko yang lebih rendah dibanding portofolio H dengan ER yang sama. Portofolio optimal merupakan salah satu dari portofolio yang berada pada *efficient frontier* tersebut. Pemilihannya bergantung pada preferensi investor seperti yang disebut sebelumnya.

Gambar 4.1
Portofolio efisien dan tidak efisien



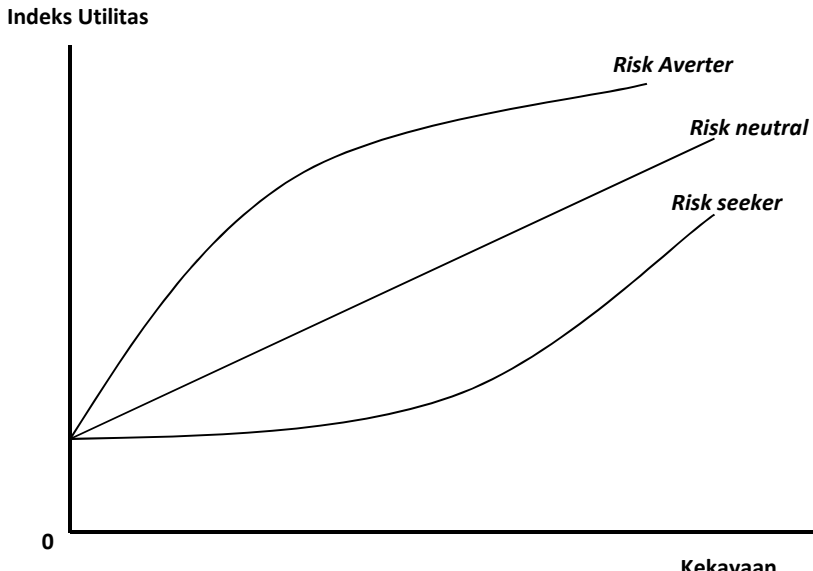
Berkaitan dengan bagaimana memilih portofolio yang optimal, selanjutnya kita akan membahas fungsi utilitas dan kurva indifferen yang bisa dijadikan pedoman dalam memilih portofolio optimal.

4.2. Fungsi Utilitas dan Kurva Indiferen

Fungsi utilitas merupakan fungsi matematis yang menunjukkan nilai dari semua alternative pilihan yang ada. Semakin tinggi nilai suatu alternatif pilihan, maka semakin tinggi pula utilitas alternatif tersebut. Dalam manajemen portofolio, fungsi utilitas menunjukkan preferensi investor terhadap beragam pilihan investasi dengan tingkat risiko dan *expected return* tersendiri. Preferensi

investor terhadap risiko dibedakan menjadi tiga, yakni: (1) investor yang tidak menyukai risiko (*risk averter*); (2) investor yang netral terhadap risiko (*risk neutral*); (3) investor yang menyukai risiko (*risk seeker*).

Gambar 4.2
Hubungan Utilitas dan preferensi Investor



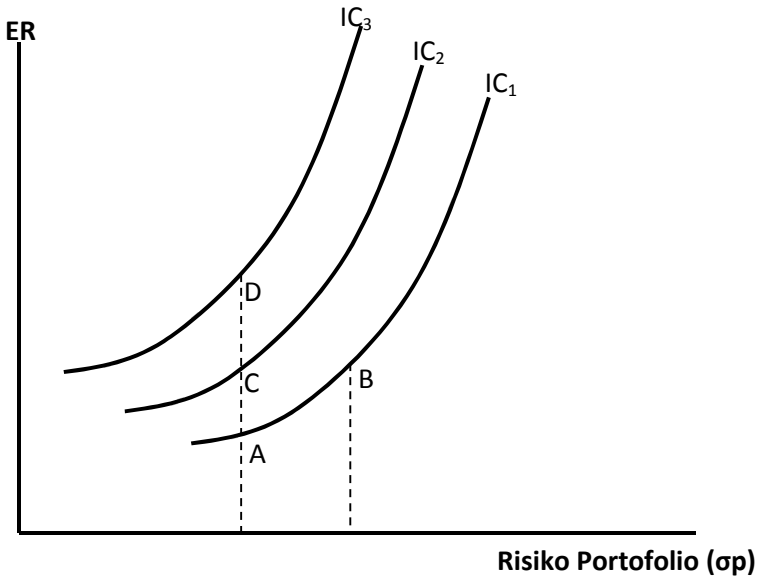
- a. *Risk averter investor*, kurva berbentuk melengkung dengan peningkatan yang semakin berkurang. Pertambahan utilitas akan semakin menurun (*diminishing marginal utility*) dari perubahan satu unit kekayaan yang sama.
- b. *Neutral risk investor*, kurva fungsi utilitas berbentuk garis lurus. Perubahan kekayaan dianggap memiliki fungsi utilitas yang sama dengan perubahan kekayaan berikutnya.

- c. *Risk seeker investor*, kurva berbentuk melengkung dengan peningkatan yang semakin bertambah. Investor beranggapan bahwa tambahan satu unit kekayaan akan memberikan utilitas yang lebih tinggi dari pertambahan kekayaan yang sebelumnya (*increasing marginal utility*).

Fungsi utilitas bisa digambarkan dalam bentuk grafik sebagai kurva indifferen. Gambar 4.3 menunjukkan tiga kurva indifferen yang dilambangkan dengan IC_1 , IC_2 , IC_3 . Kemiringan (slope) IC positif menunjukkan bahwa investor selalu menginginkan return yang lebih besar sebagai kompensasi atas risiko yang lebih tinggi yang mau ditanggungnya. Pada gambar 4.3 terlihat bahwa semakin jauh kurva indifferen dari sumbu risiko (ρ), semakin tinggi utilitasnya bagi investor.

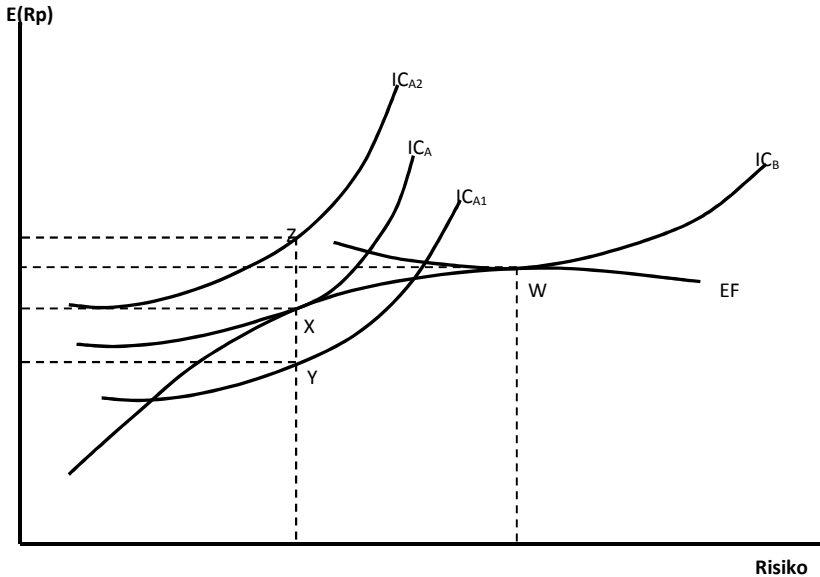
Kombinasi portofolio dalam suatu IC akan memberikan preferensi yang sama (*indifferent*) pada investor, karena semua titik dalam kurva tersebut menunjukkan seberapa besar preferensi investor terhadap risiko. Sebagai contoh misalnya kombinasi pada IC_1 , titik A dan B menunjukkan kombinasi ER dan risiko tertentu. ER titik B lebih tinggi daripada ER titik A, namun risiko yang ditanggung titik B juga lebih tinggi daripada titik A. Sementara itu, perhatikan pada titik A, C, dan D yang memberikan risiko sama, namun titik D memberikan ER yang lebih tinggi daripada titik A, dan C. Investor yang rasional akan memilih titik D. Kesimpulannya adalah bahwa kombinasi portofolio dari IC_3 akan memberikan tingkat kepuasan tertinggi, dan umumnya investor akan memilih situasi tersebut.

Gambar 4.3
Kurva Indiferen



Telah disebutkan sebelumnya bahwa portofolio efisien adalah portofolio yang berada pada *efficient frontier*. Walaupun pada dasarnya investor bersifat *risk averter*, namun tingkat preferensi atau kepekaan terhadap risiko setiap investor berbeda-beda. Gambar 4.4 menunjukkan portofolio optimal terjadi ketika kemiringan IC sama dengan *slope* EF (*efficient frontier*). Garis persinggungan antara EF dengan kurva indiferen tertinggi merupakan portofolio optimal yang menjadi kondisi yang dibutuhkan oleh investor. Portofolio yang dipilih nantinya akan disesuaikan dengan pada fungsi utilitasnya.

Gambar 4.4
Portofolio yang optimal



Pada gambar 4.4 portofolio optimal investor A terletak pada portofolio X yang memberikan kepuasan sebesar IC_A , karena portofolio tersebut menawarkan risiko dan *expected return* yang sesuai dengan preferensinya. Mustahil investor A ini memilih portofolio Y karena portofolio Y menawarkan ER yang lebih rendah namun risikonya sama dengan portofolio X. Sementara itu portofolio Z memang terlihat menawarkan ER yang lebih tinggi, namun portofolio ini tidak mungkin dipilih karena tidak tersedia dipasar. Hal itu terlihat dari tidak ada persinggungan sama sekali garis portofolio Z dengan garis *efficient frontier* yang merupakan portofolio efisien.

Di lain pihak, kurva indifferen investor B bersinggungan dengan kurva EF pada titik W. Ini berarti bahwa portofolio W menjadi preferensi investor B sebagai portofolio optimalnya. Dengan kata lain ER dan risiko yang ditawarkan portofolio W sesuai dengan preferensi investor B.

4.3. Aset Berisiko dan Aset Bebas Risiko

Preferensi investor terhadap risiko sangat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi investor tersebut terhadap pilihan-pilihan aset. Semakin *risk averse* seorang investor, bisa dipastikan dia akan cenderung memilih aset-aset yang bebas risiko untuk investasinya.

Aset berisiko adalah aset-aset yang *actual return*-nya tidak bisa dipastikan di masa yang akan datang. Salah satu contoh aset berisiko adalah saham. Return aktual dari saham baru bisa diketahui ketika periode investasi berakhir. Return yang diperoleh bergantung pada harga saham pada akhir periode tersebut dan berapa dividen yang dibayarkan oleh perusahaan dimana saham tersebut menjadi investasi. Karena ketidak-pastian inilah saham termasuk dalam aset berisiko.

Aset bebas risiko merupakan aset yang return-nya di masa datang bisa dipastikan pada saat akan berinvestasi, dan ditunjukkan oleh varian return yang sama dengan nol. Salah satu contohnya adalah obligasi jangka pendek yang diterbitkan pemerintah. Seperti SBI (Sertifikat Bank Indonesia), ketika investor membeli SBI dengan jangka waktu 3 bulan dengan tingkat bunga 15%, bisa dipastikan ketika tiba jatuh tempo investor akan menerima return sebesar 15%. Sedikit berbeda ketika investor berinvestasi pada obligasi jangka

panjang, semisal 20 tahun, memang investor dipastikan akan menerima return dari bunga obligasi seperti yang dijanjikan, namun terdapat risiko harga obligasi tersebut akan turun dikarenakan peningkatan suku bunga selama kurun waktu 20 tahun tersebut.

BAB V. PENILAIAN KINERJA PORTOFOLIO

Evaluasi kinerja portofolio bertujuan untuk mengetahui dan menganalisa apakah portofolio yang telah dibentuk bisa meningkatkan pencapaian tujuan investasi sehingga dapat diketahui portofolio mana yang memiliki kinerja lebih baik berdasarkan tingkat return dan tingkat risikonya. Selanjutnya melalui evaluasi ini, investor bisa melakukan revisi terhadap saham-saham penyusun portofolio tersebut apabila investor merasa portofolio tersebut tidak lagi memenuhi preferensi risiko investor. Evaluasi ini dilakukan dengan cara melakukan penilaian (*measurement*) dan perbandingan (*benchmarking*) dengan portofolio-portofolio lain yang dibentuk sendiri maupun portofolio yang dimiliki perusahaan pengelola dana.

5.1. Metode Indeks Sharpe

Indeks ini disebut juga *reward to variability ratio*. Kinerja portofolio diukur dengan cara membandingkan antara premi risiko portofolio (selisih rata-rata *rate of return* dari portofolio dengan rata-rata tingkat bunga bebas risiko) dengan risiko portofolio yang dinyatakan dengan standar deviasi (*total risk*). Rumus matematis indeks Sharpe adalah:

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{SD_p}$$

dimana:

S_p = Indeks Sharpe portofolio

R_p = Rata-rata rate of return portofolio

R_f = Rata-rata atas bunga investasi bebas risiko

SD_p = Standar deviasi dari rate of return portofolio

$R_p - R_f$ = Premi risiko portofolio

Rumus ini menghitung garis yang menghubungkan portofolio berisiko dengan bunga bebas risiko. *Slope* garis tersebut adalah $(R_p - R_f) / \sigma_p$, yang artinya semakin besar *slope* yang dibentuk garis

tersebut, semakin baik portofolio yang ada digaris tersebut. Semakin besar rasio premi risiko portofolio terhadap standar deviasi, bisa dikatakan kinerja portofolio tersebut semakin baik. Indeks Sharpe ini relevan digunakan oleh investor yang menanamkan dananya hanya sebagian pada portofolio tersebut, sehingga risiko portofolio dinyatakan dalam standar deviasi.

5.2. Metode Indeks Treynor

Indeks ini disebut juga *reward to volatility ratio*. Kinerja portofolio diukur dengan membandingkan antara premi risiko portofolio dengan risiko portofolio yang dinyatakan dalam beta (risiko pasar atau risiko sistematis). Rumus matematis dari indeks Treynor adalah:

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

dimana:

T_p = Indeks Treynor portofolio

R_p = Rata-rata rate of return portofolio

R_f = Rata-rata atas bunga investasi bebas risiko

β_p = Beta portofolio (risiko pasar atau risiko sistematis)

$R_p - R_f$ = Premi risiko portofolio

Rumus ini menghitung *slope* yang menghubungkan portofolio berisiko dengan bunga bebas risiko. *Slope* tersebut dinyatakan dengan $R_p - R_f / \beta_p$, artinya semakin besar *slope* yang

dibentuk garis tersebut, semakin baik portofolio yang ada di garis tersebut. Semakin besar rasio premi risiko portofolio terhadap beta, bisa dikatakan semakin baik kinerja portofolio tersebut.

Ukuran risiko portofolio yang menggunakan beta ini menunjukkan bahwa portofolio yang dibentuk merupakan portofolio yang didiversifikasi dengan baik. Indeks Treynor ini relevan digunakan oleh investor yang memiliki berbagai portofolio atau menanamkan dananya pada berbagai reksadana (*mutual fund*), atau yang melakukan diversifikasi pada berbagai portofolio, sehingga portofolio dinyatakan dalam beta (), yakni risiko pasar atau risiko sistematis.

5.3. Metode Indeks Jensen

Landasan dari metode ini adalah Garis Pasar Sekuritas (*Security Market Line* – SML) yang merupakan garis yang menghubungkan portofolio pasar dengan kesempatan investasi yang bebas risiko, rumus matematisnya adalah $R_p = R_f + (R_m - R_f)\beta_p$.

Slope SML dinyatakan sebagai $(R_m - R_f) / \beta_p$ dan konstantanya

adalah R_f . Dalam keadaan ekuilibrium semua portofolio diharapkan berada pada SML. Apabila dengan risiko yang sama, return suatu portofolio berbeda dengan return pada SML, maka perbedaan tersebut dinamakan indeks Jensen; yang mana risikonya dinyatakan

dalam beta (risiko pasar atau risiko sistematis). Apabila return aktual suatu portofolio lebih tinggi dari return yang sesuai dengan persamaan dengan SML, berarti indeks Jensen akan bernilai positif. Namun, apabila return aktual dari suatu portofolio lebih kecil dari return yang sesuai dengan persamaan SML, berarti indeks Jensen akan bernilai negatif.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka rumus indeks Jensen adalah:

$$J_p = (R_p - R_f) - (R_m - R_f)\beta_p$$

dimana:

J_p = Indeks Jensen portofolio

R_p = Rata-rata return portofolio

R_f = Rata-rata bunga investasi bebas risiko

R_m = Rata-rata return pasar (diwakili oleh IHSG)

β_p = Beta portofolio (risiko pasar atau risiko sistematis)

$R_p - R_f$ = Premi risiko portofolio

$R_m - R_f$ = Premi risiko pasar

Contoh:

Berikut ini adalah tabel yang menunjukkan return portofolio A, B, C, return pasar (R_m dari IHSG), dan tingkat bunga bebas risiko selama beberapa periode.

Periode	R_p-A	R_p-B	R_p-C	R_m	R_f
1	-38,7	-16,0	-33,0	-26,0	7,9
2	39,6	39,4	30,8	36,9	5,8
3	11,1	34,3	18,2	23,6	5,0
4	12,7	-6,9	-7,3	-7,2	5,3
5	20,9	3,2	4,9	6,4	7,2
6	35,5	28,9	30,9	18,2	10,0
7	57,6	24,1	34,7	31,5	11,5
8	-7,8	0,0	6,0	-4,8	14,1
9	22,8	23,4	33,0	20,4	10,7
Rata-rata	17,1	14,5	13,0	11,0	8,6
SD_p	28,1	19,78	22,8	20,5	-
ρ	1,20	0,92	1,04	1,00	-

Indeks Sharpe: $S_p = (R_p - R_f) / SD_p$

$$S_{pA} = (17,1 - 8,6) / 28,1 = 0,302$$

$$S_{pB} = (14,5 - 8,6) / 19,7 = 0,299$$

$$S_{pC} = (13,0 - 8,6) / 22,8 = 0,193$$

$$S_{pM} = (11,0 - 8,6) / 20,5 = 0,117$$

Indeks Treynor: $T_p = (R_p - R_f) / \beta_p$

$$T_{pA} = (17,1 - 8,6) / 1,20 = 7,08$$

$$T_{pB} = (14,5 - 8,6) / 0,92 = 6,41$$

$$T_{pC} = (13,0 - 8,6) / 1,04 = 4,23$$

$$T_{pM} = (11,0 - 8,6) / 1,00 = 2,40$$

$$\text{Indeks Jensen: } J_p = (R_p - R_f) - (R_m - R_f)\beta_p$$

$$J_{pA} = (17,1 - 8,6) - (11,0 - 8,6)1,20 = 5,62$$

$$J_{pB} = (14,5 - 8,6) - (11,0 - 8,6)0,92 = 3,69$$

$$J_{pC} = (13,0 - 8,6) - (11,0 - 8,6)1,04 = 1,90$$

$$J_{pM} = (11,0 - 8,6) - (11,0 - 8,6)1,00 = 0$$

Hasil perhitungan di atas merupakan benchmark (perbandingan). Dari tiga portofolio yang dibentuk (portofolio A, B, dan C), portofolio A memiliki nilai kinerja paling tinggi. Untuk portofolio B dan C, investor perlu melakukan revisi. Revisi tersebut bisa bersifat total (membentuk portofolio baru) ataupun revisi terbatas (melakukan perubahan proporsi alokasi dana dalam saham yang ada pada portofolio tersebut).

Apabila suatu portofolio dianggap telah terdiversifikasi dengan baik, yang artinya return portofolio tersebut hampir semuanya dipengaruhi oleh return pasar, maka akan lebih baik jika investor menggunakan indeks Treynor dalam mengevaluasi portofolionya. Ini dikarenakan pada indeks Treynor hanya menggunakan risiko sistematis (beta) saja. Namun apabila return dari suatu portofolio hanya sedikit saja yang terpengaruh oleh return pasar, maka akan lebih baik kalau investor menggunakan indeks Sharpe dalam melakukan evaluasi, karena indeks Sharpe menggunakan risiko total (penjumlahan risiko sistematis dan risiko tidak sistematis).

Untuk mengetahui seberapa terdiversifikasi suatu portofolio, perlu dilakukan analisis regresi antara return portofolio dengan return pasar. Hasil regresi akan menunjukkan nilai kuadrat dari koefisien

korelasi (r^2). Nilai r^2 bisa digunakan untuk menunjukkan tingkat difersifikasi suatu portofolio, karena r^2 menunjukkan prosentase dari varian return portofolio yang dipengaruhi oleh return pasar. Semakin mendekati nilai 1,0 koefisien korelasinya, maka semakin terdifersifikasi portofolio tersebut.

Dalam melakukan revisi kinerja portofolio perlu dipertimbangkan juga tingkat return harus melebihi biaya revisi yang terdiri atas: (1) komisi pembelian saham; (2) komisi penjualan saham; (3) pajak pertambahan nilai (PPn) dan pajak penghasilan (PPh) final; (4) biaya pengumpulan dan analisis data serta informasi.

BAB VI. OBLIGASI

6.1. Pengertian Obligasi

Salah satu alternatif investasi bagi investor yang tidak menyukai risiko adalah obligasi. Obligasi merupakan surat tanda bukti yang dimiliki investor yang memberikan pinjaman utang bagi emiten penerbit obligasi tersebut. Emiten obligasi akan memberikan kompensasi bagi investor pemegang obligasi berupa kupon yang dibayarkan secara periodik kepada investor. Dengan demikian, bisa diartikan bahwa obligasi merupakan salah satu instrument pasar modal yang memberikan pendapatan tetap (*fixed-income security*) bagi investor pemegangnya. Perusahaan penerbit obligasi tersebut berkewajiban membayar bunga dengan jumlah tertentu secara berkala selama periode tertentu. Ketika periode berakhir dan masa jatuh tempo tiba, perusahaan penerbit obligasi tersebut juga harus membayar kembali nilai obligasi yang telah diinvestasikan oleh investor.

Kita bisa melihat karakteristik obligasi berdasarkan nilai intrinsik, tipe penerbitannya, *bond indentures*, dan *call provision*-nya. Berikut ini adalah elaborasi dari landasan penentu karakteristik obligasi:

- **Nilai Intrinsik**

Beberapa pakar menyebutnya sebagai nilai teoritis. Nilai intrinsik bisa diperoleh dari hasil estimasi nilai saat ini dari semua aliran kas obligasi di masa yang akan datang. Nilai ini dipengaruhi oleh tingkat kupon yang diberikan, waktu menuju masa jatuh tempo,

dan nilai harga obligasi tersebut (*par value*). Kupon obligasi menunjukkan pendapatan bunga yang akan diperoleh investor obligasi dari emitennya selama periode investasi yang telah ditentukan secara periodik. Waktu menuju jatuh tempo menunjukkan lama periode obligasi. Umumnya investor berinvestasi pada obligasi yang memiliki hanya satu masa jatuh tempo atau yang dinamakan *term bond*. Disamping *term bond*, dikenal pula *serial obligation bond* yang merupakan obligasi dengan masa jatuh tempo yang lebih dari sekali. Nilai harga pokok obligasi (*par value*) merupakan harga yang ditentukan oleh emiten sekuritas pada saat obligasi tersebut ditawarkan emiten pada investor. Nilai pokok ini berbeda dengan harga pasar obligasi yang bersangkutan. Harga pasar obligasi bisa berubah-ubah karena pengaruh perubahan besaran kupon yang diberikan dan tingkat suku bunga pasar.

- **Tipe Penerbitan obligasi**

Emiten terkadang menerbitkan obligasi dengan menggunakan jaminan (*collateral*) aset riil tertentu yang dimiliki perusahaan. Obligasi yang tidak memiliki jaminan biasanya diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan yang memiliki kredibilitas baik. Disamping terkait dengan jaminan, penerbitan obligasi juga dibedakan berdasarkan urutan hak klaim atas aset perusahaan. Obligasi yang memberikan hak prioritas pertama atas klaim aset perusahaan ketika terjadi permasalahan likuiditas disebut obligasi senior. Sedangkan obligasi yang hak klaim aset perusahaan diperoleh setelah pemilik prioritas klaim (obligasi senior) terpenuhi dinamakan obligasi junior atau obligasi subordinat.

- **Bond Indentures**

Bond indentures merupakan dokumen keabsahan yang memuat hak-hak pemegang obligasi dan emitennya. Dokumen ini berisi spesifikasi obligasi seperti waktu jatuh tempo obligasi, waktu pembayaran bunga, dan pembatasan pemberian dividen bagi pemegang saham perusahaan.

- **Call Provision**

Call provision merupakan hak emiten obligasi untuk melunasi obligasi sebelum tiba jatuh tempo. Hal ini akan dilakukan ketika tingkat suku bunga pasar berada di bawah tingkat kupon obligasi, dan dilakukan untuk mengurangi biaya modal perusahaan. Pada dasarnya ini merupakan hak yang menguntungkan emiten dan bersifat merugikan investor. Oleh karena itu emiten diharuskan membayar sejumlah dana kepada investor yang dinamakan *call premium*. Namun tidak semua obligasi bisa dibeli kembali oleh emitennya sebelum masa jatuh tempo. Obligasi seperti ini dinamakan *noncallable bond*, emiten tidak bisa membeli kembali obligasinya sebelum tiba jatuh tempo. *Noncallable bond* seperti ini bisa memberikan jaminan pendapatan bagi investor jika tingkat suku bunga pasar mengalami penurunan.

6.2. Jenis Obligasi

Pada bagian ini akan dibahas beragam jenis obligasi yang umumnya diperdagangkan di pasar modal. Karakteristik dari setiap jenis obligasi berbeda antara satu sama lain. Jenis-jenis obligasi tersebut adalah:

1. **Obligasi dengan jaminan (*mortgage bonds*)** merupakan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan dengan menggunakan jaminan aset riil yang dimiliki perusahaan tersebut. Apabila perusahaan gagal memenuhi kewajibannya maka pemegang obligasi berhak mengambil alih aset tersebut. Pada obligasi jenis ini perusahaan emiten bisa mengeluarkan obligasi junior dengan menggunakan jaminan aset riil yang sama dengan ketika mengeluarkan obligasi sebelumnya. Misalnya ada perusahaan menerbitkan obligasi senilai Rp. 5 milyar dengan jaminan bangunan dan mesin produksi senilai Rp. 10 milyar. Selanjutnya perusahaan tersebut menerbitkan obligasi lagi senilai Rp. 3 milyar dengan jaminan yang sama seperti ketika menerbitkan obligasi pertama. Obligasi kedua ini yang dinamakan obligasi junior, sedangkan yang pertama kali dikeluarkan adalah obligasi senior. Ketika terjadi likuidasi, pemegang obligasi junior baru memiliki hak atas jaminan aset tersebut setelah pemegang obligasi senior terpenuhi hak klaimnya terhadap aset yang dijamin.
2. **Obligasi tanpa jaminan (*debentures* atau *unsecured bonds*)** merupakan obligasi yang diterbitkan tanpa adanya jaminan aset riil. Seperti halnya obligasi dengan jaminan, perusahaan emiten obligasi bisa menerbitkan obligasi junior yang juga tanpa jaminan. Obligasi ini dinamakan *Junior debentures*.
3. **Obligasi konversi** merupakan obligasi yang memberikan hak bagi pemegangnya untuk mengkonversikan obligasi

yang dimilikinya menjadi sejumlah saham perusahaan pada harga yang ditetapkan. Dengan demikian pemegang obligasi memiliki peluang untuk mendapatkan *capital gain*. Perusahaan penerbit obligasi juga memperoleh keuntungan karena biasanya obligasi konversi memberikan tingkat kupon yang lebih rendah daripada obligasi biasa.

4. **Obligasi dengan *warrant*** merupakan obligasi yang pemegangnya memiliki hak untuk membeli saham perusahaan emiten dengan harga tertentu. Kompensasinya, sama dengan obligasi konversi, kupon yang dibayarkan emiten obligasi lebih rendah daripada obligasi lainnya. Pemegang obligasi juga mendapatkan *capital gain* dengan kepemilikan sahamnya ketika hak tersebut digunakan.
5. **Obligasi tanpa kupon (*zero coupon bond*)** merupakan obligasi dimana emitennya tidak memberikan pembayaran bunga atau kupon bagi pemegang obligasinya. Namun, harga yang ditawarkan pada investor dipastikan berada di bawah harga pokok atau *par value*, sehingga keuntungan investor dari perbedaan harga pasar dan *par value* ketika obligasi tersebut dibeli kembali.
6. **Obligasi dengan tingkat bunga mengambang (*floating rate bond*)** merupakan obligasi yang memberikan tingkat bunga dengan besaran yang disesuaikan fluktuasi tingkat bunga pasar yang berlaku.
7. ***Putable bond*** merupakan obligasi yang memberikan hak bagi pemegangnya untuk menerima pelunasan obligasi sesuai dengan *par value* meski waktu jatuh tempo belum

sampai. Obligasi seperti ini bisa melindungi pemegang obligasi terhadap fluktuasi tingkat bunga. Ketika suku bunga meningkat yang menyebabkan harga obligasi turun, maka pemegang obligasi memiliki hak untuk meminta pelunasan obligasi yang dipegangnya dengan harga *par value*.

8. **Junk bond** merupakan obligasi yang memberikan kupon dengan nilai yang cukup tinggi, namun risikonya juga tinggi. Umumnya obligasi seperti ini diterbitkan oleh perusahaan yang memiliki risiko tinggi atau perusahaan yang memiliki rencana merger atau akuisisi.

6.3. Pendapatan dari obligasi

Pendapatan dari investasi dalam bentuk sekuritas obligasi berupa bunga obligasi (*bond interest rate*) dan *yield* obligasi (*bond yield*). Bunga obligasi merupakan imbalan yang diberikan emiten obligasi kepada investor atas kesediaannya meminjamkan dananya. Bunga obligasi juga disebut kupon obligasi (*coupon interest rate*) dan umumnya sudah ditentukan besarnya ketika emiten menerbitkan obligasi tersebut. Besaran tingkat bunga obligasi ini pada umumnya juga tetap selama periode investasinya.

Yield obligasi merupakan ukuran pendapatan obligasi yang akan diterima investor. Artinya, *yield* obligasi merupakan *expected return* investor dalam berinvestasi pada obligasi yang sifatnya sudah pasti berubah-ubah. Untuk ukuran *yield* obligasi ada beberapa metode, yakni:

1. **nominal yield** merupakan tingkat kupon yang diberikan, misalnya suatu obligasi memberikan kupon 15% per tahun, maka dikatakan obligasi tersebut memiliki *nominal yield* sebesar 15%;
2. **current yield** merupakan rasio tingkat bunga obligasi terhadap harga pasar dari obligasi tersebut. Rumus perhitungannya adalah:

$$CY = C_i / P_m$$

dimana:

CY = *Current yield* obligasi

C_i = Pembayaran kupon per tahun untuk obligasi i

P_m = Harga pasar obligasi

Informasi atas *current yield* ini biasanya dipublikasikan secara harian di media massa bisnis karena berguna bagi investor dimana informasi yang terkandung sudah memberikan gambaran perbandingan kupon obligasi terhadap harga pasar obligasi. Akan tetapi, *current yield* tidak bisa diasumsikan sebagai return aktual dari obligasi yang bersangkutan. Hal itu dikarenakan *current yield* tidak menggambarkan perbedaan antara harga obligasi pada saat diterbitkan dan harga obligasi ketika dijual kembali (tidak ada informasi *capital gain/loss*);

3. **yield to maturity (YTM)** merupakan tingkat return secara keseluruhan yang akan diterima jika investor menahan obligasi hingga tiba masa jatuh temponya. Jika diketahui data harga obligasi saat ini, waktu jatuh tempo, kupon dan *par value* obligasi, rumus perhitungan YTM adalah:

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

dimana:

P = Harga obligasi saat ini

n = Jumlah tahun sampai tiba jatuh tempo

C_i = Pembayaran kupon untuk obligasi i setiap tahunnya

YTM = *yield to maturity*

P_p = *par value* obligasi

YTM juga bisa dicari dengan cara mencoba-coba memasukkan nilai yang paling mendekati. Cara ini sebenarnya sama dengan cara menghitung tingkat bunga yang menyamakan investasi awal dengan *cash inflow* dalam penilaian proyek atau yang dinamakan dengan *Internal Rate of Return (IRR)*. Rumusnya adalah:

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

dimana:

YTM^* = Nilai *yield maturity* yang mendekati

P = Harga obligasi saat ini ($t = 0$)

n = Jumlah tahun sampai tiba jatuh tempo

C_i = Pembayaran kupon untuk obligasi i setiap tahunnya

P_p = *par value* obligasi

Contoh:

Sebuah *noncallable* obligasi akan jatuh tempo 10 tahun lagi dengan *par value* Rp. 1.000 dan tingkat kuponnya adalah 18%. Obligasi tersebut dijual dengan harga di bawah par Rp. 917,69, maka *yield to maturity* obligasi tersebut adalah:

$$917,69 = \sum_{t=1}^{20} \frac{180/2}{(1 + YTM/2)^t} + \frac{1000}{(1 + YTM/2)^{20}}$$

$$917,69 = 90(\text{persen value of annuity, 10\% untuk 20 periode}) \\ + 1.000(\text{present value factor, 10\% untuk 20 periode})$$

$$917,69 = 90(8,514) + 1.000(0.149)$$

$$917,69 = 917,69$$

Nilai *present value of annuity* dan *present value factor* dalam contoh di atas menggunakan Tabel *present value anuitas* dan *tabel present value* pada lampiran buku ini. Dengan menggunakan ini diketahui bahwa YTM dari obligasi tersebut adalah 20%(10% x 2), sedangkan untuk menghitung YTM yang mendekati adalah:

$$YTM = \frac{180 + \frac{1.000 - 917,69}{10}}{\frac{1.000 + 917,69}{2}} \\ = \frac{180 + 8,231}{958,845} = 188,231 / 958,845 \\ = 19,63\%$$

4. **yield to call (YTC)** merupakan perhitungan pendapatan untuk obligasi yang *callable*, yakni obligasi yang bisa dilunasi kembali oleh emiten meskipun belum tiba masa jatuh tempo. Umumnya obligasi *callable* ini dijual pada harga premium (obligasi dengan kupon tinggi dan harga pasarnya di atas *par value*). Untuk menghitung YTC digunakan rumus berikut ini:

$$P = \sum_{i=1}^{20} \frac{\frac{C_i}{2}}{\left(1 + \frac{YTC}{2}\right)^t} + \frac{P_C}{\left(1 + \frac{YTC}{2}\right)^{2c}}$$

dimana:

P = Harga pasar obligasi saat sekarang

YTC = *yield to call*

C_i = Pendapatan kupon per tahun

c = Periode sampai saat obligasi dilunasi (*first call*)

P_c = *call price* obligasi

Sementara itu untuk menghitung nilai YTC yang mendekati dapat digunakan perhitungan berikut ini:

$$YTC^* = \frac{C_i + \frac{P_c - P}{n}}{\frac{P_c + P}{2}}$$

dimana:

YTC^* = Nilai YTC yang mendekati

P = Harga obligasi saat ini ($t = 0$)

n = Jumlah tahun sampai pada pelunasan oleh emiten

C_i = Pendapatan kupon per tahun

P_c = *call price* (harga ketika pelunasan)

contoh:

Sebuah *callable* obligasi jatuh tempo 20 tahun lagi dan kupon yang diberikan adalah 18%. *Par value* obligasi tersebut adalah Rp. 1.000 dan dijual dengan harga Rp. 1.419,5. Kemungkinan emiten akan membeli kembali obligasi tersebut 5 tahun lagi dengan harga Rp. 1.180. YTC untuk obligasi ini adalah:

$$1.419,5 = \sum_{t=1}^{10} \frac{90}{\left(\frac{1 + YTC}{2}\right)^t} + \frac{1.180}{\left(\frac{1 + YTC}{2}\right)^{10}}$$

$$\begin{aligned}
&1.419,5 \\
&= 90(\text{present value of annuity, 5\% untuk 10 periode}) \\
&+ 1.180(\text{present value factor, 5\% untuk 10 periode}) \\
1.419,5 &= 90(7,722) + 1.180(0.64) \\
1.419,5 &= 1.419,5
\end{aligned}$$

Dari rumus pertama bisa diketahui bahwa YTC dari obligasi tersebut adalah 10%. Apabila menggunakan rumus kedua maka YTC-nya adalah:

$$\begin{aligned}
YTC &= \frac{180 + \frac{1.180 - 1.419,5}{5}}{\frac{1.180 + 1.419,5}{2}} \\
&= \frac{180 + (-47,9)}{1.299,75} = \frac{144,5}{1.299,75} \\
&= 10,16\%
\end{aligned}$$

5. Realized yield merupakan tingkat return yang diharapkan oleh investor dari suatu obligasi apabila obligasi tersebut dijual kembali oleh investor sebelum tiba jatuh temponya. Perhitungan *realized yield* ini memerlukan perkiraan atas harga jual obligasi pada akhir periode investasi yang ditentukan investor sendiri serta perkiraan tingkat reinvestasi untuk kupon yang diperoleh. Dengan perkiraan-perkiraan tersebut investor bisa menghitung return yang akan diperoleh jika perkiraan tersebut benar-benar terjadi. Rumus perhitungan *realized yield* tersebut adalah:

$$RY = \frac{C_i \frac{P_f - P}{h}}{\frac{P_f + P}{2}}$$

dimana:

RY = Nilai *yield* yang terealisasi

P = Harga obligasi pada saat ini ($t = 0$)

h = Periode investasi obligasi (dalam tahun)

C_i = Pendapatan kupon obligasi per tahun

P_f = Harga jual obligasi di masa yang akan datang
(waktu dijual)

Contoh:

Obligasi dengan *par value* Rp. 1000, masa 20 tahun dengan kupon 18%, dijual dengan harga Rp. 800. Investor memperkirakan 3 tahun ke depan suku bunga akan turun sehingga diperkirakan harga obligasi tersebut 3 tahun ke depan mencapai harga Rp. 900. *Realized yield* dari obligasi tersebut adalah:

$$\begin{aligned} RY &= \frac{180 + \frac{900 - 800}{3}}{\frac{900 + 800}{2}} \\ &= \frac{180 + \frac{900 - 800}{3}}{\frac{900 + 800}{2}} = \frac{213,3333}{850} = \\ &= 25,10\% \end{aligned}$$

6.4. Evaluasi Obligasi

Harga suatu efek/sekuritas dipengaruhi oleh nilai intrinsik yang ditentukan oleh *present value* dari semua *cash flow* yang diharapkan diperoleh dari efek/sekuritas tersebut. Dalam obligasi penentuan nilai tersebut relatif lebih sederhana dibandingkan jenis

sekuritas lainnya, karena jangka waktu dan besaran *cash flow* di masa yang akan datang dari obligasi bisa diketahui terlebih dahulu.

Nilai intrinsik suatu obligasi akan sama dengan *present value* dari *cash flow* yang diharap diperoleh dari obligasi tersebut. Nilai atau harga obligasi bisa diketahui dengan mengasumsikan semua *cash flow* yang berasal dari pembayaran kupon obligasi sebagai return, ditambah pelunasan obligasi sebesar *par value* yang akan diterima ketika jatuh tempo, dengan *yield* yang diharapkan oleh investor. Rumus perhitungan nilai obligasi (dengan asumsi waktu pembayaran kupon 2 kali setahun) adalah:

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

dimana:

P = *present value* obligasi ($t = 0$)

n = Jumlah tahun sampai jatuh tempo obligasi

C_i = Pembayaran kupon untuk obligasi i setiap tahunnya

r = Tingkat *return* yang tepat atau tingkat bunga pasar

P_p = *par value* obligasi

Nilai r menunjukkan tingkat return yang diharapkan investor, yang mana tingkat return tersebut dipengaruhi oleh perkiraan tingkat return bebas risiko dan tingkat inflasi. Perhitungan evaluasi obligasi ini umumnya menggunakan *yield to maturity*, yakni tingkat return yang diharapkan dengan asumsi bahwa obligasi akan ditahan hingga tiba masa jatuh tempo. Dengan mengetahui besaran dan waktu pembayaran kupon, *par value* dan tingkat bunga yang diharapkan, maka akan bisa ditentukan nilai obligasinya dengan

cara: (1) menentukan *present value* dari kupon yang diperoleh setiap tahunnya; (2) menentukan *present value* dari *par value* yang akan diperoleh ketika obligasi dilunasi saat jatuh tempo; dan (3) menjumlahkan *present value* dari pendapatan kupon dan *par value*.

Contoh:

Suatu obligasi dengan waktu jatuh tempo 20 tahun lagi, *par value*-nya Rp. 1.000, kupon yang akan dibayarkan 16% per tahun (pembayaran dilakukan 2 kali dalam setahun). Dengan asumsi bahwa tingkat bunga pasar juga sebesar 16%, maka harga obligasi tersebut adalah:

$$P = \sum_{t=1}^{40} \frac{\frac{160}{2}}{\left(\frac{1+0,16}{2}\right)^t} + \frac{1.000}{\left(\frac{1+0,16}{2}\right)^{40}}$$

$$= Rp. 954,00 + Rp. 46,00 = Rp. 1.000,00$$

Pada perhitungan di atas kita melihat pada bagian pertama merupakan *present value* dari Rp. 80,00 setiap 6 bulan untuk 40 periode selama umur obligasi pada tingkat bunga pasar 8% (didapatkan dari 16% dibagi 2, karena pembayaran dilakukan 2 kali setahun). Sedangkan bagian kedua merupakan *present value* dari *par value* (Rp. 1.000,00) yang akan diterima saat jatuh tempo ($t = 40$) dengan tingkat bunga pasar 8%. Nilai *present value* didapatkan dari tabel *present value* dan *tabel present value annuity* pada lampiran buku ini. Nilai obligasi tersebut dihitung dengan detail seperti di bawah ini:

- *Present value* dari penerimaan bunga:
 $80 \times 11,925 = Rp. 954,00$

- *Present value* dari pelunasan *par value*:

$$1.000 \times 0,0046 = \underline{\quad 46,00}$$

$$\text{Total nilai obligasi} = \text{Rp. } 1000,00$$

Dari perhitungan di atas kita bisa melihat bahwa harga obligasi ini ternyata sama besarnya dengan *par value*, karena tingkat bunga yang diperkirakan besarnya sama dengan tingkat kupon yang diberikan oleh obligasi (16%). Jika tingkat bunga yang diperkirakan investor tidak sama dengan tingkat kupon, maka harga obligasi akan berbeda dengan *par value*-nya. Apabila *yield* pasar lebih rendah daripada tingkat kupon maka harga obligasi akan lebih tinggi dari *par value*-nya. Misalnya dengan menggunakan contoh yang sama tetapi tingkat bunga pasar turun menjadi 10% maka perhitungan harga obligasi adalah:

- *Present value* dari penerimaan bunga

$$80 \times 17,159 = \text{Rp. } 1.372,72$$

- *Present value* dari pelunasan *par value*

$$1.000 \times 0,1420 = \underline{\quad 142,00}$$

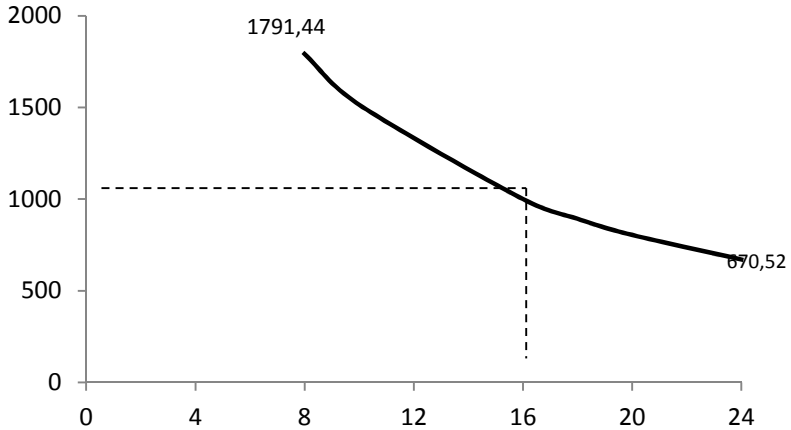
$$\text{Total nilai obligasi} \quad \text{Rp. } 1.514,72$$

6.5. Tingkat Bunga dan Harga Obligasi

Nilai intrinsik obligasi sangat berkaitan dengan tingkat *expected return* atau *yield* dari obligasi tersebut. Dengan menggunakan contoh pada bagian sebelumnya kita akan mendapati hubungan antara nilai obligasi dengan *yield*-nya sebagai berikut:

Gambar 6.1

Hubungan nilai dan bunga obligasi (jangka 20 tahun dan kupon 16%)



Gambar 6.1 menunjukkan: (1) jika *yield* lebih rendah daripada tingkat kupon, maka harga jual obligasi akan lebih tinggi dibandingkan *par value*-nya (harga premium); (2) jika *yield* lebih tinggi daripada tingkat kupon, maka harga obligasi akan lebih rendah dibandingkan *par value*-nya (harga terdiskon); (3) jika *yield* sama dengan tingkat kupon, maka harga obligasi akan sama dengan *par value*; dan (4) hubungan antara nilai dan *yield* berbentuk kurva cekung, dimana apabila *yield* semakin rendah maka nilai akan semakin tinggi dengan kenaikan marginal yang semakin kecil, begitu pula sebaliknya. Pengaruh perubahan tingkat bunga terhadap nilai obligasi juga berhubungan dengan masa jatuh tempo. Semakin tinggi/semakin rendah tingkat bunga maka nilai obligasi yang masa

jatuh temponya lebih lama akan mengalami penurunan/peningkatan nilai dibandingkan obligasi yang masa jath temponya lebih pendek.

Fluktuasi nilai obligasi juga berhubungan dengan tingkat kupon yang diberikan obligasi tersebut. Obligasi yang memberikan kupon lebih rendah, nilainya cenderung lebih berfluktuasi dibanding nilai obligasi yang tingkat kuponnya lebih tinggi.

Bisa disimpulkan bahwa apabila terjadi pergeseran tingkat bunga, faktor penting yang mempengaruhi nilai obligasi adalah masa jatuh tempo (*maturity*) dan tingkat kupon. Semakin tinggi tingkat bunga, maka semakin rendah nilai obligasi, tetapi prosentase perubahan nilai yang lebih besar terjadi pada obligasi yang masa jatuh temponya lebih panjang dengan tingkat kupon yang lebih rendah. Oleh karena itu, investor yang ingin membeli obligasi dengan dampak perubahan nilai yang besar disarankan memilih obligasi dengan tingkat kupon rendah dan masa jatuh tempo yang panjang. Akan tetapi apabila investor mengharapkan peningkatan bunga, disarankan investor seperti ini memilih obligasi dengan tingkat kupon tinggi dan masa jatuh tempo pendek.

6.6. Durasi

Mengukur umur obligasi hanya dengan menggunakan masa jatuh temponya (*maturity*) tidak cukup memadai, karena *maturity* hanya menitik-beratkan pada return principal ketika jatuh tempo saja. Artinya adalah bahwa jika terdapat dua obligasi dengan masa jatuh tempo sama namun tingkat kuponnya berbeda, obligasi dengan tingkat kupon lebih tinggi akan lebih cepat menutup harga beli dibandingkan obligasi yang tingkat kuponnya lebih rendah. Oleh

karena itu dibutuhkan suatu pengukuran umur obligasi alternatif yang bisa menunjukkan umur ekonomis suatu obligasi yang sebenarnya. Salah satu konsep pengukuran seperti ini disebut durasi. Konsep ini dimunculkan oleh Frederick Macaulay.

Durasi mengukur rata-rata tertimbang maturitas *cash flow* suatu obligasi yang didasarkan pada *present value*. Jadi yang dinamakan durasi adalah jumlah tahun yang dibutuhkan untuk mengembalikan harga beli obligasi. Gambar 6.2 menunjukkan pola *cash flow* dengan kupon 16% dan masa jatuh tempo 5 tahun. Sedangkan perhitungan untuk menentukan durasi (umur ekonomis) obligasi adalah:

$$\text{Durasi Macaulay} = D = \sum_{t=1}^n \frac{PV(CF_t)}{P} \times t$$

dimana:

t = Periode *cash flow* yang akan diterima

n = Jumlah periode sampai jatuh tempo

$PV(CF_t)$ = *present value* dari *cash flow* pada periode t yang didiskonto pada tingkat YTM

P = Nilai pasar obligasi

Contoh:

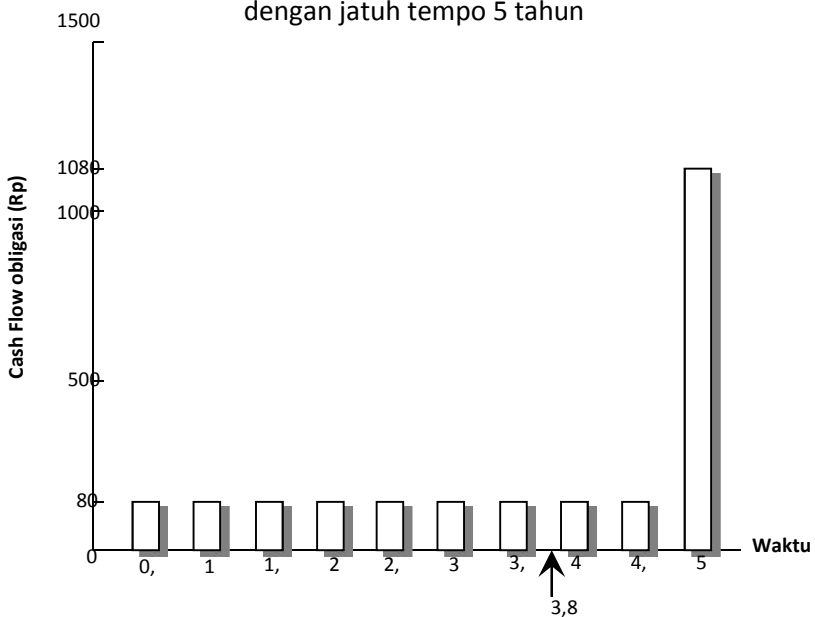
Dengan rumus di atas dan menggunakan obligasi ber-*par value* Rp. 1.000, jangka waktu tempo 5 tahun dan kupon 16% per tahun, maka hasil perhitungan durasinya adalah:

Tahun (a)	Cash flow (b)	Present value (c)	Nilai Present value (b x c) (d)	$\frac{1}{1+0,16}^t$ / nilai pasar (e)	Durasi (a x e) (f)
1	160	0,862	137,92	0,138	0,138
2	160	0,743	118,88	0,119	0,238
3	160	0,641	102,56	0,103	0,309
4	160	0,552	88,32	0,088	0,352
5	1.160	0,476	552,16	0,552	2,760
Durasi = 3.797					

Cash flow dari obligasi di atas adalah 5 kali perolehan kupon sebesar Rp. 160 ditambah pelunasan obligasi pada tahun kelima sebesar Rp. 1000. Durasi yang didapatkan sebesar 3,797 tahun (pembulatan menjadi 3,8 tahun) atau 1,2 tahun lebih pendek daripada masa jatuh temponya.

Gambar 6.2

Pola Cash Flow pada obligasi dengan kupon 16%/ tahun dengan jatuh tempo 5 tahun



Durasi suatu obligasi ditentukan oleh: (a) masa jatuh tempo obligasi; (b) pendapatan kupon; dan (c) *yield to maturity*. Ada beberapa alasan mengapa konsep durasi ini cukup penting. Pertama, konsep ini mampu menjabarkan perbedaan antara umur ekonomis berbagai pilihan obligasi. kedua, konsep durasi bisa digunakan sebagai salah satu strategi pengelolaan investasi. Ketiga, konsep durasi ini bisa dijadikan pengukuran yang akurat terhadap pergeseran tingkat bunga, karena konsep ini telah menggabungkan kupon dan masa jatuh tempo obligasi. Ketika ada perubahan tingkat bunga tertentu, kita bisa menghitung prosentase perubahan nilai obligasi dengan menggunakan rumus durasi termodifikasi:

$$\text{Durasi termodifikasi} = D^* = \frac{D}{(1+r)}$$

dimana:

D^* = Durasi termodifikasi

r = YTM obligasi

D = Durasi Macaulay

Angka dari durasi termodifikasi ini bisa digunakan untuk menghitung prosentase perubahan nilai obligasi akibat adanya pergeseran tingkat bunga pasar:

$$\text{prosentase perubahan nilai} = \frac{D}{(1+r)} \times \% \text{ perubahan dalam } r$$

atau

$$\frac{\Delta P}{P} = -D^* \Delta r$$

Jika kita menggunakan contoh seperti di atas, yakni durasi 3,797 dan YTM 16%, maka durasi termodifikasinya adalah:

$$D^* = \frac{3,797}{(1 + 0,16)} = 3,273$$

Dengan asumsi bahwa perubahan tingkat bunga pasar sebesar 4% yakni dari 10% menjadi 14%, maka perubahan nilai obligasinya adalah:

$$\frac{\Delta P}{P} = -3,273 \times (0,04) = -13,09\%$$

6.7. Strategi Investasi Obligasi

Seperti yang pernah dibahas sebelumnya, nilai obligasi dipengaruhi oleh tingkat bunga pasar yang berlaku. Dalam kondisi nilai obligasi yang meningkat karena turunnya tingkat bunga pasar, investor akan memperoleh *capital gain* dari selisih peningkatan harga obligasi tersebut dengan harga ketika diterbitkan. Obligasi juga memberikan pendapatan tetap berupa kupon atau bunga serta pelunasan ketika tiba waktu jatuh tempo.

Obligasi juga memiliki risiko terkait inflasi. Dalam konteks ini, inflasi menyebabkan penurunan nilai riil pendapatan kupon investor selama umur obligasi tersebut. Terlebih daripada itu, inflasi juga akan mempengaruhi tingkat bunga pasar yang pada akhirnya mempengaruhi nilai obligasi tersebut. Oleh karenanya, investor harus memperhatikan tingkat bunga dan estimasi pergeseran tingkat bunga tersebut.

6.7.1. Pasar Obligasi

Pasar obligasi pada umumnya sangat menarik investor untuk berinvestasi ketika kondisi ekonomi cenderung turun, karena ketika pertumbuhan ekonomi berjalan lamban, tingkat bunga akan turun yang pada akhirnya menyebabkan harga obligasi akan meningkat. Disamping itu, pertumbuhan ekonomi yang rendah akan menyebabkan peluang investasi berkurang sehingga permintaan

akan obligasi meningkat. Oleh karena itu, harga obligasi akan meningkat dan *yield* dari obligasi akan turun.

Ketika kondisi ekonomi mengalami peningkatan inflasi dimana suku bunga akan meningkat, investor akan meminta kompensasi yang lebih besar karena kondisi seperti ini menyebabkan penurunan nilai riil *cash flow* yang diperoleh dari obligasi. Oleh karena itu pada kondisi dimana inflasi diestimasikan naik, harga obligasi akan mengalami penurunan, tetapi *yield-nya* akan meningkat.

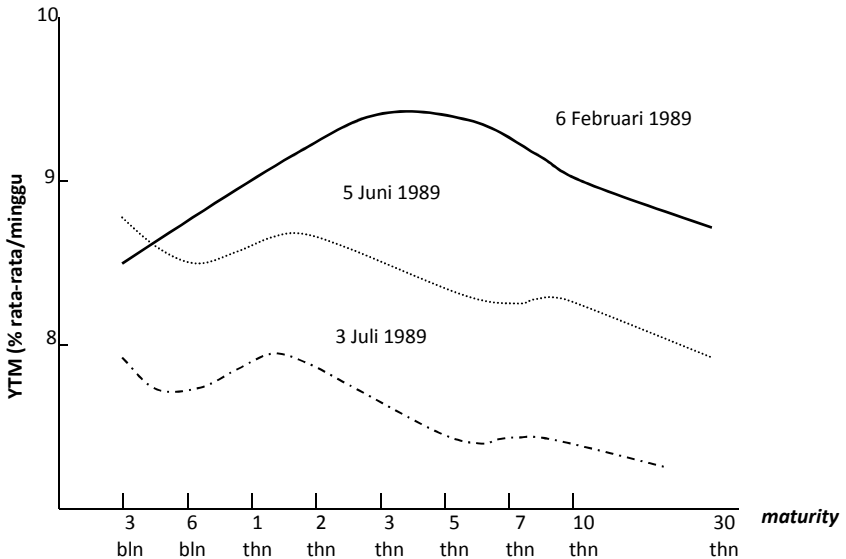
6.7.2. Struktur Tingkat Bunga

Struktur tingkat bunga adalah hubungan antara waktu jatuh tempo dengan *yield* untuk suatu kategori obligasi pada waktu tertentu. Semakin lama umur obligasi, semakin tinggi risiko ketidakpastian, sehingga tingkat bunga yang diharapkan juga akan semakin tinggi.

Hubungan antara waktu jatuh tempo dengan tingkat bunga bisa ditunjukkan dalam kurva *yield* seperti berikut ini:

Gambar 6.3

Kurva *yield* pada beberapa waktu di Amerika Serikat



Sumber: Charles P. Jones, *Investments: Analysis and Management*, 6th edition. John Wiley & Sons, 1998, hal. 323

Gambar di atas menunjukkan bahwa kurva *yield* selalu berubah-ubah, bergantung pada masa jatuh tempo obligasi tersebut. Besaran *slope* kurva dan perubahan pada kurva hasil tersebut bisa dijelaskan dengan menggunakan tiga teori struktur tingkat bunga:

1. **Teori harapan.** Tingkat bunga obligasi jangka panjang selama n periode sama dengan nilai rata-rata bunga jangka panjang dari obligasi tersebut selama n periode yang sama. Struktur tingkat bunga melibatkan penentuan tingkat bunga di masa

yang akan datang (*forward rate*) dan tingkat bunga sekarang (*spot rate*).

Untuk menghitung *forward rate* digunakan rumus.

$$(1 + {}_tS_n) = \sqrt[n]{[(1 + {}_tS_1)(1 + {}_{t+1}F_1) \dots (1 + {}_{t+n-1}F_1)]} - 1$$

dimana:

${}_tS_n$ = *spot rate* pada waktu t untuk sekuritas dengan waktu jatuh tempo n periode

${}_{t+1}F_n$ = *forward rate* untuk satu tahun kemudian ($t + 1$) untuk n periode

contoh:

Spot rate untuk obligasi satu tahun adalah 18% dan dua *forward rate* adalah 16% (${}_{t+1}F_1$) dan 12% (${}_{t+2}F_1$), maka tingkat bunga untuk obligasi tersebut dengan masa jatuh tempo 3 tahun adalah:

$$\begin{aligned} (1 + {}_tS_3) &= \sqrt[3]{[(1 + 0,18)(1 + 0,16)(1 + 0,12)]} - 1 \\ &= 1,153062 - 1 = 0,153062 = 15,31\% \end{aligned}$$

2. **Teori preferensi likuiditas.** Tingkat bunga akan menunjukkan jumlah tingkat bunga sekarang dan tingkat bunga jangka pendek yang diharapkan ditambah premi likuiditas (risiko). Semakin lama waktu jatuh tempo suatu obligasi, semakin tinggi tingkat ketidak-pastian yang dihadapi investor. Dengan demikian investor lebih cenderung melakukan investasi jangka pendek. Sebaliknya perusahaan yang membutuhkan dana lebih menyukai pinjaman jangka panjang. Oleh karena itu, perusahaan memberikan premi likuiditas kepada investor yang mau memberi pinjaman jangka panjang. Implikasi dari teori ini

adalah harga obligasi dengan jangka jatuh tempo yang lebih panjang akan menawarkan *yield* yang lebih tinggi daripada yang jangka jatuh temponya pendek.

- 3. Teori preferensi habitat.** Investor memiliki preferensi terhadap sektor maturitas (habitat) tertentu. Investor cenderung beralih ke maturitas lain jika terdapat return yang lebih tinggi. Dalam teori ini, kurva *yield* ditentukan oleh tingkat bunga di masa yang akan datang dan premi risiko, karena terdapat asumsi bahwa investor akan mengubah preferensi sektor maturitasnya jika terdapat return yang lebih tinggi.

6.7.3. Struktur Risiko Tingkat Bunga

Struktur risiko tingkat bunga juga dinamakan ***yield spread*** yang memiliki arti sebagai hubungan antara *yield* obligasi dengan karakteristik tertentu dari obligasi. struktur risiko tingkat bunga ini menjelaskan mengapa terdapat perbedaan tingkat *yield* obligasi dari beragam emiten. *Yield spread* ini dipengaruhi oleh:

- 1) Perbedaan kualitas.** Kita dapat melihat rating kualitas obligasi yang disusun berdasarkan besaran risiko kegagalan pembayaran (*risk of default*). Besaran risiko ini bergantung pada kinerja emiten obligasinya dalam membayarkan kupon dan pelunasan harga pokok obligasi. standar rating yang paling banyak digunakan adalah *Standard & Poor's* (S&P). Berdasarkan rating S&P, rating tertinggi adalah AAA, sedangkan yang terburuk adalah D (*risk of default* paling tinggi). Obligasi yang ratingnya rendah akan menawarkan *yield* yang lebih tinggi dibandingkan dengan obligasi dengan rating tinggi.

- 2) **Perbedaan bentuk *call provision*.** Obligasi *callable* umumnya memberikan YTM yang lebih tinggi dibandingkan obligasi *noncallable*. Emiten obligasi *callable* umumnya melakukan pelunasan sebelum jatuh tempo ketika tingkat suku bunga turun. Pelunasan yang dilakukan saat suku bunga turun ini menyebabkan kerugian di pihak investor karena alternatif investasi yang ada umumnya memberikan tingkat bunga yang lebih rendah daripada tingkat bunga obligasi yang sebelumnya.
- 3) **Perbedaan kupon.** Obligasi yang memberikan kupon lebih rendah cenderung memberikan return berupa *capital gain* yang lebih besar. Seperti *zero coupon bond* yang memberikan *capital gain* dalam bentuk selisih nilai obligasi dengan *par value* obligasi.
- 4) **Perbedaan kemudahan diperdagangkan (*marketability*).** Obligasi yang *marketability*-nya lebih tinggi dipastikan memiliki likuiditas yang lebih baik. Oleh karenanya, obligasi seperti ini akan memberikan YTM yang lebih tinggi.

6.8. Strategi Pengelolaan Obligasi

Pemilihan strategi pengelolaan obligasi sangat bergantung pada preferensi risiko, wawasan atas pasar obligasi dan tujuan investasi yang ingin dicapai investor. Strategi pengelolaan portofolio obligasi ada tiga, yakni:

6.8.1. Strategi Pengelolaan Pasif

Dasar pemikiran strategi ini adalah bahwa pasar berada dalam kondisi efisien, dimana harga sekuritas di pasar sudah ditentukan sesuai dengan nilai intrinsiknya. Investor tidak mencari kemungkinan-kemungkinan strategi perdagangan yang mungkin menghasilkan return tak normal. Dengan asumsi harga obligasi

sudah ditentukan secara tepat, strategi pengelolaan pasif ini hanya menggunakan informasi-informasi yang tersedia, bukan menggunakan informasi yang masih bersifat perkiraan. Meski begitu, investor tetap harus memonitor kinerja portofolio yang dibangun agar tetap relevan dengan preferensinya terkait risiko dan tujuan mereka.

Strategi yang tercakup dalam strategi pasif ini antara lain adalah:

- **Strategi beli dan simpan.** Dalam strategi ini, investor tidak aktif melakukan perdagangan. Portofolio yang dibentuk investor cenderung berisi obligasi yang diharapkan memberikan return tinggi ketika investor tidak berupaya memperdagangkan obligasi secara aktif. Pemilihan obligasi yang ada pada portofolio ini sangat membutuhkan pengetahuan tentang obligasi dan pasar modal yang luas, sehingga investor bisa dengan tepat menentukan obligasi yang sesuai dengan tujuan investasinya.
- **Strategi *Indexing*.** Yang dilakukan dalam strategi ini adalah meniru kinerja pasar. Pada kondisi efisien, harga obligasi yang ada sudah merupakan informasi yang tersedia, sehingga investor tidak mungkin mendapatkan return yang lebih tinggi dari return pasar. Di sini investor membentuk portofolio yang sesuai dengan kinerja pasar yang ditunjukkan oleh indeks

6.8.2. Strategi Pengelolaan Aktif

Strategi ini umumnya digunakan oleh investor yang berkeinginan untuk memanfaatkan peluang memperoleh *capital gain* yang lebih besar, bukan hanya puas dengan pendapatan tetap.

Strategi ini meliputi estimasi perubahan tingkat bunga dan identifikasi terhadap obligasi yang harganya tidak sesuai dengan nilai intrinsik yang sebenarnya. Perbedaannya dengan strategi pengelolaan pasif terdapat pada data yang dibutuhkan. Data yang berupa tingkat bunga, masa jatuh tempo, kualitas dan YTM pada strategi pasif sudah bisa diketahui ketika dilakukan analisis, sedangkan pada strategi aktif data-data tersebut sifatnya estimasi.

Pada estimasi perubahan tingkat bunga, fluktuasi tingkat bunga mempengaruhi harga obligasi dengan arah terbalik. Sensitivitas perubahan tingkat bunga dipengaruhi oleh tingkat kupon dan masa jatuh tempo obligasi tersebut. Estimasi perubahan tingkat bunga mengharuskan investor bisa melihat kemungkinan perkembangan kondisi ekonomi di masa yang akan datang.

6.8.3. Strategi Imunisasi

Strategi ini berupaya menghindarkan portofolio dari risiko tingkat bunga dengan cara meniadakan pengaruh dua komponen risiko tingkat bunga, yaitu risiko harga dan risiko reinvestasi. Risiko harga adalah risiko yang muncul dari hubungan terbalik antara harga obligasi dengan tingkat bunga. Sedangkan risiko reinvestasi adalah risiko dari ketidak-pastian tingkat investasi terkait pendapatan kupon di masa yang akan datang.

Strategi imunisasi ini didasarkan pada konsep durasi. Penghindaran risiko atau perlakuan untuk menjadikan investasi obligasi kebal terhadap risiko dilakukan dengan cara menyesuaikan durasi obligasi dengan horizon investasi. Yang dimaksud dengan horizon investasi adalah tenggang waktu yang diinginkan investor untuk tetap mempertahankan investasi obligasinya. Oleh karena itu,

investor harus menginvestasikan kembali pendapatan kupon yang diperolehnya sesuai bunga pasar dan kemudian menjual obligasi tersebut pada akhir horizon yang sudah ditetapkan.

Strategi imunitasi ini bisa dikatakan sebagai strategi gabungan dari strategi pasif dan aktif karena untuk mencapai tujuan dari strategi imunitasi ini investor harus selalu melakukan penyesuaian agar durasi obligasi selalu sama dengan horizon investasi.

BAB VII. REKSADANA

7.1. Pengertian Reksadana

Reksadana merupakan suatu wadah penghimpun dana masyarakat pemodal dimana dana yang berhasil dihimpun tadi akan diinvestasikan pada portofolio sekuritas oleh manajer investasi. Portofolio yang menjadi investasi perusahaan reksadana terdiri atas beragam instrumen surat berharga seperti saham, obligasi, dan lain-lain.

Reksadana dimunculkan untuk mengatasi kesulitan para pemilik modal dalam melakukan investasi secara individual terhadap sekuritas-sekuritas yang ada pada pasar modal. Kesulitan tersebut antara lain adalah diharuskannya investor melakukan monitoring terus-menerus terhadap kondisi pasar yang mana hal ini sangat menyita waktu. Disamping itu, kesulitan lainnya adalah kebutuhan dana yang sangat besar untuk melakukan investasi pada surat berharga seperti tersebut di atas jika dilakukan oleh pihak-pihak secara perorangan.

Kegunaan dari reksadana bagi investornya antara lain adalah: mempermudah akses terhadap instrumen-instrumen investasi seperti saham, obligasi, dan lain-lain yang mana sulit dilakukan secara perorangan; pengelolaan investasi bersifat profesional yang dilakukan oleh manajer investasi dan administrasi investasi dilakukan oleh bank kustodian; memungkinkan dilakukannya diversifikasi investasi untuk menekan risiko investasi dengan besarnya dana yang bisa dihimpun dari sekian banyak investor

individu; hasil investasi reksadana bukan merupakan objek pajak; likuiditas tinggi karena unit penyertaan (satuan investasi) bisa dibeli dan dicairkan kapan saja melalui manajer investasi; dan dengan sedikit dana, individu bisa berinvestasi dengan perolehan manfaat-manfaat yang sudah tersebut.

7.2. Jenis-jenis Reksadana

Sebelum berinvestasi dalam reksadana, investor harus memahami jenis-jenis reksadana yang tersedia, khususnya pada sekuritas apa reksadana melakukan investasinya, ciri potensi keuntungan serta risiko yang mungkin akan diterima. Reksadana di Indonesia dibagi menjadi empat jenis reksadana yang penentuan kategorinya didasarkan pada jenis sekuritas/efek apa reksadana tersebut berinvestasi.

1. Reksadana Pasar Uang

Reksadana ini menginvestasikan 100% dana yang dikelolanya pada efek pasar uang. Efek pasar uang merupakan efek-efek yang bersifat hutang dengan jangka kurang dari satu tahun. Sekuritas atau efek yang tercakup dalam kategori ini adalah obligasi, SBI, deposito, atau efek utang lainnya dengan masa jatuh tempo kurang dari satu tahun. Reksadana Pasar Uang ini merupakan reksadana dengan tingkat risiko paling rendah, namun potensi return yang didapatkan investor juga rendah. Karena pada umumnya reksadana jenis ini berinvestasi pada portofolio yang sebagian besar berisi deposito, maka hasil investasinya hampir mirip dengan tingkat bunga deposito.

Meski dari sisi hasil investasi hampir sama dengan deposito, reksadana pasar uang ini memiliki keunggulan yang

tidak dimiliki deposito. Keunggulan tersebut antara lain adalah likuiditas yang tinggi. Jika kita berinvestasi pada deposito, kita harus merelakan dana tersebut tidak bisa digunakan hingga tiba waktu jatuh tempo. Sedangkan melalui reksadana pasar uang penarikan dana bisa dilakukan maksimum 7 hari setelah diajukannya permohonan investasi. Keunggulan lainnya adalah bahwa reksadana pasar uang bisa memanfaatkan tingkat bunga lebih tinggi ketika bank menawarkan peningkatan suku bunga yang lebih tinggi jika dana yang diinvestasikan semakin besar. Disamping dua keunggulan tersebut, reksadana pasar uang juga tidak hanya berinvestasi ke produk deposito saja, dalam portofolio investasi yang dibuat manajer investasi bisa dimasukkan beragam sekuritas utang lainnya seperti SBI, obligasi, dan lain-lain, yang mana bisa menghasilkan return yang lebih besar daripada hanya sekedar dari tingkat bunga deposito.

2. Reksadana Pendapatan Tetap

Reksadana pendapatan tetap merupakan reksadana yang menginvestasikan sekurang-kurangnya 80% portofolio yang dikelolanya pada efek yang bersifat hutang. Efek-efek bersifat hutang tersebut umumnya memberikan penghasilan dalam bentuk bunga atau kupon seperti deposito, SBI, obligasi dan lain-lain. Pada umumnya Reksadana Pendapatan Tetap ini orientasi investasinya pada obligasi. Investor tertarik menempatkan dananya pada reksadana ini dikarenakan investasi reksadana pendapatan tetap pada obligasi ini tidak dikenakan pajak atas kupon bunga yang diterima. Keunggulan lainnya adalah bahwa

investor dengan dana yang terbatas bisa mendapatkan keuntungan diversifikasi yakni semakin rendahnya risiko.

Potensi return yang bisa diterima investor melalui reksadana pendapatan tetap ini relatif lebih tinggi daripada reksadana pasar uang, namun risiko yang ditanggung investor juga lebih tinggi. Secara teoritis *yield* dari obligasi yang menjadi orientasi investasi reksadana pendapatan tetap ini pasti lebih tinggi daripada deposito (orientasi investasi reksadana pasar uang). Di sisi lain obligasi menanggung risiko fluktuasi harga obligasi yang dipengaruhi fluktuasi tingkat bunga pasar.

Reksadana pendapatan tetap ini tepat untuk investasi jangka menengah dan jangka panjang (lebih dari 3 tahun) dengan risiko menengah. Dengan pertimbangan risiko yang lebih tinggi, investor disarankan memperhatikan dengan baik komposisi portofolio reksadana yang dibelinya. Pembagian keuntungan dari reksadana ini berupa dividen yang dibayarkan secara berkala (setiap 3 bulan, 6 bulan, atau 1 tahun). Pembayaran keuntungan ini seperti pendapatan bunga deposito yang bisa diasumsikan sebagai pendapatan rutin.

3. Reksadana Saham

Reksadana ini menginvestasikan sekurang-kurangnya 80% dari dana yang dikelolanya pada efek yang bersifat ekuitas (saham). Keuntungan dari reksadana ini cenderung lebih tinggi daripada efek yang bersifat utang seperti pada dua jenis reksadana sebelumnya. Lebih tinggi karena keuntungan berupa *capital gain* melalui perkembangan harga-harga saham.

Disamping itu, keuntungan yang diberikan juga dalam bentuk dividen.

Reksadana saham lebih tepat untuk dijadikan investasi jangka panjang, yang mana memberikan return investasi yang lebih tinggi dibandingkan deposito maupun obligasi. Apabila dilakukan dalam jangka pendek, investasi pada reksadana saham ini terlalu berisiko karena berkaitan dengan harga saham yang selalu berfluktuasi (bisa saja return-nya menjadi negatif ketika investasi dilakukan dalam jangka pendek).

Dengan berinvestasi pada reksadana saham, investor tidak perlu melakukan analisis dan melakukan pemilihan saham serta bermacam-macam prosedur investasi saham yang harus dijalani apabila investor melakukan investasi saham secara individu. Semua hal tersebut dilakukan oleh manajer investasi dan bank kustodian yang memiliki pemahaman dan strategi yang lebih profesional.

4. Reksadana Campuran

Reksadana ini tidak memiliki batasan alokasi dana yang dikelolanya untuk diinvestasikan pada efek tertentu. Orientasi investasi dari reksadana ini bersifat fleksibel. Dalam pengelolaannya, reksadana ini bisa berinvestasi secara berpindah-pindah bergantung pada kondisi pasar dengan melakukan aktifitas *trading*. Hal ini biasanya dinamakan *market timing* yang merupakan suatu upaya untuk meningkatkan hasil investasi atau menekan risiko investasi.

Reksadana campuran ini lebih tepat diperuntukkan investor yang menghendaki suatu komposisi tertentu dalam

portofolio investasinya. Potensi hasil investasinya secara teoritis lebih tinggi daripada reksadana pendapatan tetap, namun lebih rendah daripada reksadana saham. Dengan demikian investor yang tidak begitu berani menanggung risiko tetapi ingin mendapat hasil yang “sedikit” lebih tinggi daripada reksadana yang berorientasi pada obligasi atau deposito, reksadana campuran ini bisa menjadi alternatif pilihan investasi.

Karena komposisinya yang sangat bervariasi, untuk memilih reksadana campuran tertentu investor disarankan harus benar-benar mengetahui komposisi investasi yang ada pada reksadana yang akan dipilih. Hal ini bisa dilakukan dengan cara mempelajari prospektus.

Berdasarkan badan hukum, reksadana dibagi menjadi dua bentuk hukum, yakni reksadana berbentuk perseroan terbatas (PT Reksadana) dan Kontrak Investasi Kolektif (Reksadana KIK). Dua bentuk reksadana ini berbeda berdasarkan cara menghimpun dana masyarakat. Pada PT Reksadana, dana masyarakat dihimpun melalui penjualan saham yang diterbitkan PT Reksadana sendiri. Investor yang membeli saham tersebut berarti juga mempunyai kepemilikan atas PT tersebut. Sedangkan pada reksadana KIK, dana dihimpun melalui penerbitan Unit Penyertaan yang dibeli oleh investor. Dengan memiliki Unit Penyertaan tersebut investor berarti memiliki bagian atas kepemilikan *net wealth* dari reksadana KIK tersebut.

Reksadana Berbentuk Perseroan

Secara badan hukum reksadana yang berbentuk perseroan (PT Reksadana) sama saja dengan perusahaan-perusahaan perseroan pada umumnya. PT Reksadana ini merupakan perusahaan yang bergerak di bidang pengelolaan portofolio investasi. Keuntungan perusahaan didapatkan dari transaksi surat-surat berharga yang tersedia di pasar investasi. Melalui aktivitas seperti ini PT Reksadana berupaya meningkatkan nilai aset perusahaan yang kemudian hasilnya dinikmati oleh investor-investor yang menghimpun dananya (melalui pembelian saham di PT Reksadana) di sini.

Pembentukan perusahaan (perseroan terbatas) seperti ini dimulai oleh pemegang saham pendiri yang menyediakan modal awal untuk pendirian PT Reksadana dan menentukan Direksi Perseroannya. Direksi yang sudah terbentuk akan membuat kontrak pengelolaan investasi dengan perusahaan Manajer Investasi dan kontrak penyimpanan harta serta administrasi investasi dengan Bank Kustodian. Dengan menggunakan dua kontrak tersebut, direksi bisa mendaftarkan PT Reksadana-nya kepada BAPEPAM dan LK untuk dilakukan Initial Public Offering (IPO). Penjualan saham kepada publik (IPO) inilah yang menghasilkan himpunan dana untuk kemudian diinvestasikan pada suatu portofolio efek sesuai dengan kebijakan yang ditawarkan dan disepakati pada investor.

Aktivitas operasional investasi dan administrasi harian dilaksanakan oleh Manajer Investasi dan Bank Kustodian yang telah dikontrak dan dilakukan pengawasan oleh Dewan Direksi PT Reksadana tersebut.

Reksadana dengan bentuk perseroan ini bisa bersifat tertutup (*closed-end*) dan terbuka (*open-end*). Pada PT Reksadana dengan sifat tertutup, PT Reksadana menjual sahamnya melalui *initial public offering* (IPO) sampai tercapai batas modal dasar, sahamnya dicatatkan di bursa efek, investor hanya bisa menjual sahamnya kepada investor lain melalui bursa, dan harga transaksi saham bergantung pada penawaran dan permintaan antar investor di bursa. Sedangkan yang bersifat terbuka, PT Reksadana menjual sahamnya terus-menerus selama ada investor yang mau membeli, sahamnya tidak dicatatkan di bursa efek, investor bisa menjual kembali saham yang dimilikinya kepada PT Reksadana, dan harga transaksi saham antara PT Reksadana dengan investor ditentukan Nilai Aktiva Bersih (NAB) per saham yang dihitung oleh Bank Kustodian.

Reksadana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK)

KIK merupakan kontrak yang disepakati oleh Manajer Investasi dan Bank Kustodian yang juga mengikat investor yang memiliki Unit Penyertaan. Berdasar kontrak ini Manajer Investasi memiliki wewenang mengelola portofolio kolektif, sedangkan Bank Kustodian memiliki wewenang untuk melaksanakan penitipan kekayaan dan administrasi investasi kolektif.

Kontrak Investasi Kolektif ini mengatur tugas dan tanggungjawab Manajer Investasi dan Bank Kustodian, tujuan, dan jenis investasi yang dilakukan, prosedur transaksi, biaya, hak pemegang Unit Penyertaan (investor) dan aturan lain yang berkaitan dengan pengelolaan reksadana KIK tersebut.

Dalam pembentukan reksadana KIK ini, inisiatif penerbitan reksadana dilakukan oleh Manajer Investasi melalui pendaftaran ke BAPEPAM agar bisa menjual Unit Penyertaan kepada investor publik.

Karena bentuknya bukan sebagai sebuah perusahaan, reksadana tidak menerbitkan saham yang bisa didaftarkan pada bursa efek. Reksadana KIK menerbitkan Unit Penyertaan yang merupakan bukti kepemilikan investor yang secara kolektif terhadap kekayaan bersih reksadana KIK ini. Reksadana KIK hanya bersifat terbuka (*open end*). Jadi, reksadana KIK ini secara terus menerus bisa menjual Unit Penyertaan selama masih ada investor yang membelinya, unit penyertaan tidak bisa didaftarkan di bursa efek, investornya dapat menjual kembali Unit Penyertaan kepada Manajer Investasi yang mengelola, hasil penjualan atau pembelian kembali Unit Penyertaan dibebankan pada kekayaan reksadana, dan harga jual beli Unit Penyertaan didasarkan atas Nilai Aktiva Bersih (NAB) per unit yang dihitung oleh Bank Kustodian.

7.3. Memilih Reksadana

Penting bagi investor untuk mengetahui lebih dahulu Manajer Investasi yang mengelola suatu reksadana yang akan dipilihnya. Manajer Investasi umumnya memiliki catatan kinerja historis yang mana memungkinkan investor mengetahui reputasi dari Manajer Investasi tersebut. Selanjutnya investor harus mempelajari apakah Manajer Investasi yang dikehendaki menawarkan reksadana yang sesuai dengan kebutuhannya.

Isi portofolio dan kinerja historisnya bisa dijadikan panduan utama. Dengan ini investor bisa melakukan *benchmarking* dari

portofolio yang menjadi prioritas investasi reksadana tersebut dengan portofolio sejenis yang ada di pasar. Berinvestasi pada reksadana sebenarnya merupakan investasi ke dalam pasar secara agregat, bukan berinvestasi pada suatu efek perusahaan tertentu saja. Dengan demikian kinerja bisa dikatakan bahwa kinerja reksadana merupakan cerminan dari kinerja pasar masing-masing jenis efek secara keseluruhan.

Memilih Reksadana Pasar Uang

Investor yang ingin berinvestasi jangka pendek bisa memanfaatkan reksadana pasar uang karena sasaran investasi reksadana ini adalah efek-efek yang jatuh temponya kurang dari satu tahun seperti SBI, obligasi, deposito, dan surat utang jangka pendek lainnya. Bisa dikatakan bahwa reksadana pasar uang ini adalah alternatif dari investasi pada tabungan atau deposito yang memiliki tingkat bunga lebih menarik dengan likuiditas tinggi. Kinerja reksadana jenis ini umumnya stabil karena mengikuti perubahan tingkat bunga pasar sehingga risiko yang ditanggung relatif rendah. Kinerja dari reksadana pasar uang bisa dibandingkan dengan suku bunga jangka pendek rata-rata perbankan sebagai *benchmark*.

Memilih Reksadana Pendapatan Tetap

Seperti yang dijelaskan terdahulu, Reksadana pendapatan tetap mengalokasikan mayoritas dana yang dimiliki pada investasi efek-efek yang bersifat hutang. Reksadana jenis ini umumnya berorientasi pada obligasi. Lebih menguntungkan daripada investor melakukan investasi obligasi secara individu karena melalui reksadana pendapatan tetap ini, investor tidak dibebani pajak atas

kupon obligasi. Meski begitu, ada pula reksadana pendapatan tetap yang menginvestasikan mayoritas dananya pada instrumen pasar seperti deposito atau SBI yang kurang menguntungkan bagi investor dana pensiun dikarenakan masih dibebani pajak.

Investor harus memperhatikan porsi alokasi portofolio obligasi yang akan dan telah dijalankan oleh Manajer Investasi. Hal ini bisa dilihat dari prospektus yang juga mencantumkan kebijakan investasi apa saja yang dilakukan oleh Manajer Investasi, dan obligasi-obligasi perusahaan apa saja yang sudah pernah dimiliki.

Pertimbangan lain untuk memilih Reksadana Pendapatan Tetap adalah bahwa reksadana ini lebih sesuai jika dimanfaatkan sebagai investasi jangka menengah (setidaknya 3 tahun) atau lebih lama daripada reksadana pasar uang. Hal ini dikarenakan untuk jangka yang lebih lama, investor akan menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi daripada reksadana pasar uanga ataupun investasi deposito, dan juga bisa menekan risiko tingkat bunga yang dengan fluktuasinya bisa sangat merugikan jika berlangsung dalam jangka pendek.

Pada beberapa penerbit reksadana ada juga yang menyertakan investasi saham dalam portofolionya. Hal ini dilakukan untuk menambah hasil investasi dari kenaikan harga-harga saham secara jangka panjang. Oleh karenanya reksadana yang seperti ini juga memiliki risiko yang lebih tinggi disebabkan kinerjanya akan juga dipengaruhi oleh kondisi pasar saham. Meskipun begitu risiko tersebut terbatas mengingat maksimal hanya 20% alokasi yang bisa diinvestasikan ke saham dalam total portofolionya.

Memilih Reksadana Saham

Dengan porsi alokasi minimal 80% untuk investasi pada efek saham dalam portofolionya, reksadana ini memiliki prospek pendapatan dan risiko yang paling besar dibandingkan jenis reksadana lainnya. Dengan pertimbangan itu, investor selayaknya memperhatikan benar jenis-jenis dan sektor industri apa yang pernah masuk dalam portofolio yang pernah ditangani oleh Manajer Investasi. Investor perlu melihat seperti apa diversifikasi investasi terhadap ragam perusahaan yang ada dalam portofolio agar risiko yang ada pada portofolio tersebut bisa ditekan.

Investor bisa mempelajari besaran perputaran portofolio untuk memantau aktifitas trading yang dilakukan Manajer Investasi dengan melihat ikhtisar laporan keuangan yang dibuat oleh auditor. Perputaran portofolio (*portfolio turnover*) merupakan total nilai transaksi dibagi rata-rata nilai aktiva bersih. Semakin tinggi perputaran portofolio, berarti semakin sering Manajer Investasi melakukan *trading*. Artinya adalah semakin tinggi aktifitas *trading* ini, potensi keuntungan yang didapatkan akan semakin tinggi namun hal itu juga akan meningkatkan biaya transaksi dan risiko investasi.

Pertimbangan penting lainnya adalah kinerja historis dari Manajer Investasi. Umumnya laporan kinerja reksadana yang dibuat Manajer Investasi menggunakan kinerja IHSG sebagai *benchmark*. Perbandingan ini harus memiliki periode pengukuran kinerja yang sama. Kinerja reksadana saham yang baik adalah jika sejak penerbitannya memiliki kinerja yang lebih baik (atau setidaknya sama) dengan kinerja IHSG. Namun perlu diperhatikan jika perbedaan antara kinerja reksadana saham tersebut dengan kinerja

IHSG terlalu tajam (peningkatan atau penurunannya), investor harus kembali mencermati portofolio reksadana tersebut.

Dengan adanya *benchmark* menggunakan IHSG, investor bisa mendapatkan informasi mengenai risiko, yakni risiko fluktuasi portofolio reksadana saham itu sendiri atau yang disebut dengan standar deviasi dan juga informasi akan adanya risiko relatif atau yang disebut dengan beta ().

Memilih Reksadana Campuran

Karena sifatnya yang tidak memiliki batasan dalam menentukan porsi alokasi investasi dalam portofolionya, penting bagi investor untuk mengetahui kebijakan orientasi investasi dari suatu reksadana campuran. Umumnya Manajer Investasi dari reksadana jenis ini melakukan *market timing* dengan mengorientasikan investasinya ke suatu efek yang dianggap memiliki prospek bagus, dan melakukan realisasi keuntungan ketika dianggap investasinya pada efek tertentu tersebut *overvalued*.

Oleh karena fleksibilitasnya, cukup sulit untuk membuat *benchmark* dengan sesama reksadana campuran yang ada di pasar. Satu-satunya cara untuk mendeteksi orientasi investasi dari reksadana semacam ini adalah dengan melihat bobot atau porsi alokasi investasinya dalam portofolio yang sudah dijalkannya melalui pembaharuan prospektus. Misalnya jika alokasi investasi saham dalam portofolionya melebihi 50%, bisa dikatakan bahwa reksadana tersebut cenderung berorientasi investasi saham.

7.3.1. Pertimbangan Biaya

Perlu diketahui bahwa kinerja reksadana yang bisa dilihat dari fluktuasi nilai atau harga unit penyertaan sudah mencakup biaya

pengelolaan, tetapi belum termasuk biaya pembelian (*selling fee*) atau penjualan kembali (*redemption fee*). Biaya pengelolaan reksadana yang terlalu rendah jelas tidak sehat kecuali jika dana yang dikelola sangat besar. Hal ini dikarenakan salah satu sumber penghasilan dari Manajer Investasi berasal dari biaya pengelolaan tersebut. Disamping itu, jika biaya pengelolaan terlalu besar maka kinerja reksadana yang bersangkutan pasti rendah dan hasil investasi yang bisa diperoleh investor juga rendah.

Pada umumnya reksadana menerapkan biaya penjualan kembali yang semakin rendah untuk jangka waktu investasi yang juga semakin panjang. Sebagai catatan, ada juga reksadana yang membebaskan biaya penjualan kembali apabila investasi lebih dari dua tahun. Oleh karena itu, akan lebih baik bagi investor untuk melakukan investasi jangka panjang. Terlepas dari penjabaran pada bagian ini, perlu diingat bahwa investor harus tetap memperhatikan faktor kinerja.

7.3.2. Pertimbangan Besaran Aset yang Dikelola Reksadana

Semakin besar aset yang dimiliki sebuah reksadana akan memudahkan terciptanya *economies of scale* yang bisa mempengaruhi penurunan biaya-biaya yang dibebankan kepada investor seperti biaya manajemen, biaya kustodian, biaya transaksi, dan lain sebagainya. Dengan begitu bisa disimpulkan bahwa kinerja reksadana dan hasil investas yang akan diperoleh investor juga tinggi. Khususnya untuk Reksadana Pasar Uang, besaran aset yang sangat tinggi akan meningkatkan posisi tawar (*bargaining power*) dalam negosiasi penempatan deposito atau transaksi efek-efek utang lainnya.

7.4. Memilih Manajer Investasi

Dalam menentukan pilihan terhadap berbagai reksadana, pemilihan Manajer Investasi juga menjadi hal yang penting. Pertimbangan paling sederhana dalam memilih Manajer Investasi adalah reputasi. Menentukan reputasi sendiri memiliki beberapa faktor, yakni pengalaman, kinerja historis, gaya investasi, dukungan grup perusahaan, besaran aset yang dikelola dan jumlah nasabah, kualitas sumberdaya, dan kualitas pelayanan.

Pengalaman erat kaitannya dengan berapa lama perusahaan manajemen investasi telah beroperasi. Beberapa perusahaan merupakan afiliasi dari grup keuangan internasional yang juga bertindak sebagai Manajer Investasi yang sudah beroperasi selama puluhan tahun. Bisa dikatakan perusahaan yang seperti ini memiliki pengalaman yang luas dalam manajemen investasi.

Kinerja historis merupakan petunjuk seberapa baik kinerja suatu Manajer Investasi. Kinerja historis dengan konsistensi jangka panjang bisa dijadikan ukuran potensi kinerja Manajer Investasi tersebut di masa yang akan datang. Kinerja historis ini berkaitan dengan profil risiko dan return yang dihasilkan. Dalam dunia investasi, kinerja yang tinggi pasti disertai risiko yang tinggi pula.

Gaya investasi dari suatu Manajer Investasi bisa kita lihat dari isi portofolio yang dilaporkan dalam laporan keuangan yang sudah diaudit. Apabila dalam portofolio didominasi perusahaan-perusahaan dengan kapitalisasi kecil namun pertumbuhannya besar, bisa dikatakan bahwa portofolio tersebut mencerminkan gaya investasi yang berorientasi pada pertumbuhan tinggi. Tingkat

perputaran portofolio juga bisa dijadikan salah satu indikator aktifitas *trading* suatu manajer Investasi. Karakteristik-karakteristik macam ini sangat berpengaruh pada profil risiko dan return reksadana yang dikelola.

Dukungan grup perusahaan seringkali menjadi pertimbangan bagi investor dalam menentukan Manajer Investasi, karena bisa mencerminkan komitmen jangka panjang untuk tetap beroperasi. Penting untuk diperhatikan dalam kaitannya dengan dukungan grup perusahaan ini adalah ada tidaknya *conflict of interest* dalam pengelolaan investasi. Dukungan grup lebih diutamakan dalam hal jaringan informasi, bantuan teknis, efisiensi, dan komitmen untuk terus beroperasi dalam jangka panjang.

Besaran aset yang dikelola dan jumlah nasabah merupakan dua hal saling berkaitan. Aset yang besar bisa menunjukkan bahwa nasabah yang dimiliki juga besar. Itu dikarenakan aset yang besar berarti dana yang mampu dihimpun dari nasabah sangat besar. Banyaknya nasabah juga menjadi salah satu indikator pemasaran atau kepercayaan investor publik kepada Manajer Investasi yang bersangkutan.

Kualitas sumberdaya manusia yang dimiliki Manajer Investasi sangat mempengaruhi kegiatan usahanya. Investor bisa menarik kesimpulan mengenai hal ini melalui prospektus yang selalu menyertakan secara singkat biodata para staf yang dimiliki Manajer Investasi khususnya yang terlibat langsung dengan pengelolaan investasi. Dari informasi tersebut, investor bisa mempelajari pengalaman serta kualifikasi akademis yang dimiliki tim investasi dari suatu Manajer Investasi.

Kualitas pelayanan mencakup kemudahan bertransaksi, kemudahan mendapatkan informasi, akurasi dan kecepatan pelaporan, dan kemudahan untuk melakukan konsultasi. Kualitas pelayanan umumnya diukur berdasarkan layanan purna jual, yang mana dalam suatu hubungan bisnis jangka panjang layanan purna jual yang baik akan membuat investor merasa nyaman untuk terus melangsungkan hubungan tersebut. Manajer Investasi harus mampu memberikan informasi yang mendidik investor mengenai investasi yang dilakukannya, sehingga investor tidak hanya menjadi obyek penghimpunan dana. Hal ini memungkinkan investor memahami mengapa mereka menginvestasikan dananya.

7.5. Menghitung Hasil Investasi Reksadana

Perhitungan pendapatan dari reksadana didapatkan dari besaran prosentase perubahan NAB/unit pada saat membeli hingga saat dijual kembali. NAB dihitung oleh bank kustodian berdasarkan harga pasar harian dari portofolio yang terdapat dalam reksadana setelah dikurangi kewajiban.

Perhitungan hasil investasi dari satu kali pembelian dan satu kali penjualan bisa dilakukan dengan rumus berikut:

$$laba = \frac{NAB/unit_{jual} - NAB/unit_{beli}}{NAB/unit_{beli}} \times 100\%$$

Contoh:

Investor membeli reksadana dengan harga NAB/unit = Rp. 1.000 dan melakukan penjualan kembali pada saat harga NAB/unit = Rp. 1.300, maka laba investasi selama periode investasinya adalah:

$$laba = \frac{1.300 - 1.000}{1.000} \times 100\% = 30\%$$

Jika waktu membeli dikenakan biaya pembelian (BP), dan dikenakan biaya penjualan kembali (BPK) ketika menjual, hasil investasi bersihnya dihitung dengan rumus:

$$laba_{bersih} = \frac{[NAB/unit_{akhir} (1 - BPK)] - [NAB/unit_{awal} (1 + BP)]}{NAB/unit_{awal} (1 + BP)} \times 100\%$$

Dari contoh sebelumnya jika biaya pembelian dikenakan sebesar 1% dan biaya penjualan kembali sebesar 1%, maka laba bersih yang diperoleh investor adalah:

$$\begin{aligned} laba_{bersih} &= \frac{[1.300(1 - 0,01)] - [1.000(1 + 0,01)]}{[1000(1 + 0,01)]} \times 100\% \\ &= \frac{1.287 - 1011}{1011} \times 100\% = \frac{277}{1011} \times 100\% \\ &= 27,43\% \end{aligned}$$

Melalui perhitungan yang dikenakan biaya pembelian dan penjualan seperti diatas, kita bisa melihat bahwa biaya-biaya tersebut menurunkan laba yang diterima. Oleh karena itu, sangat disarankan bagi investor untuk melakukan investasi jangka panjang, dengan pertimbangan bahwa laba yang akan diperoleh lebih besar dan biaya yang ditanggung akan relatif lebih kecil.

7.6. Pengukuran Kinerja Reksadana

Kinerja reksadana dapat diukur dengan perhitungan berdasarkan return total dan melibatkan pengukuran risiko. Pengukuran kinerja dengan melibatkan faktor risiko memberikan informasi yang lebih mendalam bagi investor mengenai sejauh mana suatu kinerja yang dilakukan Manajer Investasi dikaitkan dengan risiko yang diambil untuk mencapai kinerja tersebut. Adapun langkah-langkah pengukuran kinerja adalah sebagai berikut:

7.6.1. Menentukan Subperiode Pengukuran

Subperiode bisa ditentukan secara harian, mingguan, atau bulanan. Menggunakan subperiode harian merupakan yang paling akurat karena pengaruh dividen bisa diperhitungkan secara tepat. Sedangkan penggunaan subperiode mingguan atau bulanan memang lebih meringankan pekerjaan namun memerlukan suatu metode pendekatan dalam memperhitungkan pengaruh pembayaran dividen

7.6.2. Menghitung Kinerja Subperiode dengan Memasukkan Faktor Pembayaran Dividen

Rumus yang digunakan untuk menghitung kinerja setiap sub periode mingguan adalah:

$$kinerja_{subperiode} = \frac{NAB_{mi} - NAB_{ml}}{NAB_{ml}}$$

dimana:

NAB_{mi} = NAB/unit akhir minggu ini

NAB_{ml} = NAB/unit akhir minggu lalu

Jika terdapat pembayaran dividen, akan diasumsikan dividen dibayarkan pada pertengahan minggu sehingga digunakan formula pendekatan Dietz untuk perhitungan kinerja subperiode tersebut.

$$kinerja_{subperiode} = \frac{NAB_{mi} - NAB_{ml} + PD}{NAB_{ml} - (PD \times f)}$$

dimana:

PD = Pembayaran dividen per unit

f = asumsi pertengahan periode mingguan, nilainya 0,5

7.6.3. Menghitung Kinerja Periode Tertentu dengan Metode *Time-Weighted Rate of Return*

Setelah kinerja subperiode mingguan bisa dihitung, selanjutnya diperhitungkan kinerja untuk periode tertentu, misalnya bulanan, tahunan, atau seluruh periode. Menghitung kinerja historis untuk periode tertentu ini harus menggunakan metode *time-weighted rate of return*, dengan rumus:

$$\text{kinerja}_{\text{periode}} = (HPR_1 \times HPI_2 \times HP_3 \times \dots \times HPI_n) - 1$$

dimana:

$$HPR_n = \text{Holding period return} = \text{kinerja}_{\text{subperiode ke } n} + 1$$

7.6.4. Menghitung Indeks Kinerja Reksadana Berdasarkan Kinerja yang Diperoleh

Penggunaan indeks kinerja dimaksudkan untuk kebutuhan presentasi kinerja dalam bentuk grafik perbandingan dengan suatu tolok ukur. Indeks umumnya dimulai dengan 100. Indeks 100 akan dimulai bersamaan dengan dilakukannya *public offering* reksadana pada saat NAB/unit reksadana awal yang diekuivalenkan dengan indeks 100. Selanjutnya, fluktuasi indeks akan sesuai dengan fluktuasi kinerja reksadana. Sebagai contoh, jika NAB/unit awal periode adalah Rp. 1.000 dan pada akhir periode menjadi Rp. 1.200 (tanpa pembayaran dividen), maka kinerja pada periode tersebut adalah 20%. Jika indeks kinerja pada awal periode adalah 100, maka pada akhir periode dengan kinerja 20% tadi, indeks naik 20% juga menjadi 120. Untuk periode berikutnya akan dihitung dengan awal indeks sama dengan akhir periode sebelumnya. Contoh, jika periode selanjutnya NAB/unit naik kembali dari Rp. 1.200 menjadi

Rp. 1.320 maka kinerja untuk periode tersebut adalah 10%. Dengan demikian indeks pun akan naik 10% dari 120 menjadi 132.

7.6.5. Menentukan dan Menghitung Kinerja *Benchmark* untuk periode yang sama

Indeks pasar merupakan indikator kinerja secara agregat dari suatu efek (atau portofolio tertentu). Di Indonesia, indeks pasar yang paling umum adalah IHSG yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia. Indeks lain yang juga umumnya dikenal adalah LQ 45 dan Bisnis 40. Indeks saham seperti tersebut itu sering digunakan sebagai pembandingan (*benchmark*) dari suatu kinerja portofolio saham, reksadana saham, atau reksadana campuran berorientasi saham. BEI juga menerbitkan indeks obligasi, namun karena likuiditasnya masih rendah, perdagangannya masih lebih banyak dilakukan di luar bursa, sehingga masih sulit menentukan harga pasar yang standar dari suatu obligasi. Dengan demikian indeks obligasi masih belum bisa digunakan sebagai *benchmark* untuk reksadana pendapatan tetap yang berorientasi obligasi.

Penggunaan *benchmark* dalam pengukuran kinerja reksadana dimaksudkan untuk membandingkan apakah kinerja reksadana tersebut bisa mengungguli (*outperform*) pasar atau malah lebih rendah (*underperform*) dari pasar. *Benchmarking* ini sendiri harus memiliki kesamaan dalam hal jenis efek, perpajakan, dan periode. Reksadana yang diperbandingkan dengan suatu *benchmark* harus memiliki portofolio yang mayoritas investasinya sama dengan jenis efek dari indeks pasar yang menjadi *benchmark* tersebut. Untuk pasar uang karena adanya penerapan pajak yang cukup besar (15% final), penggunaan *benchmark* suku bunga

deposito untuk reksadana pasar uang harus sudah terpotong pajak lebih dulu. Hal ini dikarenakan investasinya dilakukan di pasar uang, reksadana seperti ini juga dikenakan pajak. Sementara hasil investasi yang akan diterima investor dan reksadana bukan merupakan objek pajak. Hal lain yang perlu diperhatikan adalah periode dimana kinerja reksadana dan *benchmark*-nya harus sama.

7.6.6. Menghitung Risiko Fluktuasi (Standar Deviasi) dan Risiko Fluktuasi Relatif terhadap Pasar (Beta)

Standar deviasi menggambarkan penyimpangan yang terjadi dari rata-rata kinerja yang dihasilkan. Perlu diperhatikan dalam hal ini, rata-rata kinerja dihitung bukan berdasarkan *time-weighted*, namun merupakan rata-rata aritmatika. Perhitungan rata-rata aritmatika hanya menjumlahkan masing-masing kinerja subperiode, kemudian membaginya dengan jumlah subperiode.

Sebagai contoh, jika kita membandingkan reksadana saham ABC dan reksadana saham XYZ, reksadana ABC menghasilkan kinerja rata-rata (aritmatik) 25% per tahun, sementara reksadana XYZ 20% per tahun. Terdapat informasi pengukuran risiko dalam bentuk standar deviasi, 30% untuk reksadana ABC dan 10% reksadana XYZ. Maka hasil pengukurannya adalah: untuk reksadana ABC, kinerja tahunannya berada diantara 55% (25% ditambah 30%) dan -5% (25% dikurangi 30%), sementara itu untuk reksadana XYZ kinerja tahunannya berada diantara 30% (20% ditambah 10%) dan 10% (20% dikurangi 10%). Kesimpulannya adalah, jika pilihan reksadana di atas dihadapkan pada investor yang menyukai risiko maka dia akan memilih reksadana ABC, dan

sebaliknya jika dihadapkan pada investor yang menghindari risiko, yang dipilih pasti reksadana XYZ.

Pengukuran risiko juga bisa dilakukan dengan menggunakan regresi linear antara kinerja reksadana dan kinerja pasar untuk periode yang sama. Pengukuran risiko seperti ini merupakan penerapan konsep *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang menggunakan faktor beta sebagai ukuran risiko fluktuasi relatif terhadap risiko pasar.

7.6.7. Perhitungan Kinerja Menggunakan Metode Sharpe, Treynor, dan Jensen

❖ Metode Sharpe

Seperti halnya pada bab yang membahas portofolio, metode Sharpe bisa digunakan untuk mengukur kinerja reksadana. Metode ini didasarkan pada *risk premium* yang merupakan selisih antara rata-rata kinerja yang dihasilkan oleh reksadana dan rata-rata kinerja investasi yang bebas risiko. Dalam pembahasan ini, investasi bebas risiko diasumsikan merupakan tingkat bunga rata-rata dari SBI. Rumus pengukuran Sharpe sebagai rasio *risk premium* terhadap standar deviasinya adalah;

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

dimana:

S_{RD} = Nilai rasio Sharpe

kinerja_{RD} = Rata-rata kinerja reksadana

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

= Standar deviasi reksadana

Standar deviasi di sini merupakan risiko fluktuasi reksadana yang dihasilkan karena fluktuasi return yang diperoleh dari satu subperiode ke subperiode lainnya selama keseluruhan periode.

❖ **Metode Treynor**

Hampir sama dengan metode Sharpe yang juga memiliki dasar *risk premium*, Metode Treynor berbeda dalam hal penggunaan pembagi beta (β) yang merupakan risiko fluktuasi relatif terhadap risiko pasar. Rumusan untuk metode Treynor ini adalah sebagai berikut:

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

dimana:

T_{RD} = Nilai rasio Treynor

kinerja_{RD} = Rata-rata kinerja reksadana

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

= *Slope* persamaan garis hasil regresi linear

Pengukuran kinerja dengan metode Sharpe dan Treynor sebenarnya menghasilkan informasi yang saling melengkapi karena perbedaan informasi yang dimunculkan. Portofolio reksadana yang tidak terdiversifikasi akan mendapat peringkat tinggi pada perhitungan Treynor namun rendah untuk perhitungan Sharpe. Portofolio yang terdiversifikasi dengan baik akan memiliki peringkat yang sama pada kedua jenis pengukuran. Perbedaan peringkat pada kedua pengukuran menunjukkan tingkat diversifikasi portofolio tersebut relatif terhadap portofolio sejenis.

❖ 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. Rumusan yang dikemukakan Jensen adalah:

$$(kinerja_{RD} - kinerja_{RF}) = \alpha + \beta(kinerja_p - kinerja_{RF})$$

dimana:

= Nilai diskonto Jensen

$kinerja_{RD}$ = Kinerja reksadana

$kinerja_{RF}$ = Kinerja investasi bebas risiko

$kinerja_p$ = Kinerja pasar

= Slope persamaan garis hasil regresi linear

DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, S., Palma, A. De., and Thisse, J. (1997). Privatization and Efficiency in a Differentiated Industry, *European Economic Review* **41**: 1635-1654
- Annuati-Nero, F., Barossi-Filho, Gledson de Carvalho, A., and Macedo, R. (2003). Benefits and Costs of Privatization: Evidence from Brazil, *Research Network Working Paper* number 145 Banco Inter-Americano de Desarrollo, red de centro de investigación.
- Antoncic, B., and Hisrich, D. (2003). Privatization, Corporate Entrepreneurship and Performance: Testing Normative Model, *Journal of Developmental Entrepreneurship* **8** (3): 197–218.
- Asnawi, S.K., dan Wijaya, C. (2005). Riset Keuangan Pengujian-pengujian Empiris. PT Gramedia, Jakarta.
- Baaij. M., Greeven, M., and Dalen J.V. (2004). Persistent Superior Economic Performance, Sustainable Competitive Advantage, and Schumpeterian Innovation: Leading Established Computer Firms 1954 – 2000, *European Management Journal* **22** (5): 517–531.
- Barberis, N., Boycko, M., Shleifer, A., and Tsukanova, N. (1996). How does Privatization Work: Evidence from Russian Shops?, *Journal of Political Economy* **104**: 764-790
- Barney, J.B. (1991). Firm Resources and Sustaining Competitive Advantage, *Journal of Management* **17**:99-120
- Barney, JB., and Hesterley. (1996) Organizational Economics: Understanding the Relationship Between Organizations and Economic Analysis, In: Clegg SR, Hardy C, Nord WR, Editors. Handbook of Organizational Studies. London: Sage
- Barney, J.B. (1997). Gaining and Sustaining Competitive Advantage, Addison-Wesley Publishing Company, Inc. New York.

- Bastian, I. (2002). *Privatisasi di Indonesia: Teori dan Implementasi, Edisi Pertama*. Salemba Empat. Jakarta
- Boardman, A., and Vining, A.R. (1989). Ownership and Performance in Competitive Environments: a Comparison of Private, Mixed, and State Owned Enterprises, *Journal of Law and Economics* **32**: 1–33.
- Bortolotti, B., D'Souza, J., Fantini, M., and Megginson, W. L. (2001). Sources of Performance Improvement in Privatized Firms: A Clinical Study of the Global Telecommunications Industry, *Working Paper*, Social Science Research Network
- Boubakri, N., Cosset, J., and Guedhami, O. (2005), Post-privatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection, *Journal of Financial Economics* **76**: 369-399.
- Boubakri, N., and Cosset, J.C. (1998). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence From Developing countries, *Journal of Financial, American Finance Association*. **53**: 1081-1110.
- Bourgeois, L.J. (1985). Strategic Goal, Perceived Uncertainty, and Economic Performance in Volatile Environments, *Academy of Management Journal* **29**: 562-585.
- Boycko, M., A. Shleifer and R. Vishny. (1996). A Theory of Privatization, *Economic Journal* **106**: 309-319
- Bradley, M., Jarrel, G., and Kim, E.H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *Journal of Finance* **39**: 857–878
- Branch, B., and Gale, B. (1983). Linking Corporate Stock Price Performance to Strategy Formulation, *The Journal of Business Strategy* **4** (1): 40-50
- Brigham, Eugene, F. and Houston, J.F. (2004). *Fundamentals of Financial Management*, South Western: Thomson.

- Bromiley, P., Govekar, M., and Marcus, A. (1987). On Using Event Study Methodology in Strategic Management Research, *Working Paper*, Carlson School of Management: University of Minnesota
- Chakravarthy, B.S., and Singh, H. (1986). Value Based Planning: Applications and limitations, *Advances in Strategic Management*
- Chatterjee, S. and Wernerfelt, B. (1991) The Link Between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence, *Strategic Management Journal* **12**: 33–48.
- Claessens, S. (1997) Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics, *Journal of Finance* **52**: 1641-1658
- Conner, K.R. (1991). A Historical Comparison of Resource-based Theory and Five Schools of Thought Within Industrial Organization Economics: Do We have a New Theory of the Firm?, *Journal of Management* **17**: 121–154.
- D'Souza, J., and Megginson, W. (1999). The Financial and Operating Performance of Privatized Firms During the 1990s, *Journal of finance* **54**: 1397-1438
- D'Souza, J; Nash. R; Megginson, W. (2005). Effect of Institutional and Firm-Specific Characteristics on Post-Privatization Performance: Evidence from Developing Countries, *Journal of corporate finance* **11**: 747-766
- D'Souza, J., Megginson, W., and Nash, R. (2006). The Effects of Changes in Corporate Governance and Restructurings on Operating Performance: Evidence from Privatizations, *Global Finance Journal* **158**.
- De Alessi, L. (1980). The Economics of Property Rights: A Review of the Evidence, *Research in Law and Economics* **2**: 1–47.
- Dobson, J. (1989). Corporate Reputation: a Free-Market Solution to Unethical Behavior, *Business and Society* **28**: 1

- Dowling, G. (2001). *Creating Corporate Reputation, Identify, Image and Performance*, Oxford University Press. New York.
- Estrin, S., and Perotin, V. (1991). Does Ownership Always Matter?, *International Journal of Industrial Organization* **9**: 55-72.
- Farinós, J.E., García, C.J., and Ibáñez, A.M. (2007). Operating and Stock Market Performance of State-owned Enterprise Privatizations: The Spanish Experience, *International Review of Financial Analysis*.
- Ferdinand, A. (2006). *Structural Equation Modeling: Dalam Penelitian Manajemen*, BP UNDIP.
- Fombrun, C., and Shanley. (1990). What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy, *Academy of Management Journal*
- Garcia, L.C. and Anson, S.G. (2007). The Spanish Privatisation Process: Implications on the Performance of Divested Firms, *Interantional Review of Financial Analysis* **16**: 390-409.
- Ghozali, I. (2008). *Structural Equation Modeling Metode Alternatif dengan Partial Least Square*. Edisi 2. BP-Undip.
- <http://bumn-ri.go.id>
- Halim, Abdul (2005) *Analisis Investasi*, Edisi Kedua, Salemba Empat, Jakarta.
- Hernández de Cos., Argimon, I., and González-Páramo, J. (2004). Public Ownership and Business Performance in the Spanish Manufacturing Sector, 1983–1996, *Public Finance Review* **32** (2): 148–182.
- Husnan, S. (1999). *Corporate Governance di Indonesia: Pengamatan Terhadap Sektor Korporat dan Keuangan*, Makalah seminar.
- Irianto, G. (2006). *Privatisasi BUMN di Indonesia: “Menimbang” dari Perspektif PEA*, Ashar, K., Irianto, G., dan Suryadi, N.

Analisis Makro dan Mikro, Jembatan Kebijakan Ekonomi Indonesia. BPFE-Unibraw. Malang. 270-308.

- Jogiyanto. (2004). Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman, Edisi 2004/2005. BPFE-Yogyakarta.
- Johnson., Natarajan., and Rappaport. 1985. Shareholder Returns and Corporate Excellence, *The Journal of Business strategy* 6 (2): 52-62
- Jones, C.P. (1996). Investments: Analysis and Management, NY: John Wiley & Sons, Inc.
- Jones, Jones, G., and Little, P.B. (2000). Reputation as a Reservoir: Buffering Against Loss in Times of Economic Crisis, *Corporate Reputation Review*.
- Kaen, F.R. (2003). A Blueprint for Corporate Governance: Strategy, Accountability, and the Preservation of Shareholder Value, Amacom. New York.
- Kay J. (1995). Why Firms Succeed, Oxford: Oxford Univ Press.
- Kikeri, S., Nellis, J., and Shirley, M. (1992) Privatization: The lessons of Experience, World Bank, Washington, DC
- Kudla, R.J. (1980). The Effects of Strategic Planning on Common Stock Returns, *Academy of Management Journal* 23: 5-20
- Larkin. J. (2003). Strategic Reputation Risk Management, Palgrave Macmillan. New York.
- La Porta, R., and López de Silanes, S. (1999). The Benefits of Privatisation: Evidence from Mexico, *Quarterly Journal of Economics*, November, 1193–1242.
- Li, D., Moshirian, F., Nguyen, P., and Tan, L-W. (2007). Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from China's Privatization, *Research in International Business and Finance*.

- Lopez-de-Silanes, F. (1997) Determinants of Privatization Prices, *Quarterly Journal of Economics* **112**: 965-1025.
- Mathur. I., and Banchuenvijit, W. (2007). The Effect of Privatization on the Performance of Newly Firms in Emerging Markets, *Emerging Markets Review* **8**: 134-146.
- McConnell, J., and Servaes, H. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economic* **27**: 595–612.
- Megginson, W., Nash, R., and Randenborgh. (1994). The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An Interantional Empirical Analysis, *Journal of financial* **49**: 403-452
- Megginson, W and Netter, J. (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization, *Journal of Economic Literature* **39**: 321-389.
- Megginson, W., Nash, R., Netter, J., and Poulsen, A. (2004) The Choice of Public Versus Private Markets: Evidence from Privatizations, *Journal of Finance* **59**: 2835-2870
- Meitisari, P. (2007). Analisis Danareksa, Kemana Arah Privatisasi BUMN Tahun 2008, *Harian Umum Kompas*, 10 Desember 2007. h. 20-21
- Michialisin, M.D., Smith, R.D., and Klien, D.M (1997). In Search of Strategic Assets, *International Journal of Organizational* **5** (4): 360-387.
- Millstein, I.M. (1997). Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Market, A Report to the OECD. Paris: OECD.
- Naceur, S.B., Ghazouani, S., and Omran, M. (2006). The Performance of Newly Privatized in Selected MENA Countries: the Role of Ownerships Structure, Governance and Liberalized Policies, *International Review of Financial Analysis*.

- Newbery, D. and M. Pollitt. (1997), The Restructuring and Privatization of Britain's CEBG: Was it worth it?, *Journal of Industrial Economics* **45**: 269-303.
- Parker, D. (1994). A Decade of Privatisation: The Effect of Ownership change and Competition on British Telecom, *British Review of Economic Issues* **16**: 87–113.
- Paudyal, K., Saadouni, B., and Briston, R. (1998). Privatisation Initial Public Offerings in Malaysia: Initial Premium and Long-term Performance, *Pacific-Basin Finance Journal* **6**: 1-25
- Pratomo, Eko Priyo, Nugraha, Ubaidillah (2009), Reksadana: Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern, PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Ramamurti, R. (1997). Testing the Limits of Privatization: Argentine Railroads, *World Development* **25**, 1973-1993
- Rappaport, A. (1981). Selecting Strategies That Create Shareholder Value, *Harvard Business Review*, May-June. 139-149.
- Rappaport, A. (1983). Corporate Performance Standards and Shareholders Value, *The Journal of Business Strategy* **3** (4): 28-34
- Regil, A.J de. (2001). Keynesian Economics and the Welfare State. (Essay Four of Part I [the Economics of Reference]), *Global Economic Development (A TLWNSI Issue Essay Series)*, The Neo Capitalist Assault – the Jus Semper Global Alliance. April pp.1-19.
- Rodoni, Ahmad & Yong, Othman (2002), Analisis Investasi dan Teori Portofolio, Cetakan Pertama, PT. RajaGrafindo Persada, Jakarta.
- Rudjito. (2005). Restrukturisasi BUMN Pasca UU BUMN. Nugroho, R., dan Siahaan, R, *BUMN Indonesia: Isu, Kebijakan, dan Strategi*, PT Alex Media Komputindo. Jakarta. 181-191.

- Saragih, F.D., Manurung, A.H., dan Manurung, J. (2005) *Dasardasar Keuangan Bisnis Teori dan Aplikasi*. PT Gramedia Jakarta.
- Sartono. A. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi Ke 4*. BPFY Yogyakarta.
- Seed, A.H. (1985). Winning strategies for shareholder value creation, *The Journal of Business Strategy* **6** (2): 44-51
- Shesjinski, E. and Felipe Lopez-Calva, L. (1999). Privatization and Its Benefits: Theory and Evidence, *HIID Discussion Paper* **698**. Harvard University
- Shirley, M. and P. Walsh. (2000). Public Versus Private Ownership: The Current State of the Debate, World Bank Group, *Working Paper*.
- Siebens, H. (2002). Concepts and Working Instrumens for Corporate Governance, *Journal of Business Strategy* **6** (2): 44-51
- Simon, H. (1985). *Goodwill and Marketing Strategy*.
- Sobol., and Farrell. (1988). Corporate Reputation: A Fuction of Relative Size or Financial Performance, *Review of Business and Economic Research*.
- Solimun dan Rinaldo, A. (2009). *Pemodelan Persamaan Struktural Pendekatan PLS dan SEM Aplikasi Software SmartPLS dan Amos*. Laboratorium Statistika FMIPA Universitas Brawijaya Malang.
- Srivastava, R.K., McInish, T.H., Wood, R.A. and Capraro, A.J. (1997). The Value of Corporate Reputation: Evidence from Equity Markets, *Corporate Reputation Review*.
- Stiglitz, J. E. (2002). *Globalization and Its Discontent*, London: Penguin.
- Sudarma, M. (2008). *Paradigma Neo Positivisme dalam Penelitian Akuntansi dan Bisnis*. Prosiding Internasional Postgraduate Consortium on Accounting.

- Sugiharto. (2007). Peran Strategis BUMN dalam Pembangunan Ekonomi Hari Ini dan Masa Depan, PT Alex Media Komputindo. Jakarta. 21-29.
- Sun, Q., and Tong, W. (2003). China Share Issue Privatization: the Extent of Its Success, *Journal of Financial Economic* **70**: 183–222.
- Suta, I Putu Gede Ary. (2000). Menuju Pasar Modal Modern, Jakarta: Yayasan Sad Satria Bhakti.
- Suta, I Putu Gede Ary. (2004). BPPN: The End. Jakarta: Yayasan Sad Satria Bhakti.
- Suta, I Putu Gede Ary. (2006). Kinerja Pasar Perusahaan Publik di Indonesia: Suatu analisis reputasi perusahaan, Yayasan Sad Satria Bhakti.
- Syamsir, H. (2006). Solusi Investasi di Bursa Saham Indonesia, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Syarif, Agus (2007), Pasar Modal dan Portofolio, Universitas Jambi, Jambi
- Tandelilin, Eduardus (2001), Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio, Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta.
- Teece, D.J. (2000) Strategies for Managing Knowledge Assets: the Role of Firm Structure and Industrial Context, *Long Range Planning* **33** (1): 35–54.
- Usman, M., Riphath, S., dan Ika, S. (1997). Pengetahuan Dasar Pasar Modal, Jakarta. Penerbit IBI.
- Vickers, J. and Yarrow, G. (1991). Economic Perspectives on Privatization, *Journal of Economic Perspective* **5**: 111–133.
- Vickers, J., and Yarrow, G. (1988). Privatization. An economic analysis, Cambridge, Mass: The MIT Press
- Villalonga, B. (2000). Privatization and Efficiency: Differentiating Ownership Effects from Political, Organizational, and

- Dynamic Effects, *Journal of Economic Behavior & Organization* **42** (2000): 43–74.
- Vining, A., and Boardam, A. (1992). Ownership Versus Competition: Efficiency in Public Enterprise, *Public Choice* **73**: 205–239.
- Wallace., and Cravens. 1997. Evaluating Control Risk from a Corporate Governance Perspective, *Managerial Finance* **23**: 22
- Wang. (2005). Ownership and Operating Performance of Chinese IPOs, *Journal of Bank Finance* **29**: 1835-1856
- Weigelt, K., and Camerer, C.F. (1988). Reputation and Corporate Strategy: A Review of Recent Theory and Applications, *Strategic Management Journal* **9**: 443-
- Wei, Z., and Varela, O. (2003). State Equity Ownership and Firm Market Performance: Evidence from China's Newly Privatized Firms, *Global Finance Journal* **14**: 65–82.

BAB VIII. MODEL PERILAKU KEUANGAN MANAJER BANK BUMN Tbk DI KOTA JAMBI

8.1. PENDAHULUAN

Menurut Djohanputro (2008), manajemen keuangan adalah seni mengatur dan mengelola segala sesuatu dalam perusahaan yang memiliki nilai kekayaan atau nilai uang. Bagi perusahaan terbuka, yaitu perusahaan yang telah menjual sahamnya ke publik dan mencatatkannya di bursa, kekayaan pemilik perusahaan adalah harga saham. Maksimalisasi nilai perusahaan pada suatu saat tercapai bila harga sudah tidak mungkin lebih tinggi lagi pada saat itu. Setiap perbaikan kinerja baru langsung tercermin pada kenaikan harga saham semakin bagus upaya memaksimalkan nilai perusahaan.

Setiap perusahaan, tanpa memandang besar kecilnya memerlukan manajemen keuangan yang baik agar tujuan perusahaan tercapai. Manajemen keuangan korporasi menekankan bahwa setiap keputusan manajemen harus mengacu pada tujuan utama perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*) yang akibatnya akan memaksimalkan kekayaan dan kesejahteraan pemegang saham. Artinya sebuah keputusan dinilai baik apabila mampu menaikkan nilai perusahaan. Sebaliknya, keputusan dianggap buruk apabila justru menurunkan nilai perusahaan. Mengenai nilai perusahaan, para akademisi sepakat untuk menterjemahkannya sebagai indikator kemampuan perusahaan dalam menciptakan arus kas bebas dimasa yang akan datang (*future free cash flows*). Hal ini berarti sebuah perusahaan yang

bernilai tinggi adalah sebuah perusahaan yang dinilai mampu menghasilkan arus kas bebas yang tinggi. Begitu pula sebaliknya.

Nilai atau kekayaan yang maksimum dapat diperoleh bila manajemen dapat mengendalikan dua hal, yaitu hasil yang maksimum pada tingkat resiko yang minimum dan dapat diperhitungkan. Semakin tinggi hasilnya, semakin tinggi nilainya. Sebaliknya, semakin rendah resiko, semakin tinggi nilainya (Djohanputro, 2008).

Studi empiris mengenai kinerja pasar dalam konteks privatisasi dibahas oleh Megginson, Nash, Netter, dan Poulsen. (2004). Studi tersebut menunjukkan bahwa pemerintah negara-negara yang pasar modalnya kurang berkembang melancarkan program privatisasi melalui penjualan saham sebagai cara untuk mengembangkan pasar modal tersebut. Menurut Suta (2006), pengukuran kinerja pasar dilakukan dengan dua pendekatan. Pertama, pendekatan dari sisi keuangan menggunakan total imbal hasil saham, kapitalisasi pasar, dan likuiditas saham yang diukur dengan frekuensi perdagangan, persentase volume perdagangan, dan persentase nilai perdagangan. Kedua, pendekatan dari sisi kebijakan di pasar modal menggunakan distribusi saham.

Searah dengan pendapat Suta (2006), Lubis (2010) meneliti tentang kinerja pasar BUMN Tbk di Indonesia. Penelitian Lubis (2010) menggunakan kinerja pasar sebagai salah satu variabel penelitiannya, dengan 5 (lima) indikator pembentuk kinerja pasar. Adapun indikator pembentuk kinerja pasar tersebut adalah pertumbuhan indeks harga saham individual, frekuensi

perdagangan, persentase volume perdagangan, persentase nilai perdagangan, dan pertumbuhan kapitalisasi pasar.

Dalam lingkup perusahaan, persaingan yang semakin ketat menuntut manajemen untuk semakin berhati-hati dalam membuat keputusan, diantaranya keputusan-keputusan keuangan. Kesalahan dalam mengelola keuangan bisa mengakibatkan terjadinya tekanan keuangan (*financial distress*) yang berkepanjangan dan berakhir dengan kebangkrutan perusahaan.

Pemahaman atas teori pengambilan keputusan sangat penting, karena segala aktivitas dibidang keuangan selalu bermuara pada pengambilan keputusan (*decision making*). Teori pengambilan keputusan mengasumsikan bahwa individu sebagai pengambil keputusan adalah berlaku rasional. Teknik pengambilan keputusan secara kuantitatif yaitu dengan pemodelan matematis, statistika, dan ekonometrika diadopsi dalam teori keuangan standar untuk member penjelasan tentang berbagai fenomena keuangan yang berhubungan dengan pengambilan keputusan.

Pengambilan keputusan tersebut tergantung dari perilaku pengambil keputusan. Pengambilan keputusan merupakan suatu proses pemilihan alternatif terbaik dari sejumlah alternative yang tersedia dalam pengaruh situasi yang kompleks. Perilaku pengambil keputusan yang berhubungan dengan keuangan disebut dengan perilaku keuangan.

Salah satu industri yang telah diprivatisasi oleh Pemerintah Indonesia adalah industri perbankan. Berikut bank-bank milik pemerintah yang telah diprivatisasi :

Tabel 8.1. Daftar Bank BUMN Tbk Indonesia

No.	Nama Emiten	Kode Emiten	Tanggal IPO
1.	PT. Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	BBNI	25 Nov 1996
2.	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	BBRI	10 Nov 2003
3.	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk	BBTN	17 Des 2009
4.	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk	BMRI	14 Juli 2003

Sumber : disarikan oleh Peneliti

Kinerja pasar Bank BUMN Tbk tersebut salah satunya merupakan hasil dari keputusan manajemen keuangan yang diambil oleh manajer-manajer yang ada didalam Bank BUMN Tbk tersebut. Demikian juga sebaliknya, keputusan-keputusan manajer menghasilkan kinerja pasar Bank BUMN Tbk tersebut. Kinerja pasar Bank BUMN Tbk diduga secara tidak langsung juga mempengaruhi keputusan manajer Bank BUMN Tbk yang ada di Kota Jambi. Mengingat pentingnya kinerja pasar Bank BUMN Tbk dan pengambilan keputusan manajer Bank BUMN Tbk bagi kemajuan BUMN Indonesia, maka penelitian ini menjadi penting dan menarik untuk diteliti. Penelitian ini bertujuan untuk memprediksi pengaruh kinerja pasar BUMN Tbk terhadap perilaku keuangan manajer Bank BUMN Tbk di Kota Jambi.

8.2. STUDI PUSTAKA

8.2.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori Perusahaan (*theory of the firm*) oleh Jensen dan Meckling (1976) memiliki substansi mengenai perilaku managerial

(*managerial behavior*), biaya keagenan (*agency cost*) dan struktur kepemilikan (*ownership structure*). Ketiga substansi tersebut akan terjadi ketika suatu perusahaan berupa perusahaan publik.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa perusahaan adalah "*legal fictions which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals*". Perusahaan merupakan pusat perjanjian kontrak antara berbagai pihak yaitu pemegang saham, manajer, pemasok dan pihak-pihak lainnya termasuk karyawan dan pekerja. Pihak-pihak tersebut berusaha mengakomodasi kepentingan masing-masing sehingga menimbulkan konflik diantara mereka.

Pemisahan pengelolaan dan kepemilikan terhadap suatu perusahaan mengakibatkan masalah keagenan (*agency problem*). Pemisahan ini membuat manajer bertindak sesuai dengan kepentingannya dan tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham (pemilik) sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Upaya peningkatan kekayaan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan sering tidak sejalan dengan tujuan pihak manajemen (manajer) perusahaan.

Teori Keagenan (*agency theory*) menjelaskan pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan (pemilik, manajer, kreditur) berperilaku, karena mempunyai kepentingan yang berbeda-beda. Munculnya konflik keagenan diawali dengan adanya *agency relationship* antara pihak satu dengan pihak lainnya. Menurut Jensen dan Meckling (1976), *agency relationship* adalah kontrak antara pihak *principal* meminta pihak agen untuk melakukan suatu

pekerjaan untuk kepentingan *principal* dengan mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan kepada agen. Jika kedua belah pihak memaksimalkan utilitas masing-masing maka diyakini bahwa agen tidak akan melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan *principal*.

Eisenthardt (1998) mengemukakan bahwa *agency theory* didasarkan pada tiga asumsi sifat manusia. Pertama, manusia pada umumnya bersifat mementingkan kepentingan diri sendiri (*self-interest*). Kedua, manusia mempunyai kemampuan daya pikir terbatas mengenai persepsi masa depan (*bounded – rationality*). Ketiga, manusia selalu menghindari resiko (*risk – averse*).

Menurut *agency theory*, pihak agen adalah pihak manajemen yang bertugas mengelola perusahaan dan pihak *principal* adalah pemegang saham. Pihak agen (manajer) mempunyai tugas dan tanggung jawab mengenai kebijakan sumber dana, kebijakan penggunaan dana, kebijakan deviden. Sedangkan pihak pemegang saham (pemilik perusahaan) melakukan pengawasan terhadap perilaku manajer tersebut. Manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Manajer cenderung mengutamakan kepentingan pribadinya atau bertindak bukan untuk kepentingan pemegang saham (Jansen dan Meckling, 1976).

Pemegang saham mempunyai tujuan untuk memaksimalkan kekayaannya dengan melihat nilai sekarang dari arus kas yang dihasilkan oleh investasi perusahaan. Sedangkan manajer perusahaan mempunyai tujuan untuk meningkatkan pertumbuhan dan ukuran perusahaan. Pertumbuhan yang

meningkat akan memberikan peluang bagi manajer tingkat bawah dan menengah untuk dipromosikan. Selain itu, manajer dapat membuktikan diri sebagai karyawan yang produktif sehingga memperoleh penghargaan lebih dan wewenang untuk menentukan biaya-biaya. Ukuran perusahaan yang semakin besar memberikan keamanan pekerjaan atau mengurangi *lay-off* dan kompensasi yang semakin besar (Jensen dan Meckling, 1976).

Prinsipal (pemilik) dapat mengurangi penyimpangan perilaku agen (manajer) dengan memberikan insentif dengan mengeluarkan biaya monitoring. Secara umum biaya-biaya yang dikeluarkan prinsipal untuk memastikan agen bersedia melakukan keinginan pemegang saham disebut biaya keagenan (*agency cost*).

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa biaya keagenan terdiri dari 3 biaya. Pertama, biaya monitoring (*monitoring cost*) yaitu biaya yang dikeluarkan untuk melakukan pengawasan guna mencegah agar tindakan manajer tetap sesuai dengan kepentingan pemilik. Kedua, biaya *bonding* (*bonding cost*) yaitu biaya yang dikeluarkan untuk menjamin agar manajer tidak mengambil keuntungan dari fasilitas yang diberikan. Ketiga, biaya *residual loss*.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*. Pertama, melalui peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer agar mampu meningkatkan kinerja perusahaan diantaranya melalui penggunaan utang yang optimal, sehingga akan meminimumkan biaya keagenan. Kedua, meningkatkan *divident payout ratio*. Hal ini menyebabkan tidak

tersedianya cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya. Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Pendanaan menggunakan hutang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen, mendisiplinkan dan mengurangi perilaku oportunistis manajer. Pendanaan menggunakan hutang juga mengakibatkan *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan harus dipakai untuk membayar bunga dan cicilan hutang, sehingga tidak ada dana kas menganggur yang dapat disalahgunakan atau dipakai untuk berbagai investasi yang tidak produktif. Keempat, institusional investor sebagai *monitoring agents*. Moh'd, Perry, dan Rinbey (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menentang terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi lainnya akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Penggunaan hutang dalam perusahaan juga menimbulkan bentuk konflik keagenen yang lain, yaitu antara pemegang saham dan kreditor. Hutang yang besar memberikan insentif bagi pemegang saham melaksanakan proyek investasi yang beresiko

tinggi. Bila proyek tersebut mengalami keuntungan, maka sebagian besar keuntungan akan diperoleh oleh pemegang saham, dan kreditor hanya akan menerima bunga tetap. Sebaliknya, bila proyek tersebut mengalami kerugian dan perusahaan mengalami kebangkrutan, maka kreditor ikut menanggung kerugian karena kewajiban pemegang saham hanya terbatas pada modal saham yang telah disetornya. Salah satu cara untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditor ini, biasanya dibuat *debt covenants* yang ketat. Berdasarkan *agency theory*, struktur modal perusahaan merupakan hasil keseimbangan antara upaya perlindungan kepentingan pemegang saham terhadap perilaku *opportunistic* manajer dan kepentingan kreditor terhadap perilaku pengambilan resiko para pemegang saham.

8.2.2 Kinerja Pasar

Jones (1996) mengatakan bahwa terdapat 2 dasar pendekatan untuk menentukan nilai suatu perusahaan, yaitu nilai pasar (*market value*) dan nilai buku (*book value*). Menurut Brigham, Eugene, Houston (2004), nilai pasar saham dapat digunakan untuk menghitung *market value ratio* dengan cara membandingkannya dengan pendapatan perusahaan, arus kas, dan nilai buku per lembar saham. Nilai pasar saham juga berguna bagi manajemen perusahaan sebagai indikator dari pandangan investor terhadap kinerja masa lalu maupun prospek masa depan perusahaan.

Beberapa studi terdahulu menunjukkan bahwa *return* dan *risk* umumnya diukur secara bersama-sama untuk meneliti kinerja pasar perusahaan publik. Hammond dan Slocum (1996) mengukur nilai pasar dari sisi standar deviasi imbal hasil pasar (*market return*)

perusahaan, koefisien korelasi antara tingkat imbal hasil pasar (*market rate of return*), rerata kinerja pasar perusahaan (*average of market company performance*) dan *beta*. Suta (2006) mengemukakan bahwa ada beberapa pendekatan yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja pasar perusahaan, yaitu dari pendekatan dari sisi keuangan, yaitu yang didekati dengan total imbal hasil saham, likuiditas saham dan kapitalisasi pasar, dan pendekatan dari sisi kebijakan di pasar modal, yaitu yang didekati dengan distribusi saham. Penjelasan mengenai masing-masing pendekatan tersebut dipaparkan sebagai berikut:

a. Total Imbal Hasil Saham

Jones (1996) menyebutkan bahwa imbal hasil saham dapat dibagi menjadi dua bagian, yaitu deviden dan selisih harga jual dengan harga beli (*capital gain or losses*). Total imbal hasil saham selama periode tertentu (yang dinyatakan dalam persen) adalah penjumlahan dari *dividend yield* dan *capital gain (losses)* yang dibagi harga awal. *Dividend yield* adalah rasio deviden terhadap harga pasar saham.

Pengukuran imbal hasil saham untuk periode yang sudah terjadi (periode lampau) relatif lebih mudah jika dibandingkan dengan pengukuran untuk periode yang masih belum terjadi (periode mendatang). Pengukuran imbal hasil saham pada periode lampau cukup menggunakan data yang tersedia untuk dapat menghitung pertumbuhannya. Bourgeois (1985) juga menggunakan pendekatan pertumbuhan (*growth performance indicator*) dari data-data yang sudah tersedia untuk mengukur variabel kinerja. Kinerja ekonomi

diukur dengan pendekatan pertumbuhan *net earnings*, *earning per share*, *return on sales*, dan *capital*.

Pengukuran imbal hasil saham pada periode mendatang dapat dibantu dengan terlebih dahulu menentukan salah satu faktor untuk memprediksi harga saham kedepan, yaitu besaran *required rate of return* investor dengan menggunakan teori Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Kudla, 1980; Branch dan Gale, 1983; serta Seed, 1985). Prediksi besaran harga saham ke depan dapat ditentukan dengan melengkapi faktor-faktor lain yang dibutuhkan. Faktor-faktor tersebut antara lain adalah ekspektasi dividen dan pertumbuhan dividen.

Suta (2006) menggunakan metode pertumbuhan untuk mengukur imbal hasil saham, yaitu melihat pertumbuhan harga saham selama periode penelitian. Pertimbangan utamanya adalah periode penelitian yang diambil pada periode lampau. Faktor *dividend yield* tidak dimasukkan dalam penelitian tersebut dengan pertimbangan penyederhaan metode pengumpulan data tanpa mengurangi makna tujuan pengukuran secara signifikan.

b. Likuiditas Saham

Salah satu risiko investasi bagi para investor adalah tidak tersedianya pasar ketika investor akan merealisasikan keuntungan atau membutuhkan dana dengan cara menjual aset investasi yang dimilikinya. Berdasarkan risiko tersebut, para investor selain mempertimbangkan total imbal hasil, harus pula mempertimbangkan faktor likuiditas sebelum memutuskan untuk berinvestasi di suatu jenis aset.

Suta (2006) menyebutkan likuiditas saham diukur dengan tiga ukuran, yaitu: (1) frekuensi perdagangan, yang merupakan frekuensi saham suatu emiten yang diperdagangkan dalam satu periode tertentu; (2) persentase volume perdagangan, yang merupakan rasio antara volume perdagangan dengan total saham yang terdaftar di bursa; (3) persentase nilai perdagangan, yang merupakan rasio antara nilai perdagangan dan nilai pasar. Nilai perdagangan merupakan nilai rupiah dari saham suatu emiten yang diperdagangkan dalam satu periode tertentu, sedangkan nilai kapitalisasi pasar adalah jumlah saham yang terdaftar dikalikan dengan harga penutupan saham tersebut pada periode tertentu.

c. Distribusi Saham

Suta (2000) memandang pasar modal juga berfungsi sebagai wahana penyebaran kepemilikan saham (*democratization of capital*). Sebagai cara mengurangi ketegangan yang dapat muncul sebagai akibat dari ketimpangan sosial ekonomi masyarakat, distribusi saham juga menjadi salah satu pengukur kinerja pasar yang dapat dipertimbangkan para investor sebelum mereka memutuskan untuk membeli saham tertentu. Hal ini dilakukan terutama di dalam pasar modal negara-negara sedang berkembang, dimana praktek-praktek manipulasi saham masih sering terjadi. Porsi kepemilikan masyarakat terhadap saham perusahaan publik di Indonesia diduga relatif lebih kecil jika dibandingkan dengan porsi kepemilikan pemegang saham mayoritas. Saham yang tidak terdistribusi secara merata di masyarakat cenderung lebih mudah dipermainkan oleh oknum-oknum tertentu sehingga merugikan para pemegang saham minoritas.

Penelitian Suta (2006) menyajikan pengukuran distribusi saham berdasarkan jumlah pemegang saham perusahaan selama suatu periode tertentu. Semakin banyak pemegang saham, kinerja perusahaan relatif semakin baik. Keadaan ini dikarenakan investor banyak memilih saham tersebut untuk dimasukkan dalam portofolionya.

d. Kapitalisasi Pasar

Menurut Jones (1996), nilai kapitalisasi pasar adalah nilai pasar agregat suatu perusahaan yang dihitung dari harga pasar per lembar saham dikalikan dengan jumlah saham yang beredar. Nilai kapitalisasi ini merepresentasikan nilai perusahaan tersebut di pasar. Nilai kapitalisasi pasar suatu perusahaan juga dapat digunakan investor untuk dijadikan salah satu indikator perkembangan suatu perusahaan. Brigham *et al.* (2004) menyatakan nilai pasar saham yang diperdagangkan di pasar sekunder sebagai variabel pengukur nilai kapitalisasi pasar. Variabel tersebut berguna bagi manajemen sebagai indikator untuk mengukur pandangan investor terhadap kinerja perusahaan di masa lalu maupun prospek perusahaan di masa depan. Namun, apabila dalam suatu periode tertentu jumlah saham yang beredar tidak mengalami perubahan, maka nilai perubahan kapitalisasi pasar tidak berbeda dengan nilai perubahan harga saham.

Suta (2006) menggunakan kapitalisasi pasar yang didefinisikan sebagai perkalian antara jumlah saham yang beredar dengan harga penutupan saham pada periode tertentu, di sini periode ditetapkan selama satu tahun.

8.2.3 Teori Perilaku Keuangan

Teori perilaku keuangan dapat diartikan sebagai aplikasi ilmu psikologi dalam disiplin ilmu keuangan. Perilaku keuangan merupakan analisis berinvestasi yang menggunakan ilmu psikologi dan ilmu keuangan, yaitu suatu pendekatan yang menjelaskan bagaimana manusia (investor) melakukan investasi atau berhubungan dengan keuangan dipengaruhi oleh faktor psikologi. Perilaku keuangan bermaksud untuk memahami perilaku investor dalam mengambil keputusan investasi dan bertindak di pasar modal yang akan berpengaruh pada market performance (Qawi, 2010; Wendy, 2010; Shahzad, Paeman, Fawed, Sajid, Sehrish, 2013).

Perilaku keuangan sangat berperan dalam pengambilan keputusan investasi. Pengambilan keputusan investasi akan sangat dipengaruhi oleh informasi yang diperoleh serta pengetahuan investor tentang investasi. Sedangkan tiap-tiap investor memiliki tingkat kemampuan dan pengetahuan yang berbeda. Pengambilan keputusan investasi antara lain dipengaruhi oleh (1) sejauh mana keputusan investasi dapat memaksimalkan kekayaan, (2) *behavioral motivation*, keputusan investasi berdasarkan aspek psikologis investor. Pengambilan keputusan investasi tidak selalu berperilaku dengan cara yang konsisten dengan asumsi yang dibuat sesuai dengan persepsi dan pemahaman atas informasi yang diterima (Christanti dan Mahastanti, 2011; Jahanzeb, Agha, Saqib, Saif, 2012; Peteros dan Maleyeff, 2013).

8.2.4 Peran Emosi Membentuk Keputusan Keuangan

Elster (1998), Hermalin dan Isen (2000) memastikan bahwa dalam setiap proses pengambilan keputusan investasi, seorang investor pasti melibatkan emosinya dalam proses pengambilan keputusan investasi. Emosi adalah sesuatu yang kompleks karena mengandung aspek yang bervariasi yaitu : aspek kognitif, aspek psikis, aspek social, dan aspek behavioral.

Ekman (1992) memperkenalkan emosi dasar (*basic emotions*). Ia menggambarkan sesuatu keadaan atau kejadian, lalu meminta responden untuk memilih gambar ekspresi wajah yang menurutnya paling sesuai dengan keadaan itu. Ia menemukan ada enam emosi dasar, yaitu:

1. Kemarahan (*anger*)
2. Rasa jijik atau muak (*disgust*)
3. Rasa takut (*fear*)
4. Kesenangan (*happiness*)
5. Kesedihan (*sadness*) dan
6. Terkejut (*surprise*)

Ekman (1992) juga menemukan bahwa meskipun emosi adalah sebuah fenomena yang bersifat universal, namun ada bagian-bagian yang berbeda antara satu budaya dengan budaya lain (dalam hal mengekspresikan, merasakan, atau bereaksi). Miyamoto dan Ryff (2011) mengatakan ada yang disebut sebagai *cultural script* yang mengacu pada norma-norma budaya. *Cultur script* inilah yang mengatur bagaimana seseorang mengekspresikan emosinya, baik positif maupun negative.

8.2.5 Faktor-faktor Eksternal Emosi

Emosi dikaitkan dengan kecenderungan orang untuk bertindak atau melakukan sesuatu. Literatur psikologi menagtakan ada beberapa elemen emosi yang sangat jelas perannya dalam mempengaruhi keputusan yang diambil seseorang, seperti rasa marah, menyesal, takut, gembira, bahkan cinta; yang semuanya akan mempengaruhi hati seseorang.

Selain faktor-faktor internal tersebut, faktor-faktor eksternal juga berperan dalam menentukan emosi, perilaku, serta keputusan yang akan diambil seseorang, seperti tempat, waktu, atau suasana dan penunjangnya (prasarana, suhu, cuaca, bau, warna, dan sebagainya).

Tempat, pada dasarnya keputusan dapat diambil dimana saja. Seorang direktur keuangan, bisa saja membuat keputusan penting pada saat ia sedang menemani istrinya berbelanja di pasar swalayan. Seorang investor saham bisa saja mendadak menelpon pialangnya di tengah malam untuk memeritahkan penjualan saham perusahaan tertentu yang dimilikinya. Dengan kata lain, tempat bisa saja menjadi variabel yang tidak relevan. Keputusan yang baik membutuhkan proses yang baik. Tempat yang memenuhi syarat merupakan salah satu faktor penentu proses. Keputusan yang biasa dan cenderung rutin biasanya diambil di kantor.

Waktu, McGuinness (2011) mengatakan bahwa ia tidak akan membuat keputusan penting setelah jam empat sore. Para akademisi dan peneliti di bidang keuangan menemukan *fenomena day of the week effect, monday effect* atau *january effect*, yang menggambarkan perilaku spesifik harga saham berkaitan dengan

waktu. Penelitian menemukan bahwa harga saham diwaktu-waktu tersebut mempunyai perilaku yang berbeda dengan harga saham diwaktu-waktu yang lain.

Suasana, faktor yang juga melengkapi pengambilan keputusan. Kualitas suasana ditentukan oleh berbagai aspek, baik fisik maupun psikologis. Aspek fisik biasanya berhubungan dengan prasarana yang tersedia untuk proses pengambilan keputusan. Ruang yang memadai, fasilitas komunikasi yang baik, listrik yang cukup. Aspek psikologis juga mempengaruhi pengambilan keputusan. Suasana hati yang sedang sedih gembira. Pengaruh suasana hati diperkuat oleh faktor penunjang psikologis lain seperti warna, bau, bahkan cuaca. Hirshleifer dan Shumway (2003) melakukan penelitian secara ekstensif dengan melibatkan 26 bursa internasional. Mereka menemukan bahwa kecerahan sinar matahari pagi akan membentuk *good mood* investor, sehingga dapat menaikkan harga saham secara agregat di pasar modal. Argumentasi mereka adalah bahwa kecerahan sinar matahari pagi membuat orang lebih optimis dan lebih rendah *risk aversion*-nya sehingga lebih atraktif membeli saham.

8.2.6 Bias Kognitif

Menurut pengertian umum, bias kognitif adalah sebuah proses berfikir yang tidak didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan rasional dan tidak dilengkapi oleh alasan-alasan yang kuat. Akibatnya kemungkinan akan terjadi penyimpangan persepsi, penyimpangan *judgment*, interpestasi yang tidak logis, atau disebut *irrational*.

Menurut Asri (2013), bias kognitif dapat disebabkan oleh banyak variabel perilaku yang menjadi penentu. Variabel-variabel perilaku keuangan berperan dalam menimbulkan bias kognitif dikelompok menjadi 3 kelompok yaitu:

a. *Perilaku Penyederhanaan Proses Pembuatan Keputusan (Heuristic)*.

Heuristic adalah suatu proses pengambilan keputusan yang menggunakan informasi terbatas, lebih banyak mengandalkan pengalaman, ditambah intuisi secukupnya (Fromlet, 2001).

Dalam menyelesaikan permasalahan sehari-hari secara *heuristic*, tidak jarang orang hanya menggunakan *rule of thumb*, bahkan intuisi atau *common sense* saja. Pendekatan *heuristic* kadang-kadang memang perlu diterapkan karena :

- Keputusan yang diambil relatif sederhana
- Sudah terjadi berulang-ulang
- Mengandung dampak yang tidak serius seandainya terjadi kesalahan

Menurut teori keuangan konvensional seharusnya semua keputusan didasarkan pada pertimbangan yang matang atas berbagai informasi, baik yang saat itu sudah tersedia maupun tersembunyi. Begitu pula ketika manajer keuangan perusahaan membuat keputusan, seharusnya disertai dengan pertimbangan dan asumsi logis dan pendekatan yang kuantitatif menggunakan rumus-rumus yang tersedia. Ia juga memerlukan data yang lengkap untuk dianalisis dan dijadikan dasar keputusan yang dibuatnya.

Namun dalam kenyataannya, orang sering menggunakan data, upaya, maupun analisis terbatas agar dapat menghasilkan

keputusan secepatnya. Perilaku penyederhanaan *heuristic* dilengkapi dengan kecenderungan menggunakan informasi yang tersedia saja (*availability bias*). Ada keengganan, terutama karena keterbatasan waktu, untuk mencari data atau informasi tambahan demi memperkuat analisis. Seringkali data yang tersedia dipandang mencukupi dan dapat dipakai seperti yang pernah dilakukan sebelumnya.

Perilaku penyederhanaan proses pengambilan keputusan yang berhubungan dengan pengalaman masa lalu dikenal dengan *hindsight*. Orang seringkali melihat pengalaman yang dimiliki meskipun terbatas, sebagai acuan yang paling mudah untuk dipahami. Perilaku ini sering membuat orang enggan untuk melakukan prediksi berdasarkan metoda-metoda *realistic* sehingga reaksi yang diberikan terhadap informasi pun menjadi bias.

Selanjutnya, dikalangan investor di pasar modal tidak jarang ditemukan perilaku yang terlalu mudah untuk menilai sesuatu sebagai cerminan dari sebuah kelompok yang diwakilinya (*representativeness*). Pada akhir tahun 1990an, orang sudah menilai positif apabila melihat simbol-simbol internet seperti e, i, com dan sebagainya. Mereka menganggap bahwa perusahaan itu berpotensi menghasilkan laba tinggi karena bergerak dibidang teknologi informasi yang sedang *booming* saat itu, akibatnya terjadi gelembung harga.

b. Bias Reaksi Terhadap Informasi

Informasi adalah suatu objek yang dikirimkan oleh satu pihak dan diterima oleh pihak lain. Kualitas informasi akan menjadi penentu reaksi yang diberikan oleh penerimanya. Bisa saja

penerima tidak memberikan reaksi apapun terhadap sebuah informasi kalau kualitas informasi itu dinilainya rendah.

Fenomena *overreaction* menjadi salah satu topic hangat bagi para peneliti yang tertarik pada aspek psikologis pengambilan keputusan. Dengan semakin baiknya infrastruktur komunikasi dan teknologi informasi, bukan tidak mungkin menambah kemudahan orang untuk memberikan reaksi yang berlebihan terhadap informasi yang sebenarnya tidak terlalu relevan bagi dirinya. Misalnya, karena jaraknya yang jauh sebenarnya informasi kejadian di Amerika tidak relevan untuk ditanggapi. Namun karena komunikasi yang demikian lancar dewasa ini, seseorang menjadi berfikir sebaliknya.

Perilaku *conservatism* juga terjangkit orang-orang tertentu dalam menghadapi perubahan. Perilaku ini cenderung lambat dalam menyesuaikan diri dengan perubahan itu. Perilaku konservatisme cenderung sulit untuk dikaji penyebabnya karena cenderung menjadi ciri pribadi seseorang. Namun pengalaman yang panjang menghadapi masalah yang sama bisa menyebabkan orang menjadi jenuh dan enggan untuk bereaksi.

Perilaku *heuristic* lain dalam membuat keputusan adalah *anchoring and adjustment*. Konsep *anchoring and adjustment* diperkenalkan oleh Tversky dan Kahneman tahun 1974 ini adalah suatu cara untuk melakukan penilaian dalam ketidakpastian dengan berpegang erat pada informasi tertentu yang dimiliki (dan ditetapkan sebagai “jangkar”) dan melakukan penyesuaian. Akibatnya perilaku ini juga berpotensi menimbulkan bias atau kesalahan karena ada kecenderungan untuk percaya berlebihan terhadap informasi jangkar dan tidak peduli terhadap informasi-

informasi lain.

Kadang-kadang subjektivitas orang terhadap informasi berlebihan sehingga ia begitu percaya pada sebuah informasi dan begitu tidak percaya pada informasi yang lain. Singkatnya, seseorang hanya bersedia mendengar apa yang ingin dia dengar, dan tidak peduli pada informasi apapun yang tidak ia dengar, dan tidak peduli pada informasi apapun yang tidak ingin ia dengar. Keyakinan yang berlebihan pada suatu informasi tentu saja mengakibatkan bias yang disebut dengan *confirmation bias*.

c. *Bias Pemahaman Informasi & Penyesuaian Diri*

Dalam kondisi tertentu, kadang-kadang seseorang mengidap optimisme dan rasa percaya diri yang berlebihan sehingga keputusan yang dibuatnya cenderung berlebihan pula dari yang seharusnya. Ketika ia mendengar suatu informasi, ia merasa sangat optimis dan sangat yakin bahwa ia dapat memanfaatkan informasi itu untuk memperoleh keuntungan. Ia yakin bahwa ia mampu untuk membuat keputusan yang terbaik, meskipun sebenarnya memerlukan pertimbangan yang lebih banyak lagi.

Excessive optimism atau rasa optimisme yang berlebihan menggambarkan perilaku seseorang yang cenderung *underestimate* terhadap frekuensi kegagalan. *Overconfidence* menunjukkan penilaian seseorang terhadap kemampuan dirinya. Dalam hal ini, ia menilai dirinya mempunyai kemampuan di atas rata-rata. Shiller (2006) mengaskan bahwa orang bisa menunjukkan kepercayaan diri berlebihan atas kemampuannya atau atas pengetahuannya. Shiller (2000) dalam Fromlet (2001) mengatakan bahwa seringkali orang merasa lebih tahu (tentang sesuatu) daripada yang sesungguhnya.

Seorang investor yang baru melakukan dua-tiga kali transaksi tidak jarang sudah cukup merasa cerdas dalam membuat berbagai keputusan investasi.

Dalam konsep *mental accounting* diasumsikan bahwa manusia membagi uangnya ke dalam kelompok-kelompok (*account*) tertentu berdasarkan tujuan pemanfaatan uang tersebut. Misalnya, untuk cadangan pensiun, untuk membiayai kuliah anak di perguruan tinggi kelak, dan untuk menikmati kemewahan tertentu di hari tua. Thaler (1999) menyimpulkan bahwa manusia memandang dan memperlakukan kekayaannya dengan melihat hubungan kekayaan tersebut dengan :

- Kemampuan mendapatkan penghasilan saat ini (*current income*)
- Kekayaan yang dimiliki saat ini (*current wealth*) dan
- Kemampuan memperoleh penghasilan di masa yang akan datang (*future income*).

Dalam konteks bagaimana orang akan memberikan reaksi terhadap informasi yang datang kepadanya dikenal dengan istilah *framing effect*, dimana reaksi ditentukan oleh cara penyampaian informasi tersebut. Orang akan bereaksi positif bila informasi disampaikan dengan bingkai positif, dan akan bereaksi negatif bila informasi (yang sama) disampaikan dengan bingkai negatif.

Teori *disposition effect* bisa saja dipakai untuk menjelaskan yang terjadi pada *market crash*. Ketika itu, para pelaku pasar modal merasa ketakutan luar biasa terhadap resiko dan berusaha untuk meminimumkannya. Lalu, mereka beramai-ramai begitu saja menjual saham yang dimilikinya, meskipun sebetulnya saham itu berkinerja baik dan pantas untuk dipertahankan.

Fenomena yang dijelaskan dalam *disposition effect* dapat digali lebih lanjut sehingga dapat dipahami mengapa orang terlalu cepat atau lambat menjual saham yang dimilikinya. Salah satu alasan orang menjual saham yang “bagus” terlalu cepat berkaitan dengan emosi penyesalan. Ini adalah sikap individu yang jamak ditentukan dalam berbagai situasi. Dalam konteks *disposition effect*, ketakutan akan rasa sesal terlepasnya keuntungan yang sudah ditangan seandainya harga mengalami penurunan. Akibatnya mereka selalu dihantui oeh rasa ingin menjual saham yang dimilikinya dan akhirnya keinginan itu tidak dapat ditahan lagi.

8.3. TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN

8.3.1. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Mengidentifikasi perilaku keuangan manajer Bank BUMN Tbk di Kota Jambi.
2. Mengetahui dan menganalisis pengaruh kinerja pasar BUMN Tbk terhadap perilaku keuangan manajer Bank BUMN Tbk di Kota Jambi.

8.3.2. Manfaat Penelitian

Menyadari akan besarnya dampak pengambilan keputusan yang baik dan benar, maka adalah sangat penting untuk mengetahui bagaimana model perilaku keuangan manajer Bank BUMN Tbk di Kota Jambi. Oleh karena itu keutamaan penelitian ini diharapkan adalah:

1. Dapat mengidentifikasi perilaku keuangan manajer Bank BUMN Tbk di Kota Jambi.

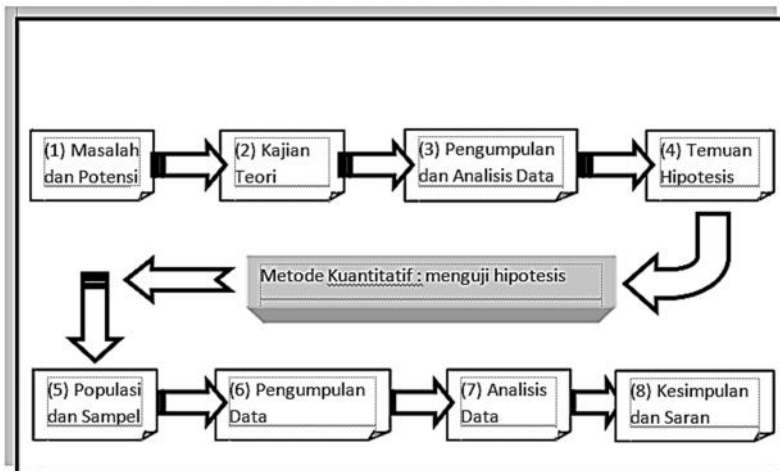
2. Dapat mengetahui pengaruh kinerja pasar BUMN Tbk terhadap perilaku keuangan manajer Bank BUMN Tbk di Kota Jambi.

8.4. METODE PENELITIAN

8.4.1. Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kombinasi (*mixed method*), yaitu kombinasi metode penelitian kualitatif dan kuantitatif. Adapun tipe penelitian kombinasi yang digunakan adalah *Sequential Exploratory Design*, yaitu pada tahap awal penelitian menggunakan metode kualitatif dan tahap berikutnya menggunakan metode kuantitatif.

8.4.2. Tahapan Penelitian



Gambar 8.1. Tahapan Penelitian

8.4.2.1 Tahap Kualitatif

- **Langkah (1) Masalah dan Potensi**

Masalah Penelitian ini adalah belum adanya model perilaku keuangan manajer Bank BUMN Tbk di kota Jambi.

Potensi adalah perkembangan industri perbankan di Kota Jambi, sementara belum ada model perilaku keuangan manajer Bank BUMN Tbk di Kota Jambi.

- **Langkah (2) Kajian Teori**

Kajian Teori dalam tahapan penelitian kualitatif ini menggunakan Pendekatan Interpretif Fenomenologi.

- **Langkah (3) Pengumpulan Data dan Analisis Data**

Pengumpulan data dalam pendekatan Interpretif Fenomenologi menggunakan pendekatan *indepth interview* (wawancara mendalam), observasi dan dokumentasi. Analisis data dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Reduksi data
2. Analisis domain
3. Penarikan Kesimpulan, Verifikasi dan Refleksi.

- **Langkah (4) Temuan Hipotesis.**

Pada langkah temuan hipotesis ditemukan indikator dan variabel. Hasil temuan indikator dan variabel tersebut digunakan untuk mengetahui pola hubungan antar indikator, indikator dengan variabel, dan variabel dengan variabel dalam model perilaku keuangan manajer Bank BUMN Tbk di Kota Jambi pada tahap penelitian kuantitatif.

8.4.2.2 Tahap Kuantitatif

- **Langkah (5) Populasi dan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah Bank BUMN Tbk di Kota Jambi. Sampel penelitian ini ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* tipe *judgement sampling*. Menurut Jogiyanto (2010), *judgement sampling* adalah *purposive sampling* dengan kriteria yang didasarkan dari hasil penelitian kualitatif.

- **Langkah (6) Metode Pengumpulan Data**

Jenis data yang digunakan adalah data primer dan data sekunder. Metode pengumpulan data pada penendekatan kuantitatif menggunakan kuesioner yang terdiri dari pertanyaan tertutup dan pertanyaan terbuka. Data sekunder menggunakan data yang telah diterbitkan oleh Pusat Data Bursa Efek Indonesia, Jakarta.

- **Langkah (7) Analisis Data**

Analisis data dalam penelitian ini terbagi menjadi 2 jenis analisis, yaitu statistik deskriptif dan statistik inferensial. Adapun penjelasan dari masing-masing jenis analisis tersebut sebagai berikut:

1. Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran atau deskriptif empiris atas data yang dikumpulkan dalam penelitian (Ferdinand, 2006). Penelitian ini menggunakan analisis statistik deskriptif berupa statistik rata-rata.

2. Statistik Inferensial

Statistik inferensial adalah statistik yang digunakan untuk menarik inferensi dari sampel ke populasi (Jogiyanto, 2010). Statistik inferensial dalam penelitian ini menggunakan *Partial Least Square* (PLS). Penelitian ini menggunakan software SmartPLS versi 1.10.

Partial Least Square (PLS) pertama kali dikembangkan oleh Wald sebagai metode umum untuk mengestimasi *path model* yang menggunakan konstruk laten dengan multiple indikator (Ghozali, 2008). Wald menyebutkan PLS sebagai "*soft modeling*". PLS merupakan metode analisis yang *powerful* karena dapat diterapkan pada semua skala data, tidak membutuhkan banyak asumsi dan ukuran sampel tidak harus besar. PLS selain dapat digunakan untuk membangun hubungan yang belum ada landasan teorinya atau untuk pengajuan proposisi, juga dapat digunakan sebagai konfirmasi teori/uji hipotesis (Solimun dan Rinaldo, 2009).

Secara filosofis, *covariance based SEM* lebih sesuai digunakan untuk pengujian teori atau pengembangan teori dengan dukungan teori yang kuat. PLS dapat dianggap sebagai alternatif dari *covariance based SEM* dan lebih cocok untuk tujuan prediksi. PLS dimaksudkan untuk *causal-perdictive analysis* dalam situasi kompleksitas yang tinggi dan dukungan teori yang rendah (Ghozali, 2008).

Menurut *covariance based SEM*, variabel laten diukur dengan indikator-indikator yang bersifat refleksif. Model

refleksif mengasumsikan bahwa konstruk atau variabel laten mempengaruhi indikator (arah hubungan kausalitas dari konstruk ke indikator atau manifest). Namun, variabel laten dapat juga dibentuk oleh indikator-indikator yang bersifat formatif yang mengasumsikan bahwa indikator-indikator mempengaruhi konstruk (arah hubungan kausalitas dari indikator atau manifest ke konstruk). PLS dapat mengakomodir model indikator refleksif, dan atau model indikator formatif (Ghozali, 2008).

Langkah-langkah PLS.

1. Merancang Model Struktural (*inner* model)
2. Merancang Model Pengukuran (*outer* model)
3. Mengkonstruksi Diagram Jalur
4. Konversi Diagram Jalur ke Sistem Persamaan.
5. Estimasi: Weight, Koefisien Jalur, dan Loading
6. Evaluasi *Goodness of Fit*
7. Pengujian Hipotesis

Penggunaan PLS dalam penelitian ini dilatarbelakangi oleh beberapa alasan, yaitu:

1. Sisi landasan teori.
2. Sisi ukuran sampel.
3. Sisi jenis data.
4. Sisi hubungan epistemic antara variabel laten dan indikatornya.

8.5. HASIL DAN PEMBAHASAN

8.5.1. Perilaku Keuangan Manajer Bank BUMN Tbk di Kota Jambi

Berdasarkan hasil penelitian dengan menggunakan tahap penelitian kualitatif dengan pendekatan interpretif fenomenologi dengan menyebarkan kuisisioner dan wawancara maka dapat diperoleh perilaku keuangan manajer bank BUMN Tbk di Kota Jambi. Perilaku keuangan ini terdiri dari 2 (dua) yaitu psikologis dan ilmu keuangan. Psikologis terdiri dari faktor internal emosi dan faktor eksternal emosi. Faktor internal emosi seperti : marah, muak, takut, senang, sedih, dan terkejut. Faktor eksternal emosi seperti waktu, tempat, prasarana dan saran, dan sebagainya. Sedangkan ilmu keuangan terdiri dari kebijakan investasi dan kebijakan sumber dana.

Hasil tahapan kualitatif tersebut dapat disimpulkan bahwa perilaku keuangan terdiri dari 2 variabel yaitu variabel psikologis dan variabel ilmu keuangan. Variabel psikologis (X1) terdiri dari indikator faktor internal emosi (X1.1) dan indikator faktor eksternal emosi (X1.2). Sedangkan variabel ilmu keuangan (X2) terdiri dari indikator kebijakan investasi (X2.1), dan indikator kebijakan sumber dana (X2.2).

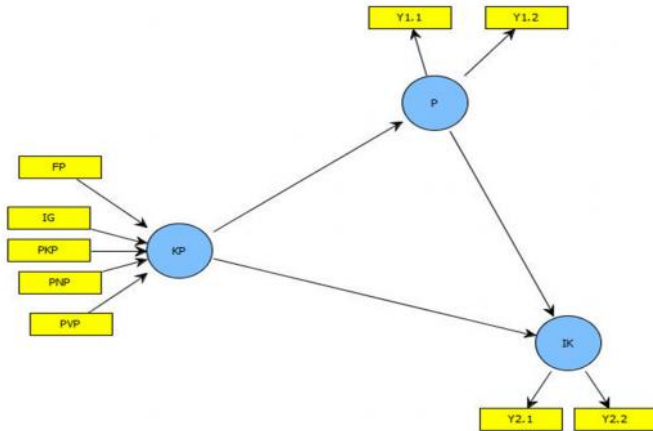
8.5.2. Analisis Pengaruh Kinerja Pasar BUMN Tbk Terhadap Perilaku Keuangan Manajer Bank BUMN Tbk di Kota Jambi

Merujuk penelitian yang dilakukan oleh Lubis (2010), variabel kinerja pasar terdiri dari indikator pertumbuhan indeks harga saham individual (IHSI Growth, IG), indikator frekuensi

perdagangan (FP), indikator persentase volume perdagangan (PVP), persentase nilai perdagangan (PNP), dan pertumbuhan kapitalisasi pasar (PKP).

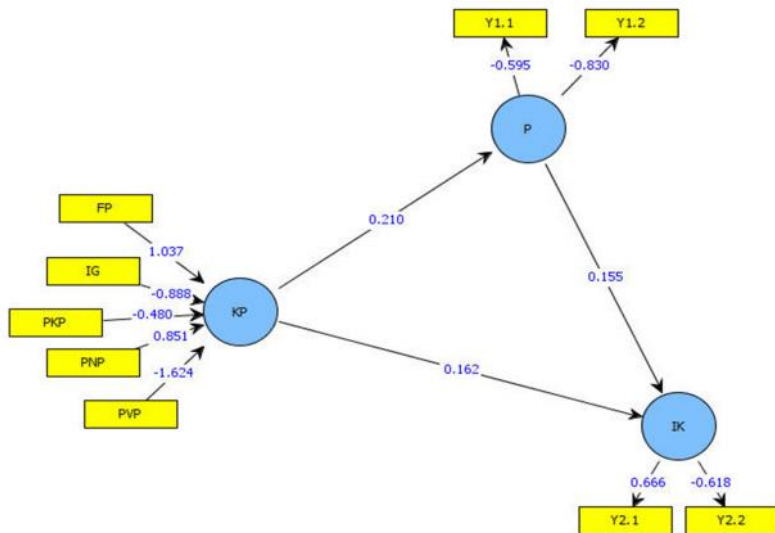
Setelah tahapan analisis kualitatif dilakukan maka selanjutnya akan dilakukan tahapan analisis kuantitatif dengan teknik analisis yaitu menggunakan model persamaan structural (*structural Eqyaution modeling*). Model persamaan structural yang tepat dengan variabel dan indikator yang masih bersifat preposisi dan pola hubungan antara indikator terhadap variabel bersifat reflektif adalah *variance* atau *component – based structural modeling* yang dikenal dengan istilah *partial least squares* (PLS).

Tahapan analisis kuantitatif pada penelitian ini menggunakan partial least square (PLS) dengan software SmartPLS versi 1.10. Setelah mengetahui variabel dan indikator dalam model penelitian, maka selanjutnya menyebarkan kuesioner kepada responden untuk memberikan skor penilaian dengan skala linkert 1 s.d 5 terhadap indikator-indikator tersebut. Nilai skor 1 menunjukkan sangat tidak setuju, semakin besar skor nilai mengarah menuju semakin sangat setuju (nilai 5). Hasil skoring dari responden tsb diinput dalam program excel dan selanjutnya ditransfer kedalam program SmartPLS. Model penelitian ini dapat digambarkan dalam SmartPLS sebagai berikut:



Gambar 8.2. Model Penelitian

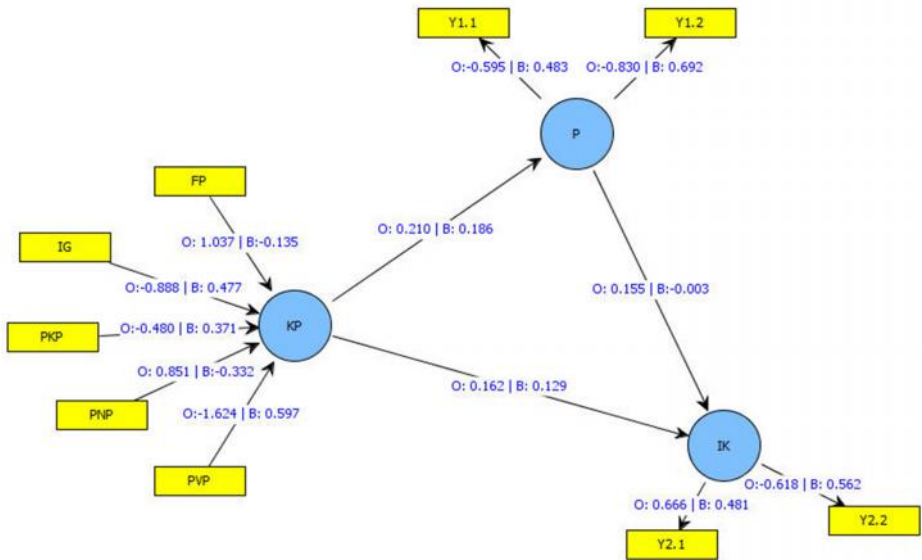
Setelah menggambarkan model penelitian dengan SmartPLS tersebut, maka dilakukan perhitungan dengan *calculate* model penelitian tersebut. Hasil *calculate* model penelitian tsb dapat dilihat pada gambar 3 berikut :



Gambar 8.3. Hasil *Calculate* Model Penelitian

Menurut Chin (1998) dalam Ghozali (2006) suatu indikator dikatakan mempunyai reliabilitas yang baik jika nilai *loading factor*nya lebih besar dari 0,70. Sedangkan *loading factor* 0,5 sampai dengan 0,6 masih dapat dipertahankan untuk model yang masih dalam tahap pengembangan. Berdasarkan perhitungan dengan menggunakan SmartPLS, pada gambar 3 terlihat bahwa pada variabel kinerja pasar (KP) hanya indikator frekuensi perdagangan (FP) dan persentase nilai perusahaan (PNP) yang memiliki *loading factor* diatas 0,5. Kondisi ini menunjukkan hanya frekuensi perdagangan (FP) dan persentase nilai perusahaan (PNP) sebagai pembentuk kinerja pasar (KP). Pada variabel psikologis (P) menunjukkan bahwa indikator faktor internal emosi (Y1.1) dan indikator faktor eksternal emosi (Y1.2) tidak ada yang memiliki *loading factor* diatas 0,5. Hal ini menunjukkan bahwa faktor internal emosi (Y1.1) dan faktor eksternal emosi (Y1.2) tidak merefleksikan psikologis manajer bank BUMN Tbk tersebut. Sedangkan pada variabel ilmu keuangan (IK) menunjukkan hanya indikator kebijakan investasi (Y2.1) yang memiliki *loading factor* diatas 0,5. Hal ini memberi arti bahwa hanya kebijakan investasi merefleksikan ilmu keuangan yang dipertimbangkan oleh manajer bank BUMN Tbk tersebut atau dengan kata lain, hanya kebijakan investasi yang digunakan oleh manajer bank BUMN Tbk dalam kebijakan keuangannya.

Setelah dilakukan *calculate* selanjutnya dilakukan bootstrapping terhadap model baru dengan hasil dapat dilihat pada gambar berikut :



Gambar 8.4. Hasil *Bootsapping* Model Penelitian

Hasil *bootstrap* juga menghasilkan *tabel result for outer loadings*. Tabel ini menggambarkan kemampuan merefleksikan dan signifikansi indikator terhadap variabelnya. Secara lengkap dapat dilihat pada tabel 8.2 berikut :

results for outer loadings

[[CSV-Version](#)]

	original sample estimate	mean of subsamples	Standard deviation	T-Statistic
KP				
FP	-0.153	0.219	0.305	0.502
IG	-0.163	0.181	0.295	0.553
PKP	-0.492	0.309	0.309	1.590
PNP	-0.119	0.155	0.275	0.431
PVP	-0.541	0.356	0.337	1.606
P				
Y1.1	-0.595	0.483	0.398	1.494
Y1.2	-0.830	0.692	0.414	2.004
IK				
Y2.1	0.666	0.481	0.512	1.300
Y2.2	-0.618	0.562	0.506	1.222

Tabel 8.2. Results For Outer Loading

Berdasarkan tabel 8.2 tersebut terlihat bahwa hanya indikator faktor eksternal emosi (Y1.2) pada variabel psikologis yang signifikan, karena nilai t-statistiknya diatas 1,96, sedangkan indikator lainnya tidak signifikan. Namun demikian indikator faktor eksternal emosi (Y1.2) tidak dapat merefleksikan variabel psikologis, karena nilai loading factornya dibawah 0,5.

Hasil *bootstrap* juga menghasilkan tabel *results for inner weights*. Tabel ini menjelaskan pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen. Secara lengkap dapat dilihat pada tabel 8.3 berikut :

results for inner weights

[[CSV-Version](#)]

	original sample estimate	mean of subsamples	Standard deviation	T-Statistic
KP -> P	0.210	0.186	0.223	0.942
KP -> IK	0.162	0.129	0.271	0.598
P -> IK	0.155	-0.003	0.179	0.867

Tabel 8.3. Results For Inner Weights

Berdasarkan tabel 8.3 terlihat bahwa pengaruh variabel kinerja pasar (KP) terhadap variabel psikologis (P), dan pengaruh variabel kinerja pasar terhadap ilmu keuangan (IK), serta pengaruh variabel psikologis (P) terhadap ilmu keuangan (IK) adalah tidak signifikan, karena t-statistiknya dibawah 1,96. Hal ini berarti penelitian model perilaku keuangan manajer bank BUMN Tbk tidak dapat dijelaskan oleh variabel dan indikator pada penelitian ini.

8.6. KESIMPULAN DAN SARAN

8.6.1. Kesimpulan

Hasil penelitian akhir ini memberikan kesimpulan sebagai berikut :

1. Perilaku keuangan manajer bank BUMN Tbk di Kota Jambi memiliki variabel psikologis dan variabel ilmu keuangan. Variabel psikologis terdiri dari indikator faktor internal emosi dan indikator faktor eksternal emosi. Sedangkan variabel ilmu keuangan memiliki indikator kebijakan investasi dan indikator kebijakan sumber dana.

2. Tidak terdapat pengaruh kinerja pasar BUMN Tbk terhadap perilaku keuangan manajer bank BUMN Tbk di Kota Jambi

8.6.2. Saran

Berdasarkan kesimpulan tersebut maka saran penelitian selanjutnya adalah dapat mempertimbangkan menggunakan variabel dan indikator lainnya serta menambah jumlah responden penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Asri., Marwan., 2013., *Keuangan Keperilakuan*, BPFE Yogyakarta.
- Bourgeois, L.J. 1985. Strategic Goal, Perceived Uncertainty, and Economic Performance in Volatile Environments, *Academy of Management Journal* **29**: 562-585.
- Branch, B., Gale, B. 1983. Linking Corporate Stock Price Performance to Strategy Formulation, *The Journal of Business Strategy* **4** (1): 40-50
- Brigham, Eugene, F., Houston, J.F. 2004. *Fundamentals of Financial Management*, South Western: Thomson.
- Christanti, Natalia dan Mahastant Linda. 2011. Faktor-faktor Yang Dipertimbangkan Investor Dalam Melakukan Investasi. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*. Vol.4. No.3
- Djohanputro, Btamantyo. 2008. *Manajemen Keuangan Korporat*. PPM. Jakarta.
- Ekman.1992. Are There basic Emotions? *Psychological Review* **99**: 550-553.
- Elster. 1998. Emotions and Economic Theory. *Journal of Economic Literature*. Vo.36. No.1
- Eisenhardt, K.M. 1998. Agency Theory : an Assesment and Review, *The Academy of Management Review* **14** : (1) 57-74.
- Ferdinand, A. 2006. *Structural Equation Modeling: Dalam Penelitian Manajemen*, BP UNDIP.
- Fromlet, H. (2001), "Behavioral Finance-Theory and Practical Application," *Business Economics*, Vol. 36, No. 3, July.
- Ghozali, I. 2008. *Structural Equation Modeling Metode Alternatif dengan Partial Least Square*. Edisi 2. BP-Undip.

- Hammond, S.A. Slocum, J.W. 1996 The Impact of Prior Firm Financial Performance on Subsequent Corporate Reputation. *Journal of Business Ethics*.
- Hermalin, B and A.M. Isen. 2000. The Effect of Affect on Economic and Strategic Decision Making. Johnson Graduate School of Management, Cornell University *Working Paper*.
- Hirshleifer, D. and T.Shumway (2003), "Good Day Sunshine: Stock Returns and the Wheather," *Journal of Finance*, 58, No.3.
- Jahanzeb, Agha, Saqib Munaeer, dan Saif Ur Rehman. 2012. Implication of Behavioral Finance in Investment Decision Making Process. *Infromation Management and Business Review*. Vol.4. No.10
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. 1976. The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360
- Jogiyanto. 2010. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*, Edisi Pertama. BPFE-Yogyakarta.
- Jones, C.P. 1996. *Investments: Analysis and Management*, NY: John Wiley & Sons, Inc.
- Kudla, R.J. 1980. The Effects of Strategic Planning on Common Stock Returns, *Academy of Management Journal* **23**: 5-20
- Lubis, Tona Aurora. 2010. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Finansial dan Operasional, Keunggulan Daya Saing Berkelanjutan Berdasarkan Reputasi Ukuran Akuntansi dan Kinerja Pasar (Studi pada BUMN Tbk). Disertasi. Fakultas Ekononimi dan Bisnis Universitas Brawijaya, Malang.
- Megginson, W., Nash, R., Netter, J., Poulsen, A. 2004. The Choice of Public Versus Private Markets: Evidence from Privatizations, *Journal of Finance* **59**: 2835-2870
- McGuinness. 2011. Don't decide Until Decisin Time
99u.com/tips/6963

- Miyamoto dan Ryff. 2011. Cultural Differences in the Dialectical and Non-dealectical Emotional Styles and Their Implications for Health. *Cognition and Emotion* 25.
- Moh'd, M., Perry, L.G., Rinbey, J.N. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporation Debt Policy : A Time Series Cross Sectional Analysis, *The Financial Review* **33**: 85-98.
- Peteros, Randal dan John Maleyeff. 2013. Application of Beahvioral Finance Concept to Investment Decision Making: Suggestions for Improving Investment Eduction Courses. *International Journal of Management*. Vol.30. No.1
- Qawi, Raluca B. 2010. Bahavioral Finance: Is Investor Psyche Driving Market Performance? IUP. *Journal of Behavioral Finance*, Vol 7, No.4.
- Seed, A.H. 1985. Winning Strategies for Shareholder Value Creation, *The Journal of Business Strategy* **6** (2): 44-51
- Shahzad, Syed J.H., Paeman Ali, Fawed Saleem, Sajid Ali, dan Sehrish Akram. 2013. Stock Market Efficiency: BEhavoiral or Traditional Paradigm? Evidance From Karachi Stock Exchange (KSE) and Invenstor Community of Pakistan. *Interdiciplinary Journal Of Contemporary Research in Business*, Vol 4. No.10.
- Solimun dan Rinaldo, A. 2009. *Pemodelan Persamaan Struktural Pendekatan PLS dan SEM Aplikasi Software SmartPLS dan Amos*. Laboratorium Statistika FMIPA Universitas Brawijaya Malang.
- Suta, I Putu Gede Ary. 2000. *Menuju Pasar Modal Modern*, Jakarta: Yayasan Sad Satria Bhakti.
- Suta, I Putu Gede Ary. 2006. *Kinerja Pasar Perusahaan Publik di Indonesia: Suatu Analisis Reputasi Perusahaan*, Yayasan Sad Satria Bhakti.
- Wendy. 2010. Apakah Investor Saham Menderita Myopic Loss Aversion? Eksperimen Laboratori. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE)*, Vol.17, No.85

BAB IX. PERSPEKTIF PERILAKU KEUANGAN PADA KEPUTUSAN KEUANGAN INVESTOR

9.1. PENDAHULUAN

Konsep efisiensi diterapkan ke pasar modal oleh para akademisi dan ekonomi. Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis/ EMH*) menjadi wilayah penelitian utama dalam literatur khusus. Ada banyak pandangan tentang EMH, beberapa dari mereka menolaknya dan lainnya yang mendukungnya. Sebuah teori awal yang baik adalah bahwa pasar modal efisien dalam teori keuangan modern. Efisiensi berarti bahwa investor tidak memiliki kesempatan untuk memperoleh keuntungan yang abnormal dari transaksi pasar modal dan tidak bisa mengalahkan pasar. Jadi, satu-satunya cara investor dapat memperoleh keuntungan yang lebih besar adalah dengan berinvestasi di aset berisiko tinggi.

Malkiel (2003) mendefinisikan pasar modal yang efisien sebagai suatu pasar di mana "harga sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang diketahui dan bahkan yang tidak diinformasikan, investor membeli sebuah portofolio yang terdiversifikasi pada tabel harga yang diberikan oleh pasar akan memperoleh tingkat return yang murah seperti yang dicapai oleh para ahli ". Ini berarti bahwa ketika pasar datang efisien, investor tidak dapat memperoleh keuntungan yang abnormal dari transaksi pasar modal.

Fama (1970) menyatakan bahwa ekonomi dan teori keuangan telah didasarkan pada investor yang rasional dan hipotesis efisiensi pasar, yang menyatakan bahwa harga pasar sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia. Model tradisional

menjelaskan bahwa investor yang rasional menggunakan informasi tersebut, pengambilan keputusan mereka didasarkan pada fungsi utilitas dengan keyakinan, dihitung melalui prosedur statistik yang optimal. Dengan demikian, menggambarkan investor adalah seorang individu yang bertindak sebagai pemaksimal utilitas yang diharapkan.

Asumsi klasik teori keuangan adalah individu yang rasional, mencari untuk memaksimalkan utilitas yang diharapkan, yang menghindari risiko dan mengikuti prinsip-prinsip probabilitas subjektif. Soufian, Forbes dan Hudson (2014) menyatakan bahwa dalam perkembangan literatur perilaku keuangan berangkat dari efisiensi pasar yang umumnya dikaitkan dengan bias perilaku di antara investor. Banyak dari kerangka ekonomi neo-klasik yang umum bahwa investor diasumsikan memiliki rasionalitas yang sengaja dan berangkat dari perilaku yang rasional sepenuhnya dalam model yang biasa karena bias dan keterbatasan kognitif dari individu yang terlibat dalam melaksanakan tujuan mereka. Dengan demikian, sebagian besar bekerja dalam perilaku keuangan cenderung berfokus pada rasionalitas terikat individu yang mengarah ke solusi optimal yang diberikan oleh model mainstream (hal yang biasa/ umum).

Hipotesis bahwa investor sepenuhnya rasional yang seketika memproses informasi dengan cara yang benar adalah tidak realistis. Sulit untuk menjelaskan hal itu karena perilaku manusia sering tak terduga. Oleh karena itu, berdasarkan penjelasan di atas bahwa terlalu sulit untuk melihat pasar modal efisien yang sebenarnya

karena pengambilan keputusan investor sering dipengaruhi oleh psikologi.

9.2. TINJAUAN PUSTAKA

Hipotesis pasar efisien (EMH) merupakan pilar utama dari neoklasik keuangan. Ini menyatakan bahwa sebuah postulat harga aset keuangan mencerminkan semua informasi karena pelaku pasar rasional dalam memproses informasi tersebut. Pasar yang efisien berkaitan dengan teori ekspektasi rasional, termasuk penilaian semua informasi tentang properti. Teori efisiensi pasar mengasumsikan bahwa pasar saham adalah efisien jika harga mencerminkan semua informasi yang tersedia pada saat tertentu dan dengan demikian investor memiliki ekspektasi rasional tentang evolusi dari harga di masa depan.

Haugen (1999) menggambarkan evolusi keuangan sebagai disiplin yang terpisah dengan mengidentifikasi tiga mazhab: keuangan tua, keuangan modern dan keuangan baru. Keuangan tua difokuskan pada analisis laporan keuangan dan sifat klaim keuangan. Keuangan modern berfokus pada harga aset dan penilaian berdasarkan perilaku ekonomi yang rasional. Di bawah paradigma ini, pasar selalu efisien, dan penyimpangan dari nilai-nilai fundamental diharapkan berumur pendek karena mereka dieliminasi oleh arbitrase. Pada 1980-an beberapa paper menantang doktrin keuangan modern, menyebabkan munculnya pemikiran keuangan baru pada 1990-an. Doktrin keuangan baru berkaitan dengan pasar tidak efisien, terutama dengan mengadopsi model perilaku.

Statman(1999) menyatakan bahwa neoklasik keuangan memberitahu kita hal berikut: (i) nilai pasar aset harus diselaraskan

dengan nilai fundamentalnya; (ii) pasar keuangan bereaksi dengan cepat terhadap informasi baru; (iii) harga mengikuti proses acak yang dihasilkan dari kedatangan informasi acak; dan (iv) tidak ada investor yang secara konsisten dapat memperoleh abnormal return melebihi dari apa yang konsisten dengan risiko. Statman (1999) mendeskripsikan penelusuran evolusi penelitian dalam neoklasik keuangan sebagai berikut:

Tabel 9.1. Penelusuran evolusi penelitian dalam neoklasik keuangan.

Pengarang	Isu	Temuan/ Kesimpulan
Markowitz 1952	Pemilihan portofolio	Tahap pertama seleksi portofolio melibatkan pembentukan keyakinan yang relevan atas dasar pengamatan. Tahap Kedua dimulai dengan keyakinan yang relevan dan berakhir dengan pemilihan portofolio.
Modigliani dan Miller 1958	Struktur modal	Meletakkan dasar-dasar teori dari valuasi perusahaan di dunia dari ketidakpastian.
Modigliani dan Miller 1963	Struktur modal	Sebuah model modifikasi yang masih menunjukkan perbedaan besar secara kuantitatif dari model tradisional.
Sharpe 1964	Harga aset	Dalam ekuilibrium ada hubungan linear sederhana antara hasil yang diharapkan dan standar deviasi dari imbalan untuk kombinasi efisien aset berisiko.
Lintner 1965	Harga aset	Membentuk kondisi di mana Saham yang lama dipegang (singkat) pada portofolio optimal bahkan ketika premi risiko yang negatif (positif).
Fama 1965	EMH	Harga saham mengikuti proses <i>random walk</i> sehingga harga saham sebenarnya di setiap titik waktu adalah perkiraan yang baik dari nilai intrinsik.
Fama 1970	EMH	Bukti yang mendukung EMH adalah Luas, sementara bukti yang bertentangan jarang.
Black and Scholes 1973	Pemilihan harga	Pembangunan, untuk pertama kalinya, dari model yang memberikan perkiraan teoritis harga opsi bergaya Eropa.
Jensen and Meckling 1976	Struktur modal	Teori biaya agensi menyatakan bahwa struktur modal yang optimal ditentukan dgn meminimalkan biaya yang timbul dari konflik antara pihak-pihak yang terlibat.

Myer 1984	Struktur modal	teori <i>pecking order</i> dalam struktur modal menolak gagasan dari sasaran rasio utang yang terdefinisi dengan baik
Fama dan french 1993	Harga aset	Identifikasi tiga faktor pasar saham: faktor pasar secara keseluruhan dan faktor yang berhubungan dengan ukuran perusahaan dan <i>book-to-market equity</i> (nilai buku terhadap nilai pasar ekuitas).
Fama dan french 1996	Harga aset	Kecuali untuk kelanjutan return jangka pendek, anomali sebagian besar menghilang di model tiga faktor. Hasilnya konsisten dengan ICAPM yang rasional atau APT
Subramanyam 2010	CAPM dan ekstensi	Identifikasi dari beberapa 50 variabel yang telah digunakan dalam ekstensi CAPM.

sumber: dari berbagai sumber

Stracca (2004) menyatakan bahwa teori perilaku keuangan berdasarkan pada literatur psikologi yang sebenarnya menantang hipotesis pasar efisien dengan menyatakan bahwa faktor psikologis mempengaruhi harga saham. Loewenstein (2000), Romer (2000) menyatakan bahwa keadaan emosional investor dianggap mempengaruhi harga aset. Hirshleifer dan Shumway (2003), Kamstra, Kramer dan Levi (2000), Cao dan Wei (2005); Yuan, Zheng, dan Zhu (2006) menyatakan bahwa perubahan suasana hati (mood) investor telah dikaitkan dengan kondisi cuaca termasuk sinar matahari, siang hari, suhu, dan siklus lunar, faktor-faktor psikologis yang sebenarnya mempengaruhi return saham. Bukti ini menunjukkan bahwa teori perilaku keuangan dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa pasar keuangan bisa menjadi tidak efisien secara informasi. Bernard dan Thomas, (1990) menyatakan bahwa investor cenderung bereaksi berlebihan terhadap sinyal-sinyal informasi pribadi dan di kurang bereaksi terhadap sinyal informasi publik, seperti pengumuman laba.

Investor telah menunjukkan untuk terus memilih berinvestasi dalam saham yang dipancarkan oleh perusahaan "glamor", tidak menghubungkan dengan karakteristik baik mereka (produk-produk berkualitas, manajer dan fundamental lainnya) untuk membuat keputusan investasi yang baik. Hal ini sesuai dengan Dhar dan Kumar (2001) yang telah menyelidiki bahwa tren harga saham dan menunjukkan bahwa saham dengan return terbaru yang abnormal positif lebih disukai orang lain.

Buss (2009) dan Bernheim dan Douglas (2008) menyatakan bahwa perilaku keuangan telah merumuskan cabang teori baru, menggabungkan pengetahuan psikologi, sosiologi dan ilmu-ilmu sosial lainnya untuk lebih memahami perilaku keuangan individu, teori perilaku psikologi, sosiologi dan antropologi yang diterapkan. Oprean (2014) menyatakan bahwa perilaku manusia pada umumnya reaktif, tidak proaktif. Oleh karena itu, sulit untuk membuat prediksi atas dasar aturan yang sempit. Perilaku keuangan dapat relatif mudah menjelaskan mengapa seorang individu telah membuat keputusan, tapi mengalami kesulitan dalam mengukur apa efek keputusan akan dimiliki individu. Informasi adalah seperangkat data publik, tersedia untuk semua orang dengan cara yang objektif. Informasi dapat memiliki dampak material pada harga aset ketika dikombinasikan dengan pengetahuan, pengalaman dan penilaian dari investor. Oprean (2014) juga menjelaskan bahwa investor menafsirkan data dan peristiwa-peristiwa penting pada dua tingkat kognitif:

- Tingkat intelektual pemesanan, pengolahan dan menganalisis faktor-faktor yang sebenarnya (data ekonomi);
- Tingkat pemahaman logis dan rasional tentang bagaimana tujuan ini mengidentifikasi faktor-faktor yang akan mempengaruhi persepsi pelaku pasar lainnya.

Perilaku keuangan dapat didefinisikan sebagai penerapan psikologi untuk menjelaskan anomali pasar. Fokus pada perilaku interpersonal dan peran kekuatan sosial dalam perilaku pemerintahan dikenal sebagai psikologi sosial. Statman (1999) menyatakan bahwa "orang rasional dalam standar keuangan (neoklasik); mereka normal dalam perilaku keuangan". Dalam banyak asumsi yang mendasari model perilaku keuangan adalah sama dengan yang digunakan untuk membangun model tradisional, namun perbedaan berikut telah diketahui: (i) investor tidak hanya melihat konfigurasi rata-rata (mean)-varian untuk membuat keputusan investasi mereka, mungkin dipengaruhi oleh karakteristik non-statistik lainnya seperti rasa, preferensi dan faktor psikologis lainnya; (ii) investor dapat melihat tren meskipun tidak ada pola yang jelas; (iii) informasi yang tidak sempurna ada di hadapan pedagang heterogenitas; (iv) investor yang berbeda cenderung memiliki peluang investasi yang berbeda, tergantung selera, sementara perilaku herding dapat mengakibatkan rasa yang umum; dan (v) pasar tidak selalu dalam keseimbangan, dan sementara peluang arbitrase ada mereka mungkin akan dikenakan sentimen pasar.

Tabel 9.2. Penelusuran evolusi penelitian dalam perilaku keuangan.

Pengarang	Isu	Temuan/ Kesimpulan
Selden 1912	Psikologi saham pasar	Pergerakan harga saham bergantung pada tingkat pertimbangan yang cukup besar pada sikap mental pelaku pasar.
Festinger, Riecken and Schachter 1956	Psikologi sosial	Sebuah keadaan disonansi kognitif muncul ketika dua kognisi diadakan secara bersamaan tidak konsisten. Karena pengalaman disonansi itu tidak menyenangkan, orang tersebut akan berusaha untuk menguranginya dengan mengubah keyakinan.
Pratt 1964	Manfaat dan risiko	Sebuah pertimbangan fungsi utilitas, penghindaran risiko dan risiko sebagai proporsi dari total aset.
Tversky and Kahneman 1973	Penyesuaian heuristik	Pengembangan ketersediaan heuristik mendalilkan bahwa seseorang mengevaluasi frekuensi kelas atau probabilitas kejadian yang ada.
Tversky and Kahneman 1974	Penyesuaian heuristik	Tiga heuristik yang digunakan untuk membuat penilaian di bawah ketidakpastian: keterwakilan, ketersediaan dan panahan
Tversky and Kahneman 1979	Teori prospek	Orang yang penghasilannya diperoleh dengan kurangnya pertimbangan hanyalah kemungkinan dibandingkan dengan hasil yang diperoleh dengan kepastian.
Thaler 1980	Teori prospek	Menganjurkan penggunaan teori prospek sebagai teori deskriptif alternatif.
Tversky and Kahneman 1981	Penyesuaian heuristik	Pengenalan konsep pemingkai
Shiller 1981	EMH	Model pasar yang efisien adalah model akademis yang terbaik dan tidak menjelaskan gerakan yang diamati dalam harga keuangan.
De Bondt and Thaler 1985	Market tidak efisien	Orang bereaksi berlebihan secara sistematis untuk peristiwa berita dramatis, yang menghasilkan di substansial inefisiensi bentuk lemah di pasar saham.
Yaari 1987	Teori manfaat yang diharapkan	Modifikasi teori utilitas yang diharapkan untuk memperoleh "teori ganda pilihan di bawah risiko".
Samuelson and Zechauer 1988	Bias status quo	percobaan pengambilan keputusan mengkonfirmasi kehadiran bias status quo
Kahneman et al 1990	Penghindaran akan kerugian	Penghindaran akan kerugian dan efek bertahan bahkan dalam pengaturan pasar dengan kesempatan untuk belajar.

Shefrin and Statman 1994	Pedagang yang bising	Ada modal pasar yang heterogen di mana pedagang yang bising cenderung mendistorsi prinsip-prinsip keuangan tertentu
Benartzi and Thaller 1995	Teka-teki ekuitas premium	teka-teki yang dijelaskan dalam hal konsep perilaku: penghindaran akan kerugian dikombinasikan dengan kecenderungan bijaksana untuk memantau kekayaan.
Odean 1998a	Dampak disposisi	Investor memiliki kecenderungan untuk menjual investasi yang menguntungkan terlalu cepat dan menahan investasi yang merugikan terlalu lama.
Holt and Lauty 2002	Penghindaran akan risiko	Sebuah eksperimen pilihan lotere sederhana menunjukkan perbedaan dalam penghindaran risiko antara perilaku di bawah hipotetis dan insentif yang nyata.
Harrison and Rutstrom 2009	Teori prospek	Teori utilitas yang diharapkan dan teori prospek dapat direkonsiliasikan dengan menggunakan model campuran.
Frydman, Barberis 2014	Realisasi manfaat	Aktivitas di dua wilayah otak, yang mana pentingnya bagi pengambilan keputusan ekonomi, kegiatan pameran konsisten dengan prediksi realisasi utilitas.

Ada poin penting lain untuk membuat dengan mengacu pada faktor emosional: manusia berperilaku seperti binatang, merasa aman di kerumunan (perilaku kerumunan). Menurut Akerlof dan Shiller (2009), kepercayaan diri adalah salah satu aspek yang paling penting dari semangat hewan. Mereka percaya bahwa keyakinan, menandakan perilaku di luar pendekatan rasional untuk pengambilan keputusan memainkan peran utama dalam perekonomian. Ketika orang memiliki keyakinan, mereka datang ke dalam bisnis dan membeli. Mereka membuat keputusan spontan. Nilai aset yang tinggi dan mungkin meningkat. Unsur-unsur seperti kepercayaan investor yang mengarah ke reaksi berlebihan (Barber dan Odean, 2001), (Daniel, Hirshleifer dan Subrahmanyam, 2001), optimisme (Scheier dan Mobil ver, 1985), pesimisme (Barberis, Shleifer dan Vishny, 1998), (Kruger dan Burrus, 2004) atau, secara

umum semangat hewan (Akerlof dan Shiller, 2009), diperhitungkan untuk menjelaskan hubungan antara perilaku investor dan volume perdagangan.

Odean (1999), Barber dan Odean (2001, 2002) dan Glaser dan Weber (2007) menyatakan bahwa banyak studi empiris menunjukkan bahwa terlalu percaya diri mengarah ke perdagangan yang berlebihan dan bahwa terlalu percaya diri investor, semakin besar kemungkinan investor adalah memilih investasi berrisiko tinggi. Nasic dan Weber (2010) menunjukkan bahwa terlalu percaya diri dan persepsi risiko memiliki efek positif pada perilaku pengambilan risiko dari investor individu. Oleh karena itu, kita dapat mengatakan bahwa terlalu percaya sesuai dengan individu yang terlalu percaya diri dan melebih-lebihkan dalam memperkirakan kompetensi mereka sendiri dan meremehkan risiko.

Dowling dan Lucey (2008) meneliti efek cuaca menggunakan CC, hujan, RH dan badai geomagnetik; Chang, Nieh, Yang, Yang (2006) termasuk temperatur, CC dan RH; Theissen (2007) mempekerjakan CC, sinar matahari, hujan dan temperatur; dan Kang et al. (2010) memanfaatkan temperatur dan RH. Namun demikian, Dowling dan Lucey (2008) menunjukkan hanya hubungan lemah antara temperatur dan return ekuitas.

Kliger dan Levy (2003), menggunakan data opsi indeks S&P 500, menemukan bahwa suasana hati yang buruk, yang ditunjukkan oleh CC dan curah hujan, membawa investor ke tempat yang lebih tinggi dari probabilitas biasanya pada peristiwa yang merugikan. Chang, Chen, Chou, Lin, (2008) juga mendapati

CC itu (awan) dan temperatur di New York City memiliki efek positif signifikan pada volatilitas intraday dari perusahaan-perusahaan NYSE. Symeonidis et al. (2010) menyelidiki hubungan antara volatilitas pasar saham, yang merupakan sejarah, tersirat, menyadari volatilitas dan cuaca (CC, temperatur dan curah hujan). Hasil penelitian menunjukkan bahwa CC berhubungan negatif dengan berbagai ukuran volatilitas pasar saham. Lu dan Chou (2012) mendapati bahwa CC (RH) di Cina memiliki efek signifikan negatif (positif) pada volatilitas, sementara temperatur tidak memiliki efek positif yang signifikan. Wang et al. (2012) fokus pada pasar Taiwan dan menyimpulkan bahwa jam sinar matahari dan temperatur tidak berpengaruh signifikan pada return saham dan memiliki dampak yang signifikan pada volatilitas saham. Bassi et al. (2013) memberikan landasan bahwa cuaca dapat secara signifikan mempengaruhi perilaku lindung nilai. Selain itu, dengan menggunakan survei dan data perdagangan yang dipilah, Goetzmann et al. (2015) menunjukkan indikator mood berbasis cuaca berdampak pada persepsi *mispricing* (salah harga) dan keputusan perdagangan investor institusional.

Barber dan Odean (2001) menunjukkan bahwa laki-laki, di sisi lain, telah ditunjukkan dalam literatur untuk menunjukkan tingkat yang lebih tinggi dari terlalu percaya diri. Hirshleifer dan Shumway, 2003; Kamstra et al., 2003; Edmans et al., 2007; Al-Hajieh et al., 2011) menyatakan bahwa pada umumnya menganggap bahwa beberapa faktor lingkungan (misalnya sinar matahari, jam siang hari, hasil olahraga, libur keagamaan) dapat memicu perubahan mood dalam sebagian besar dari penduduk

investor, yang pada gilirannya diterjemahkan ke dalam perubahan penghindaran risiko dan / atau optimisme dan mempengaruhi pilihan portofolio.

Isen dan Patrick (1983) mendapati bahwa senang hati mendorong pengambilan risiko dalam permainan rolet melibatkan taruhan berisiko rendah; ketika taruhan dianggap berisiko tinggi, bagaimanapun, individu dalam suasana hati yang positif cenderung lebih menghindari risiko daripada kontrol. Grable dan Roszkowski (2008) mendapati bahwa orang yang saat ini mengalami suasana hati yang senang menampilkan tingkat yang lebih tinggi dalam toleransi risiko finansial ketika dihadapkan dengan hipotesis keputusan investasi dari orang yang suasana hatinya netral.

Hirshleifer dan Shumway (2003) menjelaskan bahwa suasana hati yang positif (diduga dipicu oleh sinar matahari) menyebabkan orang menjadi lebih rentan risiko dan/ atau untuk mengevaluasi prospek masa depan yang lebih optimis. Guven (2009), mencatat bahwa sinar matahari tak terduga meningkat (dilaporkan sendiri) kebahagiaan individu, dan bahwa kebahagiaan meningkat (diinstrumentasi dengan sinar matahari regional), menyebabkan orang menjadi lebih menghindari risiko dalam keputusan keuangan, untuk memilih aset yang lebih aman, dan memiliki "kurang keinginan untuk berinvestasi pada saham karena mereka menemukan saham terlalu berisiko".

Edmans et al. (2007) dan Chang, Chen, Chou, dan Lin (2012) menunjukkan bahwa psikolog dan sarjana perilaku keuangan telah mencatat adanya hubungan antara suasana hati

insidental dan pengambilan keputusan di bawah risiko. Zillmann(1988) menyatakan bahwa individu yang sedang mengalami suasana hati yang negatif akan strategis mendukung reward tinggi/ pilihan berisiko tinggi dalam upaya untuk meningkatkan (yaitu perbaikan) pernyataan afektif mereka secara dinamis. Raghunathan dan Pham (1999) mendapati bahwa kesedihan insidental mempromosikan mencari risiko dalam hipotetis tugas-tugas perjudian ketika individu bertaruh untuk diri mereka sendiri, sedangkan ini kelihatan tidak memiliki pengaruh ketika mereka bertaruh atas nama orang lain. Bruyneel, Dewitte, Franses, dan Dekimpe (2009) menemukan bahwa suasana hati yang negatif meningkatkan kesediaan orang untuk membeli tiket lotre. Chuang dan Kung (2005) dan Lin, Yen, dan Chuang (2007) mencatat bahwa subjek lab dalam suasana hati yang sedih lebih cenderung untuk mengambil risiko dalam serangkaian skenario sehari-hari, dan Leith dan Baumeister (1996) mendapati bahwa dalam hipotetis konteks lotre, gangguan emosi dapat dikaitkan dengan lebih merugikan diri sendiri, pengambilan risiko, perilaku.

Beberapa penelitian dari ASEAN lainnya, Timur Tengah dan negara-negara Barat misalnya, Kengatharan (2014), Qadri dan Shabbir (2014) dan Nofsingera dan Varmab (2013) telah menetapkan bahwa faktor psikologis memiliki hubungan dan berdampak pada pengambilan keputusan investor dalam pasar saham mereka. Teori perilaku keuangan yang didasarkan pada psikologi berusaha untuk memahami bagaimana emosi dan kesalahan kognitif mempengaruhi perilaku investor individu.

Lim (2012) telah meneliti hubungan antara bias psikologis, yaitu bias terlalu percaya diri, bias konservatisme, herding dan penyesalan dan pengambilan keputusan investor di pasar saham Malaysia. Hasilnya adalah bahwa terlalu percaya diri, bias konservatisme dan penyesalan memiliki dampak positif yang signifikan pada dalam pengambilan keputusan investor. Namun, perilaku herding ditemukan tidak berdampak pada pengambilan keputusan investors. Luu (2014) menunjukkan bahwa pola perilaku investor individu di pasar saham Ho Chi Minh seperti: terlalu percaya diri, anchoring (Penjangkaran, arti ada di lampiran), herding, menghindari kerugian dan menghindari penyesalan memiliki dampak yang moderat pada investor sedangkan faktor pasar memiliki dampak tertinggi di antara semuanya terhadap pengambilan keputusan investor.

Atif Kafayat (2014) meneliti jika investor di Pasar Saham Islamabad dipengaruhi dari bias atribusi diri, terlalu percaya diri dan bias terlalu optimisme dalam membuat keputusan yang rasional. Hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa semua faktor yang disebutkan berkorelasi negatif dengan pengambilan keputusan investor. Pourjiban, Setayesh dan Janani (2014) menemukan bahwa bias yang terlalu percaya memiliki dampak yang signifikan terhadap investasi di Teheran Stock Exchange Market. Wamae (2013) telah menyelidiki faktor perilaku yang diselidiki yaitu herding, prospeksi, penghindaran risiko dan penjangkaran. Temuannya adalah semua faktor mempengaruhi keputusan investasi, dengan herding yang paling memiliki dampak,

diikuti oleh prospeksi, penjangkaran dan akhirnya faktor penghindaran risiko kurang berdampak.

Qadri & Shabbir (2014) menunjukkan bahwa terlalu percaya dan ilusi kontrol berdampak signifikan positif terhadap keputusan investor. Tripathy (2014) menunjukkan bahwa investor dari Bursa Efek Bhubaneshwar adalah korban dari bias psikologis (terlalu percaya diri, penjangkaran, penyesalan dan penghindaran kerugian) mempengaruhi pengambilan keputusan.

Bashir et al. (2013) menunjukkan bahwa ada hubungan yang signifikan positif dan dampak dari terlalu percaya diri, ilusi kontrol, bias konfirmasi dan optimisme yang berlebihan pada pengambilan keputusan investor. Babajide dan Adetiloye (2012) menyimpulkan dalam penelitian mereka bahwa perilaku investor seperti terlalu percaya diri, penghindaran kerugian, *framing* (pembingkaihan, arti ada di lampiran) dan bias status quo berada di antara investor Nigeria. Sebuah hubungan negatif yang lemah antara bias dan kinerja pasar saham juga tidak bisa dipungkiri.

Qureshi, Rehman & Hunjra (2012) meneliti tentang efek dari faktor perilaku seperti heuristik (keterwakilan, kekeliruan penjudi, penahan, terlalu percaya diri, dan ketersediaan) dan penghindaran risiko pada pengambilan keputusan dari manajer dana ekuitas Pakistan. Hasil menunjukkan hubungan yang positif dan signifikan antara faktor perilaku dan pengambilan keputusan investasi.

Luong & Thu Ha (2011) telah mengeksplorasi pada faktor perilaku yang mempengaruhi pengambilan keputusan investor individu dan kinerja pada bursa Ho Chi Minh seperti terlalu percaya diri, ketersediaan, herding, pasar, prospeksi dan penjangkaran.

Hasilnya adalah hanya tiga faktor berpengaruh pada kinerja investasi yaitu herding, prospek dan terlalu percaya diri.

Saunders (1993) menemukan bahwa return di Bursa Efek New York secara negatif berhubungan dengan penutup awan di New York City. Return saham lebih tinggi pada hari-hari cerah yang telah dihasilkan dari mood positif, disebabkan oleh cuaca yang baik, *floor trader* (petugas di kantor broker) dan broker.

Vissing-Jorgensen (2004) menemukan bahwa perilaku irasional lebih lemah bagi investor yang lebih canggih. Perbedaan budaya seperti tingkat individualisme atau kolektivisme juga berdampak pada sikap risiko dan kecenderungan perilaku seperti yang ditunjukkan oleh Fan dan Xiao (2005) dan Statman (2010). Selain itu, Antonczyk dan Salzmann (2014) mendapati bahwa ciri-ciri budaya mempengaruhi pilihan struktur modal. Kesimpulannya, sebagian besar studi sebelumnya telah menemukan faktor psikologis memiliki dampak positif dan signifikan terhadap pengambilan keputusan investor.

9.3. METODE

Untuk menjawab ini pertanyaan penelitian, kami menggunakan langkah penelitian seperti yang telah dilakukan oleh Santos, Lucianetti dan Bourne (2012) dan analisis logis dengan Guzavicius, Vilke dan Barkauskas (2014).

9.4. KESIMPULAN

Berdasarkan beberapa penjelasan di atas bahwa studi teoritis dalam perilaku keuangan telah menunjukkan bahwa emosi

mempengaruhi keputusan investasi. Ini berarti bahwa perdagangan dipengaruhi oleh perilaku irasional investor. Seperti yang kita ketahui bahwa perilaku manusia pada umumnya reaktif, tidak proaktif, oleh karena itu sulit untuk membuat prediksi atas dasar aturan yang sempit. Perilaku keuangan dapat secara relatif dengan mudah menjelaskan mengapa seorang individu telah membuat keputusan. Berdasarkan teori perilaku keuangan bahwa investor dipengaruhi oleh faktor-faktor psikologis dalam pengambilan keputusan. Investor mengikuti diri mereka sendiri seperti keyakinan dan emosi mereka, sehingga menyimpang dari pilihan rasional dan menyebabkan pergeseran harga aset dalam kaitannya dengan nilai intrinsiknya.

Beberapa studi telah menjelaskan bahwa keberadaan perilaku investor irasional di pasar modal, menyimpulkan bahwa investor tersebut dapat menyebabkan perubahan pergerakan harga dalam kaitannya dengan nilai wajarnya. Sebagai contoh, penelitian sebelumnya telah menganalisis bahwa dampak dari baik investor yang rasional (yang didasari oleh perilaku perdagangan mereka pada ekspektasi rasional) maupun investor yang tidak rasional (yang menunjukkan aspek psikologis dan emosional dari keputusan manusia/ kesalahan perilaku) pada volume perdagangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perdagangan dipengaruhi oleh perilaku irasional investor. Ini berarti bahwa hipotesis rasionalitas dapat ditolak untuk pasar modal. Pasar modal dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor psikologis dan sosiologis, sehingga kita dapat mengatakan pasar modal tidak selalu yang efisien. Oleh karena itu, kami menyimpulkan bahwa

perilaku keuangan memberikan bukti bahwa pasar tidak efisien dan investor tidak rasional. Hal ini dapat dilihat dari pengambilan keputusan investor dipengaruhi oleh beberapa faktor psikologis. Ini berarti bahwa tidak akan ada efisiensi pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Akerlof, G.A.; Shiller, R.J. *Animal Spirits*. Princeton University Press (2009)
- Al-Hajjeh, H., Redhead, K., Rodgers, T.,. *Investor sentiment and calendar anomaly effects: a case study* (2011)
- Ariel, R. *High stock returns before holidays: Existence and evidence on possible causes*. *Journal of Finance*, 7, 1611–1626 (1990)
- Atif Kafayat., *Interrelationship of Biases: Effect Investment Decisions Ultimately*. *Theoretical and Applied Economics XXI* 6(595), 85-110 (2014)
- Babajide, A. A., Adetiloye, K. A. *Investors' Behavioral Biases and the Security Market: An Empirical Study of the Nigerian Security Market*. *Accounting and Finance Research* 1(1), 219-229 (2012)
- Barber, B., Odean, T., *Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment*. *Quart. J. Econ.* 116, 261 (2001)
- Barber, B., Odean, T.,. *Online investors: do the slow die first?* *Review of Financial Studies* 15, 455–488. (2002)
- Barber, B.M., Odean, T., *Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment*. *Q. J. Econ.* 261–292. (2001)
- Barber, B.M.; Odean, T. *Boys will be Boys: Gender, Overconfidence and Common Stock Investment*, *Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), p. 261-292 (2001)
- Barberis, N.; Shleifer, A.; Vishny, R. *A model of investor sentiment*, *Journal of Financial Economics*, 49, p. 307-343 (1998)

- Bashir, T., Azam, N., Butt, A. A., Javed, A., Tanvir, A., Are Behavioral Biases Influenced By Demographic Characteristics & Personality Traits? Evidence from Pakistan. *European Scientific Journal* 9(29), 277-293. **(2013)**
- Bassi, A., Colacito, R., Fulghieri, P., 'O Sole Mio: an experimental analysis of weather and risk attitudes in financial decisions. *Rev. Financ. Stud.* 26, 1824–1852. **(2013)**
- Bernard V, Thomas J. Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics* ;13:305–40.**(1990)**
- Bollen, N., Whaley, R.,. Does net buying pressure affect the shape of implied volatility functions? *J. Financ.* 59, 711–754. **(2004)**
- Buss, D. M. How Can Evolutionary Psychology Successfully Explain Personality and Individual Differences?, *Perspectives on Psychological Science*, 4, 359-366. (2009)
- Cao, M., Wei, J., Stock market returns: a note on temperature anomaly. *J. Bank. Financ.* 29, 1559–1573. **(2005)**
- Chang, S., Chen, S., Chou, R., Lin, Y.,. Weather and intraday patterns in stock returns and trading activity. *J. Bank. Financ.* 32, 1754–1766. **(2008)**
- Chang, T., Nieh, C.C., Yang, M.J., Yang, T.Y. Are stock market returns related to the weather effects? *Empir. Evid. Taiwan, Physica A* 364, 343–354. ., **(2006)**
- Dhar, R., Kumar, A. A non-random walk down the main street: Impact of price trends on trading decisions of individual investors. Working paper (No. 00-45), International Center for Finance, Yale School of Management, New Haven, CT; Bernheim, B. Douglas (2008). "Neuroeconomics: A Sober (But Hopeful) Appraisal", NBER Working Paper 13954 **(2001)**

- Dowling, M., Lucey, B., Robust global mood influences in equity pricing. *J. Multinational Financ. Manage.* 18, 145–164. **(2008)**
- Fama, E. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25, 383-417. **(1970)**
- Glaser, M., Weber, M., Overconfidence and trading volume. *Geneva Risk Insur. Rev.* 32 (1), 1–36. **(2007)**
- Goetzmann, W.N., Kim, D., Kumar, A., Wang, Q., Weather-induced mood, institutional investors, and stock returns. *Rev. Financ. Stud.* 28, 73–111. **(2015)**
- Grable, J.E., Roszkowski, M.J., The influence of mood on the willingness to take financial risks. *J. Risk Res.* 11 (7), 905–923. **(2008)**
- Guyen, C., 2009. Weather and Financial Risk-Taking: Is Happiness the Channel?, SOEP paper No. 218. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1476884>
- Haugen, R. The inefficient stock market. Upper Saddle River (NJ): Prentice Hall. **(1999)**
- Hirshleifer, D., Shumway, T., Good day sunshine: stock returns and the weather. *J. Financ.* 58, 1009–1032. **(2003)**
- Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., & Titman, S. Security analysis and trading patterns when some investors receive information before others. *The Journal of Finance*, 49, 1665–1698. **(1994)**
- Hsu, H., Kuo, W.H., Cheng, N.C., The interrelationship between investor sentiment index and stock price volatility: evidence from the Taiwan stock market. *Taiwan Bank. Finance Q.* 6 (3), 107–121. **(2005)**

- Isen, A.M., Patrick, R., The effect of positive feelings on risk taking: when the chips are down. *Organ. Hum. Behav.* 31, 194–202. **(1983)**
- J.B. DeLong, A. Shleifer, L.H. Summers, R.J. Waldmann, Noise trader risk in financial markets, *J. Polit. Econ.* 98 703–738. **(1990)**
- Kamstra, M., Kramer, L.S., Levi, M., Losing sleep at the market: the daylight-saving anomaly. *Am. Econ. Rev.* 90, 1005–1011. **(2000)**
- Kang, S.H., Jiang, Z.H., Lee, Y.J., Yoon, S.M., Weather effects on the returns and volatility of the Shanghai stock market. *Physica A* 389, 91–99.**(2010)**
- Kengatharan, L., Kengatharan, N., The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. *Asian Journal of Finance & Accounting* 6(1), 1-23. **(2014)**
- Kliger, D., Levy, O., Mood-induced variation in risk preferences. *J. Econ. Behav. Organ.* 52, 573–584. **(2003)**
- Kruger, J.; Burrus, J. Egocentrism and focalism in unrealistic optimism (and pessimism), *Journal of Experimental Social Psychology*, 40(3), p. 332-340 **(2004)**
- Lim, L.C., The Relationship between Psychological Biases and the Decision Making of Investor in Malaysian Share Market. Unpublished Paper International Conference on Management, Economics & Finance (ICMEF 2012) Proceeding. **(2012)**
- Loewenstein, G., Emotions in economic theory and economic behaviour. *Am. Econ. Rev.* 90, 426–432. **(2000)**
- Lu, J., Chou, R.K., Does the weather have impacts on returns and trading activities in order-driven stock

- markets? Evidence from China. *J. Empir. Finance* 19, 79–93. **(2012)**
- Luu, T. B., Behavior Pattern of Individual Investors in Stock Market. *International Journal of Business and Management* 9(1), 1-16. **(2014)**
- Malkiel B., The efficient market hypothesis and its critics, Princeton University, CEPS Working Paper No. 91. *Market. International Journal of Research in Management* 4(4), 1-10. **(2003)**
- Nofsingera, J. R., Varmab, A., Availability, Recency and Sophistication in the Repurchasing Behavior of Retail Investors. *Journal of Banking & Finance* 37(7), 2572–2585. **(2013)**
- Nosic, A., Weber, M., How riskily do i invest? *Decis. Anal.* 7 (3), 282–301. **(2010)**
- Odean, T., Do investors trade too much? *Am. Econ. Rev.* 89, 1279–1298. **(1999)**
- Oprean, Camelia. Effects of Behavioural Factors on Human Financial Decisions. *Camelia Oprean / Procedia Economics and Finance* 16, 458 – 463 **(2014)**
- Patton, A., Verardo, M., Does beta move with news? Firm-specific information flows and learning about profitability. *Rev. Financ. Stud.* 25 (9), 2789–2839. **(2012)**
- Pourbijan, F., Setayesh, M. R., Janani M. H., Assessing Impacts of Investors' Overconfidence Bias on Investment in Tehran Stock Exchange **(2014)**
- Qadri, S. U., Shabbir, M., An Empirical Study of Overconfidence and Illusion of Control Biases, Impact on Investor's Decision Making: An Evidence from ISE. *European Journal of Business and Management* 6(14), 38-44. **(2014)**

- Qadri, S. U., Shabbir, M., An Empirical Study of Overconfidence and Illusion of Control Biases, Impact on Investor's Decision Making **(2014)**
- Qureshi, S. A., Rehman, K., Hunjra, A. I., Factors Affecting Investment Decision Making of Equity Fund Managers. *Wulfenia Journal*, Vol.19, No. 10, 280-291. **(2012)**
- Ramadan on Islamic Middle Eastern markets. *Res. Int. Bus. Finance* 25 (3), 345–356.
- Ramiah, Vikash., Xu, Xiaoming., Moosa, Imad. Neoclassical finance, behavioral finance and noise traders: A review and assessment of the literature V. Ramiah et al. / *International Review of Financial Analysis* 41,89–100 **(2015)**
- Romer, P.M., Thinking and feeling. *Am. Econ. Rev.* 90, 439–443. **(2000)**
- Scheier, M. F.; Carver, C. S. Optimism, coping and health: assessment and implications of generalized outcome expectancies, *Health Psychology*, 4(3), p. 219-247 **(1985)**
- Sheu, H.J., Wei, Y.C., Effective options trading strategies based on volatility forecasting recruiting investor sentiment. *Expert Syst. Appl.* 38, 585–596. **(2011)**
- Shleifer, R.W. Vishny, The limits of arbitrage, *J. Finance* 52, 35–55. **(1997)**
- Soufianm, Mona., Forbes, William., Hudson, Robert. Adapting financial rationality: Is a new paradigm emerging? *Critical Perspectives on Accounting* 25, 724–742 **(2014)**
- Statman, M.. Behavioral finance: Past battles and future engagements. *Financial Analysts Journal*, 18–27. **(1999)**

- Stracca, L.,. Behavioural finance and asset prices: where do we stand? *J. Econ. Psychol.* 25, 373–405. **(2004)**
- Symeonidis, L., Daskalakis, G., Markellos, R.N.,. Does the weather affect stock market volatility? *Physica A* 389, 91–99. **(2010)**
- Theissen, E., An analysis of private investors' stock market return forecast. *Appl. Financ. Econ.* 17, 35–43. **(2007)**
- Tripathy, C. K., Role of Psychological Biases in the Cognitive Decision Making Process of Individual Investors. *Orissa Journal of Commerce XXXIV(1)*, 69-80. **(2014)**
- Wang, Y.M., Li, C.A., Lin, C.F., Investor sentiment of lottery stock — evidence from the Taiwan Stock Market. *Investment Manage. Financ. Innov.* 9 (2), 203–207. **(2012)**

BAB X. PERILAKU KEUANGAN DAN OLAHRAGA

10.1. PENDAHULUAN

Dalam bidang keuangan dan ekonomi, paradigma tradisional telah lama diasumsikan bahwa ekonomi adalah rasional dan memaksimalkan kepentingan diri mereka sendiri dengan membuat keputusan yang tidak bias seperti suasana hati dan sentimen. Sebaliknya, individu tidak murni makhluk rasional dan untuk alasan ini penting untuk memahami bagaimana faktor psikologis mempengaruhi atau bias pengambilan keputusan individu.

Uygun dan Tas (2014) menyatakan bahwa perilaku keuangan adalah pendekatan baru dalam pasar keuangan yang telah muncul sebagai respon terhadap komplikasi yang dihadapi oleh teori keuangan tradisional. Secara umum, perilaku keuangan mengusulkan bahwa beberapa fenomena keuangan dapat dipahami dengan lebih baik dengan menggunakan model di mana beberapa pemain yang tidak sepenuhnya rasional.

Guzavicius, Vilke dan Barkauskas (2014) menjelaskan bahwa perilaku keuangan menggabungkan dampak psikologi dan ilmu ekonomi dalam rangka untuk menemukan alasan yang mendasari solusi rasional dari menghabiskan investasi, pinjaman dan tabungan. Perilaku keuangan bertentangan dengan salah satu aksioma keuangan konvensional, yang menyatakan bahwa manusia adalah rasional, dan membuat semua keputusan keuangan setelah benar-benar mempertimbangkan semua masalah. Teori ekonomi, menjelaskan keputusan manusia di pasar mengacu pada motif psikologis.

Berdasarkan definisi perilaku keuangan di atas, kami menyimpulkan bahwa perilaku keuangan adalah pendekatan baru di pasar keuangan yang bertentangan dengan keuangan konvensional dan menjelaskan bahwa investor tidak sepenuhnya rasional, karena mereka dapat dipengaruhi psikologis (mood manusia). Selanjutnya, Hirshleifer dan Shumway (2003); Kamstra, Kramer dan Levi (2000); Cao dan Wei (2005); Yuan, Zheng, dan Zhu (2006) menyatakan bahwa perubahan suasana hati investor telah dikaitkan dengan kondisi cuaca termasuk sinar matahari, siang hari, suhu, dan siklus lunar, faktor-faktor psikologis tersebut sebenarnya memengaruhi return saham.

Ekonomi olahraga merupakan daerah yang berkembang di bidang ekonomi terapan (Gerrard, 2006). Seperti kita ketahui bahwa salah satu jenis olahraga adalah sepak bola. Sepakbola merupakan olahraga paling populer di dunia, termasuk di Indonesia. Indonesia juga memiliki beberapa klub sepak bola, tapi tidak ada salah satu dari mereka yang listing di Bursa Efek Indonesia.

Makalah ini menambah literatur tentang olahraga dan return saham. Tujuan kami berbeda dari literatur di beberapa bidang, termasuk fakta bahwa kita mempertimbangkan efek pada saham versi baru dari olahraga.

Makalah ini memberikan dan ulasan tentang perilaku keuangan investor dalam hasil acara olahraga. Makalah ini akan memberikan gambaran bahwa ketika sebuah klub sepak bola listing di bursa, maka hasil pertandingan olahraga akan mempengaruhi para pemegang saham.

10.2. TINJAUAN LITERATUR

Statman (2014) menyatakan bahwa perilaku keuangan adalah keuangan dengan orang normal. Keuangan standar, sebaliknya, adalah keuangan dengan orang-orang yang rasional di dalamnya. Orang normal adalah yang tidak rasional. Memang, sebagian besar cerdas dan biasanya 'normal-pintar. Tapi kadang-kadang mereka normal-bodoh, terombang-ambing oleh kesalahan kognitif seperti melihat ke belakang dan terlalu percaya, dan emosi yang menyesatkan seperti rasa takut berlebihan atau harapan yang tidak realistis.

Statman (2014) menjelaskan bahwa keuangan standar dibangun di atas empat blok dasar:

1. Orang-orang yang rasional,
2. Pasar efisien,
3. Orang harus merancang portofolio dengan aturan teori portofolio varians mean dan melakukannya, dan,
4. Return yang diharapkan dari investasi dijelaskan oleh standar teori asset pricing, di mana perbedaan hasil yang diharapkan ditentukan hanya oleh perbedaan dalam risiko.

Statman (2014) juga menjelaskan bahwa perilaku keuangan menawarkan blok pondasi alternatif untuk masing-masing blok pondasi keuangan standar. Berdasarkan perilaku keuangan:

1. Orang-orang normal,
2. Pasar tidak efisien, bahkan jika mereka sulit untuk mengalahkan,
3. Orang mendesain portofolio dengan aturan perilaku teori portofolio dan,

4. Return yang diharapkan dari investasi dijelaskan oleh perilaku teori asset pricing, di mana perbedaan hasil yang diharapkan ditentukan oleh lebih dari perbedaan dalam risiko.

Shefrin dan Statman (1984) menyimpulkan bahwa keinginan investor, kesalahan kognitif dan emosi mempengaruhi preferensi mereka untuk saham tertentu. Grinblatt dan Keloharju (2009) menemukan bahwa pedagang berat di Finlandia juga cenderung untuk menjadi driver cepat, mengumpulkan beberapa pengeluaran tiket. Beberapa pedagang tersebut pencari sensasi bodoh, seperti terlalu percaya diri dalam kemampuan perdagangan mereka seperti dalam kemampuan mereka untuk menegosiasikan hairpin berubah pada kecepatan ganas. Namun orang lain memiliki pengetahuan pencari sensasi, bebas dari terlalu percaya, yang mengetahui tingginya harga perdagangan berat dan mengemudi cepat dan bersedia membayarnya. Harga perdagangan yang berat memang tinggi. Berdasarkan penjelasan di atas bahwa psikologis investor mempengaruhi preferensi mereka untuk saham tertentu dalam perdagangan.

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa sentimen investor memiliki efek yang kuat pada return saham. Dalam penelitian ini, mereka menggunakan ukuran empiris yang berbeda dari sentimen investor. Untuk contoh, Saunders (1993), dan Hirshleifer dan Shumway (2003) menggunakan efek sentimen didorong oleh kondisi meteorologi. Kamstra, Kramer dan Levi (2003) menganalisis implikasi dari afektif musiman pada harga aset. Bollena, Maoa dan Zengb (2011) menggunakan ukuran sentimen dengan menggunakan pakan twitter. Edmans, Garcia dan Norli

(2007), Palomino, Renneboog dan Zhang (2009), Kaplanski dan Levy (2010a), Kaplanski dan Levy (2010b), Kaplanski dan Levy (2012) dan Kaplanski dan Levy (2014) mengukur sentimen investor dengan hasil sepakbola. Brown dan Cliff (2004), Brown dan Cliff (2005) dan Lux (2011) mengidentifikasi sentimen menggunakan langkah-langkah survei. Cao dan Wei (2005) menyelidiki hubungan antara return pasar saham dan suhu. Yuan, Zheng dan Zhu (2006) menganggap fase bulan sebagai penentu kemungkinan sentimen investor dan menganalisis sentimen investor pada harga aset. Da, Engelberg dan Gao (2015) membangun indeks dari ketakutan investor menggunakan volume pencarian internet.

Narayan, Rath, dan Prabheesh (2016) telah meneliti reaksi pasar saham untuk perubahan suasana hati investor yang dihasilkan dari pertandingan kriket India (Indian Premier League/ IPL). Mereka hanya mempertimbangkan efek dari cricket IPL pada saham perusahaan yang benar-benar mensponsori kriket IPL dan tercatat di BSE tersebut. Sementara saham-saham perusahaan yang mensponsori kriket harus paling terkena dampak secara langsung oleh kriket. Mereka menemukan bukti terbatas mereka yang sebenarnya. Ada bukti yang sangat terbatas, dan juga tidak kuat, bahwa (a) kriket IPL mempengaruhi return saham atau portofolio dari return saham; dan (b) strategi perdagangan yang sukses dapat dirancang untuk keuntungan dari kriket IPL. Hasilnya, baik secara statistik dan dasar signifikansi ekonomi, kontras dengan literatur yang ada, yang mendokumentasikan bukti yang cukup kuat bahwa olahraga (apakah itu sepak bola, bisbol, atau kriket) mempengaruhi return saham.

Curatola, Donnadelli dan Riedel (2016) telah selesai meneliti hubungan ekonomi antara sentimen olahraga dan sektoral return saham AS. Mereka menemukan bahwa sentimen olahraga hanya mempengaruhi sektor keuangan. Mereka menyatakan bahwa hasil ini mungkin dijelaskan dengan likuiditas yang tinggi yang membuat sektor keuangan lebih menarik bagi investor asing yang pada gilirannya lebih rentan terhadap sentimen olahraga dari investor lokal di AS. Dengan demikian, pialang dapat membangun sebuah strategi perdagangan yang menguntungkan dengan menjual cepat sektor finansial selama periode Piala Dunia FIFA dan membeli kembali sesudahnya. Mereka juga temukan bahwa sektor keuangan secara konsisten adalah salah satu sektor yang paling likuid (jika bukan yang paling) dalam sampel mereka.

Sepakbola adalah olahraga paling populer di dunia. Sepak bola di luar negeri telah memberikan gambaran bagaimana hasil pertandingan olahraga mempengaruhi return saham. Hickman, Cooper, dan Agyel-Ampomah (2008) menyatakan bahwa sepak bola adalah laboratorium unik untuk mengamati pasar saham pada informasi penilaian kerja karena banyak klub yang diperdagangkan secara publik. Seperti temuan Benkraiem, Louhichi dan Marques (2009) bahwa klub-klub sepak bola di seluruh Eropa menerapkan strategi investasi untuk memaksimalkan keuntungan mereka dan meningkatkan kinerja mereka. Selain itu, Bell, Brooks, Matthews dan Sutcliffe (2012) menjelaskan bahwa pentingnya ekonomi sepak bola karena untuk meningkatkan kehadiran pasar modal dan pertumbuhan yang cepat di taruhan pada hasil pertandingan. Mereka menyatakan bahwa "memenangkan pertandingan

cenderung meningkat arus kas klub berikutnya dan nilai melalui sejumlah rute".

Jadi, itu berarti bahwa hasil yang baik dari hasil event olahraga dapat diterjemahkan dalam imbalan finansial karena penjelasan di atas menunjukkan bahwa ketika klub olahraga mendapat kemenangan, maka return saham akan meningkat. Selanjutnya, Palomino, Renneboog, dan Zhang (2009) menyatakan bahwa return saham untuk tim sepak bola Inggris dapat dijelaskan oleh hasil ekonomi seperti penjualan tiket, barang dagang dan mengungkapkan nilai pemain. Edmans, Garcia dan Norli (2007) mendapati bahwa hasil olahraga terkait dengan pasar saham kontemporer di dexes, bahwa kemenangan suatu negara/ kerugian dalam olahraga terkait dengan reaksi positif/ negatif yang sesuai pasar saham. Ini berarti penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa pengembalian saham dari tim individu secara signifikan terkait dengan menang dan rugi klub.

Selanjutnya, Floros (2014) telah memberikan temuan melalui penelitian mereka bahwa mereka menganggap informasi data dari empat klub sepak bola, Porto dan Benfica (Portugal), Juventus (Italia) dan Ajax (Belanda), untuk menguji hubungan antara kinerja mereka di Eropa (menang/ seri/ rugi) dan return saham mereka. Mereka melaporkan (a) efek positif dari seri pada return saham Ajax dan Benfica, dan (b) efek negatif dari seri dan rugi terhadap return saham Juventus. Tidak ada efek dilaporkan untuk klub Portugal. Mereka menemukan bahwa seri/imbang dapat dianggap sebagai hasil yang buruk (menjual saham) bagi investor Juventus, dan hasil yang baik (membeli saham) untuk investor Benfica dan Ajax.

Portugal investor menunjukkan posisi 'netral' untuk pertandingan Eropa. Berdasarkan temuan dari beberapa penelitian sebelumnya di atas menunjukkan bahwa hasil acara olahraga, terutama sepak bola memiliki efek pada return saham. Temuan ini dianjurkan untuk manajer keuangan dan investor memberikan perhatian mereka pada hasil pertandingan olahraga.

10.3 METODE

Untuk menjawab ini pertanyaan penelitian, kami menggunakan langkah penelitian seperti yang telah dilakukan oleh Santos, Lucianetti dan Bourne (2012) dan analisis logis dengan Guzavicius, Vilke dan Barkauskas (2014).

10.4 DISKUSI/KESIMPULAN

Akhirnya, berdasarkan temuan dan penjelasan tersebut, ini menunjukkan bahwa perubahan harga saham dalam menanggapi beberapa peristiwa (seperti: hasil positif/ negatif, membeli / menjual dll) dalam kaitannya dengan suasana hati (mood) investor atau pendukung. Ini mungkin memiliki dampak positif (negatif) pada permintaan konsumen dan perilaku keuangan investor ketika sebuah tim menang (kalah) dalam sebuah pertandingan. Sepakbola adalah olahraga yang paling penting yang secara signifikan mempengaruhi suasana hati investor, karena seperti yang kita tahu bahwa kinerja tim dapat menyebabkan dampak yang kuat pada optimisme atau pesimisme investor.

Temuan ini merekomendasikan untuk semua pertimbangan klub sepak bola Indonesia untuk mendapatkan alternatif dana

dengan listing di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sehingga, pada akhirnya semua klub sepak bola Indonesia akan lebih profesional dalam mengelola hasil pertandingan ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Bell, A. R., Brooks, C., Matthews, D. and Sutcliffe, C. Over the moon or sick as a parrot? The effects of football results on a club's (2012)
- Benkraiem R., Louhichi W. and Marquès P. Market reaction to sporting results: The case of European listed football clubs, *Management Decision* 47(1), 100-109 (2009)
- Bollena, J., Maa, H., Zengb, X., Twitter mood predicts the stock market. *Journal of Computational Science*. 2, 1–8 (2011)
- Brown, G.W., Cliff, M.T. Investor sentiment and asset valuation. *The Journal of Business*. 78, 405–440 (2005)
- Brown, G.W., Cliff, M.T., Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*. 11, 1–27 (2004)
- Cao, M., Wei, J. Stock market returns: A note on temperature anomaly. *Journal of Banking and Finance*. 29, 1559–1573 (2005)
- Curatola, Giuliano., Donnadelli, Michael., Kizys, Renatas., and Riedel, Max. Investor Sentiment and Sectoral Stock Returns: Evidence from Cup Games. *Finance Research Letter*. 000, 1-8. (2016)
- Da, Z., Engelberg, J., Gao, P., The sum of all fears investor sentiment and asset prices. *The Review of Financial Studies* 28, 1–32 (2015)
- Edmans, A., Garcia, D. and Norli. Sports sentiment and stock returns. *Journal of Finance*. 62, 1967-98 (2007)
- Floros, Christos. Football and Stock Returns: New Evidence. *Procedia Economics and Finance*. 14, 201-209 (2014)
- Franco-Santos, Monica., Lucianetti, Lorenzo., and Bource, Mike. Contemporary Performance Measurement System: A Review

of Their Consequence and A Framework for Research. *Management Accounting Research*. 23, 79-119 **(2012)**

Gerrard. 2006. "The Economics of Association Football", Vol. 2, Edward Elgar, Cheltenham, UK.

Grinblatt, M., & Keloharju, M. Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *Journal of Finance*, 64 (2), 549-578 **(2009)**

Guvavicius, Andrius., Vilke, Rita., and Barkauskas, Vytautas. Behavioral Finance: Corporate Social Responsibility Approach. *Procedia-Social and Behavioral Science*. 156, 518-523 **(2014)**

Hickman, K. A., Cooper, S. M. and Agyel-Ampomah, S. Estimating the value of victory: English football. *Applied Financial Economics Letters* 4, 299-302 **(2008)**

Hirshleifer, D., Shumway, T., Good day sunshine: Stock returns and the weather. *Journal of Finance*. 58, 1009-1032 **(2003)**

Kamstra, M.J., Kramer, L.A., Levi, M.D. Winter blues: A sad stock market cycle. *American Economic Review*. 93 (1), 324-343 **(2003)**

Kaplanski, G., Levy, H. Sentiment, irrationality and market efficiency: The case of the 2010 FIFA world cup. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*. 49, 35-43 **(2014)**

Kaplanski, G., Levy, H., Sentiment and stock prices: The case of aviation disasters. *Journal of Financial Economics*. 95, 174-201 **(2010b)**

Kaplanski, G., Levy, H., The holiday and yom kippur war sentiment effects: The tel aviv stock exchange (TASE). *Quantitative Finance*. 12, 1283-1298 **(2012)**

Kaplanski, G., Levy, H.. Exploitable predictable irrationality: The FIFA world cup effect on the U.S. stock market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 45, 535-553 **(2010a)**

- Lux, T., Sentiment dynamics and stock returns: the case of the German stock market. *Empirical Economics*. 41, 663-679 **(2011)**
- Narayan, Paresh Kumar., Rath, Badri Narayan., and Prabheesh, K.P. What is The Value of Corporate Sponsopship in Sports?. *Emerging Market Review*. 26, 20-33 **(2016)**
- Palomino, F., Renneboog, L. and Zhang, C. Information salience, investor sentiment and stock returns: the case of Briti sh soccer betting., *Journal of Corporate Finance* 15, 368-87 **(2009)**
- Saunders, E.. Stock prices and wall street weather. *The Journal of Finance*. 83, 1337-1345 **(1993)**
- Shefrin, H., & Statman, M. Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*. 13(2), 253-282 **(1984)**
- Statman, Meir. Behavioral Finance: Finance with Normal People. *Borsa Istanbul Review*. 14, 65-73 **(2014)**
- Uygur, Utku and Tas, Oktay. The Impacts of Investor Sentiment on Different Economic Sectors: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Borsa Istanbul Review*. 14, 236-241 **(2014)**
- Yuan, K., Zheng, L., and Zhu, Q. Are investors moonstruck? lunar phases and stock returns. *Journal of Empirical Finance* 13, 1-23. **(2006)**

TENTANG PENULIS



Dr. Tona Aurora Lubis, SE., MM. Lahir di Jambi pada tanggal 29 Mei 1976. Pendidikan SD hingga Sarjana ditamatkan di Kota Jambi. Sarjana Ekonomi diperoleh dari Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen dengan konsentrasi manajemen keuangan dari Universitas Jambi pada tahun 1998 dengan predikat *cum laude*. Ia diterima sebagai dosen pada Fakultas Ekonomi Universitas Jambi pada tahun 1999. Pendidikan strata 2 (S2) ditamatkan di Universitas Brawijaya Malang dengan kekhususan Manajemen Keuangan pada tahun 2003. Setelah menamatkan program magister manajemen tersebut, ia dipercaya sebagai Sekretaris Jurusan Manajemen pada Program Ekstensi Fakultas Ekonomi Universitas Jambi hingga tahun 2006. Selanjutnya ia menamatkan pendidikan strata 3 (S3) pada Program Doktor Ilmu Manajemen kekhususan Manajemen Keuangan di Universitas Brawijaya Malang pada tahun 2010. Sejak tahun 2012 hingga tahun 2016 dipercaya sebagai Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jambi.

Buku ilmiah yang telah ditulisnya adalah Manajemen Investasi Pendekatan Teoritis dan Empiris pada tahun 2009.

Saat ini sebagai dosen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jambi hingga sekarang. Juga sebagai dosen pada Program Studi Magister Manajemen, Program Studi Magister Akuntansi, serta Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Jambi.