

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Pasar keuangan secara umum menyediakan berbagai macam instrumen investasi, di antaranya saham merupakan dua kelas aset yang paling penting. Bagi investor dan manajer keuangan, sangat penting untuk memahami karakteristik ini serta kinerja dan faktor-faktor di balik pengembalian.

Sistem keuangan sangat bergantung pada pasar modal karena memungkinkan pergerakan dana yang lancar dari entitas dengan surplus ke entitas dengan defisit. Ekuitas merupakan instrumen investasi utama yang menarik investor institusional dan investor ritel karena memberikan peluang untuk menghasilkan pengembalian yang tinggi di antara opsi investasi yang tersedia. Karena saham secara alami menciptakan turbulensi pasar yang substansial, investor berjuang untuk menangani eksposur risiko dan kinerja portofolio mereka dengan benar.

Ekuitas atau saham memberikan kepemilikan perusahaan dan memberikan pemegang saham hak parsial atas laba serta aset perusahaan. Di sisi lain, ekuitas dimaksudkan untuk dikaitkan dengan risiko yang lebih besar dan potensi kenaikan karena nilainya didasarkan pada kinerja bisnis dan kondisi pasar.

The Capital Asset Pricing Model (CAPM) yang dikembangkan oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1965) merupakan bagian dari teori keuangan tradisional yang menunjukkan bahwa risiko sistematis menciptakan hubungan positif dengan

pengembalian yang diharapkan. Kerangka kerja ini memberikan investor peningkatan pengembalian yang diharapkan ketika mereka menanggung risiko pasar yang lebih tinggi melalui pengukuran koefisien beta. Temuan penelitian menunjukkan skeptisisme yang serius tentang hubungan risiko-pengembalian selama masa ketidakstabilan volatilitas pasar (Ang et al., 2006).

Keuangan modern memerlukan proses mendasar dalam menciptakan portofolio investasi yang optimal. Identifikasi batas efisien mendefinisikan dasar teori portofolio optimal menurut (Mondello, 2023) yang mewakili semua portofolio yang mencapai ekspektasi pengembalian maksimum pada setiap tingkat toleransi risiko. Portofolio berisiko menjadi pilihan terbaik investor ketika kurva indifferen mencapai titik maksimum yang dapat dicapai saat menyentuh batas efisien.

Menurut DeMiguel et al. (2024) penerapan manajemen volatilitas melalui beberapa faktor gabungan merupakan solusi yang lebih maju. *Journal of Finance* menerbitkan penelitian DeMiguel et al. (2024) yang menyajikan portofolio *conditional multifactor mean-variance* yang bobotnya terkait dengan fluktuasi volatilitas pasar. Pendekatan penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya dengan mengubah bobot faktor secara dinamis alih-alih melakukan manajemen bobot tetap atau faktor individual. Strategi alokasi bobot yang dinamis seperti itu menghasilkan hasil yang mengungguli terhadap tolok ukur tanpa syarat baik berdasarkan sampel maupun setelah dikurangi biaya perdagangan dan mengungkap prediksi yang mengubah industri tentang penurunan hubungan risiko versus pengembalian di seluruh periode volatilitas pasar yang berbeda.

DeMiguel et al. (2024) telah mendokumentasikan penelitiannya secara ekstensif dalam ruang pasar ekuitas AS, tetapi penerapannya pada pasar

berkembang khususnya Indonesia masih terbatas. Setiap kualitas pasar ekuitas Indonesia yang berbeda termasuk volatilitasnya yang tinggi dikombinasikan dengan likuiditas yang lebih rendah dan perilaku pasar yang berbeda sehingga memengaruhi penerapan temuan penelitian dari pasar maju. Kondisi pasar ini menciptakan pengaturan yang optimal untuk mengevaluasi bagaimana strategi dalam kondisi pasar modal yang belum matang.

Indeks pasar saham mengukur kinerja ekonomi melalui level industri bisnis sekaligus membantu investor dalam mengambil keputusan. Dow Jones Industrial Average (DJIA) merupakan salah satu indeks yang paling dikenal karena mulai melacak 30 perusahaan besar AS yang dipilih sebagai perwakilan pemimpin industri saat diluncurkan pada tahun 1896. Proses perhitungan DJIA terdiri dari penilaian reputasi bisnis dan distribusi sektoral sambil mengandalkan bobot nilai saham yang berkontribusi pada stabilitasnya meskipun ada pernyataan industri tentang evaluasi kapitalisasi pasar yang tidak ada. Indeks tersebut menunjukkan daya tahan yang kuat karena menangani perubahan ekonomi dengan membiarkan komite melakukan penyesuaian, misalnya dengan menempatkan Salesforce sebagai pengganti ExxonMobil selama tahun 2020 agar sesuai dengan perkembangan teknologi modern.

Alternatifnya, Teori Portofolio Modern (MPT) Harry Markowitz menjelaskan cara membuat portofolio yang menghasilkan pengembalian terbesar untuk tingkat risiko yang dipilih. Model MPT mendukung pandangan bahwa, agar berhasil, investor harus mempertimbangkan kemungkinan risiko dan imbalan serta memastikan keduanya dipertimbangkan secara bersamaan saat membangun portofolio mereka. Portofolio yang menggunakan pendekatan mean-variance

Markowitz ditunjukkan oleh studi empiris memiliki pengembalian yang disesuaikan dengan risiko yang lebih tinggi daripada portofolio DJIA yang dibuat dengan memilih saham secara acak (Avella, 2024).

Beberapa analisis terkini berfokus pada cara MPT dapat diimplementasikan dalam DJIA, membuktikan bahwa penggunaan metode pembatasan risiko dapat memangkas CoVaR dan CoCVaR serta memperkuat portofolio di pasar yang sedang lesu (Kim, 2024). Selain itu, penelitian di bidang ini telah memberikan rekomendasi untuk menyusun portofolio yang efektif dari ekuitas DJIA, yang menunjukkan bahwa ide-ide Markowitz berguna dalam dunia investasi saat ini (Chaube, 2018).

Širuček & Křen (2015) menunjukkan bahwa penerapan metode MPT milik Harry Markowitz dapat membantu membangun portofolio terbaik di pasar saham AS. Hasil penelitian membuktikan bahwa pendekatan Markowitz membantu mencapai pengembalian yang disesuaikan dengan risiko yang lebih baik saat berinvestasi. Berdasarkan penelitian tersebut, investor dapat meningkatkan pengembalian mereka dengan mendapatkan campuran saham yang memberikan pengembalian tinggi untuk risiko yang bersedia mereka terima. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan MPT dalam portofolio meningkatkan kinerja mereka dan membuat alokasi aset lebih efisien.

Hal yang ditunjukkan di sini adalah bahwa diversifikasi dan pemilihan aset yang tepat adalah kunci untuk mencapai tujuan investasi. Mengikuti ide-ide Markowitz dan mempelajari portofolio Dow Jones memungkinkan investor untuk merencanakan investasi mereka yang sesuai dengan kebutuhan mereka dan mencapai tujuan mereka (Avella, 2024; McCord & Tole, 1977).

Membangun indeks representatif untuk pasar berkembang menghadirkan kesulitan yang berbeda bagi Indonesia dibandingkan dengan pasar lain. BEI menunjukkan dominasi dari sektor keuangan melalui Bank Central Asia dan sektor barang konsumsi melalui Unilever Indonesia beserta sektor energi melalui Pertamina, tetapi tolok ukurnya LQ45 dan IDX30 tidak memiliki representasi yang memadai terhadap industri teknologi yang tumbuh cepat. Penelitian ini menyelidiki bagaimana penerapan metode DJIA untuk IDX dapat membangun tolok ukur komprehensif yang mengisi kesenjangan di area ini.

Sebuah komite di S&P Dow Jones Indices mengendalikan pemilihan saham DJIA dengan menggunakan kriteria kualitatif dan kuantitatif. Perusahaan harus menunjukkan kinerja keuangan yang stabil bersama dengan posisi kepemimpinan di sektor mereka dan harga saham yang wajar untuk mencegah manipulasi indeks. Sistem pembobotan harga yang mengabaikan kapitalisasi pasar memiliki fitur kesederhanaan dan pelestarian data indeks jangka panjang.

Menurut Siegel (2022) di antara para peneliti akademis, DJIA menghadapi dua keterbatasan utama - penolakannya untuk memasukkan perusahaan yang sedang naik daun seperti Tesla pra-2020 dan kekuatan subjektif komitenya untuk pemilihan indeks. Meskipun bobotnya bergantung pada perusahaan yang digerakkan oleh laba yang bertahan lama dengan sistem distribusi dividen, DJIA memberikan stabilitas selama periode volatilitas pasar. Stabilitas pasar di Indonesia menjadi sangat penting karena fluktuasi mata uang bersama dengan risiko geopolitik yang sering memengaruhi pasar.

Pasar saham Indonesia mengalami ekspansi yang pesat karena populasi demografi yang energik dan pembangunan ekonomi di seluruh pusat kota bersama

dengan cadangan sumber daya alamnya. Sektor tradisional mendominasi komposisi BEI saat ini. IDX30 memiliki lembaga keuangan yang mencakup sekitar 40% dari komponennya, tetapi perusahaan energi terbarukan bersama dengan perusahaan teknologi jarang ada dalam tolok ukur. Indeks pasar yang ada menunjukkan likuiditas yang buruk karena sebagian besar perdagangan aktif terjadi pada saham-saham utama seperti Bank Rakyat Indonesia dan Telkom Indonesia.

Menurut World Bank (2022) inisiatif pertumbuhan ekonomi Indonesia seperti upaya digitalisasi dan investasi infrastruktur tidak muncul secara efektif dalam tolok ukur yang ada. Pembentukan indeks yang terinspirasi DJIA mengatasi keterbatasan ini melalui strategi yang mencakup saham-saham yang berfokus pada pertanian dan pariwisata serta bisnis yang beroperasi sejak 1957 seperti Astra International. Beberapa kesulitan mengenai likuiditas saham berkapitalisasi menengah dan hambatan regulasi mencegah penerapan metode metodologi secara langsung.



Gambar 1.1 Pertumbuhan Investor

Sumber: PT Kustodian Sentral Efek Indonesia, 2025

Berdasarkan data yang diperoleh oleh PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (2025), terdapat kenaikan pada jumlah investor Indonesia dari tahun 2021 sampai dengan posisi Januari 2025. Pada tahun 2025, jumlah investor pada pasar modal berjumlah dua kali lipat jika dibandingkan pada tahun 2021, yaitu 15.161.166 orang. Hal tersebut menunjukkan semakin tingginya minat masyarakat Indonesia dalam melakukan investasi di berbagai instrumen investasi di Indonesia, terutama di pasar modal. Oleh karena itu, ilmu terkait investasi di berbagai instrument investasi, terutama di pasar saham, sangat diperlukan di Indonesia.

Reksa dana saham menjadi pilihan investasi utama di Indonesia bagi masyarakat yang ingin berinvestasi jangka panjang. Modal dari berbagai investor disatukan menjadi satu reksa dana, yang berinvestasi pada berbagai jenis saham di bawah bimbingan manajer investasi profesional. Otoritas Jasa Keuangan OJK menjelaskan bahwa reksa dana merupakan jenis investasi yang mempertemukan investor di satu tempat untuk berinvestasi pada berbagai aset yang dikelola oleh para ahli.

Beberapa tahun terakhir menunjukkan bahwa sejumlah reksa dana saham di Indonesia memiliki kinerja yang kurang baik. Imbal hasil dari Sucorinvest Equity Fund negatif, suatu tanda yang dapat membuat investor khawatir. Sementara itu, Reksa Dana Danareksa Indeks Syariah menunjukkan hasil yang buruk dan juga berisiko tinggi. Mereka menekankan bahwa memilih reksa dana yang tepat dan memperhatikan kinerjanya sangatlah penting.

Selain itu, semakin banyak masyarakat Indonesia yang mulai berinvestasi di reksa dana, yang berdampak pada pertumbuhan industri ini. Jumlah akun investor reksa dana meningkat menjadi 14,8 juta hingga Desember 2024, meningkat

22,21% dari tahun sebelumnya. Pertumbuhan tersebut menunjukkan semakin banyak orang yang kini tertarik berinvestasi di pasar modal dengan mempertimbangkan reksa dana saham.

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merupakan indeks kinerja pasar saham terkemuka di Indonesia karena sangat memengaruhi harga ekuitas individu. Pergerakan IHSG mengungkapkan sentimen gabungan investor tentang keadaan ekonomi dan skenario bisnis perusahaan. Kenaikan harga saham di semua sektor terjadi ketika IHSG bergerak naik karena investor menjadi lebih percaya diri serta para investor berkumpul bersama untuk pasar saham sehingga premi risiko berkurang. Ketika Indeks Bursa Efek Indonesia turun, investor menjadi lebih berhati-hati dan harga dari perusahaan berkualitas tinggi dapat mengalami kemunduran yang signifikan (Audrey, 2021).

Indeks Bursa Efek Indonesia (IHSG) memiliki dua tujuan, yaitu menunjukkan sentimen pasar serta risiko sistematis dan secara bersamaan memengaruhi tingkat likuiditas dan menyebarkan volatilitas ke seluruh pasar. Kenaikan atau penurunan tingkat bursa efek mengakibatkan peningkatan arus masuk modal asing bersamaan dengan kenaikan likuiditas pasar dan valuasi yang lebih tinggi atau arus keluar modal yang menyebabkan kekurangan likuiditas (Bekaert & Harvey, 2000). Volatilitas dalam IHSG yang meningkat di atas level normal menyebabkan distribusi guncangan pasar yang lebih luas di seluruh saham tunggal yang meningkatkan risiko dan memperluas perbedaan spread. IHSG berfungsi baik sebagai indikator penting pasar maupun menyediakan penyesuaian paparan faktor penting untuk strategi portofolio yang dikelola volatilitas. Investigasi ini menggunakan volatilitas terealisasi IHSG untuk mengarahkan

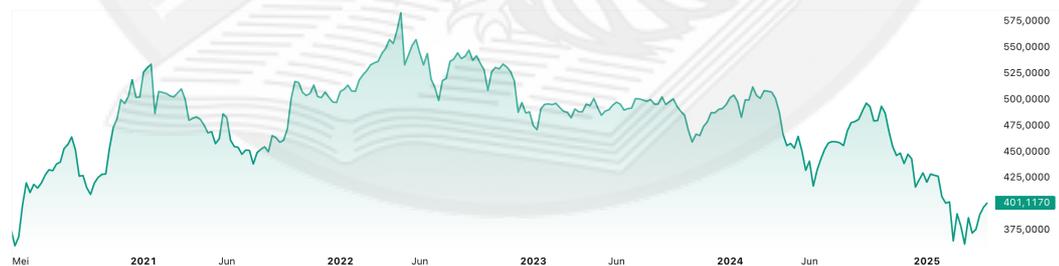
perubahan strategis portofolio aktif karena menawarkan pengendalian risiko yang lebih efektif sekaligus meningkatkan hasil kinerja di seluruh lanskap pasar ekuitas Indonesia (Audrey, 2021).

IDX30 berfungsi sebagai indeks saham acuan yang mulai beroperasi di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2019. Indeks ini melacak kinerja harga saham dari 30 perusahaan terpilih yang memenuhi kriteria evaluasi ketat di antara anggota BEI yang terbesar dan paling likuid. IDX30 berfokus secara eksklusif pada saham premium, tidak seperti LQ45 yang mencakup lebih banyak jenis saham. IDX30 berfungsi sebagai acuan penting bagi investor institusional, manajer investasi, dan pembuat kebijakan yang perlu melacak arah pasar.



Gambar 1.2 Kinerja IHSX 2020-2025

Sumber: Tradingview, 2025



Gambar 1.3 Kinerja IDX30 2020-2025

Sumber: Tradingview, 2025

Gambar 1.2 memberikan informasi bahwa dalam 5 tahun terakhir, IHSX memberikan *return* sebesar 45,40%, jika disetahunkan adalah 9,08% per annum.

Jika dilihat juga pada Gambar 1.3 memberikan informasi bahwa dalam 5 tahun terakhir, IDX30 memberikan *return* sebesar 6,51%, jika disetahunkan adalah 0,54% per annum. Apabila para *investor* dapat memilih saham dengan baik, *investor* mampu mendapatkan *return* apabila melakukan investasi pada saham. Selain itu, pemilihan emiten-emiten yang tepat juga merupakan hal yang sangat penting bagi para *fund manager* dimana IHSG juga dapat digunakan sebagai indikator untuk kapan saat yang tepat untuk melakukan investasi karena IHSG memiliki pengaruh yang positif terhadap harga saham (Audrey, 2021). Perlu diperhatikan dalam pembentukan portfolio yang tepat agar mendapatkan *return* yang optimum dengan resiko yang terukur.

Berdasarkan uraian yang telah dikemukakan, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“Portfolio Selection Dow Jones dan Markowitz dengan Pemilihan Saham Benjamin Graham dan Aplikasinya di BEI Periode 2018-2023”**.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan, maka dapat dirumuskan beberapa rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah kinerja portfolio pada 30 saham pilihan yang dipilih dengan menggunakan metode Benjamin Graham yang disusun menjadi portfolio dengan menggunakan metode Dow Jones dan metode Markowitz lebih baik dibandingkan Indeks Saham Gabungan periode 2018-2023?

2. Apakah kinerja portfolio pada 30 saham pilihan yang dipilih dengan menggunakan metode Benjamin Graham yang disusun menjadi portfolio dengan menggunakan metode Dow Jones dan metode Markowitz lebih baik dibandingkan IDX30 periode 2018-2023?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan pada penjelasan yang telah dikemukakan dan beberapa pertanyaan yang diajukan, berikut adalah tujuan penelitian, yaitu:

1. Untuk mengetahui apakah kinerja portfolio pada 30 saham pilihan yang dipilih dengan menggunakan metode Benjamin Graham yang disusun menjadi portfolio dengan menggunakan metode Dow Jones dan metode Markowitz lebih baik dibandingkan Indeks Saham Gabungan periode 2018-2023.
2. Untuk mengetahui apakah kinerja portfolio pada 30 saham pilihan yang dipilih dengan menggunakan metode Benjamin Graham yang disusun menjadi portfolio dengan menggunakan metode Dow Jones dan metode Markowitz lebih baik dibandingkan IDX30 periode 2018-2023.

1.4. Manfaat Penelitian

1.4.1. Manfaat Penelitian dan Teoritis

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi berharga untuk pengembangan penelitian serta bagi pihak-pihak yang berkepentingan dengan topik yang dibahas. Selain itu, temuan penelitian ini juga dapat digunakan sebagai acuan

untuk penelitian lanjutan yang berfokus pada topik seperti portfolio saham perusahaan atau elemen lain yang belum dibahas dalam studi ini.

1.4.2. Manfaat Penelitian secara Praktis

Hasil penelitian ini dapat digunakan untuk tambahan informasi kepada pihak-pihak yang berkepentingan, terutama pihak-pihak yang akan dan telah melakukan investasi di pasar saham dengan tujuan untuk mendapatkan hasil sesuai dengan tujuan pihak-pihak tersebut.

1.5. Batasan Penelitian

Batasan dalam penelitian ini antara lain:

1. Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI yang telah melakukan IPO dan masih memiliki listing di BEI.
2. Periode pembatasan penelitian ini selama 5 tahun, yang dimulai dari Januari 2018 sampai dengan Desember 2023 dengan pengambilan sampel data mingguan.

1.6. Sistematika Penelitian

BAB I : PENDAHULUAN

Dalam bab ini akan menguraikan penjelasan mengenai latar belakang permasalahan yang akan diteliti, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penelitian.

BAB II : TINJAUAN PUSTAKA

Pada bab ini akan menjelaskan mengenai tinjauan pustaka, landasan teori konsep kinerja saham, kinerja obligasi, konsep resiko, kerangka pemikiran, serta pengembangan hipotesis yang mendukung permasalahan penelitian baik yang diteliti maupun yang pernah diteliti sebelumnya.

BAB III : METODE PENELITIAN

Pada bab ini akan menjelaskan mengenai ruang lingkup penelitian, teknik pengambilan sampel, pengukuran variabel, teknik yang digunakan dalam pengumpulan data, dan metode analisa yang digunakan.

BAB IV : HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini akan menguraikan mengenai tabel-tabel yang digunakan untuk pemaparan analisis data yang telah diinterpretasikan dalam penelitian menggunakan teknik analisa yang telah dipilih dalam penelitian ini.

BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini akan menjelaskan mengenai kesimpulan dari tabel analisa pada BAB IV yang dilanjutkan dengan saran-saran dan keterbatasan dalam melakukan penelitian ini.