

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Investasi di pasar modal menjadi salah satu pilihan bagi masyarakat dalam meraih keuntungan finansial. Pasar modal merupakan tempat atau sarana bertemunya antara permintaan dan penawaran atas instrumen keuangan jangka panjang, umumnya lebih dari 1 (satu) tahun (Samsul, 2006). Pasar modal menyediakan sarana dan prasarana yang mendukung aktivitas jual beli instrumen keuangan dan kegiatan terkait lainnya. Instrumen keuangan yang diperdagangkan di pasar modal berupa saham, obligasi, reksa dana, dan berbagai instrumen surat berharga. Dari berbagai instrumen yang tersedia, saham menjadi salah satu bentuk instrumen pasar modal yang diminati oleh masyarakat. Hal ini dibuktikan dengan adanya fluktuasi nilai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang tercatat dalam laporan statistik pasar modal oleh OJK. Menurut Kamariah *et al.* (2018) naik turunnya IHSG menunjukkan naik turunnya minat investasi masyarakat, khususnya yang dilakukan melalui lantai bursa.

Investasi sendiri merupakan suatu aktivitas menempatkan dana pada suatu periode tertentu dengan harapan penggunaan dana tersebut dapat memperoleh *return* atau tingkat pengembalian yang lebih tinggi atas dana tersebut (memperoleh keuntungan). Pada dasarnya, seorang investor mengharapkan keuntungan yang maksimal dengan kerugian tertentu. Tandelilin (2010) menjelaskan bahwa secara teoritis hubungan antara *return* dan risiko bersifat searah dan linear. Artinya, jika semakin tinggi *return* yang diharapkan, maka semakin tinggi pula risiko yang mungkin harus ditanggung oleh investor.

Pada umumnya investor tidak mengalokasikan dana hanya pada satu saham saja. Strategi yang dilakukan untuk mendapatkan keuntungan yang diharapkan dan risiko tertentu dengan menginvestasikan dana ke beberapa saham dikenal dengan diversifikasi. Konsep diversifikasi yang sering dilakukan investor untuk memaksimalkan *return* adalah dengan membentuk sebuah portofolio. Menurut Auruma dan Sudana (2013) diversifikasi adalah proses pembentukan investasi portofolio melalui pemilihan kombinasi sejumlah aset sedemikian rupa sehingga risiko dapat diminimalkan. Dalam pembentukan portofolio, investor ingin memaksimalkan *return* harapan dengan tingkat risiko tertentu yang bersedia ditanggungnya yang dikenal sebagai portofolio efisien. Sedangkan portofolio yang dipilih seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio efisien disebut dengan portofolio optimal (Tandelilin, 2010). Oleh karena itu, untuk mencapai portofolio yang optimal, investor perlu mencapai keseimbangan yang tepat antara keuntungan yang diharapkan dan risiko yang dapat ditoleransi.

Teori portofolio pertama kali diperkenalkan oleh Markowitz dengan modelnya, yaitu *mean-variance* pada tahun 1952. Namun, model ini memiliki keterbatasan. Menurut Black dan Litterman (1992) ketika investor mencoba menggunakan model *mean-variance* untuk mengoptimalkan alokasi aset, terkadang ada hal tak terduga yang menghalangi kinerja model. Hal tak terduga ini diketahui berasal dari dua masalah yang ada. Pertama, *return* yang diharapkan sulit untuk diperkirakan sehingga investor harus menyertakan pandangan mereka dengan asumsi tambahan. Kedua, bobot aset portofolio sangat sensitif terhadap asumsi *return* yang digunakan. Kedua hal tersebut saling berhubungan, dimana model

mean-variance tidak memiliki cara untuk membedakan pandangan dari asumsi tambahan dan portofolio yang dihasilkan sensitif terhadap *return* yang diharapkan. Menanggapi permasalahan tersebut, Fisher Black dan Robert Litterman memberikan pendekatan dengan modelnya yaitu, Black-Litterman. Model Black-Litterman dikembangkan pada 1990-an yang memadukan dua pendekatan, yaitu *return* ekuilibrium yang diperoleh dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan prediksi *return* yang diberikan oleh investor pada masing-masing saham. Dengan kata lain, model ini menggabungkan *return* data historis saham dan pandangan dari investor terhadap keadaan pasar. Model ini memungkinkan investor untuk menggabungkan ekspektasi pasar sekaligus pandangan pribadi, yang umumnya didasarkan pada penilaian bisnis dan pola harga saham tertentu.

Pendekatan yang ditawarkan oleh Model Black-Litterman diperkirakan dapat diaplikasikan dengan kondisi pasar yang dinamis dan sering kali dipengaruhi oleh sentimen pasar serta perubahan ekonomi. Dalam konteks saham-saham di Indonesia, model ini dapat membantu investor dalam membentuk portofolio yang sesuai dengan *return* yang diharapkan dan tingkat risiko yang dapat diterima. Subekti (2009) dalam prosiding seminar nasional penelitian menjelaskan mengenai keunikan model Black-Litterman terletak pada kontribusi dari investor dalam menyusun portofolio, dengan menggabungkan prediksi *return* CAPM dan pandangan pribadi untuk menghasilkan estimasi *return* yang baru. Hasil penggabungan ini menghasilkan *return* baru sebagai *return* kombinasi yang diharapkan dari portofolio.

Dalam penerapannya, banyak pendekatan dalam penggunaan model Black-Litterman, sebagian dari pendekatan itu mengenai gagasan baru untuk

menghasilkan vektor pandangan investor. Pendekatan yang digunakan oleh investor besar biasanya menggunakan jasa seorang manajer investasi yang memiliki keahlian dalam menganalisis pasar. Mengingat sifat pasar keuangan yang dinamis, para peneliti sebelumnya melakukan pendekatan dalam menghasilkan vektor pandangan investor dengan cara yang lebih akurat dan tidak bias, salah satunya adalah dengan pendekatan metodologi peramalan (*forecasting*) atau pendekatan model runtun waktu dengan menggunakan data historis.

Salah satu metode peramalan yang dapat diterapkan dalam pembentukan pandangan investor adalah *Weighted Moving Average* (WMA). WMA merupakan rata-rata bergerak yang mempunyai bobot. Metode ini menggabungkan data historis dengan bobot yang berbeda untuk menghasilkan ramalan yang lebih akurat (Suroso *et al.*, 2023). Pendekatan ini dinilai lebih adaptif terhadap perubahan harga terkini dibandingkan metode rata-rata sederhana (*Simple Moving Average*) sehingga dapat memberikan estimasi yang lebih akurat (Suroso *et al.*, 2023). Penggunaan WMA digunakan untuk meramalkan *return* saham sebagai dasar dalam pembentukan pandangan investor pada model Black-Litterman. Hasil peramalan WMA dapat membentuk pandangan yang lebih responsif dan berbasis data historis yang relevan sehingga diharapkan memberikan hasil estimasi *return* model Black-Litterman yang lebih seimbang. Sejumlah penelitian terdahulu telah mengaplikasikan model Black-Litterman dalam pembentukan portofolio. Antika *et al.* (2022) meneliti pembentukan portofolio model Black-Litterman dengan pandangan investor menggunakan pendekatan ARCH/GARCH memberikan hasil *expected return* sebesar 0,00999 dengan risiko sebesar 0,00034.

Peneliti juga kerap kali melakukan perhitungan nilai risiko atau kerugian maksimal yang mungkin akan diterima oleh investor terhadap portofolio yang telah dibentuk. Metode perhitungan nilai risiko atau kerugian yang biasa digunakan adalah *Value at Risk* (VaR). Ihsan (2012) menghitung prakiraan kerugian maksimum pada aset tunggal dan portofolio menggunakan *Value at Risk* dengan metode *variance-covariance*. Hasil penelitian menunjukkan estimasi kerugian maksimum yang diterima investor pada investasi aset tunggal, yaitu aset Gudang Garam sebesar 0,036346289 atau 3,6346289%, aset Telkom sebesar 0,028224029 atau 2,8224029%, dan aset Indosat sebesar 0,039167078 atau 3,9167078%. Hasil perhitungan untuk estimasi kerugian maksimum yang diterima investor pada investasi portofolio sebesar 0,019020945 atau 1,9020945% dari dana awal yang diinvestasikan.

Tidak hanya memperhitungkan kerugian maksimum yang akan diterima oleh investor, pengukuran kinerja juga memberikan manfaat dalam evaluasi portofolio. Pengukuran kinerja portofolio ditujukan untuk membuktikan bahwa portofolio yang terbentuk mampu memberikan hasil yang sesuai dengan tingkat risiko yang ditanggung. Azizah (2014) melakukan penelitian untuk tugas akhirnya dengan memperhitungkan kinerja portofolio menggunakan indeks treynor, indeks sharpe, dan indeks jensen pada indeks saham LQ45. Pandangan investor dalam model Black-Litterman yang dibuat Azizah (2014) diperoleh dari seorang Manajer Investasi di IDX Surabaya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penerapan model Black-Litterman mampu meningkatkan kinerja portofolio, ditandai dengan portofolio yang memiliki indeks kinerja investasi yang tinggi.

Penelitian ini berfokus pada saham-saham yang tergabung dalam indeks LQ45 dengan periode penelitian Januari 2021 – Mei 2025. Peneliti mengambil metode pendekatan menggunakan metode peramalan *Weighted Moving Average* (WMA) sebagai pandangan seorang investor. Untuk menilai tingkat risiko portofolio yang dihasilkan, penelitian ini juga menyertakan pengujian *Value at risk* (VaR) menggunakan metode *variance-covariance* dengan asumsi *return* berdistribusi normal serta pengukuran kinerja portofolio menggunakan Indeks Sharpe. Perhitungan dan analisis dilakukan dengan bantuan *software* Microsoft Excel dan Minitab. Dengan menggabungkan data historis saham, pandangan investor berbasis peramalan, evaluasi risiko melalui VaR, dan pengukuran kinerja portofolio, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi praktis bagi investor lain dalam pengambilan keputusan investasi di pasar saham Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana metode *Weighted Moving Average* dapat digunakan untuk membentuk pandangan investor dalam model Black-Litterman?
2. Bagaimana hasil pembentukan portofolio dengan model Black-Litterman?
3. Berapa besar estimasi kerugian maksimum portofolio Black-Litterman yang terbentuk berdasarkan pengujian *Value at Risk* (VaR) dengan metode *variance-covariance*?
4. Bagaimana pengukuran kinerja portofolio berdasarkan perhitungan Indeks Sharpe?

1.3 Batasan Masalah

Penelitian ini dibatasi pada pembentukan portofolio menggunakan Model Black-Litterman dengan objek saham-saham yang tergabung dalam Indeks LQ45 yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Batasan data penelitian yang digunakan adalah data harga saham historis bulanan dari perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam Indeks LQ45 periode Januari 2021 – Mei 2025. Model Black-Litterman digunakan untuk menggabungkan *return* ekuilibrium dari *Capital Asset Pricing* Model (CAPM) dengan pendekatan pandangan investor menggunakan metode peramalan *Weighted Moving Average* (WMA) serta dilakukan pengukuran tingkat risiko menggunakan *Value at Risk* (VaR) dan perhitungan kinerja portofolio dengan Indeks Sharpe.

1.4 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Menganalisis penerapan metode *Weighted Moving Average* sebagai dasar pembentukan pandangan investor dalam model Black-Litterman.
2. Membentuk portofolio dari saham yang tergabung dalam indeks LQ45 berdasarkan Model Black-Litterman.
3. Mengukur estimasi kerugian maksimum portofolio Black-Litterman yang terbentuk melalui pengujian *Value at Risk* (VaR) dengan metode *variance-covariance*.
4. Menentukan kinerja portofolio yang terbentuk dari saham indeks LQ45 berdasarkan perhitungan Indeks Sharpe.