

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah Penelitian

Portofolio optimal merupakan kombinasi aset investasi yang memberikan tingkat pengembalian maksimal dengan risiko yang dapat diterima oleh investor (Khudin Anam et al., 2021). Pembentukan portofolio optimal sangat dibutuhkan baik bagi investor individual maupun instusional sebagai acuan dalam memilih saham yang akan dibeli. Melalui pembentukan portofolio optimal akan dihasilkan tingkat *return* yang maksimal dan meminimalkan tingkat risiko yang akan ditanggung oleh para investor (Audiyan Bayhaki, 2017). Pembentukan portofolio yang optimal merupakan hal yang krusial di Indonesia, di mana jumlah investor di pasar modal meningkat secara signifikan setiap tahunnya: menurut data PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), jumlah investor pada tahun 2022 mencapai 10.311.152 orang, naik 7.489 orang. 37,68% lebih banyak dibandingkan dengan akhir tahun 2021 yang tercatat sebanyak 337 investor. Tren ini terus berlanjut hingga akhir tahun 2023, dimana jumlah investor di pasar modal mencapai 12.168.061, atau naik 18,01% dari tahun sebelumnya. Hal ini mencerminkan semakin tingginya minat masyarakat untuk berinvestasi di pasar modal. Peningkatan jumlah investor tersebut mencerminkan bahwa tren investasi di Indonesia mengalami perkembangan yang positif, khususnya dengan semakin banyaknya generasi muda yang mulai menyadari pentingnya berinvestasi sejak dini. Meskipun demikian, pertumbuhan jumlah investor juga tidak terlepas dari pengaruh fenomena FOMO (Fear of Missing Out), yaitu kondisi di mana sebagian investor hanya mengikuti tren investasi yang sedang populer karena adanya

ketakutan untuk tertinggal dari perkembangan tren tersebut (Infobanknews, 2023). Hal ini terutama berlaku untuk investor pemula, yang keputusan investasinya sering kali tidak didasarkan pada pertimbangan yang matang atau kurangnya pengetahuan tentang investasi, yang dapat menempatkan investor pada risiko. Akibatnya, banyak investor pemula yang membeli saham tanpa menganalisis atau meninjau detail informasi saham, yang dapat mengakibatkan risiko kerugian yang besar. Fenomena ini menunjukkan pentingnya memiliki pengetahuan dan literasi yang memadai tentang bagaimana berinvestasi dan mengelola uang dengan baik. Investor perlu memiliki pengetahuan terkait investasi agar dapat meminimalisir risiko kerugian saat berinvestasi di pasar modal (Budhiadnyana & Masdiantini, 2024). Investor atau calon investor perlu memahami risiko agar dapat menilai seberapa jauh penyimpangan *return* dari ekspektasi serta memperkirakan *return* ekspektasinya. Rasionalitas investor dapat diukur melalui pemilihan saham dan pembentukan portofolio optimal dengan mengambil data historis yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Portofolio optimal dapat dibentuk dengan beberapa model, yaitu model Markowitz (1952), model indeks tunggal (1963), dan model CAPM (1964). Harry Markowitz (1952) mengembangkan model *mean variance* yang bertujuan menghasilkan imbal hasil maksimum pada tingkat risiko tertentu. Model ini menunjukkan hubungan positif antara imbal hasil dan risiko investasi. Namun, model *mean-variance* Markowitz memiliki kendala dalam implementasinya karena asumsi distribusi *return* yang terbatas dan sensitivitas tinggi terhadap perubahan data, sehingga sulit diterapkan dalam manajemen investasi (Subekti, 2009). Merespon keterbatasan tersebut, William Sharpe (1963) mengembangkan Model

Indeks Tunggal yang lebih sederhana dengan mengasumsikan *return* saham hanya dipengaruhi oleh *return* pasar. Meskipun perhitungannya lebih sederhana, model ini memiliki keterbatasan karena mengabaikan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi *return* saham dan mengasumsikan pergerakan *return* saham selalu searah dengan pergerakan pasar, yang tidak selalu terjadi dalam kondisi nyata (Setiawan & Dewi, 2021). Pada tahun 1964 Sharpe, Lintner, dan Mossin mengembangkan Model Capital Aset Pricing Model (CAPM), Model ini mencoba menyempurnakan pendekatan sebelumnya. Model CAPM dibangun di atas serangkaian asumsi teoritis yang sulit direalisasikan dalam konteks pasar sesungguhnya. Model ini memiliki keterbatasan dalam menjelaskan distribusi pengembalian aset. Meskipun CAPM mengasumsikan distribusi normal pengembalian, namun praktik pasar menunjukkan bahwa *return* yang dihasilkan seringkali memiliki pola yang jauh dari asumsi distribusi normal, yang berpotensi menghasilkan estimasi yang menyesatkan (Baleo Pasaribu et al., 2018).

Meskipun berbagai model portofolio telah dikembangkan, masih terdapat kesenjangan dalam penggunaan metode pembentukan portofolio optimal. Penelitian portofolio di Indonesia umumnya masih menggunakan model-model lama seperti Markowitz, indeks tunggal, dan CAPM. Salah satu model yang efektif namun masih jarang digunakan di Indonesia adalah model Black-Litterman (BL) yang diperkenalkan oleh Fischer Black dan Robert Litterman pada tahun 1992. Model Black-Litterman memiliki pendekatan yang berbeda dari model-model sebelumnya. Model ini menggabungkan kondisi keseimbangan pasar dengan pandangan investor tentang prospek investasi.

Keunggulan model ini adalah dapat memasukkan pandangan investor ke dalam perhitungan portofolio, dimana tingkat keyakinan investor terhadap suatu pandangan dapat diukur secara sistematis (Figelman, 2018). Model Black-Litterman menggunakan *return* portofolio pasar ekuilibrium CAPM sebagai dasar estimasi *return* aset, model ini mengubah *return* portofolio pasar ekuilibrium (keseimbangan pasar) menjadi vektor *return* tersirat dengan mempertimbangkan *return* bebas risiko, kapitalisasi pasar, dan hubungan antar aset (Davis & Lleo, 2013). *Return* ekuilibrium merupakan sekumpulan *return* yang dapat menyeimbangkan pasar ketika seluruh investor memiliki pandangan yang identik. Model Black-Litterman berhasil mengatasi permasalahan sensitivitas input yang sering muncul dalam model *mean-variance*. Penelitian ini memilih model Black-Litterman karena dapat mengatasi kelemahan model portofolio yang lama. Model portofolio lama sangat sensitif terhadap perubahan data input dan sering menghasilkan pembagian dana investasi yang tidak seimbang. Model Black-Litterman lebih fleksibel karena dapat menggabungkan pandangan investor tentang prospek investasi ke dalam perhitungan portofolio.

Penelitian pembentukan portofolio optimal dengan model Black-Litterman sebelumnya telah banyak dilakukan dengan temuan yang beragam. Studi yang dilakukan Pudjiani et al., (2020) menemukan hasil penelitian menunjukkan bahwa saham dengan proporsi terbesar adalah ICBP dengan proporsi 68.5379%. Sementara proporsi terkecil adalah INAF, yaitu 3.0277%. Rata-rata pengembalian dihitung dari proporsi ini, menghasilkan 3.678% sedangkan nilai risiko adalah 1.471%. Hasil penelitian Antika et al., (2022) menunjukkan bahwa views investor saham AKRA diprediksi dengan model GARCH (1,2) kemudian saham ANTM

dengan model GARCH (2,1), ITMG dengan model GARCH (1,2) dan JPFA dengan model ARIMA(0,1,2). Portofolio model Black-Litterman saham AKRA memiliki proporsi sebesar 27,89%, ITMG dengan proporsi sebesar 26,55% dan JPFA dengan proporsi sebesar 45,56%. Hasil pembobotan untuk saham ANTM diperoleh nilai negatif yang mengindikasikan mengalami risiko kerugian sehingga saham ANTM tidak diberikan proporsi bobot. Portofolio model Black-Litterman yang terbentuk menghasilkan *expected return* sebesar 0,00999 dan mengalami risiko portofolio sebesar 0,00034. Penelitian Rahmadi et al., (2024) menunjukkan hasil perhitungan, tingkat keuntungan yang didapatkan pada portofolio yang dibentuk yaitu sebesar 5.48% dengan risiko sebesar 0.40%. Ketiga penelitian ini menunjukkan risiko portofolio yang dihasilkan lebih kecil dibandingkan dengan risiko total masing-masing saham, yang berarti dengan membentuk portofolio optimal, investor akan menanggung risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan berinvestasi pada satu saham saja.

Banyaknya perusahaan atau saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) mungkin membingungkan para investor, terutama investor pemula, saat menentukan saham mana yang akan dibeli. Saat ini, BEI memiliki 44 indeks saham, salah satunya adalah Indeks IDX BUMN20. Indeks IDX BUMN20 merupakan indeks yang mengukur kinerja 20 saham perusahaan tercatat dari badan usaha milik negara (BUMN), badan usaha milik daerah (BUMD) dan anak perusahaannya. Indeks IDX BUMN20 secara resmi dirilis pada tanggal 17 Mei 2018 dengan nilai awal sebesar 100. Saham-saham yang termasuk dalam Indeks IDX BUMN20 yaitu:

Tabel 1.1
Daftar Nama Saham IDX BUMN20 Tahun 2024

No	Nama Saham	Perusahaan
1	ADHI	PT Adhi Karya Tbk
2	AGRO	PT Bank Raya Indonesia Tbk
3	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk
4	BBNI	PT Bank Negara Indonesia Tbk
5	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia Tbk
6	BBTN	PT Bank Tabungan Negara Tbk
7	BJBR	PT Bank Jabar Banten Tbk
8	BJTM	PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk
9	BMRI	PT Bank Mandiri Tbk
10	BRIS	PT Bank Syariah Indonesia Tbk
11	ELSA	PT Elnusa Tbk
12	JSMR	PT Jasa Marga Tbk
13	MTEL	PT Dayamitra Telekomunikasi Tbk
14	PGAS	PT Gas Negara Tbk
15	PGEO	PT Pertamina Geothermal Energy Tbk
16	PTBA	PT Bukit Asam Tbk
17	PTPP	PT Persero Tbk
18	SMGR	PT Semen Indonesia Tbk
19	TINS	PT Timah Tbk
20	TLKM	PT Telkom Indonesia Tbk

Sumber: www.idx.co.id

Indeks IDX BUMN20 dipilih dalam penelitian ini karena saham-saham yang masuk dalam indeks IDX BUMN20 umumnya memiliki tingkat likuiditas yang baik, sehingga memudahkan investor untuk membeli atau menjual saham tanpa mengalami penurunan harga yang signifikan. Selain itu, saham-saham BUMN memiliki karakteristik yang menarik karena secara historis memberikan pembagian dividen yang konsisten dan memiliki prospek pertumbuhan jangka panjang yang baik. Perusahaan BUMN juga bergerak di sektor-sektor strategis seperti perbankan, energi, telekomunikasi, dan infrastruktur yang menjadi penggerak utama perekonomian Indonesia. Hal ini membuat saham-saham dalam IDX BUMN20 menjadi pilihan investasi yang menarik bagi investor. Penelitian ini

menggunakan periode Agustus 2021 hingga Agustus 2024 karena periode tersebut mencerminkan data terkini. Dengan demikian, hasil penelitian diharapkan dapat memberikan informasi yang relevan dan berguna bagi investor dalam mengambil keputusan investasi pada periode selanjutnya.

Berdasarkan uraian permasalahan di atas, maka penting dan menarik untuk dilakukan penelitian yang dirumuskan dalam judul “**Analisis Pembentukan Portofolio Optimal dengan Model Black-Litterman pada Saham IDX BUMN20 di Bursa Efek Indonesia Tahun 2021 – 2024**”

1.2 Identifikasi Masalah Penelitian

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, dapat diidentifikasi beberapa masalah sebagai berikut:

1. Tingginya pertumbuhan investor di pasar modal Indonesia mencapai 12.168.061 dan 57,04% dari 12.168.061 investor tersebut merupakan investor pemula yang tidak diimbangi dengan pemahaman yang memadai tentang strategi investasi yang tepat, sehingga banyak investor, terutama investor pemula, rentan terhadap risiko investasi akibat fenomena FOMO (*Fear of Missing Out*).
2. Model-model portofolio konvensional seperti Markowitz, Indeks Tunggal, dan CAPM memiliki keterbatasan dalam menganalisis pergerakan pasar modal yang kompleks, seperti sensitivitas tinggi terhadap perubahan data, asumsi distribusi *return* yang terbatas, dan kekurangan menangkap faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi *return* saham.

3. Belum optimalnya penggunaan model Black-Litterman dalam pembentukan portofolio investasi di Indonesia, padahal model ini memiliki keunggulan dalam menggabungkan kondisi keseimbangan pasar dengan pandangan investor, serta mampu menghasilkan portofolio yang lebih efisien dan stabil dibandingkan model-model portofolio sebelumnya.

1.3 Pembatasan Masalah

Pembatasan masalah diperlukan untuk memusatkan perhatian pada isu utama yang diteliti. Oleh karena itu, penelitian ini diarahkan pada pembentukan portofolio optimal menggunakan model Black-Litterman, dengan objek saham-saham yang tergabung dalam indeks IDX BUMN20 di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2021 hingga 2024.

1.4 Rumusan Masalah Penelitian

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

1. Bagaimana komposisi saham-saham yang dapat membentuk portofolio optimal yang dihasilkan menggunakan model Black-Litterman pada saham IDX BUMN20 di BEI Tahun 2021-2024?
2. Berapa skala pendanaan yang disalurkan pada setiap entitas dalam pembentukan portofolio optimal yang dihasilkan menggunakan model Black-Litterman pada saham IDX BUMN20 di BEI Tahun 2021-2024?

3. Berapa *return* dan risiko saham dalam potofolio optimal yang dihasilkan menggunakan model Black-Litterman pada saham IDX BUMN20 di BEI periode Tahun 2021-2024?

1.5 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka dapat ditetapkan tujuan dari penelitian ini adalah

1. Untuk mengetahui bagaimana komposisi saham-saham yang dapat membentuk portofolio optimal yang dihasilkan menggunakan model Black-Litterman pada saham IDX BUMN20 di BEI Tahun 2021-2024.
2. Untuk mengetahui berapa skala pendanaan yang disalurkan pada setiap entitas dalam pembentukan portofolio optimal yang dihasilkan menggunakan model Black-Litterman pada saham IDX BUMN20 di BEI Tahun 2021-2024.
3. Untuk mengetahui berapa *return* dan risiko saham dalam portofolio optimal yang dihasilkan menggunakan model Black-Litterman pada saham IDX BUMN20 di BEI Tahun 2021-2024.

1.6 Manfaat Hasil Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

Secara teoritis, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi dan masukan bagi perkembangan di bidang ilmu investasi dan ilmu pembentukan portofolio. Selain itu, penelitian ini juga diharapkan menambah referensi di

dunia investasi saham melalui pembentukan portofolio optimal pada saham-saham yang tergolong indeks IDX BUMN20 di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode Agustus 2021-Agustus 2024.

2. Manfaat Praktis

a. Bagi Penulis

Melalui penelitian ini, penulis berkesempatan untuk memperluas pengetahuan dan pemahaman terkait pembentukan portofolio optimal dengan menggunakan model Black-Litterman. Selain itu, penelitian ini juga menjadi sarana untuk mempertajam kemampuan analisis, memperluas wawasan dan memperdalam kemampuan dalam menginterpretasikan data.

b. Bagi Perusahaan

Penelitian ini dapat memberikan gambaran mengenai kinerja saham dalam konteks pembentukan portofolio optimal. Hasil penelitian dapat menjadi masukan bagi manajemen perusahaan dalam mengembangkan strategi untuk meningkatkan daya tarik saham mereka bagi investor. Perusahaan juga dapat memanfaatkan hasil analisis ini untuk mengevaluasi posisi mereka di pasar modal dan mengambil kebijakan yang tepat untuk meningkatkan nilai perusahaan.

c. Bagi Investor

Secara praktis, temuan dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi sebagai referensi bagi investor dalam mengambil keputusan investasi, sehingga pemilihan saham dan pengalokasian dana dapat dilakukan secara lebih tepat dan optimal.

d. Bagi Universitas

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi dan referensi akademik dalam bidang manajemen investasi, khususnya terkait penerapan model Black-Litterman dalam pembentukan portofolio saham Indeks IDX BUMN20.

