



Risk-Adjusted Performance Measures dalam Penilaian Kinerja Portofolio Investasi

Risk-Adjusted Performance Measures in Investment Portfolio Performance Assessment

Muammar Khaddafi¹, Intan Putri Wiriko², Wulan Putri Ani³, Nazwa Arifa Siregar⁴

Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Malikussaleh

Email: khaddafi@unimal.ac.id¹, intan.230420094@mhs.unimal.ac.id², wulan.230420101@mhs.unimal.ac.id³, nazwa.230420103@mhs.unimal.ac.id⁴

Article Info

Article history:

Received : 07-07-2026

Revised : 09-07-2026

Accepted : 11-07-2026

Published : 13-07-2026

Abstract

The development of capital markets and rising investor participation have underscored the importance of portfolio performance evaluation that considers not only the rate of return but also the associated investment risk. Risk-Adjusted Performance Measures have emerged as widely used methods for assessing portfolio management efficiency, as they integrate both return and risk aspects into a single performance metric. This article aims to analyze the development, characteristics, advantages, limitations, and practical relevance of the Sharpe Ratio, Treynor Ratio, and Jensen's Alpha in evaluating investment portfolio performance. The study employs a descriptive qualitative approach utilizing a literature review method. Secondary data were sourced from academic books, accredited national journal articles, and reputable international journals covering investment theory, portfolio management, and investment performance evaluation. Data analysis was conducted using content analysis techniques, involving the identification, selection, categorization, and synthesis of relevant literature. The findings indicate that these three methods possess distinct characteristics regarding portfolio performance measurement. The Sharpe Ratio utilizes total risk (standard deviation), making it suitable for evaluating portfolios that are not optimally diversified. The Treynor Ratio employs systematic risk (beta), rendering it more appropriate for diversified portfolios. Meanwhile, Jensen's Alpha measures a portfolio's ability to generate abnormal returns based on the Capital Asset Pricing Model (CAPM). The synthesis further reveals that no single method is superior across all investment conditions; therefore, the choice of evaluation method must be tailored to the portfolio's characteristics, the analysis objectives, and market conditions. This study contributes a comprehensive literature synthesis on the evolution of Risk-Adjusted Performance Measures and serves as a valuable reference for academics, researchers, financial practitioners, and investors in evaluating investment portfolio performance.

Keywords: *Risk-Adjusted Performance Measures, Portfolio Performance, Sharpe Ratio*

Absrak

Perkembangan pasar modal dan meningkatnya partisipasi investor mendorong pentingnya evaluasi kinerja portofolio yang tidak hanya berfokus pada tingkat pengembalian (*return*), tetapi juga mempertimbangkan tingkat risiko yang menyertai investasi. Pendekatan Risk-Adjusted Performance Measures menjadi salah satu metode yang banyak digunakan untuk menilai efisiensi pengelolaan portofolio karena mampu mengintegrasikan aspek return dan risiko dalam satu ukuran kinerja. Artikel ini bertujuan untuk menganalisis perkembangan, karakteristik, keunggulan, keterbatasan, serta relevansi penerapan Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha dalam penilaian kinerja portofolio investasi. Penelitian menggunakan pendekatan



kualitatif deskriptif dengan metode tinjauan pustaka (literature review). Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai buku akademik, artikel jurnal nasional terakreditasi, dan jurnal internasional bereputasi yang membahas teori investasi, manajemen portofolio, serta evaluasi kinerja investasi. Analisis data dilakukan menggunakan teknik content analysis melalui tahapan identifikasi, seleksi, pengelompokan, dan sintesis berbagai literatur yang relevan. Hasil kajian menunjukkan bahwa ketiga metode memiliki karakteristik yang berbeda dalam mengukur kinerja portofolio. Sharpe Ratio menggunakan total risiko (standar deviasi) sehingga sesuai untuk mengevaluasi portofolio yang belum terdiversifikasi secara optimal. Treynor Ratio menggunakan risiko sistematis (beta) sehingga lebih tepat diterapkan pada portofolio yang telah terdiversifikasi. Sementara itu, Jensen's Alpha mengukur kemampuan portofolio menghasilkan *abnormal return* berdasarkan Capital Asset Pricing Model (CAPM). Hasil sintesis juga menunjukkan bahwa tidak terdapat satu metode yang paling unggul untuk seluruh kondisi investasi, sehingga pemilihan metode evaluasi harus disesuaikan dengan karakteristik portofolio, tujuan analisis, dan kondisi pasar. Penelitian ini memberikan kontribusi berupa sintesis literatur yang komprehensif mengenai perkembangan Risk-Adjusted Performance Measures serta dapat menjadi referensi bagi akademisi, peneliti, praktisi keuangan, dan investor dalam mengevaluasi kinerja portofolio investasi.

Kata Kunci: *Risk-Adjusted Performance Measures*, *Kinerja Portofolio*, *Sharpe Ratio*

PENDAHULUAN

Investasi telah menjadi salah satu instrumen penting dalam meningkatkan kesejahteraan masyarakat sekaligus mendorong pertumbuhan ekonomi. Perkembangan teknologi informasi, digitalisasi sektor keuangan, serta meningkatnya literasi keuangan telah memberikan kemudahan bagi masyarakat untuk mengakses berbagai instrumen investasi di pasar modal. Kondisi tersebut menyebabkan jumlah investor terus meningkat dan diikuti dengan semakin beragamnya pilihan aset investasi yang tersedia. Dalam situasi tersebut, investor dituntut untuk mampu mengambil keputusan investasi yang tidak hanya berorientasi pada tingkat keuntungan (*return*), tetapi juga mempertimbangkan tingkat risiko yang menyertai investasi tersebut (Bodie et al., 2022).

Pada dasarnya, tujuan utama pembentukan portofolio investasi adalah memperoleh tingkat pengembalian yang optimal dengan tingkat risiko tertentu atau meminimalkan risiko pada tingkat pengembalian yang diharapkan. Konsep tersebut pertama kali diperkenalkan dalam Modern Portfolio Theory (MPT) yang menyatakan bahwa investor rasional akan memilih kombinasi aset yang mampu menghasilkan portofolio efisien melalui proses diversifikasi (Markowitz, 1952). Teori ini menjadi landasan utama dalam perkembangan ilmu manajemen investasi karena menjelaskan bahwa risiko portofolio tidak hanya dipengaruhi oleh risiko masing-masing aset, tetapi juga oleh hubungan atau korelasi antar aset dalam portofolio (Markowitz, 1959).

Seiring berkembangnya teori investasi, penilaian terhadap keberhasilan suatu portofolio tidak lagi cukup dilakukan hanya dengan melihat besarnya tingkat pengembalian (*return*). Portofolio yang menghasilkan return tinggi belum tentu memiliki kinerja yang baik apabila tingkat risiko yang ditanggung investor juga sangat tinggi. Oleh karena itu, evaluasi kinerja portofolio harus mempertimbangkan hubungan antara return dan risiko sehingga mampu memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai efektivitas pengelolaan investasi. Pendekatan tersebut dikenal sebagai Risk-Adjusted Performance Measures, yaitu metode pengukuran kinerja portofolio yang mempertimbangkan tingkat keuntungan relatif terhadap risiko yang dihadapi investor (Sharpe, 1966; Reilly & Brown, 2019).

Dalam praktiknya, terdapat tiga ukuran *risk-adjusted performance* yang paling banyak digunakan, yaitu Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha. Sharpe Ratio mengukur



kelebihan return (*excess return*) terhadap total risiko yang direpresentasikan oleh standar deviasi sehingga sesuai digunakan untuk mengevaluasi portofolio yang belum terdiversifikasi secara optimal (Sharpe, 1966). Berbeda dengan Sharpe Ratio, Treynor Ratio menggunakan risiko sistematis (*systematic risk*) yang diukur melalui koefisien beta sebagai dasar evaluasi sehingga lebih tepat diterapkan pada portofolio yang telah terdiversifikasi dengan baik (Treynor, 1965). Sementara itu, Jensen's Alpha mengukur kemampuan suatu portofolio menghasilkan return aktual yang melebihi return yang diharapkan berdasarkan Capital Asset Pricing Model (CAPM) sehingga dapat menunjukkan kemampuan manajer investasi dalam menciptakan *abnormal return* (Jensen, 1968).

Ketiga metode tersebut memiliki karakteristik yang berbeda sehingga dapat menghasilkan penilaian kinerja yang tidak selalu sama terhadap portofolio yang sama. Perbedaan tersebut terutama disebabkan oleh penggunaan ukuran risiko yang berbeda, yaitu standar deviasi pada Sharpe Ratio dan beta pada Treynor Ratio maupun Jensen's Alpha. Oleh karena itu, pemilihan metode evaluasi kinerja portofolio harus disesuaikan dengan karakteristik portofolio yang dianalisis serta tujuan evaluasi yang ingin dicapai (Elton et al., 2014; Reilly & Brown, 2019).

Berbagai penelitian mengenai evaluasi kinerja portofolio telah dilakukan pada berbagai jenis instrumen investasi, seperti saham, reksa dana, indeks pasar, maupun Exchange Traded Fund (ETF). Namun demikian, hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat satu metode yang secara konsisten memberikan hasil terbaik pada seluruh kondisi pasar. Perbedaan kondisi ekonomi, tingkat volatilitas pasar, karakteristik portofolio, serta metode analisis yang digunakan menyebabkan hasil evaluasi kinerja sering kali berbeda antara satu penelitian dengan penelitian lainnya. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa pemahaman terhadap konsep, asumsi, kelebihan, dan keterbatasan masing-masing metode *risk-adjusted performance* masih menjadi isu penting dalam kajian manajemen investasi (Blake, 2015).

Selain itu, sebagian besar penelitian terdahulu lebih banyak berfokus pada pengujian empiris menggunakan data historis suatu perusahaan, indeks, atau reksa dana tertentu. Kajian yang secara khusus mengintegrasikan hasil-hasil penelitian terdahulu untuk menjelaskan perkembangan konsep, karakteristik, keunggulan, kelemahan, serta relevansi penerapan metode Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha masih relatif terbatas. Padahal, sintesis terhadap berbagai hasil penelitian sangat diperlukan untuk memberikan gambaran yang komprehensif mengenai perkembangan metode penilaian kinerja portofolio sekaligus menjadi dasar bagi penelitian empiris selanjutnya.

Berdasarkan uraian tersebut, artikel ini bertujuan untuk menganalisis perkembangan Risk-Adjusted Performance Measures dalam penilaian kinerja portofolio investasi melalui pendekatan kualitatif deskriptif dengan metode tinjauan pustaka. Artikel ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoritis berupa sintesis literatur mengenai konsep dasar, perkembangan, karakteristik, kelebihan, keterbatasan, serta relevansi penggunaan Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha dalam mengevaluasi kinerja portofolio investasi. Selain itu, hasil kajian ini diharapkan dapat menjadi referensi bagi akademisi, peneliti, praktisi keuangan, maupun investor dalam memilih metode evaluasi kinerja portofolio yang sesuai dengan karakteristik investasi yang dianalisis.



TINJAUAN TEORI

Teori Investasi

Investasi merupakan kegiatan menempatkan sejumlah dana pada suatu aset atau instrumen keuangan dengan harapan memperoleh keuntungan pada masa yang akan datang. Keputusan investasi pada dasarnya selalu melibatkan pertukaran antara tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan dengan risiko (*risk*) yang harus ditanggung investor. Semakin tinggi tingkat keuntungan yang diharapkan, maka semakin besar pula risiko yang harus dihadapi. Prinsip tersebut dikenal sebagai konsep *high risk high return* dan menjadi dasar dalam pengambilan keputusan investasi modern (Bodie et al., 2022).

Menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2022), investasi merupakan komitmen dana pada satu atau lebih aset yang diharapkan mampu memberikan pendapatan atau peningkatan nilai di masa depan. Oleh karena itu, setiap keputusan investasi harus mempertimbangkan kemampuan aset dalam menghasilkan return sekaligus mengendalikan risiko agar tujuan investasi dapat tercapai secara optimal.

Dalam praktiknya, investor umumnya memiliki tujuan yang berbeda-beda, seperti memperoleh pendapatan berkala, meningkatkan nilai kekayaan (*capital gain*), menjaga daya beli terhadap inflasi, maupun mempersiapkan kebutuhan keuangan jangka panjang. Perbedaan tujuan tersebut menyebabkan strategi investasi yang dipilih juga berbeda sesuai dengan tingkat toleransi risiko masing-masing investor (Reilly & Brown, 2019).

Teori Portofolio Modern (Modern Portfolio Theory)

Perkembangan ilmu investasi mengalami perubahan signifikan setelah Harry Markowitz memperkenalkan Modern Portfolio Theory (MPT) pada tahun 1952. Teori ini menjelaskan bahwa investor tidak seharusnya menilai suatu aset secara individual, tetapi harus mempertimbangkan kombinasi berbagai aset dalam suatu portofolio. Diversifikasi yang tepat memungkinkan investor memperoleh tingkat return yang optimal dengan risiko yang lebih rendah dibandingkan jika hanya berinvestasi pada satu aset (Markowitz, 1952).

Markowitz (1959) menjelaskan bahwa risiko suatu portofolio tidak hanya dipengaruhi oleh risiko masing-masing aset, tetapi juga oleh hubungan atau korelasi antar aset. Semakin rendah korelasi antar aset, maka semakin besar manfaat diversifikasi yang dapat diperoleh investor.

Konsep utama dalam Modern Portfolio Theory adalah *efficient portfolio*, yaitu portofolio yang memberikan tingkat return tertinggi pada tingkat risiko tertentu atau memiliki tingkat risiko terendah untuk return yang sama. Portofolio yang memenuhi kriteria tersebut berada pada *efficient frontier*, sehingga menjadi pilihan rasional bagi investor (Markowitz, 1959).

Hingga saat ini, Modern Portfolio Theory masih menjadi dasar pengembangan berbagai model manajemen investasi dan evaluasi kinerja portofolio, termasuk pengembangan Capital Asset Pricing Model (CAPM) dan berbagai metode *risk-adjusted performance*.

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan model keseimbangan pasar yang menjelaskan hubungan antara risiko sistematis dengan tingkat pengembalian yang diharapkan suatu aset. Model ini dikembangkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Treynor sebagai



pengembangan dari teori portofolio Markowitz. CAPM menyatakan bahwa hanya risiko sistematis (*systematic risk*) yang akan diberikan kompensasi oleh pasar, sedangkan risiko tidak sistematis dapat dikurangi melalui diversifikasi.

Dalam CAPM, risiko sistematis diukur menggunakan koefisien beta (β) yang menunjukkan sensitivitas return suatu aset terhadap perubahan return pasar. Semakin besar nilai beta, maka semakin tinggi risiko sistematis yang dimiliki aset tersebut sehingga investor akan menuntut tingkat return yang lebih tinggi (Sharpe, 1964).

Model CAPM menjadi dasar dalam pengembangan metode Treynor Ratio dan Jensen's Alpha karena kedua metode tersebut menggunakan beta sebagai ukuran risiko dalam mengevaluasi kinerja portofolio (Jensen, 1968).

Kinerja Portofolio

Kinerja portofolio merupakan tingkat keberhasilan suatu portofolio dalam menghasilkan return sesuai dengan risiko yang ditanggung investor. Evaluasi kinerja portofolio menjadi bagian penting dalam manajemen investasi karena dapat digunakan sebagai dasar untuk menilai efektivitas strategi investasi maupun kemampuan manajer investasi dalam mengelola dana (Reilly & Brown, 2019).

Pada awal perkembangan teori investasi, penilaian kinerja hanya didasarkan pada besarnya return yang diperoleh. Namun, pendekatan tersebut dianggap kurang tepat karena mengabaikan tingkat risiko yang harus ditanggung investor. Portofolio dengan return tinggi belum tentu memiliki kinerja yang lebih baik apabila dicapai melalui tingkat risiko yang jauh lebih besar dibandingkan portofolio lainnya (Sharpe, 1966).

Oleh karena itu, pengukuran kinerja portofolio saat ini lebih banyak menggunakan pendekatan risk-adjusted performance, yaitu pengukuran yang mempertimbangkan keseimbangan antara return dan risiko.

Risk-Adjusted Performance Measures

Risk-Adjusted Performance Measures merupakan metode evaluasi kinerja investasi yang mengukur tingkat keuntungan yang diperoleh investor setelah mempertimbangkan risiko yang dihadapi selama proses investasi. Pendekatan ini dikembangkan karena return yang tinggi tidak selalu menunjukkan bahwa suatu portofolio memiliki kinerja yang baik apabila risiko yang ditanggung juga sangat tinggi (Sharpe, 1966).

Pengukuran berbasis risiko memberikan informasi yang lebih objektif mengenai efisiensi suatu portofolio dibandingkan hanya menggunakan return. Oleh sebab itu, metode ini menjadi standar dalam berbagai penelitian mengenai evaluasi kinerja investasi serta banyak digunakan oleh perusahaan investasi, manajer aset, maupun peneliti di bidang keuangan (Blake, 2015).

Metode *risk-adjusted performance* yang paling banyak digunakan meliputi: Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha. Ketiga metode tersebut memiliki karakteristik yang berbeda karena menggunakan ukuran risiko yang berbeda dalam mengevaluasi kinerja portofolio.



1. Sharpe Ratio

Sharpe Ratio diperkenalkan oleh William F. Sharpe pada tahun 1966 sebagai ukuran kinerja portofolio yang membandingkan excess return terhadap total risiko yang diukur menggunakan standar deviasi. Semakin besar nilai Sharpe Ratio, maka semakin baik kinerja portofolio karena menunjukkan bahwa setiap satu satuan risiko mampu menghasilkan return yang lebih tinggi (Sharpe, 1966).

Sharpe Ratio banyak digunakan untuk mengevaluasi portofolio yang belum terdiversifikasi secara optimal karena memperhitungkan seluruh risiko investasi, baik risiko sistematis maupun risiko tidak sistematis.

2. Treynor Ratio

Treynor Ratio diperkenalkan oleh Jack L. Treynor pada tahun 1965 sebagai metode evaluasi kinerja portofolio yang menggunakan beta sebagai ukuran risiko. Berbeda dengan Sharpe Ratio, Treynor Ratio hanya memperhitungkan risiko sistematis sehingga lebih tepat digunakan pada portofolio yang telah terdiversifikasi dengan baik (Treynor, 1965).

Semakin besar nilai Treynor Ratio, maka semakin efisien portofolio dalam menghasilkan return terhadap risiko sistematis yang ditanggung investor.

3. Jensen's Alpha

Jensen's Alpha diperkenalkan oleh Michael C. Jensen pada tahun 1968 sebagai ukuran kemampuan manajer investasi menghasilkan return aktual yang melebihi return yang diharapkan berdasarkan Capital Asset Pricing Model (CAPM). Nilai alpha yang positif menunjukkan bahwa portofolio mampu menghasilkan *abnormal return*, sedangkan nilai alpha negatif menunjukkan bahwa kinerja portofolio berada di bawah tingkat return yang diharapkan (Jensen, 1968).

Jensen's Alpha menjadi salah satu indikator yang paling banyak digunakan dalam penelitian mengenai evaluasi kinerja manajer investasi karena mampu mengukur nilai tambah (*value added*) yang dihasilkan dari proses pengelolaan portofolio.

Hubungan Antara Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha

Ketiga metode tersebut memiliki tujuan yang sama, yaitu mengevaluasi kinerja portofolio berdasarkan hubungan antara return dan risiko. Perbedaananya terletak pada jenis risiko yang digunakan sebagai dasar pengukuran. Sharpe Ratio menggunakan total risiko (standar deviasi), sedangkan Treynor Ratio dan Jensen's Alpha menggunakan risiko sistematis (beta). Oleh karena itu, hasil evaluasi suatu portofolio dapat berbeda tergantung karakteristik portofolio dan tingkat diversifikasinya (Elton et al., 2014). Penelitian-penelitian modern juga menunjukkan bahwa ketiga ukuran tersebut tetap menjadi tolok ukur utama dalam evaluasi kinerja portofolio, meskipun telah berkembang ukuran lain seperti Sortino Ratio dan Modigliani–Modigliani Measure (M^2).

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif deskriptif dengan metode tinjauan pustaka (literature review). Pendekatan kualitatif dipilih karena penelitian ini bertujuan untuk memahami, mengkaji, serta menginterpretasikan berbagai konsep, teori, dan hasil penelitian terdahulu mengenai



Risk-Adjusted Performance Measures dalam penilaian kinerja portofolio investasi, tanpa melakukan pengujian hipotesis atau analisis statistik terhadap data primer. Pendekatan deskriptif memungkinkan peneliti menjelaskan fenomena secara sistematis berdasarkan informasi yang diperoleh dari berbagai sumber ilmiah sehingga menghasilkan pemahaman yang komprehensif mengenai perkembangan metode evaluasi kinerja portofolio (Creswell & Creswell, 2023).

Metode tinjauan pustaka digunakan untuk mengidentifikasi, mengevaluasi, membandingkan, dan mensintesis berbagai literatur yang berkaitan dengan konsep Risk-Adjusted Performance Measures, khususnya Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha. Melalui metode ini, penelitian tidak hanya menguraikan konsep teoritis, tetapi juga mengkaji hasil-hasil penelitian sebelumnya guna memperoleh gambaran mengenai perkembangan ilmu pengetahuan, perbedaan temuan penelitian, serta relevansi penerapan masing-masing metode dalam mengevaluasi kinerja portofolio investasi (Snyder, 2019).

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai dokumen ilmiah yang memiliki kredibilitas tinggi. Data dikumpulkan dari artikel jurnal nasional terakreditasi dan jurnal internasional bereputasi yang terindeks Scopus, Web of Science, dan SINTA, serta buku-buku akademik yang membahas teori investasi, manajemen portofolio, dan evaluasi kinerja investasi. Selain itu, penelitian juga memanfaatkan dokumen pendukung seperti prosiding ilmiah dan publikasi lembaga keuangan yang relevan dengan topik penelitian. Referensi klasik, seperti karya Markowitz (1952), Sharpe (1966), Treynor (1965), dan Jensen (1968), digunakan sebagai landasan teoritis, sedangkan referensi terbaru digunakan untuk menggambarkan perkembangan penelitian terkini.

Proses pengumpulan data dilakukan melalui beberapa tahapan. Tahap pertama adalah penelusuran literatur menggunakan basis data ilmiah, antara lain Google Scholar, Scopus, ScienceDirect, SpringerLink, Wiley Online Library, Taylor & Francis, serta Portal Garuda. Kata kunci yang digunakan meliputi *Risk-Adjusted Performance Measures*, *Portfolio Performance*, *Portfolio Evaluation*, *Sharpe Ratio*, *Treynor Ratio*, *Jensen's Alpha*, *Investment Performance*, dan *Portfolio Management*. Selanjutnya dilakukan proses seleksi berdasarkan relevansi judul, abstrak, tujuan penelitian, metode penelitian, serta kesesuaian pembahasan dengan fokus penelitian. Literatur yang dipilih diutamakan berasal dari publikasi sepuluh tahun terakhir untuk memperoleh gambaran perkembangan penelitian terbaru, namun tetap memasukkan referensi klasik yang menjadi dasar pengembangan teori.

Analisis data dilakukan menggunakan analisis isi (content analysis) dengan cara mengidentifikasi, mengelompokkan, membandingkan, serta menginterpretasikan informasi yang diperoleh dari berbagai literatur. Tahapan analisis dimulai dari reduksi data, yaitu memilih informasi yang relevan dengan tujuan penelitian. Selanjutnya dilakukan kategorisasi berdasarkan tema utama, meliputi konsep *Risk-Adjusted Performance Measures*, karakteristik Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha, kelebihan dan keterbatasan masing-masing metode, serta hasil-hasil penelitian terdahulu. Tahap berikutnya adalah sintesis informasi untuk menemukan persamaan, perbedaan, perkembangan konsep, dan implikasi teoritis dari berbagai penelitian yang telah dikaji sehingga diperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai evaluasi kinerja portofolio investasi (Krippendorff, 2018).



Untuk menjaga kualitas penelitian, literatur yang digunakan dipilih berdasarkan tingkat kredibilitas sumber, relevansi dengan topik penelitian, serta kontribusinya terhadap pengembangan teori dan praktik evaluasi kinerja portofolio. Selain itu, peneliti melakukan perbandingan antarreferensi guna meminimalkan subjektivitas dalam proses interpretasi dan memastikan bahwa sintesis yang dihasilkan mencerminkan perkembangan ilmu pengetahuan secara objektif. Dengan demikian, hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan gambaran yang komprehensif mengenai perkembangan metode *Risk-Adjusted Performance Measures* dalam penilaian kinerja portofolio investasi serta dapat menjadi dasar bagi penelitian empiris pada masa yang akan datang.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelusuran berbagai literatur mengenai Risk-Adjusted Performance Measures, diketahui bahwa evaluasi kinerja portofolio mengalami perkembangan yang signifikan sejak diperkenalkannya Modern Portfolio Theory (MPT) oleh Markowitz. Sebelum berkembangnya pendekatan berbasis risiko, keberhasilan investasi umumnya hanya diukur berdasarkan besarnya tingkat pengembalian (*return*). Pendekatan tersebut dinilai kurang mampu menggambarkan kualitas suatu investasi karena mengabaikan tingkat risiko yang harus ditanggung investor. Perkembangan teori keuangan kemudian melahirkan berbagai ukuran risk-adjusted performance yang mengombinasikan return dan risiko sebagai dasar evaluasi kinerja portofolio, sehingga hasil penilaian menjadi lebih objektif dan komprehensif (Sharpe, 1966; Jensen, 1968). Temuan ini juga sejalan dengan berbagai kajian yang menegaskan bahwa pengukuran berbasis risiko merupakan komponen utama dalam evaluasi portofolio modern.

Hasil kajian menunjukkan bahwa tiga metode yang paling banyak digunakan dalam penelitian maupun praktik investasi adalah Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha. Ketiga metode tersebut dikembangkan berdasarkan kerangka teori portofolio modern dan Capital Asset Pricing Model (CAPM). Walaupun memiliki tujuan yang sama, yaitu mengukur kinerja investasi berdasarkan hubungan antara return dan risiko, masing-masing metode menggunakan indikator risiko yang berbeda sehingga menghasilkan karakteristik evaluasi yang tidak selalu sama.

Analisis Sharpe Ratio dalam Penilaian Kinerja Portofolio

Berdasarkan hasil sintesis berbagai penelitian, Sharpe Ratio merupakan ukuran kinerja portofolio yang paling luas digunakan dalam evaluasi investasi karena mampu mengukur excess return yang diperoleh investor untuk setiap satu satuan total risiko yang ditanggung. Risiko dalam metode ini diukur menggunakan standar deviasi sehingga mencerminkan keseluruhan volatilitas portofolio, baik risiko sistematis maupun risiko tidak sistematis. Oleh karena itu, Sharpe Ratio dinilai paling sesuai untuk mengevaluasi portofolio yang belum terdiversifikasi secara optimal atau ketika investor ingin mengetahui efisiensi keseluruhan suatu investasi (Sharpe, 1966).

Berbagai penelitian menunjukkan bahwa portofolio dengan nilai Sharpe Ratio yang lebih tinggi umumnya memiliki efisiensi investasi yang lebih baik karena mampu menghasilkan excess return yang lebih besar untuk setiap unit risiko total. Namun demikian, metode ini memiliki keterbatasan, yaitu sangat bergantung pada asumsi bahwa distribusi return bersifat normal serta menggunakan standar deviasi sebagai satu-satunya ukuran risiko. Pada kondisi pasar yang mengalami volatilitas ekstrem atau ketika distribusi return bersifat tidak normal, interpretasi Sharpe Ratio perlu dilakukan secara hati-hati.



Analisis Treynor Ratio dalam Penilaian Kinerja Portofolio

Hasil kajian menunjukkan bahwa Treynor Ratio menggunakan pendekatan yang berbeda dibandingkan Sharpe Ratio. Risiko dalam metode ini diukur menggunakan beta, yaitu ukuran risiko sistematis yang mencerminkan sensitivitas return portofolio terhadap perubahan pasar. Dengan demikian, Treynor Ratio hanya memperhitungkan risiko yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Hal tersebut menyebabkan metode ini lebih tepat digunakan pada portofolio yang telah terdiversifikasi dengan baik, karena risiko tidak sistematis diasumsikan telah diminimalkan (Treynor, 1965).

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa penggunaan Treynor Ratio menghasilkan evaluasi yang lebih relevan pada reksa dana, indeks saham, maupun portofolio institusional yang memiliki tingkat diversifikasi tinggi. Sebaliknya, apabila diterapkan pada portofolio yang masih terkonsentrasi pada beberapa aset, hasil evaluasi berpotensi kurang mencerminkan risiko sebenarnya karena hanya mempertimbangkan risiko sistematis.

Analisis Jensen's Alpha dalam Penilaian Kinerja Portofolio

Berdasarkan hasil sintesis literatur, Jensen's Alpha merupakan ukuran yang digunakan untuk mengetahui kemampuan suatu portofolio menghasilkan abnormal return, yaitu selisih antara return aktual dengan return yang diharapkan berdasarkan model CAPM. Nilai alpha yang positif menunjukkan bahwa portofolio mampu memberikan kinerja di atas ekspektasi pasar setelah mempertimbangkan risiko sistematis, sedangkan nilai alpha negatif menunjukkan bahwa kinerja portofolio berada di bawah tingkat pengembalian yang seharusnya diperoleh (Jensen, 1968).

Literatur menunjukkan bahwa Jensen's Alpha banyak digunakan untuk mengevaluasi kemampuan manajer investasi dalam menciptakan nilai tambah (*value added*). Berbeda dengan Sharpe Ratio dan Treynor Ratio yang menghasilkan ukuran efisiensi, Jensen's Alpha lebih menitikberatkan pada kemampuan menghasilkan return di atas return normal pasar. Oleh karena itu, metode ini sering digunakan dalam penelitian mengenai kinerja reksa dana, dana pensiun, maupun manajemen investasi aktif.

Perbandingan Ketiga Metode Risk-Adjusted Performance

Hasil sintesis menunjukkan bahwa tidak terdapat satu metode yang dapat dianggap paling baik untuk seluruh kondisi investasi. Sharpe Ratio lebih tepat digunakan ketika seluruh risiko investasi menjadi perhatian utama investor. Treynor Ratio lebih sesuai digunakan pada portofolio yang telah terdiversifikasi karena hanya memperhitungkan risiko sistematis. Sementara itu, Jensen's Alpha lebih efektif digunakan apabila tujuan evaluasi adalah mengukur kemampuan manajer investasi menghasilkan return di atas tingkat return yang diharapkan berdasarkan CAPM. Perbedaan dasar pengukuran risiko tersebut menyebabkan ketiga metode dapat menghasilkan peringkat portofolio yang berbeda meskipun objek investasi yang dianalisis sama.

Temuan ini juga didukung oleh penelitian terbaru pada saham IDX80, yang menunjukkan bahwa penggunaan Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha dapat menghasilkan interpretasi yang berbeda terhadap kinerja portofolio karena masing-masing mengukur dimensi risiko yang berbeda. Dengan demikian, pemilihan metode evaluasi harus mempertimbangkan tujuan analisis, karakteristik portofolio, dan kondisi pasar yang sedang berlangsung.



Implikasi Teoretis

Dari perspektif teori, hasil kajian memperlihatkan bahwa perkembangan Risk-Adjusted Performance Measures merupakan kelanjutan dari Modern Portfolio Theory dan Capital Asset Pricing Model. Ketiga ukuran kinerja tersebut memperkuat pandangan bahwa keberhasilan investasi tidak hanya ditentukan oleh besarnya return, tetapi juga oleh kemampuan portofolio dalam mengelola risiko secara efisien. Dengan demikian, evaluasi kinerja investasi sebaiknya selalu mempertimbangkan hubungan antara return dan risiko agar hasil penilaian lebih objektif dan mencerminkan kondisi investasi yang sebenarnya.

Implikasi Praktis

Bagi investor individu, hasil kajian ini menunjukkan bahwa penggunaan satu metode evaluasi saja belum tentu memberikan gambaran menyeluruh mengenai kualitas suatu portofolio. Investor dengan portofolio yang belum terdiversifikasi disarankan menggunakan Sharpe Ratio karena mempertimbangkan seluruh risiko investasi. Sebaliknya, investor institusional atau pengelola dana yang memiliki portofolio terdiversifikasi dapat menggunakan Treynor Ratio maupun Jensen's Alpha untuk mengevaluasi efisiensi pengelolaan investasi berdasarkan risiko sistematis. Penggunaan ketiga metode secara bersamaan akan menghasilkan evaluasi yang lebih komprehensif sehingga dapat meningkatkan kualitas pengambilan keputusan investasi.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil kajian literatur, dapat disimpulkan bahwa Risk-Adjusted Performance Measures merupakan pendekatan yang efektif dalam mengevaluasi kinerja portofolio investasi karena tidak hanya mempertimbangkan tingkat pengembalian (*return*), tetapi juga memperhitungkan tingkat risiko yang melekat pada investasi. Pendekatan ini memberikan gambaran yang lebih objektif mengenai efisiensi pengelolaan portofolio dibandingkan pengukuran yang hanya berorientasi pada return. Perkembangan metode ini merupakan implementasi dari Modern Portfolio Theory (MPT) dan Capital Asset Pricing Model (CAPM) yang menekankan pentingnya hubungan antara risiko dan return dalam pengambilan keputusan investasi.

Hasil sintesis menunjukkan bahwa Sharpe Ratio, Treynor Ratio, dan Jensen's Alpha merupakan tiga metode utama yang paling banyak digunakan dalam penilaian kinerja portofolio. Sharpe Ratio lebih sesuai digunakan untuk mengevaluasi portofolio yang belum terdiversifikasi secara optimal karena menggunakan total risiko sebagai dasar pengukuran. Treynor Ratio lebih tepat diterapkan pada portofolio yang telah terdiversifikasi dengan baik karena hanya mempertimbangkan risiko sistematis. Sementara itu, Jensen's Alpha digunakan untuk mengukur kemampuan portofolio atau manajer investasi dalam menghasilkan *abnormal return* di atas tingkat pengembalian yang diharapkan berdasarkan CAPM.

Kajian ini juga menunjukkan bahwa tidak terdapat satu metode yang dapat dianggap paling unggul untuk seluruh kondisi investasi. Perbedaan karakteristik risiko, tingkat diversifikasi portofolio, tujuan evaluasi, serta kondisi pasar menyebabkan setiap metode memiliki keunggulan dan keterbatasan masing-masing. Oleh karena itu, pemilihan metode evaluasi kinerja portofolio harus disesuaikan dengan karakteristik investasi yang dianalisis agar hasil penilaian menjadi lebih akurat, objektif, dan relevan.



Secara teoritis, penelitian ini memperkuat pemahaman mengenai perkembangan konsep Risk-Adjusted Performance Measures serta hubungan antara teori portofolio modern dengan metode evaluasi kinerja investasi. Secara praktis, hasil kajian ini dapat menjadi referensi bagi akademisi, peneliti, investor, dan manajer investasi dalam memilih metode evaluasi kinerja portofolio yang sesuai dengan tujuan analisis dan karakteristik investasi. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat menjadi landasan bagi penelitian selanjutnya yang mengombinasikan pendekatan tinjauan pustaka dengan analisis empiris pada berbagai instrumen investasi, seperti saham, reksa dana, obligasi, maupun aset keuangan lainnya, sehingga dapat memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai efektivitas Risk-Adjusted Performance Measures dalam berbagai kondisi pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Blake, D. (2015). *Risk-adjusted performance measurement*. John Wiley & Sons.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2022). *Essentials of investments* (12th ed.). McGraw-Hill.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2018). *Investments* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2023). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (6th ed.). SAGE Publications.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2014). *Modern portfolio theory and investment analysis* (9th ed.). John Wiley & Sons.
- Hartono, J. (2022). *Teori portofolio dan analisis investasi* (Edisi ke-12). BPFE Yogyakarta.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389–416. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x>
- Krippendorff, K. (2018). *Content analysis: An introduction to its methodology* (4th ed.). SAGE Publications.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio selection: Efficient diversification of investments*. John Wiley & Sons.
- Reilly, F. K., Brown, K. C., & Leeds, S. J. (2019). *Investment analysis and portfolio management* (11th ed.). Cengage Learning.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119–138.
- Snyder, H. (2019). Literature review as a research methodology: An overview and guidelines. *Journal of Business Research*, 104, 333–339. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.07.039>
- Treynor, J. L. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63–75.