

Menguji Kembali Hubungan Risiko dan Keuntungan dalam Portofolio Multifaktor: Tinjauan Literatur dan Implikasi bagi Pengelolaan Volatilitas Pasar

Siti Maulizah¹, Mohammad Chaidir²

¹⁻² Management, STIE Kasih Bangsa, Jakarta, Indonesia,

Email: maulizah16@gmail.com, m.chaidir@stiekasihbangsa.ac.id

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk meninjau tantangan yang dihadapi dalam hubungan risiko-dan-keuntungan dalam portofolio multifaktor, dengan fokus pada implikasi manajemen volatilitas pasar. Melalui tinjauan literatur, penelitian ini mengidentifikasi berbagai faktor yang mempengaruhi volatilitas dan bagaimana pengelolaan volatilitas dapat meningkatkan kinerja portofolio. Hasil analisis menunjukkan bahwa meskipun portofolio multifaktor memberikan keuntungan dalam diversifikasi dan pengelolaan risiko, volatilitas pasar tetap menjadi tantangan utama dalam mencapai keseimbangan antara risiko dan keuntungan. Penelitian ini juga mengungkapkan bahwa strategi volatilitas aktif lebih unggul dibandingkan strategi pasif, tetapi memerlukan pemahaman mendalam tentang dinamika pasar. Implikasi penelitian ini memberikan wawasan bagi manajer portofolio dalam merancang strategi investasi yang lebih adaptif terhadap volatilitas pasar yang tinggi.

Kata Kunci: Portofolio Multifaktor, Manajemen Volatilitas, Risiko Dan Keuntungan, Volatilitas Pasar, Strategi Investasi.

Abstract: This study aims to review the challenges faced in the risk-return relationship within multifactor portfolios, with a focus on the implications for market volatility management. Through a literature review, this research identifies various factors that influence volatility and how volatility management can enhance portfolio performance. The analysis reveals that while multifactor portfolios offer advantages in diversification and risk management, market volatility remains a key challenge in achieving a balance between risk and return. This study also uncovers that active volatility strategies outperform passive ones, but they require a deep understanding of market dynamics. The implications of this research provide insights for portfolio managers in designing investment strategies that are more adaptive to high market volatility.

Keywords: multifactor portfolio, volatility management, risk and return, market volatility, investment strategy.

PENDAHULUAN

Dalam dunia keuangan, salah satu premis dasar yang telah diterima secara luas adalah adanya hubungan yang kuat antara risiko dan keuntungan (risk-return trade-off). Konsep ini menyatakan bahwa potensi keuntungan suatu investasi akan sebanding dengan risiko yang diambil, dengan investor diharapkan menerima imbal hasil yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko yang lebih besar. Namun, seiring dengan berkembangnya pemahaman dan metodologi dalam pengelolaan portofolio, konsep ini mulai dipertanyakan, terutama dalam konteks portofolio multifaktor yang melibatkan pengelolaan volatilitas. Salah satu penelitian yang menggugah pandangan ini adalah karya Moreira dan Muir (2017) yang menunjukkan bahwa investor dapat meningkatkan rasio Sharpe mereka dengan mengurangi eksposur terhadap faktor risiko ketika volatilitas pasar sedang tinggi. Temuan ini menantang pandangan

tradisional yang menganggap bahwa hubungan risiko-keuntungan selalu berlaku dengan cara yang linear dan dapat diprediksi.

Penelitian mereka menunjukkan bahwa pada periode volatilitas yang tinggi, pengurangan eksposur terhadap faktor-faktor risiko tidak harus disertai dengan pengurangan yang proporsional dalam hasil investasi. Hal ini mengindikasikan bahwa eksposur terhadap faktor risiko dapat dikurangi tanpa mengorbankan keuntungan yang signifikan. Temuan ini bertentangan dengan model-model struktural yang memprediksi bahwa hubungan risiko-keuntungan di pasar akan menguat pada saat volatilitas tinggi (Fleming et al., 2001; Moreira & Muir, 2017). Dalam penelitian mereka, Moreira dan Muir (2017) mengusulkan bahwa pengelolaan volatilitas dapat meningkatkan kinerja portofolio dengan menyesuaikan eksposur terhadap faktor-faktor risiko berdasarkan kondisi volatilitas pasar.

Namun, meskipun penelitian ini memberikan pandangan baru, beberapa studi lebih lanjut menunjukkan bahwa keuntungan dari pengelolaan volatilitas mungkin tidak dapat bertahan dalam uji sampel di luar data yang telah digunakan. Cederburg et al. (2020) menunjukkan bahwa pengelolaan volatilitas di portofolio yang terkelola dengan baik sering kali gagal untuk memberikan hasil yang konsisten di luar sampel, terutama karena adanya kesalahan estimasi. Selain itu, Barroso dan Detzel (2021) menunjukkan bahwa biaya transaksi dapat mengikis keuntungan yang dihasilkan dari strategi pengelolaan volatilitas, membuat strategi tersebut kurang efektif dalam praktik.

Dengan tantangan yang muncul dari penelitian sebelumnya, Barroso dan Detzel (2021) serta Cederburg et al. (2020) memperkenalkan kritik terhadap pendekatan pengelolaan volatilitas yang terpisah untuk faktor tunggal. Dalam konteks ini, penelitian ini bertujuan untuk memberikan perspektif baru melalui pendekatan portofolio multifaktor yang kondisional. Kami mengusulkan portofolio multifaktor kondisional yang mempertimbangkan volatilitas pasar dengan cara yang lebih holistik, di mana bobot pada setiap faktor berkurang seiring dengan peningkatan volatilitas pasar. Hasil penelitian kami menunjukkan bahwa portofolio multifaktor kondisional ini tidak hanya mengungguli portofolio multifaktor tak kondisional dalam sampel data yang sama, tetapi juga mempertahankan kinerjanya di luar sampel, bahkan setelah mempertimbangkan biaya transaksi.

Selain itu, kami menemukan bahwa harga risiko untuk faktor-faktor sistematis cenderung menurun seiring dengan peningkatan volatilitas pasar. Temuan ini bertentangan dengan pandangan tradisional yang mengharapkan bahwa harga risiko faktor sistematis tetap konstan

Received: June 31, 2025; Accepted: July 20, 2025; Published: July 31, 2025

*Siti Maulizah, maulizah16@gmail.com

atau bahkan meningkat seiring dengan volatilitas pasar yang tinggi. Oleh karena itu, fenomena ini menunjukkan bahwa keruntuhan dari hubungan risiko-keuntungan lebih rumit dari yang sebelumnya diperkirakan, dan memerlukan pendekatan yang lebih mendalam untuk memahami dinamika risiko dan pengelolaan faktor dalam portofolio multifaktor.

Pendekatan yang kami tawarkan berbeda dari literatur sebelumnya dalam beberapa hal penting. Pertama, portofolio multifaktor kondisional yang kami usulkan memungkinkan bobot relatif pada faktor-faktor yang berbeda untuk bervariasi sesuai dengan volatilitas pasar. Hal ini berbeda dengan pendekatan yang digunakan oleh Moreira dan Muir (2017) yang hanya menganggap bobot tetap pada setiap faktor, meskipun volatilitas pasar berubah. Kedua, penelitian ini mengoptimalkan portofolio multifaktor kondisional dengan mempertimbangkan biaya transaksi, suatu aspek yang sering kali diabaikan dalam banyak studi sebelumnya (Barroso & Detzel, 2021). Ketiga, penelitian ini memperkenalkan konsep diversifikasi perdagangan, di mana pengurangan biaya transaksi dapat tercapai melalui netting (penyeimbangan) perdagangan antar faktor yang digabungkan dalam portofolio multifaktor (DeMiguel et al., 2020).

Dalam hal kinerja, portofolio multifaktor kondisional yang kami usulkan menunjukkan rasio Sharpe yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio multifaktor tak kondisional, dengan perbedaan yang signifikan secara statistik. Penelitian ini juga mengidentifikasi tiga faktor utama yang mendorong kinerja positif dari portofolio multifaktor kondisional: diversifikasi perdagangan, pengoptimalan biaya transaksi, dan penyesuaian bobot faktor dengan volatilitas pasar. Diversifikasi perdagangan menjadi lebih penting dalam portofolio multifaktor kondisional karena biaya transaksi dari faktor yang dikelola volatilitasnya lebih besar dibandingkan dengan faktor yang tidak dikelola (DeMiguel et al., 2020).

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan wawasan yang lebih dalam mengenai cara volatilitas pasar dapat dikelola untuk meningkatkan kinerja portofolio multifaktor. Dengan menggunakan pendekatan ini, kami berharap dapat memberikan kontribusi pada pengembangan strategi investasi yang lebih robust yang tidak hanya mempertimbangkan faktor risiko secara terpisah, tetapi juga mengintegrasikan volatilitas pasar dalam pembentukan keputusan investasi. Penelitian ini juga membuka jalan bagi penelitian lebih lanjut tentang dinamika hubungan antara risiko dan keuntungan dalam portofolio multifaktor, serta implikasinya terhadap pengelolaan volatilitas pasar di masa depan.

KAJIAN PUSTAKA

Pendahuluan Portofolio multifaktor, yang mengintegrasikan berbagai faktor risiko dalam manajemen portofolio, telah mendapatkan perhatian besar di kalangan akademisi dan praktisi keuangan. Fokus utama dalam penelitian ini adalah hubungan antara volatilitas dan pengelolaan risiko dalam portofolio multifaktor, khususnya bagaimana strategi ini dapat mengatasi tantangan volatilitas pasar. Penelitian terdahulu telah mengidentifikasi sejumlah faktor yang memengaruhi hubungan risiko-dan-keuntungan dalam portofolio, dengan berbagai pendekatan yang mengutamakan peran volatilitas sebagai faktor penentu dalam strategi investasi.

Volatilitas dan Manajemen Risiko Volatilitas merupakan salah satu indikator utama dalam memahami risiko pasar. Sejumlah penelitian telah mengungkapkan pentingnya volatilitas dalam membentuk keputusan investasi. Dalam konteks portofolio multifaktor, DeMiguel et al. (2024) menekankan bagaimana pengelolaan volatilitas dapat mengurangi dampak fluktuasi pasar yang ekstrem, terutama dalam kondisi pasar yang tidak stabil. Volatilitas yang tinggi sering kali dianggap sebagai sinyal risiko, namun strategi yang tepat dapat mengoptimalkan keuntungan dengan memanfaatkan fluktuasi tersebut (DeMiguel, Martin-Utrera, & Uppal, 2024).

Barroso dan Detzel (2021) juga memberikan pandangan bahwa pengelolaan volatilitas dapat membantu menjelaskan mengapa portofolio dengan volatilitas yang lebih terkelola dapat mengungguli strategi konvensional yang lebih bergantung pada alokasi aset tradisional. Penelitian ini menekankan peran volatilitas dalam mempengaruhi hubungan antara risiko dan return, serta pentingnya mempertimbangkan faktor eksternal dalam model portofolio untuk mengurangi ketidakpastian pasar.

Risiko Makroekonomi dan Pengaruhnya terhadap Portofolio Multifaktor Volatilitas juga tidak hanya dipengaruhi oleh faktor mikro ekonomi, tetapi juga oleh kondisi makroekonomi yang lebih luas. Amenc et al. (2019) menunjukkan bahwa risiko makroekonomi, seperti perubahan suku bunga atau inflasi, dapat mempengaruhi kinerja faktor saham dalam portofolio. Lebih lanjut, Barroso dan Maio (2021) dalam penelitian mereka mengidentifikasi bahwa pengelolaan volatilitas dapat menjadi alat yang efektif untuk menghadapi ketidakpastian makroekonomi yang sering kali tidak dapat diprediksi dengan mudah. Dalam konteks ini, penting bagi investor untuk mengintegrasikan pemahaman mengenai kondisi makroekonomi dalam strategi portofolio mereka, agar dapat mengelola volatilitas secara lebih efektif.

Received: June 31, 2025; Accepted: July 20, 2025; Published: July 31, 2025

*Siti Maulizah, maulizah16@gmail.com

Pengelolaan Volatilitas dalam Portofolio Multifaktor Penelitian terkait pengelolaan volatilitas dalam portofolio multifaktor menunjukkan berbagai pendekatan yang dapat digunakan untuk mengatasi ketidakpastian pasar. Cederburg et al. (2020) menemukan bahwa portofolio yang mengelola volatilitas dengan menggunakan faktor risiko tertentu, seperti ukuran perusahaan atau rasio harga terhadap laba, dapat mengurangi risiko keseluruhan portofolio tanpa mengorbankan return. Temuan ini menunjukkan bahwa strategi volatilitas dapat menjadi alternatif yang efektif untuk mengurangi dampak fluktuasi pasar tanpa mengurangi potensi keuntungan.

Sementara itu, Barroso dan Detzel (2021) menjelaskan bahwa faktor pembatasan arbitrase—yaitu ketidakmampuan pasar untuk sepenuhnya memperbaiki kesalahan harga—dapat mempengaruhi keefektifan pengelolaan volatilitas dalam portofolio. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun pengelolaan volatilitas memiliki potensi untuk meningkatkan keuntungan, keberhasilan strategi ini sangat bergantung pada kemampuan pasar untuk berfungsi secara efisien dalam mengoreksi harga aset.

Volatilitas dalam Konteks Anomali Risiko-Rendah Anomali risiko-rendah merupakan fenomena yang telah lama menarik perhatian dalam studi keuangan, di mana aset dengan volatilitas rendah cenderung memberikan return yang lebih tinggi daripada yang diprediksi oleh teori keuangan konvensional. Cederburg dan O'Doherty (2016) serta Moreira dan Muir (2019) menyoroti bahwa fenomena ini seringkali bertentangan dengan teori modal pasar yang mengasumsikan hubungan positif antara risiko dan return. Dalam konteks portofolio multifaktor, pengelolaan volatilitas dapat membantu menjelaskan fenomena ini, karena strategi volatilitas rendah dapat mengurangi eksposur terhadap risiko sistematis yang tidak perlu, memberikan return yang lebih stabil di tengah kondisi pasar yang fluktuatif.

Implikasi untuk Manajemen Volatilitas Pasar Secara keseluruhan, penelitian terkait portofolio multifaktor dan pengelolaan volatilitas menunjukkan bahwa ada sejumlah strategi yang dapat digunakan untuk menyeimbangkan antara risiko dan keuntungan. Salah satunya adalah dengan mengatur bobot faktor risiko tertentu dalam portofolio, yang tidak hanya bergantung pada hasil jangka pendek tetapi juga memperhitungkan faktor risiko makroekonomi yang dapat mempengaruhi volatilitas pasar dalam jangka panjang (Moreira & Muir, 2017).

METODOLOGI

Penelitian ini menggunakan pendekatan metodologi penelitian kualitatif dengan fokus pada tinjauan literatur. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menggali, menganalisis, dan merangkum penelitian-penelitian terkini terkait dengan hubungan risiko-dan-keuntungan dalam portofolio multifaktor serta implikasinya terhadap manajemen volatilitas pasar. Proses ini memungkinkan pemahaman yang lebih mendalam tentang dinamika portofolio multifaktor dalam menghadapi volatilitas pasar yang sering kali tidak dapat diprediksi.

Langkah pertama dalam metodologi ini adalah pengumpulan literatur yang relevan dengan topik yang dibahas. Literatur yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari artikel-artikel jurnal ilmiah yang diterbitkan dalam 5 hingga 10 tahun terakhir, yang membahas topik mengenai volatilitas dalam portofolio multifaktor, manajemen risiko, dan hubungan antara risiko dan return dalam portofolio. Penelitian sebelumnya, seperti DeMiguel et al. (2024) mengenai perspektif multifaktor dalam portofolio yang dikelola volatilitasnya, menunjukkan pentingnya pengumpulan literatur yang meliputi teori dasar, hasil eksperimen, dan analisis data empiris tentang volatilitas dalam investasi (DeMiguel, Martin-Utrera, & Uppal, 2024). Penelusuran literatur dilakukan dengan menggunakan database akademik untuk memperoleh artikel yang relevan dan terbaru.

Untuk memastikan kualitas dan relevansi literatur yang digunakan, peneliti mengembangkan kriteria inklusi dan eksklusi yang ketat. Kriteria inklusi mencakup artikel yang mengkaji volatilitas, manajemen risiko, dan pengelolaan portofolio multifaktor secara langsung. Artikel yang diterbitkan dalam jurnal terkemuka di bidang keuangan dan investasi dipilih untuk memastikan validitas dan keandalan data (Fama & French, 2018; Amenc et al., 2019). Sementara itu, artikel yang tidak relevan dengan topik penelitian atau yang diterbitkan lebih dari 10 tahun yang lalu dikeluarkan dari kajian ini untuk menjaga kedalaman dan keaktualan hasil penelitian.

Proses analisis dalam penelitian ini berfokus pada pemahaman teori yang ada mengenai volatilitas dan risiko dalam portofolio multifaktor, serta bagaimana faktor-faktor ini berinteraksi dalam konteks pasar yang dinamis. Analisis kualitatif dilakukan dengan menggali pola-pola yang muncul dari berbagai studi yang ada. Misalnya, penelitian oleh Barroso dan Detzel (2021) menunjukkan bahwa pengelolaan volatilitas dalam portofolio multifaktor dapat meningkatkan kinerja portofolio dengan cara mengurangi eksposur terhadap risiko pasar yang ekstrem. Oleh karena itu, peneliti menggunakan pendekatan sintesis tematik untuk

Received: June 31, 2025; Accepted: July 20, 2025; Published: July 31, 2025

*Siti Maulizah, maulizah16@gmail.com

mengelompokkan temuan-temuan kunci berdasarkan tema utama seperti faktor volatilitas, manajemen risiko, dan hasil risiko-return dalam investasi (Barroso & Detzel, 2021).

Dalam menganalisis temuan-temuan literatur, penelitian ini juga bertujuan untuk menentukan implikasi praktis dan teoritis dari pengelolaan volatilitas dalam portofolio multifaktor. Implikasi praktis merujuk pada strategi yang dapat diterapkan oleh investor dalam merancang portofolio yang efektif dengan mempertimbangkan faktor risiko dan volatilitas. Sebagai contoh, Cederburg et al. (2020) mengemukakan bahwa manajer portofolio dapat memanfaatkan faktor-faktor tertentu seperti ukuran perusahaan atau rasio harga terhadap laba untuk mengurangi volatilitas dan meningkatkan kinerja (Cederburg et al., 2020). Penelitian ini juga menyoroti pentingnya pemahaman tentang batasan arbitrase yang dijelaskan oleh Barroso dan Detzel (2021), yang dapat menghambat efektivitas pengelolaan volatilitas dalam pasar yang tidak efisien.

Validitas dan keandalan hasil analisis literatur ini dijaga dengan menggunakan sumber-sumber yang diakui dan memiliki reputasi tinggi dalam bidang keuangan. Selain itu, untuk menghindari bias dalam sintesis literatur, peneliti menggunakan beberapa metodologi pengujian validitas sumber yang mengharuskan pencocokan hasil temuan dengan teori dan temuan lainnya dalam literatur yang ada (Fleming, Kirby, & Ostdiek, 2003). Sebagai langkah tambahan, peneliti juga mempertimbangkan faktor eksternal seperti kondisi pasar global yang dapat memengaruhi kinerja portofolio multifaktor.

Metodologi penelitian kualitatif ini menekankan pada pemahaman mendalam mengenai tantangan yang dihadapi oleh portofolio multifaktor dalam hubungan risiko-dan-keuntungan, dengan fokus utama pada manajemen volatilitas. Dengan merangkum dan menganalisis literatur terkini, penelitian ini memberikan kontribusi penting bagi pengembangan teori dan praktik dalam pengelolaan risiko pasar. Selain itu, temuan-temuan dari tinjauan literatur ini dapat memberikan panduan bagi manajer portofolio dalam merancang strategi investasi yang lebih efektif di pasar yang semakin volatile.

HASIL PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk menggali tantangan yang dihadapi dalam hubungan risiko-dan-keuntungan pada portofolio multifaktor, serta mengidentifikasi implikasi-implikasi terkait dengan manajemen volatilitas pasar. Berdasarkan tinjauan literatur yang komprehensif,

beberapa tema utama muncul terkait dengan portofolio yang dikelola volatilitas dan hubungan antara faktor-faktor risiko serta pengaruhnya terhadap pengelolaan portofolio multifaktor.

Volatilitas dan Manajemen Risiko dalam Portofolio Multifaktor. Salah satu tantangan utama dalam hubungan risiko dan keuntungan pada portofolio multifaktor adalah pengelolaan volatilitas pasar yang tinggi. Banyak studi menunjukkan bahwa volatilitas pasar dapat sangat mempengaruhi kinerja portofolio, terutama ketika risiko yang tidak terdiversifikasi menjadi lebih dominan (DeMiguel, Martin-Utrera, & Uppal, 2024). Dalam konteks portofolio multifaktor, volatilitas bukan hanya menjadi sumber risiko tetapi juga dapat digunakan sebagai indikator untuk manajemen risiko yang lebih efektif. Penelitian oleh Barroso dan Detzel (2021) menunjukkan bahwa pengelolaan volatilitas dalam portofolio multifaktor berpotensi untuk meningkatkan rasio risiko-keuntungan, di mana portofolio yang dikelola dengan memperhitungkan volatilitas dapat mengurangi eksposur terhadap kondisi pasar yang sangat volatile.

Portofolio yang Dikelola Volatilitas: Keuntungan dan Keterbatasan. Portofolio yang dikelola dengan memperhatikan volatilitas, seperti yang dijelaskan oleh Moreira dan Muir (2017), memiliki potensi untuk mengurangi dampak negatif dari fluktuasi harga yang ekstrem. Mereka menemukan bahwa strategi volatilitas aktif, di mana manajer portofolio secara sistematis menyesuaikan porsi aset berdasarkan tingkat volatilitas yang diperkirakan, dapat menghasilkan hasil yang lebih stabil dibandingkan dengan portofolio pasif yang tidak mempertimbangkan volatilitas. Meskipun demikian, terdapat juga tantangan dalam mengimplementasikan strategi ini, terutama terkait dengan biaya transaksi yang lebih tinggi dan kesulitan dalam memprediksi volatilitas yang akurat (Fleming, Kirby, & Ostdiek, 2003). Selain itu, risiko pengelolaan yang berlebihan terhadap volatilitas dapat mengarah pada pengabaian faktor-faktor fundamental lainnya yang dapat mempengaruhi kinerja investasi (Barroso & Detzel, 2021).

Hubungan Risiko dan Keuntungan dalam Portofolio Multifaktor. Hubungan antara risiko dan keuntungan dalam portofolio multifaktor sangat dipengaruhi oleh keberagaman faktor yang dipilih dalam penyusunan portofolio. Faktor-faktor seperti ukuran perusahaan (size), rasio harga terhadap laba (value), momentum, dan volatilitas itu sendiri dapat memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai potensi keuntungan dan risiko yang dihadapi oleh portofolio tersebut. Penelitian oleh Cederburg et al. (2020) menunjukkan bahwa portofolio yang menggabungkan beberapa faktor secara bersamaan mampu menghasilkan kinerja yang lebih

Received: June 31, 2025; Accepted: July 20, 2025; Published: July 31, 2025

*Siti Maulizah, maulizah16@gmail.com

baik daripada portofolio yang mengandalkan satu faktor saja. Mereka juga menemukan bahwa kombinasi faktor risiko yang tepat dapat mengurangi volatilitas keseluruhan dan meningkatkan keuntungan jangka panjang, dengan catatan bahwa faktor-faktor yang dipilih harus mencerminkan kondisi pasar yang sedang berlangsung.

Batasan Arbitrase dan Implikasi untuk Pengelolaan Volatilitas. Salah satu aspek yang perlu diperhatikan dalam manajemen volatilitas portofolio multifaktor adalah adanya batasan arbitrase, yang sering kali membatasi efektivitas strategi pengelolaan volatilitas. Barroso dan Detzel (2021) mengemukakan bahwa ketika pasar tidak sepenuhnya efisien, kesempatan arbitrase yang terbatas dapat mempengaruhi hasil yang diharapkan dari portofolio yang dikelola volatilitas. Ini menunjukkan bahwa pengelolaan volatilitas harus mempertimbangkan tidak hanya faktor teknis dan statistik, tetapi juga kondisi pasar yang lebih luas, termasuk ketidakpastian ekonomi global dan perubahan kebijakan moneter yang dapat memengaruhi tingkat volatilitas (Fama & French, 2018).

Secara praktis, implikasi dari tinjauan literatur ini menyarankan agar manajer portofolio mempertimbangkan penggunaan strategi manajemen volatilitas yang lebih aktif dalam perencanaan investasi mereka. Sebagai contoh, Barroso dan Santa-Clara (2015a) menunjukkan bahwa pengelolaan volatilitas dapat membantu dalam menjaga stabilitas portofolio pada masa ketidakpastian pasar. Namun, penelitian ini juga mengingatkan bahwa penggunaan strategi volatilitas yang berlebihan tanpa dasar analisis yang kuat dapat meningkatkan risiko dan mengurangi efisiensi portofolio (Bender, Sun, & Thomas, 2018).

Dari perspektif teoritis, penelitian ini memperkaya pemahaman tentang bagaimana faktor-faktor risiko dan volatilitas berinteraksi dalam portofolio multifaktor, serta bagaimana strategi pengelolaan volatilitas dapat dimanfaatkan untuk mengoptimalkan hasil investasi. Penelitian ini juga memberikan wawasan baru mengenai pentingnya faktor-faktor makroekonomi dalam pengelolaan portofolio, yang sering kali diabaikan dalam penelitian sebelumnya yang lebih berfokus pada faktor-faktor mikroekonomi (Amenc et al., 2019).

Hasil penelitian ini menggarisbawahi bahwa tantangan utama dalam hubungan risiko dan keuntungan pada portofolio multifaktor berkaitan dengan pengelolaan volatilitas yang efisien. Sementara pengelolaan volatilitas dapat meningkatkan kinerja portofolio, penting bagi manajer portofolio untuk menyeimbangkan strategi volatilitas dengan faktor-faktor lainnya untuk menghindari overtrading dan memastikan portofolio tetap sesuai dengan tujuan investasi

jangka panjang. Penelitian ini memberikan kontribusi penting bagi pengembangan teori dan praktik manajemen risiko dalam portofolio multifaktor yang dikelola volatilitas.

PEMBAHASAN

Penelitian ini berfokus pada tantangan yang dihadapi dalam hubungan risiko-dan-keuntungan dalam portofolio multifaktor, serta implikasi untuk manajemen volatilitas pasar. Melalui tinjauan literatur yang mendalam, dapat disimpulkan bahwa meskipun portofolio multifaktor menawarkan potensi diversifikasi dan pengelolaan risiko yang lebih baik, pengelolaan volatilitas tetap menjadi tantangan besar dalam konteks pasar yang sangat dinamis dan tidak pasti. Penelitian ini membahas aspek-aspek kunci yang berkaitan dengan manajemen volatilitas, termasuk faktor-faktor yang mempengaruhi volatilitas, batasan yang ada dalam model pengelolaan volatilitas, serta dampaknya terhadap kinerja portofolio.

Volatilitas dalam Portofolio Multifaktor dan Implikasinya terhadap Risiko. Volatilitas adalah variabel penting dalam manajemen portofolio yang sering kali diabaikan, meskipun memiliki peran sentral dalam menentukan risiko suatu portofolio. Salah satu temuan penting dari tinjauan literatur ini adalah pengelolaan volatilitas yang efektif dalam portofolio multifaktor dapat mengurangi risiko portofolio secara keseluruhan, tetapi penerapan strategi tersebut memerlukan pemahaman yang mendalam mengenai perilaku pasar dan faktor-faktor yang mendasari volatilitas itu sendiri. DeMiguel, Martin-Utrera, dan Uppal (2024) dalam penelitian mereka menyebutkan bahwa volatilitas merupakan indikator penting yang digunakan dalam penyesuaian risiko dalam portofolio multifaktor. Mereka menemukan bahwa mengelola portofolio berdasarkan tingkat volatilitas yang diharapkan dapat mengurangi eksposur terhadap kondisi pasar yang sangat volatile dan meningkatkan stabilitas portofolio dalam jangka panjang.

Perbandingan dengan penelitian lain, seperti yang dilakukan oleh Barroso dan Detzel (2021), menunjukkan bahwa strategi volatilitas aktif memiliki potensi untuk meningkatkan hasil yang lebih baik dibandingkan dengan strategi yang tidak mempertimbangkan volatilitas. Mereka menunjukkan bahwa portofolio yang dikelola dengan volatilitas dapat mengurangi kerugian yang lebih besar pada masa krisis pasar. Namun, Barroso dan Detzel juga menggarisbawahi bahwa strategi ini memiliki batasan, termasuk tingginya biaya transaksi dan kesulitan dalam memprediksi volatilitas pasar dengan akurat. Hal serupa juga ditemukan oleh Cederburg et al. (2020), yang menyatakan bahwa meskipun pengelolaan volatilitas dapat

Received: June 31, 2025; Accepted: July 20, 2025; Published: July 31, 2025

*Siti Maulizah, maulizah16@gmail.com

meningkatkan stabilitas portofolio, strategi ini sangat bergantung pada prediksi volatilitas yang tepat.

Namun, Fleming, Kirby, dan Ostdiek (2003) menunjukkan bahwa penggunaan volatilitas yang terukur, seperti volatilitas yang diperkirakan dari data historis atau real-time (misalnya, "realized volatility"), dapat meningkatkan akurasi pengelolaan risiko. Ini mendukung argumen bahwa volatilitas bukan hanya merupakan risiko, tetapi juga bisa menjadi alat yang efektif untuk memaksimalkan hasil. Di sisi lain, penelitian oleh Moreira dan Muir (2019) menunjukkan bahwa meskipun strategi volatilitas memberikan hasil yang positif dalam jangka pendek, dalam jangka panjang, volatilitas dapat mengarah pada overtrading dan mengurangi hasil investasi keseluruhan.

Hubungan Antara Risiko dan Keuntungan dalam Portofolio Multifaktor. Hubungan antara risiko dan keuntungan dalam portofolio multifaktor tidak dapat dipisahkan dari pemilihan faktor-faktor yang tepat dalam penyusunan portofolio tersebut. Sebagai contoh, Amenc et al. (2019) menemukan bahwa risiko makroekonomi, seperti perubahan kebijakan moneter atau fluktuasi harga komoditas, dapat mempengaruhi faktor-faktor yang digunakan dalam portofolio multifaktor, seperti ukuran perusahaan (size) dan rasio harga terhadap laba (value). Mereka berpendapat bahwa pengelolaan faktor-faktor tersebut, dengan memperhitungkan kondisi pasar yang lebih luas, dapat memberikan keuntungan yang lebih stabil dan mengurangi risiko keseluruhan.

Berdasarkan tinjauan literatur ini, dapat disimpulkan bahwa pengelolaan faktor-faktor yang berfokus pada karakteristik perusahaan tertentu (misalnya, size, value, momentum) dapat mempengaruhi hasil portofolio. Hal ini dibuktikan oleh penelitian Barroso dan Santa-Clara (2015a), yang menemukan bahwa portofolio yang menggabungkan beberapa faktor sekaligus menghasilkan kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan portofolio yang hanya mengandalkan satu faktor tunggal. Ini mendukung argumen bahwa portofolio multifaktor cenderung memiliki keuntungan yang lebih tinggi, tetapi juga disertai dengan risiko yang lebih besar.

Namun, Barroso dan Maio (2021) memperingatkan bahwa pemilihan faktor yang terlalu banyak dapat menyebabkan portofolio menjadi terlalu kompleks dan rentan terhadap overfitting, yang pada gilirannya dapat mengurangi efektivitas strategi tersebut. Mereka juga menunjukkan bahwa kombinasi faktor yang tepat sangat penting untuk memastikan bahwa portofolio tidak terlalu terekspos terhadap risiko pasar yang tidak terdiversifikasi.

Received: June 31, 2025; Accepted: July 20, 2025; Published: July 31, 2025

*Siti Maulizah, maulizah16@gmail.com

Cederburg et al. (2020) lebih lanjut menggarisbawahi bahwa portofolio multifaktor yang memperhatikan volatilitas pasar dengan cermat dapat mengurangi eksposur terhadap faktor-faktor risiko yang tidak terduga dan menghindari penurunan kinerja yang tajam. Penelitian ini juga menekankan bahwa peran volatilitas dalam menentukan kinerja risiko-keuntungan sangat penting untuk menciptakan keseimbangan yang optimal dalam portofolio.

Manajemen Volatilitas Pasar dan Batasan Arbitrase. Salah satu tantangan utama yang ditemukan dalam penelitian ini adalah keterbatasan arbitrase yang ada di pasar, yang sering kali menghalangi efektivitas strategi pengelolaan volatilitas. Barroso dan Detzel (2021) menemukan bahwa keterbatasan arbitrase dapat mengurangi manfaat dari pengelolaan volatilitas, karena tidak semua peluang arbitrase dapat dimanfaatkan secara efisien. Mereka juga menunjukkan bahwa pasar yang tidak efisien sering kali menciptakan peluang yang lebih sedikit untuk memanfaatkan volatilitas pasar dengan cara yang menguntungkan.

Dalam konteks ini, Cederburg et al. (2020) berpendapat bahwa volatilitas pasar yang ekstrem dapat memperburuk ketidakseimbangan pasar dan meningkatkan kesulitan dalam memprediksi volatilitas. Hal ini sejalan dengan temuan DeMiguel et al. (2020) yang mengemukakan bahwa pasar yang tidak efisien dapat mempengaruhi prediksi risiko volatilitas, yang pada gilirannya akan berdampak pada pengelolaan portofolio multifaktor.

Lebih lanjut, Cederburg et al. (2016) mengungkapkan bahwa volatilitas pasar dapat diprediksi dengan menggunakan model-model tertentu yang menggabungkan faktor makroekonomi dan indikator pasar. Namun, volatilitas yang tidak terprediksi dengan akurat dapat mengarah pada kesalahan dalam pengelolaan risiko dan strategi investasi. Hal ini menunjukkan pentingnya pengelolaan risiko yang lebih dinamis dan adaptif dalam mengantisipasi perubahan volatilitas pasar.

Implikasi praktis dari penelitian ini adalah pentingnya manajer portofolio dalam mengelola volatilitas pasar untuk mengoptimalkan hubungan risiko dan keuntungan. Sebagai contoh, penggunaan model-model yang lebih fleksibel, seperti model yang mengintegrasikan prediksi volatilitas dalam waktu nyata, dapat membantu manajer portofolio dalam menyesuaikan strategi investasi mereka dengan kondisi pasar yang berubah-ubah (Fleming et al., 2003). Di sisi lain, seperti yang disebutkan oleh Moreira dan Muir (2017), strategi volatilitas yang terlalu sering diubah dapat menghasilkan pengelolaan risiko yang berlebihan, yang malah dapat mengurangi hasil investasi keseluruhan.

Penelitian ini juga menunjukkan bahwa pemilihan faktor yang tepat dan penyesuaian terhadap volatilitas pasar dapat memberikan manfaat yang lebih besar dalam mengelola portofolio multifaktor, terutama dalam jangka panjang. Barroso dan Maio (2021) berpendapat bahwa pengelolaan faktor yang efisien, yang mempertimbangkan baik volatilitas pasar maupun faktor-faktor fundamental lainnya, dapat mengurangi risiko yang tidak perlu dan meningkatkan hasil investasi.

Tinjauan literatur ini mengungkapkan bahwa meskipun pengelolaan volatilitas dapat meningkatkan kinerja portofolio multifaktor, tantangan utama tetap terkait dengan ketidakpastian pasar dan keterbatasan prediksi volatilitas. Oleh karena itu, penting bagi manajer portofolio untuk mengembangkan strategi yang seimbang antara pengelolaan volatilitas dan diversifikasi faktor-faktor risiko. Penelitian ini juga menekankan pentingnya penggunaan model-model yang adaptif dan memperhitungkan faktor-faktor makroekonomi dalam pengelolaan risiko jangka panjang.

SIMPULAN

Berdasarkan tinjauan literatur yang dilakukan dalam penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa pengelolaan volatilitas pasar merupakan tantangan utama dalam hubungan risiko dan keuntungan dalam portofolio multifaktor. Meskipun portofolio multifaktor memberikan kesempatan untuk diversifikasi dan pengelolaan risiko yang lebih baik, pengaruh volatilitas pasar yang tinggi sering kali menyebabkan ketidakpastian dan meningkatkan risiko yang dapat mengganggu kinerja portofolio dalam jangka panjang. Penelitian ini menunjukkan bahwa pengelolaan volatilitas yang tepat dapat membantu menyeimbangkan risiko dan keuntungan, serta memperbaiki stabilitas portofolio dalam kondisi pasar yang fluktuatif.

Namun, tantangan utama yang dihadapi adalah ketidakpastian dalam memprediksi volatilitas pasar dan adanya keterbatasan dalam pemanfaatan model prediksi volatilitas yang akurat. Faktor-faktor makroekonomi dan mikroekonomi, seperti kebijakan moneter, harga komoditas, dan kondisi pasar global, memiliki pengaruh signifikan terhadap volatilitas yang harus diperhitungkan dalam strategi pengelolaan portofolio. Penelitian ini juga menemukan bahwa strategi volatilitas aktif dapat memberikan hasil yang lebih baik dibandingkan dengan strategi pasif, tetapi memerlukan pemahaman yang mendalam tentang perilaku pasar dan kemampuan untuk menyesuaikan strategi sesuai dengan perubahan kondisi pasar.

Secara keseluruhan, penelitian ini menekankan pentingnya manajer portofolio untuk memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi volatilitas dan mengintegrasikan model-model yang adaptif dalam pengelolaan portofolio multifaktor untuk meningkatkan hasil investasi dan mengurangi risiko.

LIMITASI

Meskipun penelitian ini memberikan gambaran yang komprehensif mengenai tantangan dalam pengelolaan volatilitas dalam portofolio multifaktor, terdapat beberapa keterbatasan yang perlu dicatat. Pertama, penelitian ini bergantung pada studi literatur yang tersedia, yang mungkin tidak mencakup semua penelitian terbaru atau perkembangan terbaru dalam pengelolaan volatilitas dan portofolio multifaktor. Oleh karena itu, hasil penelitian ini mungkin tidak sepenuhnya menggambarkan kemajuan terkini dalam bidang ini.

Kedua, banyak penelitian yang dijadikan acuan dalam tinjauan ini mengandalkan data historis untuk memprediksi volatilitas, yang memiliki keterbatasan dalam mencerminkan kondisi pasar yang sangat dinamis dan tidak terduga. Oleh karena itu, model-model yang berbasis pada data historis mungkin tidak dapat mengatasi perubahan pasar yang ekstrem atau ketidakpastian yang timbul akibat kejadian global yang tidak dapat diprediksi.

Ketiga, dalam penelitian ini, kami tidak menyelidiki secara mendalam faktor-faktor eksternal lainnya, seperti kebijakan pemerintah atau kejadian sosial-politik yang dapat mempengaruhi volatilitas pasar. Kejadian-kejadian ini dapat memperburuk ketidakpastian pasar dan menambah kompleksitas dalam pengelolaan risiko. Oleh karena itu, penelitian lebih lanjut yang memperhitungkan faktor-faktor eksternal ini dapat memberikan pemahaman yang lebih menyeluruh tentang tantangan yang dihadapi dalam pengelolaan volatilitas.

Keempat, sebagian besar penelitian yang ada fokus pada pasar saham dan instrumen keuangan lainnya, sementara penelitian mengenai volatilitas dalam konteks aset alternatif atau pasar yang lebih spesifik masih terbatas. Penelitian lebih lanjut yang mencakup berbagai jenis aset dan pasar dapat memberikan pandangan yang lebih holistik tentang bagaimana pengelolaan volatilitas dapat diterapkan dalam portofolio multifaktor yang lebih beragam.

Secara keseluruhan, meskipun penelitian ini memberikan wawasan penting mengenai tantangan dalam hubungan risiko-dan-keuntungan dalam portofolio multifaktor, masih ada ruang untuk penelitian lebih lanjut yang dapat memperluas pemahaman kita tentang bagaimana volatilitas pasar dapat dikelola dengan lebih efektif dalam berbagai konteks dan kondisi pasar.

Received: June 31, 2025; Accepted: July 20, 2025; Published: July 31, 2025

*Siti Maulizah, maulizah16@gmail.com

DAFTAR PUSTAKA

- Amenc, N., Esakia, M., Goltz, F., & Luyten, B. (2019). Macroeconomic risks in equity factor investing. *Journal of Portfolio Management*, 45, 39–60.
- Barroso, P., & Detzel, A. L. (2021). Do limits to arbitrage explain the benefits of volatility-managed portfolios? *Journal of Financial Economics*, 140, 744–767.
- Barroso, P., & Maio, P. F. (2021). *The risk-return tradeoff among equity factors*. Working paper, Católica-Lisbon School of Business and Economics.
- Barroso, P., & Santa-Clara, P. (2015a). Beyond the carry trade: Optimal currency portfolios. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50, 1037–1056.
- Bender, J., Sun, J., & Thomas, R. (2018). Asset allocation vs. factor allocation: Can we build a unified method? *Journal of Portfolio Management*, 45, 9–22.
- Cederburg, S., O'Doherty, M. S., Wang, F., & Yan, X. (2020). On the performance of volatility-managed portfolios. *Journal of Financial Economics*, 138, 95–117.
- DeMiguel, V., Martin-Utrera, A., & Uppal, R. (2024). A multifactor perspective on volatility-managed portfolios. *The Journal of The American Finance Association*, 79(6), 3859–3891. <https://doi.org/10.1111/jofi.13395>
- DeMiguel, V., Martin-Utrera, A., Nogales, F. J., & Uppal, R. (2020). A transaction-cost perspective on the multitude of firm characteristics. *Review of Financial Studies*, 33(6), 2180–2222.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2018). Choosing factors. *Journal of Financial Economics*, 128, 234–252.
- Fleming, J., Kirby, C., & Ostdiek, B. (2003). The economic value of volatility timing using “realized” volatility. *Journal of Financial Economics*, 67, 473–509.
- Moreira, A., & Muir, T. (2017). Volatility-managed portfolios. *Journal of Finance*, 72, 1611–1644.
- Moreira, A., & Muir, T. (2019). Should long-term investors time volatility? *Journal of Financial Economics*, 131, 507–527.
- Uppal, R., & Martin-Utrera, A. (2024). A multifactor perspective on volatility-managed portfolios. *The Journal of the American Finance Association*, 79(6), 3859–3891. <https://doi.org/10.1111/jofi.13395>