

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN KERANGKA TEORI

A. Tinjauan Pustaka

Penelitian-Penelitian terdahulu yang dijadikan acuan referensi penulis adalah sebagai berikut :

Penelitian yang dilakukan oleh Retno Anggraini dan Andayani (2013) tentang Analisis pembentukan portofolio optimal menggunakan model indeks tunggal untuk pengambilan keputusan investasi. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pembentukan portofolio optimal dengan menggunakan model indeks tunggal pada saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa portofolio optimal dapat diketahui melalui pemilihan dan pembentukan portofolio dari banyak aset yang memiliki kriteria dari model indeks tunggal itu sendiri yaitu memiliki nilai rasio $ERB > C_i$. Dalam penelitian ini terdapat 2 saham yang membentuk portofolio optimal yaitu 2 saham dari periode pengamatan ke 3 yang membentuk portofolio optimal. Saham tersebut adalah PT AKR Corporindo dan PT Unilever Indonesia. Portofolio yang membentuk saham LQ-45 menghasilkan tingkat keuntungan portofolio optimal yang diharapkan sebesar 0,2569 dengan tingkat risiko portofolio sebesar 0,2057 dari saham-saham yang membentuk portofolio optimal besar beta diketahui lebih besar atau sama dengan 1 (satu). Hal ini merupakan portofolio yang terbentuk menunjukkan bahwa portofolio

optimal dari ILQ-45 tersebut memiliki sensitifitas yang tinggi terhadap perubahan pasar.

Penelitian yang dilakukan oleh Fitriaty, Tona Aurora Lubis, dan Pungki Reko Asih (2014) tentang Analisis Kinerja Portofolio optimal pada saham-saham Jakarta Islamik Index (JII) periode 2010-2012. Tujuan penelitian ini adalah untuk menentukan portofolio optimal dari saham-saham JII menggunakan model indeks tunggal diukur dengan menggunakan metode RVOL dari saham saham JII periode tahun 2010-2012. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dengan menggunakan Model Indeks Tunggal pada tahun 2010 terdapat 1 saham yang memenuhi syarat membentuk portofolio optimal yaitu PT. Kalbe Farma Tbk. Menduduki peringkat ketiga dengan nilai RVOL sebesar 0,0490. Pada tahun 2011 terdapat 2 saham pembentuk portofolio optimal yaitu PT. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. dan PT. PP London Indonesia Tbk. menduduki peringkat kedua dengan nilai RVOL sebesar 0,2467. Sedangkan pada tahun 2012 terdapat 3 saham pembentuk portofolio optimal yaitu PT. Unilever Indonesia Tbk., PT. Astra Internasional Tbk., dan PT. Kalbe Farma Tbk. menduduki peringkat pertama dengan nilai RVOL sebesar 0,2995. Maka dapat diketahui bahwa kinerja portofolio optimal paling baik terjadi pada tahun 2012, hal ini dikarenakan kinerja portofolio optimal pada tahun 2012 memiliki nilai RVOL paling besar dibandingkan dengan nilai RVOL pada tahun 2010 dan 2011.

Penelitian yang dilakukan oleh Putu Putra Adi Darmawan dan Ni Ketut Purnawati (2015) tentang pembentukan portofolio optimal pada saham-saham di indeks LQ 45 dengan menggunakan model indeks tunggal. Hasil analisis menunjukkan bahwa dengan menggunakan pendekatan Model Indeks Tunggal, Saham-saham yang dapat dipilih untuk membentuk portofolio optimal dengan menggunakan Model Indeks Tunggal dari 22 saham anggota Indeks LQ 45 adalah sebanyak 3 saham dengan proporsi masing-masing, yaitu terdiri dari UNVR dengan proporsi sebesar 75.42%, JSMR dengan proporsi sebesar 10.17%, BBCA dengan proporsi sebesar 14.42% dan tingkat keuntungan (expected return) portofolio sebesar 2.67% dengan risiko sebesar 1.24%.

Penelitian yang dilakukan oleh Desak Putu Rahayu Lestari dan Ica Rika Chandraningrat (2014) tentang Studi komparatif portofolio optimal menggunakan proksi LQ 45 dan IHSG melalui pendekatan model indeks tunggal. Tujuan penelitian ini untuk mengetahui saham-saham dari anggota Indeks LQ 45 yang membentuk portofolio optimal bila digunakan pendekatan IHSG dan Indeks LQ 45 sebagai proksi return pasar dalam pendekatan Model Indeks Tunggal serta mengetahui perbedaan rata-rata return portofolio, rata-rata risiko portofolio, dan proporsi saham bila digunakan IHSG dan Indeks LQ 45 sebagai proksi return pasar dalam pendekatan Model Indeks Tunggal. Hasil analisis menunjukkan bila digunakan IHSG sebagai proksi return pasar maka saham-saham anggota Indeks LQ 45 yang terpilih membentuk portofolio optimal periode

Februari 2008 - Januari 2013 yaitu BBKA (26,64%), BBNI (12,53%), BBRI (5,17%), BMRI (26,82%), dan INDF (28,81%). Bila digunakan Indeks LQ 45 sebagai proksi return pasar maka saham-saham anggota Indeks LQ 45 yang terpilih periode Februari 2008 - Januari 2013 yaitu BBKA (8,23%), BBNI (25,5%), BBRI (3,46%), BMRI (27,58%), INDF (34,23%), dan UNTR (0,97%). Rata-rata return portofolio, rata-rata risiko portofolio, dan proporsi saham pembentuk portofolio optimal dengan Model Indeks Tunggal tidak berbeda secara signifikan bila digunakan IHSG dan Indeks LQ 45 sebagai proksi return pasar.

Penelitian oleh Dwi Larasati, Abdul Khohar Irwanto, dan Yusrina Permanasari (2013) tentang Analisis Strategi Optimalisasi Portofolio Saham LQ 45 (pada Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2011). Hasil penelitian menunjukkan, Pembentukan portofolio optimal menggunakan Model Indeks Tunggal terhadap 19 saham-saham sampel penelitian, terdapat 9 saham yang mempunyai nilai ERB lebih besar dari UCOP. Penelitian ini memilih 5 saham yang memiliki nilai ERB terbesar dan mewakili sektor berbeda sebagai saham-saham pembentuk portofolio optimal. Kelima saham tersebut adalah Astra Internasional Tbk (sektor miscellaneous industry), United Tractor Tbk (sektor trade, service, and investment), Astra Agro Lestari Tbk (sektor agriculture), Indofood Sukses Makmur Tbk (sektor consumer goods industry), dan Bank Negara Indonesia Tbk (sektor finance). Kinerja portofolio saham dari strategi aktif metode indeks tunggal menunjukkan hasil ER portofolio sebesar

0,05365 dengan tingkat risiko 0,00928. Sementara kinerja portofolio saham berdasarkan strategi pasif Mengikuti Indeks LQ 45 diperoleh ER sebesar 0,028 dengan tingkat risiko sebesar 0,004.

Penelitian oleh Sari Yuniarti (2010) tentang pembentukan portofolio optimal saham-saham perbankan penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana kombinasi portofolio yang optimal dapat dibentuk dari 7 saham-saham perbankan yang masuk dalam LQ45 tahun 2009 dengan menggunakan single index model. Dalam penelitian ini dapat disimpulkan bahwa kombinasi portofolio yang paling optimal terletak pada kombinasi portofolio saham BRI yang diinvestasikan sebesar 58,15%, saham BCA yang diinvestasikan sebesar 23,72%, dan saham BNI diinvestasikan sebesar 18,13%. Hasil menunjukkan dari ke tujuh saham hanya 3 saham yang terbentuk dalam kandidat portofolio optimal.

Penelitian oleh Marita Kusuma Wardani (2007) tentang Pembentukan Portofolio Saham-Saham Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Indeks (JII) bahwa dari 2 periode penelitian tidak terbentuk portofolio Optimal. Dari 15 saham teraktif pada periode pertama dan kedua tidak terbentuk portofolio yang optimal, karena saham-saham tersebut mempunyai excess return to beta (ERBi) lebih kecil atau saham dengan nilai ERBi di bawah titik cutt off point (C*)

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

Nama	Tahun	Judul	Hasil
Putu Putra Adi Darmawan dan Ni Ketut Purnawati	2015	Pembentukan Portofolio Optimal Pada Saham Saham Di Indeks LQ 45 Dengan Menggunakan Model Indeks Tunggal	Terdapat 3 saham yang masuk dalam kategori portofolio optimal
Fitriaty, Tona Aurora Lubis, dan Pungki Reko Asih	2014	Analisis Kinerja Portofolio Optimal Pada Saham-Saham Jakarta Islamik Index (JII) Periode 2010-2012	Pada periode 2010 terdapat 1 saham yang masuk dalam kategori portofolio optimal, tahun 2011 terdapat 2 saham, dan 2013 terdapat 3 saham.
Desak Putu Rahayu Lestari dan Ica Rika Chandraningrat	2014	Studi Komparatif Portofolio Optimal Menggunakan Proksi LQ 45 Dan IHSG Melalui Pendekatan Model Indeks Tunggal	Terdapat 5 saham yang masuk dalam kategori portofolio optimal bila menggunakan IHSG sebagai proksi return pasar dan 6 saham bila menggunakan indeks LQ45 sebagai proksi

			return pasar
Retno Anggraini dan Andayani	2013	Analisis Pembentukan Portofolio Optimal Menggunakan Model Indeks Tunggal Untuk Pengambilan Keputusan Investasi	Terdapat 2 saham yang masuk dalam kategori portofolio optimal
Dwi Larasati, Abdul Khohar Irwanto, dan Yusrina permanasari	2013	Analisis Strategi Optimalisasi Portofolio Saham LQ 45 (Pada Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2011).	Terdapat 5 saham yang masuk dalam kategori portofolio optimal
Nama	Tahun	Judul	Hasil
Sari Yuniarti	2010	Pembentukan Portofolio Optimal Saham-Saham Perbankan	Terdapat 3 saham yang masuk dalam kategori portofolio optimal
Marita Kusuma Wardani	2007	Pembentukan Portofolio Saham-Saham Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Indeks (JII)	Tidak terdapat saham yang masuk dalam kategori portofolio optimal

Dari berbagai sumber diolah

B. Kerangka Teori

1. Pasar Modal

a. Sejarah dan Perkembangan Pasar Modal Syariah

Sejarah Pasar Modal Syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya Reksa Dana Syariah oleh PT. Danareksa Investment

Managemen pada 3 Juli 1997. Selanjutnya, Bursa Efek Indonesia berkerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan Jakarta Islamic Index pada tanggal 3 Juli 2000. Indeks ini bertujuan untuk memandu investor yang ingin menginvestasikan dananya secara syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam.¹

Sebagai bagian dari sistem Pasar Modal Indonesia , kegiatan di Pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah juga mengacu kepada Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Pada tanggal 18 April 2001, untuk pertama kali Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) mengeluarkan fatwa yang berkaitan langsung dengan pasar modal, yaitu Fatwa Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah. Selanjutnya, instrumen investasi syariah di Pasar Modal terus bertambah dengan kehadiran Obligasi Syariah PT. Indosat Tbk pada awal September 2002. Instrumen ini merupakan Obligasi Syariah pertama dan akad yang digunakan adalah akad mudharabah.²

b. Pengertian Pasar Modal Syariah

Pasar modal (capital market) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa

¹ Wiku suryomurti, *Super Cerdas Investasi Syariah*, Jakarta:Qultum Media, 2011, hal.119

²<http://www.ojk.go.id>

diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang, ekuitas (saham), instrumen derivatif, maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah) dan sarana bagi kegiatan berinvestasi.³ Menurut Undang Undang no. 8 tahun 1998 pasal 1 ayat 4 menyatakan bahwa pasar modal adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan/atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka.

Sedangkan pasar modal syariah secara sederhana dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan transaksi ekonomi dan terlepas dari hal-hal yang dilarang yaitu⁴ :

- 1) Najasyi yaitu merekayasa jual beli palsu
- 2) Ba'i ma'dum yaitu melakukan penualan atas barang yang belum dimiliki (*short selling*)
- 3) *Insider trading* yaitu memakai informasi orang untuk memperoleh keuntungan dari transaksi yang dilarang
- 4) Margin trading yaitu melakukan transaksi efek syariah dengan fasilitas pinjaman berbasis bunga atas kewajiban penyelesaian pembelian efek syariah agar terjadi perubahan harga.

³ Tjiptono Darmadji dan hendy M Fakhruddin, *Pasar Modal Di Indonesia*, Jakarta:Salemba Empat, 2010, hal.1

⁴ Wiku Suryomurti, *Super Cerdas Investasi Syariah*, Jakarta:Qultum Media, 2011, Hal. 124

- 5) Ikhtikar (penimbunan) yaitu melakukan pembelian atau pengumpulan efek syariah agar terjadi perubahan harga
- 6) Dan transaksi lain yang mengandung unsur-unsur di atas

c. Fatwa Pasar Modal Syariah

DSN-MUI sebagai dewan yang dibentuk oleh MUI mempunyai tugas dan wewenang antara lain mengeluarkan fatwa atas jenis-jenis kegiatan keuangan, produk dan jasa keuangan. Fatwa yang dikeluarkan DSN- MUI terkait dengan pasar modal, sebagai berikut :⁵

- 1) Fatwa Nomor : 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah
- 2) Fatwa Nomor : 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah
- 3) Fatwa Nomor : 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah
- 4) Fatwa Nomor : 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal
- 5) Fatwa Nomor : 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah
- 6) Fatwa Nomor : 59/DSN-MUI/V/2007 tentang Obligasi Syariah Mudharabah Konversi

⁵ www.bapepam.go.id/syariah/index.html

- 7) Fatwa Nomor : 66/DSN-MUI/III/2008 tentang Waran Syariah
- 8) Fatwa Nomor : 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek

d. Pandangan Syariah tentang Pasar Modal

Adapun konsep dasar pasar modal dalam Islam sesuai dengan firman Allah sebagai berikut⁶ :

.... وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا (٢٧٥)

Artinya :

“... Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba ...”. (Al-Baqoroh : 275)

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا لَا تَأْكُلُوْا اَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ اِلَّا اَنْ تَكُوْنَ تِجْرَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ (٢٩)

Artinya :

“Hai orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka di antara kamu, ...” (QS. an-Nisa’: 29)

Berdasarkan ayat diatas, Islam pada dasarnya membolehkan perdagangan sekuritas di Pasar Modal selama tidak melanggar kaidah fiqih. Kaidah fiqih dalam Pasar Modal adalah :

⁶ Departemen agama RI, Al-Quran dan Terjemahan, Bandung:CV Penerbit Dipenegoro, 2000, hal. 36 dan 65

الأصل في المعاملات الإباحة ما لم يدل دليل على تحريمها

“Pada dasarnya, segala bentuk mu’amalah boleh dilakukan sepanjang tidak ada dalil yang mengharamkannya.”

e. Fungsi dan karakteristik pasar modal syariah

Pasar modal berperan menjalankan dua fungsi berupa fungsi ekonomi dengan mewujudkan pertemuan dua kepentingan, yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang memerlukan dana, dan fungsi keuangan, pasar modal berperan sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai saran bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (Investor). Pasar modal juga mampu menjadi tolak ukur kemajuan perekonomian suatu negara. Pasar modal memungkinkan percepatan pertumbuhan ekonomi dengan memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk dapat memanfaatkan dana langsung dari masyarakat tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasional perusahaan.⁷

Menurut MM. Metwally keberadaan pasar modal syariah secara umum berfungsi :

- 1) Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya

⁷ Andri Soemitra, *Bank dan lembaga keuangan syariah*, Jakarta:Kencana, 2010, hal.112

- 2) Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas
- 3) Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya
- 4) Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar modal konvensional
- 5) Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.

f. Instrumen Pasar Modal Syariah

Instrumen pasar modal adalah semua surat-surat berharga (efek) yang diperdagangkan di bursa dan umumnya bersifat jangka panjang. Beberapa surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal antara lain saham, obligasi, reksadana, dan instrumen derivatif, waran, bukti right (right issue), opsi, dan futures⁸.

Sedangkan pasar modal syariah secara khusus memperjual belikan efek syariah. Efek syariah adalah efek yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah yang didasarkan atas ajaran Islam yang

⁸ Mohamad Samsul, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, Jakarta: Erlangga, 2006, hal.45

penetapannya dilakukan oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) dalam bentuk fatwa.⁹

Efek-efek syariah menurut fatwa DSN-MUI No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal mencakup saham syariah, obligasi syariah, reksa dana syariah, Kontra Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA) syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip syariah.¹⁰

2. Jakarta Islamic Indeks (JII)

Jakarta Islamic Index atau biasa disebut JII adalah salah satu indeks saham yang ada di Indonesia yang menghitung index harga rata-rata saham untuk jenis saham-saham yang memenuhi kriteria syariah. Pembentukan JII tidak lepas dari kerja sama antara Pasar Modal Indonesia (dalam hal ini PT Bursa Efek Jakarta) dengan PT Danareksa Investment Management (PT DIM). JII telah dikembangkan sejak tanggal 3 Juli 2000. Pembentukan instrumen syariah ini untuk mendukung pembentukan Pasar Modal Syariah yang kemudian diluncurkan di Jakarta pada tanggal 14 Maret 2003. Setiap periodenya, saham yang masuk JII berjumlah 30 (tiga puluh) saham yang memenuhi kriteria syariah¹¹

⁹ Andri Soemitra, *Bank dan lembaga keuangan syariah*, Jakarta:Kencana, 2010, hal 133

¹⁰ Ibid., Hal 136

¹¹ https://id.wikipedia.org/wiki/Jakarta_Islamic_Index

JII menjadi jawaban atas keinginan investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah. Dengan kata lain, JII menjadi pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi. Selain itu, JII menjadi tolak ukur kinerja (*benchmark*) dalam memilih portofolio saham yang halal.

Berdasarkan arahan Dewan Pengawas Syariah PT DIM, ada 4 syarat yang harus dipenuhi agar saham-saham tersebut dapat masuk ke JII¹²:

- a. emiten tidak menjalankan usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang
- b. bukan lembaga keuangan konvensional yang menerapkan sistem riba, termasuk perbankan dan asuransi konvensional
- c. usaha yang dilakukan bukan memproduksi, mendistribusikan, dan memperdagangkan makanan/minuman yang haram
- d. tidak menjalankan usaha memproduksi, mendistribusikan, dan menyediakan barang/jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat

Selain filter syariah, saham yang masuk ke dalam JII harus melalui beberapa proses penyaringan (*filter*) terhadap saham yang listing, yaitu¹³:

¹² Ibid.,

¹³ https://id.wikipedia.org/wiki/Jakarta_Islamic_Index

- a. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan, kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar.
- b. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun berakhir yang memiliki rasio Kewajiban terhadap Aktiva maksimal sebesar 90%.
- c. Memilih 60 saham dari susunan saham di atas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (market capitalization) terbesar selama 1 (satu) tahun terakhir.
- d. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama 1 (satu) tahun terakhir.

Pengkajian ulang akan dilakukan 6 (enam) bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan Januari dan Juli setiap tahunnya. Sedangkan perubahan pada jenis usaha utama emiten akan dimonitor secara terus menerus berdasarkan data publik yang tersedia. Perusahaan yang mengubah lini bisnisnya menjadi tidak konsisten dengan prinsip syariah akan dikeluarkan dari indeks. Sedangkan saham emiten yang dikeluarkan akan diganti oleh saham emiten lain. Semua prosedur tersebut bertujuan untuk mengeliminasi saham spekulatif yang cukup likuid. Sebagian saham-saham spekulatif memiliki tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler yang tinggi dan tingkat kapitalisasi pasar yang rendah.

3. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

IHSG merupakan indeks gabungan dari seluruh jenis saham yang tercatat di bursa efek. IHSG diterbitkan oleh bursa efek. IHSG dihitung setiap hari atau setiap detik selama jam perdagangan sesuai dengan kebutuhan. IHSG berupa setiaphari karena perubahan harga pasar yang terjadi setiap hari dan adanya saham tambahan. Pertambahan jumlah saham beredar berasal dari emisi baru, yaitu masuknya emiten baru yang tercatat dibursa efek atau terjadi tindakan corporate action atau split, right, waran, dividen saham, saham bonus dan saham konversi. Perubahan harga saham individu dipasar terjadi karena faktor permintaan dan penawaran. Kenaikan harga atau penurunan harga dapat terjadi secara bersama-sama. Naiknya IHSG tidak berarti seluruh jenis saham mengalami kenaikan harga, tetapi hanya sebagian yang mengalami kenaikan sementara sebagian lagi mengalami penurunan. Demikian juga sebaliknya¹⁴

4. Investasi

Investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu tertentu.¹⁵ Investasi ke dalam aktiva yang produktif dapat berbentuk aktiva nyata (seperti rumah, tanah, dan emas) atau berbentuk aktiva keuangan (surat-surat keuangan) yang diperjual-belikan diantar investor (pemodal).

a. Tipe-tipe investasi keuangan

¹⁴Mohamad Samsul, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, Jakarta:Erlangga, 2006, hal.185-187

¹⁵Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Yogyakarta:2013, BPFE, hal.5

Ada dua tipe investasi keuangan yaitu investasi langsung dan tidak langsung. investasi¹⁶.

1) Investasi langsung

Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan di pasar uang, pasar modal, dan pasar turunan. Investasi langsung juga dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang tidak dapat diperjual-belikan. Aktiva keuangan yang tidak dapat diperjual-belikan biasanya diperoleh melalui bank komersial. Aktiva-aktiva ini dapat berupa tabungan di bank atau sertifikat deposito.

2) Investasi tidak langsung

Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik.

b. Proses investasi

Proses investasi menunjukkan bagaimana pemodal seharusnya melakukan investasi. Untuk mengambil keputusan dalam memilih investasi diperlukan langkah-langkah berikut :¹⁷

1) Menentukan kebijakan investasi

¹⁶Ibid., hal.7-8

¹⁷ Abdul Halim, *Analisis Investasi*, Jakarta:2005, Salemba Empat, hal 2-5

Disini pemodal perlu menentukan apa tujuan investasinya dan berapa banyak investasi tersebut akan dilakukan. Karena ada hubungan yang positif antara risiko dan keuntungan investasi, maka pemodal tidak bisa mengatakan bahwa tujuan investasinya adalah untuk mendapatkan keuntungan yang sebesar-besarnya. Ia harus menyadari bahwa ada kemungkinan untuk mengalami kerugian. Jadi tujuan investasi harus dinyatakan dalam keuntungan maupun risiko.

2) Analisis sekuritas

Melakukan analisis terhadap individual atau sekelompok sekuritas. Pada garis besarnya ada dua cara melakukan analisis sekuritas yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental. Analisis teknikal menggunakan data perubahan harga dimasa yang lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga sekuritas dimasa yang akan datang. Analisis fundamental berupaya mengidentifikasi prospek perusahaan lewat analisis terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi untuk bisa memperkirakan harga sekuritas dimasa yang akan datang.

3) Pembentukan portofolio

Identifikasi sekuritas-sekuritas mana yang akan dipilih dan berapa proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas tersebut. Pemilihan dengan banyak sekuritas dimaksudkan untuk mengurangi risiko yang akan ditanggung.

4) Melakukan revisi portofolio

Tahap ini merupakan pengulangan terhadap tiga tahap sebelumnya, dengan maksud kalau perlu melakukan perubahan terhadap portofolio yang telah dimiliki. Kalau dirasa portofolio yang sekarang tidak lagi optimal atau tidak sesuai dengan preferensi risiko pemodal, maka pemodal dapat melakukan perubahan terhadap sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio tersebut.

5) Evaluasi kinerja portofolio

Penilaian terhadap kinerja portofolio, baik dalam aspek tingkat keuntungan yang diperoleh maupun risiko yang ditanggung.

5. Return dan resiko

a. Return

Return merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukan. Sumber-sumber return investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu yield dan capital gain. Yield merupakan komponen return yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Sedangkan capital gain yaitu kenaikan harga suatu surat berharga (saham atau surat utang jangka panjang),

yang bisa memberikan keuntungan bagi investor. Penjumlahan yield dan capital gain disebut sebagai return total suatu investasi.¹⁸

Rumus perhitungan return saham dapat dilakukan dengan cara :

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

R_i : Return Saham

P_t : Harga saham pada saat t

P_{t-1} : Harga saham pada saat t-1

b. Resiko

Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara return aktual yang diterima dengan return yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaan, berarti semakin besar resiko investasi tersebut. Risiko resiko yang mungkin dapat dihadapi investor antara lain sebagai berikut¹⁹ :

1. Risiko daya beli

Sifat investor dalam menangani faktor risiko di pasar modal terdiri atas dua, yaitu investor yang tidak menyukai risiko dan investor yang menyukai menantang risiko. Bagi investor kategori pertama ini akan mencari atau memilih jenis investasi yang akan memberikan keuntungan yang jumlahnya sekurang-

¹⁸Eduardus tandelilin, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Yogyakarta:bpfe, 2001, hal.48

¹⁹ Dahlan Siamat, *Manajemen Lembaga Keuangan, Kebijakan Moneter dan Perbankan*, Jakarta:Lembaga penerbit, 2005, hal. 516

kurangnya sama dengan investasi yang dilakukan sebelumnya. Risiko daya beli berkaitan dengan kemungkinan terjadinya inflasi yang menyebabkan nilai riil pendapatan akan lebih kecil

2. Risiko bisnis

Risiko bisnis adalah suatu risiko menurunnya kemampuan memperoleh laba yang pada gilirannya akan mengurangi pula kemampuan perusahaan membayar bunga atau dividen

3. Risiko tingkat bunga

Naiknya tingkat bunga biasanya menekan harga jenis surat-surat berharga yang berpendapatan tetap termasuk harga-harga saham. Biasanya, kenaikan tingkat bunga berjalan tidak searah dengan harga-harga instrumen pasar modal. Risiko naiknya tingkat bunga misalnya jelas akan menurunkan harga-harga di pasar modal.

4. Risiko pasar

Apabila pasar bergairah umumnya hampir semua harga saham di bursa efek mengalami kenaikan. Sebaliknya apabila pasar lesu, saham-saham akan ikut pula mengalami penurunan. Perubahan psikologi pasar dapat menyebabkan harga-harga surat berharga anjlok terlepas dari adanya perubahan fundamental atas kemampuan perolehan laba perusahaan

5. Risiko likuiditas

Risiko ini berkaitan dengan kemampuan suatu surat berharga untuk dapat segera diperjualbelikan dengan tanpa mengalami kerugian yang berarti.

6. Portofolio optimal

Portofolio merupakan kombinasi atau gabungan atau sekumpulan aset, baik berupa aset riil maupun aset finansial yang dimiliki oleh investor. Hakikat pembentukan portofolio adalah untuk mengurangi risiko dengan cara diversifikasi, yaitu mengalokasikan sejumlah dana pada berbagai alternatif investasi yang berkorelasi negatif. Portofolio-portofolio efisien belum berupa portofolio optimal. Portofolio optimal merupakan portofolio dengan kombinasi return ekspektasian dan risiko terbaik.²⁰

7. Beberapa cara Pembentukan portofolio

Diversifikasi sangat penting untuk investor, karena dapat meminimumkan risiko tanpa harus mengurangi return yang diterima. Investor dapat melakukan diversifikasi dengan beberapa cara, yaitu²¹:

a. Pembentukan portofolio berisi banyak aktiva

Mengikuti hukum statistik bahwa semakin besar ukuran sampel, semakin dekat nilai rata-rata sampel dengan nilai ekspektasi dari populasi. Hukum ini disebut dengan Hukum Jumlah Besar (Law of Large Numbers). Asumsi yang digunakan disini adalah bahwa tingkat hasil (rate of return) untuk masing-masing sekuritas

²⁰ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Yogyakarta:2013, BPFE, hal.313

²¹ *Ibid.*, hal 338-340

secara statistis adalah independen. Ini berarti bahwa rate of return untuk satu sekuritas tidak terpengaruh oleh rate of return sekuritas yang lain. Dengan asumsi ini, deviasi standar yang mewakili risiko dari portofolio dapat ditulis sebagai berikut :

$$\sigma_p = \frac{\sigma_i}{\sqrt{n}}$$

Dari rumus di atas terlihat bahwa risiko dari portofolio akan menurun dengan cepat dengan semakin besarnya jumlah sekuritas (n). Misalnya suatu portofolio berisi dengan 100 buah sekuritas yang mempunyai deviasi standar yang sama sebesar 0,25 untuk tiap-tiap sekuritas. Risiko portofolio ini adalah sebesar $\sigma_p = 0,25 / \sqrt{100} = 0,025$. Semakin banyak sekuritas yang dimasukkan ke portofolio, semakin kecil risiko portofolio. Kenyataannya, asumsi rate of return yang independen untuk masing-masing sekuritas adalah kurang realistis, karena umumnya return sekuritas berkorelasi satu dengan yang lain.

b. Pembentukan portofolio secara random

Pembentukan portofolio secara random merupakan pembentukan portofolio dengan memilih sekuritas-sekuritas secara acak tanpa memperhatikan karakteristik dari investasi yang relevan seperti misalnya return dari sekuritas itu sendiri. Investor hanya memilih sekuritas secara acak.

c. Pembentukan portofolio secara markowitz (pembentukan portofolio optimal)

Harry markowitz menerbitkan artikel di jurnal of finance pada tahun 1952 yang memperkenalkan model pemilihan portofolio. Model dari markowitz ini mengidentifikasi portofolio-portofolio yang berada di efficient set. Pada tahun 1990, karena hasil karya ini, markowitz menerima nobel di bidang ekonomi.

Model markowitz menggunakan asumsi-asumsi sebagai berikut²²:

- a) Waktu yang digunakan hanya satu periode
- b) Tidak ada biaya transaksi
- c) Preferensi investor hanya didasarkan pada return ekspektasi dan risiko dari portofolio
- d) Tidak ada pinjaman dan simpanan bebas risiko

Markowitz menganggap bahwa portofolio optimal yang dipilih oleh investor berada di set efisien. Preferensi investor-investor terhadap portofolio akan berbeda karena mereka mempunyai fungsi utiliti yang berbeda, sehingga portofolio optimal dari masing-masing investor juga dapat berbeda. Ada dua jenis investor yaitu mereka yang cenderung menghindari risiko dan mereka yang menerima risiko.

Portofolio optimal berdasarkan preferensi investor sebenarnya adalah portofolio yang belum benar-benar optimal, tetapi optimal menurut investor tertentu dengan preferensi risiko

²² Ibid., hal 368

tertentu. Dengan demikian juga portofolio optimal markowitz belum benar-benar merupakan portofolio yang optimal, tetapi hanya optimal untuk risiko portofolio terkecil.

d. Portofolio optimal dengan aktiva bebas risiko

Portofolio yang benar-benar optimal secara umum (tidak tergantung pada preferensi investor tertentu) dapat diperoleh dengan menggunakan aktiva bebas resiko. Suatu aktiva bebas resiko dapat didefinisikan sebagai aktiva yang mempunyai return ekspektasi tertentu dengan risiko yang sama dengan nol. Rumus dari portofolio optimal dengan aktiva bebas resiko ini adalah²³

$$\theta_p = \frac{E(R_p) - R_{br}}{\sigma_p}$$

Keterangan :

θ_p = slope dari portofolio optimal

$E(R_p)$ = return ekspektasi portofolio optimal

R_{BR} = return aktiva bebas resiko

Σ_p = risiko (deviasi standar) portofolio optimal

Aktiva bebas risiko hanya digunakan untuk menentukan letak dari portofolio optimal, tetapi tidak dimasukkan sebagai aktiva di portofolionya.

8. Portofolio Optimal Berdasarkan Model Indeks Tunggal

Terdapat banyak model untuk pengambilan keputusan investasi sekuritas. Ketika memilih investasi sekuritas dalam bentuk saham,

²³ Ibid.,hal 377

obligasi, Reksa Dana, atau indeks pasar, investor selalu mempertimbangkan dua variabel utama, yaitu return dan risiko. Model Indeks Tunggal adalah suatu cara untuk memprediksi harga atau return saham dengan menggunakan satu faktor sebagai prediktor yang dianggap berpengaruh terhadap suatu sekuritas. Salah satu prosedur penentuan portofolio optimal adalah metode indeks tunggal. Metode indeks tunggal menjelaskan hubungan antara return dari setiap sekuritas individual dengan return pasar. Metode indeks tunggal dapat digunakan dalam penentuan portofolio optimal dengan cara membandingkan excess return to beta (ERB) dengan cut-offrate (C_i). Konsep penghitungannya didasarkan pada model perhitungan pada buku Jogiyanto yaitu dengan cara menentukan ranking (urutan) saham-saham yang memiliki ERB tertinggi ke ERB yang lebih rendah. Pemeringkatan bertujuan untuk mengetahui kelebihan return saham terhadap return bebas risiko per unit risiko. Saham-saham yang mempunyai excess return to beta (ERB) sama dengan atau lebih besar dari cut-off-rate (C_i) merupakan kandidat dalam pembentukan portofolio. Perhitungan untuk menentukan portofolio optimal akan sangat dimudahkan jika hanya pada sebuah angka yang dapat menentukan apakah sekuritas dapat dimasukkan ke dalam portofolio optimal tersebut.

Adapun dasar penentuan portofolio optimal berdasarkan model indeks tunggal yaitu dengan membandingkan antara Excess Return to

Beta (ERB) dengan tingkat pembatas saham tertentu atau Cut-of point (C*). Model indeks tunggal didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar. Hal ini menyarankan bahwa return-return dari sekuritas mungkin berkorelasi karena adanya reaksi umum (common response) terhadap perubahan-perubahan nilai pasar. Dengan dasar ini, return dari suatu sekuritas dan return dari indeks pasar yang umum dapat dituliskan²⁴:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon$$

Notasi :

α_i = nilai ekspektasi dari return sekuritas yang independen terhadap return pasar

β_i = sensitivitas return suatu sekuritas terhadap return dari pasar

ε_i = kesalahan residu yang merupakan variabel acak dengan nilai ekspektasinya sama dengan nol atau $E(\varepsilon_i) = 0$

Model indeks tunggal membagi return dari suatu sekuritas ke dalam dua komponen, yaitu sebagai berikut:

- a. Komponen return yang unik diwakili oleh α_i yang independen terhadap return pasar
- b. Komponen return yang berhubungan dengan return pasar yang diwakili oleh $\beta_i \cdot R_m$.

²⁴ Ibid., Hal.409

Model indeks tunggal dapat juga dinyatakan dalam bentuk return ekspektasi, sebagai berikut²⁵:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i \cdot E(R_m)$$

Model indeks tunggal menggunakan asumsi-asumsi yang merupakan karakteristik model ini sehingga menjadi berbeda dengan model-model lainnya. Asumsi utama dari model indeks tunggal adalah kesalahan residu dari sekuritas ke-i tidak berkorelasi dengan kesalahan residu sekuritas ke-j atau e_i tidak berkorelasi (berkorelasi) dengan e_j untuk semua nilai dari i dan j .

²⁵ Ibid., 410