

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Penelitian

Perkembangan ekonomi suatu negara tidak terlepas dari perkembangan pasar modal, semakin besar peran pasar modal yang diikuti dengan semakin mengecilnya peran perbankan komersial dalam mobilisasi dana mereka ke sektor yang produktif. Fenomena ini disebut disintermediasi pasar keuangan, dimana pasar modal merupakan salah satu sarana berinvestasi menarik bagi investor. Hal ini disebabkan pasar modal menjanjikan pengembalian yang lebih besar kepada investor dibandingkan dengan perbankan. Pasar modal memberikan kebebasan kepada investor untuk dapat memilih secara bebas sekuritas-sekuritas yang diperdagangkan di pasar modal sesuai dengan preferensi risiko, ketersediaan dana dan jangka waktu investasi.

Investasi, dapat ditarik tiga unsur yang terkait dengan investasi. *Pertama*, investasi merupakan pengeluaran atau pengorbanan sesuatu (sumber daya) pada saat sekarang dan bersifat pasti. *Kedua*, terdapat ketidakpastian mengenai hasil hal ini terkait dengan risiko. *Ketiga*, ketidakpastian akan hasil atau pengembalian dimasa mendatang. Pengeluaran atau pengorbanan dalam investasi diartikan sebagai pengorbanan sumber daya yang bersifat *Tangible Asset* misalnya dana atau properti, maupun *Intangible Asset* seperti tenaga dan pikiran (M. Nafik, 2009:68).

Berbicara tentang investasi tidak terlepas dari peran seorang investor. Investor mengharapkan keuntungan dari pasar modal baik untuk jangka panjang maupun jangka pendek. Para investor bebas memilih bermacam-macam instrumen keuangan yang ada di pasar modal. Salah satu instrumen investasi adalah saham yang diperdagangkan di bursa efek. Dalam melakukan investasi saham, seorang investor dapat memperoleh dua pendapatan dari kepemilikan saham di suatu perusahaan, yaitu *capital gain* dan deviden (M. Nafik, 2009:244).

Untuk memperoleh tingkat keuntungan investasi yang maksimal dengan tingkat risiko tertentu, sebaiknya investor memegang beberapa saham dengan membentuk portofolio dari perusahaan yang berbeda sektor industrinya. Hal ini sesuai dengan teori portofolio Markowitz yaitu *don't put your eggs into one basket* yang artinya “jangan menaruh telur dalam satu ranjang” pendapat ini memiliki arti bahwa dengan memegang beberapa saham maka akan terjadi proses diversifikasi (Penyebaran risiko). Artinya apabila salah satu saham investor mengalami penurunan harganya maka investor tidak akan mengalami kerugian, karena kerugian saham yang mengalami penurunan harga masih bisa di-cover oleh saham-saham lain yang harganya tidak menurun. Bila diibaratkan saham-saham itu “eggs” maka portofolio adalah “basket” (Suherman, 2006).

Oleh karena itu dalam membentuk portofolio investasi yang baik, seorang manajer investasi perlu melakukan pengelolaan secara baik agar menghasilkan *return* yang maksimal. Pengelolaan portofolio yang dasarnya merupakan dan pembentukan portofolio optimal (Suad Husnan, 2011:54).

Banyak pakar keuangan merumuskan bahwa tujuan pembentukan portofolio secara umum ada dua. Dimana keduanya bertujuan untuk memberikan kepuasan yang maksimal kepada para pemegang saham. Para pemegang saham akan menuntut secara maksimal kepada pihak manajemen perusahaan untuk bekerja dan mampu meningkatkan keuntungan tiap tahunnya. Adapun tujuan pembentukan portofolio adalah untuk memberikan keuntungan yang maksimal sesuai dengan yang diharapkan (*Expected return*), menciptakan risiko yang *continuity* dalam bisnis (Irham, 2009:3).

Masalah yang sering terjadi adalah investor selalu dihadapkan dengan ketidakpastian ketika harus memilih saham-saham untuk dibentuk menjadi portofolio pilihannya. Hal ini tergantung dari preferensi risiko para investor itu sendiri. Seorang investor yang rasional tentu akan memilih portofolio yang optimal.

Keputusan investasi pada dasarnya menyangkut masalah pengelolaan dana pada suatu periode tertentu, dimana para investor mempunyai harapan untuk memperoleh pendapatan atau keuntungan dari dana yang diinvestasikan selama periode waktu tertentu. Keuntungan investasi sangat tergantung banyak hal, tapi hal yang utama adalah tergantung pada kemampuan atau strategi penanaman modal atau investor dalam membaca informasi-informasi dan situasi pasar yang tidak menentu. Cara yang tepat untuk menilai sekuritas investor adalah menggunakan strategi portofolio optimal (optimalisasi) karena membantu investor untuk mengurangi risiko portofolio secara signifikan tanpa mempengaruhi tingkat pengembalian.

Portofolio dikategorikan efisien apabila tingkat risiko yang sama, mampu menghasilkan tingkat keuntungan yang sama, tetapi dengan risiko yang lebih rendah (Sharpe, Alexander dan Barley, 1995). Menurut (Ardiyos, 2001:102) Tujuan dari portofolio adalah untuk mengurangi risiko dengan penganekaragaman efek. Dalam membentuk satu portofolio, maka sebaiknya investor berusaha memaksimalkan pengembalian (*return*) yang diharapkan dari investasi yang dilakukan dengan tingkat risiko tertentu. Portofolio seperti ini merupakan portofolio yang efisien. Investor yang sangat berhati-hati menghindari risiko yang berbeda, maka ia akan memilih investasi dengan tingkat risiko yang lebih rendah dan memiliki portofolio yang efisien lebih dari satu maka yang dibutuhkan pemodal adalah kemampuan untuk menyusun pilihannya dari tiap kombinasi kepuasan paling sedikit sampai kepuasan tertinggi. Investor yang rasional hanya tertarik dengan portofolio yang optimal. Menurut (Husnan, 2001: 102) untuk menaksir keuntungan yang diharapkan dari suatu portofolio maka perlu menaksir jumlah tingkat keuntungan yang diharapkan sebanyak jumlah saham yang membentuk portofolio tersebut. Tujuan investor berinvestasi adalah untuk memaksimalkan *return*. Tanpa melupakan risiko investasi yang harus dihadapinya. Dalam investasi saham, besarnya *return* yang diperoleh juga akan sangat tergantung pada kesediaan investor menanggung risiko dari sifat saham yang *high risk-high return*. Untuk itu, semakin besar risiko yang diambil, semakin besar juga harapan *return* yang akan diterima. Sebaliknya, semakin kecil risiko yang bersedia ditanggung investor, maka kemungkinan *return* yang akan diterima juga akan semakin kecil.

Model pembentukan portofolio merupakan salah satu alat yang dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan dalam berinvestasi di pasar modal. Dengan menggunakan model pembentukan portofolio diharapkan dapat mengurangi risiko yang mungkin terjadi di kemudian hari. Sebelum melakukan investasi sebaiknya investor mengetahui bagaimana kinerja dari saham yang akan diinvestasikan dan menganalisa bagaimana gambaran mengenai return dan resiko yang akan diterima jika berinvestasi pada saham yang telah dipilih sebelum memutuskan untuk berinvestasi pada saham tersebut.

Untuk membentuk portofolio optimal, model-model yang dapat digunakan adalah Model Indeks Tunggal, Indeks Ganda dan Model Korelasi Konstan. Tandelilin (2010:302) mengatakan Sharpe (1963) mengembangkan Model Indeks Tunggal (*Single Index Model*) dengan angka yang menjadi acuan adalah ERB (*excess return to beta*). Model Indeks Ganda (*Multi Index Model*) berpotensi dalam upaya mengestimasi *expected return*, standar deviasi, dan kovarians efek secara akurat dibandingkan *Single Index Model*. Sedangkan Model Korelasi Konstan pada intinya menggunakan asumsi bahwa koefisien korelasi ( $\rho$ ) konstan dari tiap pasang saham. Asumsi-asumsi yang digunakan pada Model Korelasi Konstan antara lain koefisien korelasi antar aset konstan, tersedia aset bebas risiko, dan *short selling* tidak diizinkan. Model Korelasi Konstan menggunakan nilai ERS (*excess return to standard deviation*). Nilai ERS menggambarkan kemiringan garis yang menghubungkan saham yang berisiko dengan bunga bebas risiko.

Model SIM mempunyai keunggulan tersendiri untuk digunakan dalam pembentukan suatu portofolio optimal saham. Keunggulan tersebut yaitu metode ini mudah untuk digunakan dan dipertimbangkan faktor risiko yang sifatnya sistematis beta, karena dalam perhitungannya metode SIM ini dilakukan dengan cara menganalisis dan membandingkan Excess to beta dengan Cut off rate dari masing masing saham. Excess Return to beta merupakan rasio yang diukur berdasarkan selisih tingkat pengembalian aset bebas risiko (risk free rate), terhadap risiko pasar (market risk) sebagai faktor risiko. Penggunaan metode SIM tidak hanya berguna untuk menyeleksi saham saham yang masuk kedalam portofolio optimal saja, tetapi juga menghitung besar bobot atau proporsi yang harus ditanamkan pada masing masing saham. Fluktuasi harga saham yang searah dengan harga indeks saham merupakan dasar dalam pengamatan SIM.

Metode indeks ganda menganggap ada faktor lain selain IHSG yang dapat mempengaruhi terjadinya korelasi antar efek. Dalam upaya mengestimasi *expected return*, *variance* dan *covariance* setiap efek secara akurat karena pengambilan aktual efek tidak hanya sensitive terhadap perubahan IHSG tetapi lebih dari satu faktor yang dapat mempengaruhinya, indeks ganda lebih berpotensi sebab terdapat faktor lain yang mempengaruhi *return effect* seperti tingkat bunga bebas risiko.

Constant Correlation Model (CCM) memiliki asumsi bahwa koefisien korelasi antar pasangan saham adalah konstan, sehingga nilai koefisien korelasi merupakan rata-rata dari nilai koefisien korelasi saham saham yang masuk portofolio optimal (Elton dan Gruber, 2009:195). Model ini tidak

memperbolehkan short-selling, Short selling berarti menjual saham yang tidak dimiliki (Zubir, 2011:125). CCM identik dengan SIM tetapi yang membedakan kedua metode ini adalah formulasi kovariansinya. Berdasarkan formulasi kovariansi tersebut, pada SIM terdapat korelasi antara saham dengan indeks pasarnya, tetapi pada CCM hanya mengkorelasikan saham yang satu dengan saham lain tanpa melibatkan portofolio optimal, SIM memfokuskan kepada penggunaan ERB (Excess Return to Beta), akibatnya SIM digunakan untuk memprediksi risiko portofolio berdasarkan varians indeks pasar. Sedangkan CCM memfokuskan pada penggunaan ERS (Excess Return to Standard Deviation), akibatnya CCM digunakan untuk memprediksi risiko portofolio berdasarkan koefisien korelasi antar saham. CCM lebih tepat digunakan ketika investor memiliki dugaan bahwa terdapat hubungan antara saham yang satu dengan saham yang lain. Pada CCM terlebih dahulu dilakukan pemilihan saham yang memang berkorelasi secara signifikan, CCM memiliki tujuan yaitu menentukan portofolio optimal dengan proporsi tertentu untuk memaksimalkan return dengan meminimalkan risiko.

Seperti evaluasi terhadap kinerja suatu perusahaan, portofolio yang telah dibentuk perlu dievaluasi kinerjanya. Evaluasi kinerja portofolio akan terkait dengan dua isu utama, yaitu mengevaluasi apakah *return* portofolio yang telah dibentuk mampu memberikan *return* yang melebihi (di atas) *return* portofolio lainnya yang dijadikan patok duga (*benchmark*), dan mengevaluasi apakah *return* yang diperoleh sudah sesuai dengan tingkat risiko yang harus ditanggung. Hasil

evaluasi kinerja portofolio yang kurang tepat akan menyebabkan pengambilan keputusan yang dapat merugikan investor.

Pengukuran kinerja portofolio menjadi sangat penting karena selama ini kebanyakan investor hanya mendasarkan keberhasilan portofolio mereka pada hasil tingkat imbal hasil (return), tanpa memperhatikan risiko yang mereka ambil untuk mendapatkan tingkat return tersebut. Tanpa mengevaluasi hasil risiko yang disesuaikan, seorang investor kemungkinan besar tidak akan melihat seluruh gambaran investasi, yang mungkin secara tidak sengaja menyebabkan keputusan investasi yang suram. Terdapat 3 (tiga) set perangkat pengukuran yang telah memperhatikan faktor risiko yang dapat digunakan untuk melakukan evaluasi kinerja portofolio yaitu indeks Treynor, Sharpe dan Jensen.

Pengukuran kinerja portofolio ini dikembangkan oleh Jack L Treynor, yang juga merupakan orang pertama yang menyediakan pengukur komposit kinerja portofolio yang memperhitungkan tingkat risiko. Tujuan Treynor adalah untuk menemukan ukuran kinerja yang dapat diaplikasikan kepada seluruh investor dengan tidak mepedulikan preferensi risiko personal. Sedangkan indeks sharpe Pengukuran ini diperkenalkan oleh Bill Sharpe dan terkait erat dengan model penetapan harga aset modal (*capital asset pricing model/CAPM*). Indeks Sharpe mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal ( Capital Market Line – CML ) sebagai patokan. Dan indeks jensen dinamakan sesuai pembuatnya, Michael C. Jensen, pengukuran Jensen memperhitungkan kelebihan hasil (excess return) yang diperoleh sebuah portofolio melebihi hasil yang diharapkan.



Pasar modal saat ini semakin berkembang. Perkembangan ini dapat dilihat diantaranya dari meningkatnya perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, meningkatnya kapitalisasi pasar dan meningkatnya para pelaku investasi. Data dari BEI per 24 maret 2016 tercatat sebanyak 525 perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia meningkat drastis sebanyak 68 perusahaan dari jumlah 457 perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2012, dengan kapitalisasi sebesar Rp. 5.137 Trilliun mengalami kenaikan sebesar Rp. 1.009 Trilliun dari jumlah Rp. 4.128 Trilliun di tahun 2012. (<http://www.idx.co.id>).

Perkembangan pasar modal ini mengindikasikan bahwa pasar modal merupakan tempat yang menarik bagi perusahaan dan harapan bagi para investor sebagai wahana investasinya. Banyaknya para pebisnis terutama perusahaan besar yang mencari alternatif sumber pembiayaan usaha selain bank menjadikan pasar modal sebagai salah satu sumber pembiayaan rujukan. Suatu perusahaan dapat menerbitkan saham dan menjualnya di pasar modal untuk mendapatkan dana yang diperlukan, tanpa harus membayar beban bunga tetap seperti jika meminjam ke bank. Disamping itu, masyarakat juga mulai menyadari akan pentingnya berinvestasi dan menjadikan pasar modal sebagai alternatif wahana investasi selain real investment seperti properti.

Hal tersebut terjadi sesuai dengan peran pasar modal bagi perekonomian negara yang mana pasar modal ini mempunyai dua fungsi, yaitu sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor), dan sebagai sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan instrumen derivative lainnya. Dengan

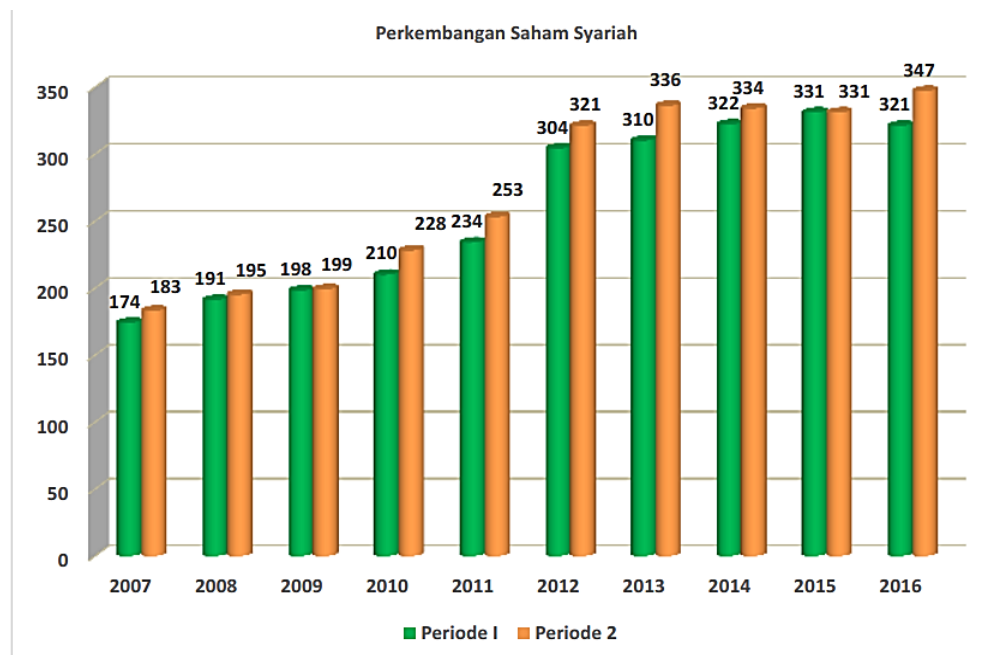
demikian, dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pendanaan usaha dan masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan risiko masing - masing instrumen. (www.idx.co.id)

Return yang tinggi tentu saja adalah tujuan dari investor menginvestasikan dananya di pasar modal. Namun, hal tersebut tidak serta merta terwujud dengan mudah karena instrument di pasar modal tidak hanya mempunyai return yang cukup tinggi tetapi juga mempunyai risiko yang mengiringinya. Return dan risiko tersebut menjadi pertimbangan masing-masing investor, sedangkan kemampuan analisis yang dimiliki investor masih relatif terbatas, sehingga keterbatasan tersebut sangat berpengaruh terhadap keputusan investasi saham. Investor yang rasional akan memilih investasi yang memberikan return maksimal dengan risiko tertentu atau sebaliknya return tertentu dengan risiko minimal tergantung dari preferensi masing-masing investor.

Investor bisa memanfaatkan keberadaan pasar modal untuk berinvestasi. Pasar modal menghubungkan pembeli dan penjual untuk menginvestasikan dananya pada berbagai pilihan sekuritas yang ada. Salah satu bentuk investasi yang ada dipasar modal Indonesia yaitu saham syariah. Saham syariah terbagi menjadi dua yaitu Indeks saham Syariah Indonesia (ISSI) dan juga Jakarta *Islamic Index* (JII). Perbedaan ISSI dan JII adalah sebagai berikut ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia) merupakan indeks saham yang mencerminkan keseluruhan saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Konstituen ISSI adalah keseluruhan saham syariah tercatat di BEI dan terdaftar dalam

Daftar Efek Syariah (DES). Sedangkan JII merupakan subaset atau bagian dari ISSI dimana JII hanya mencakup 30 saham syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Prospek pasar saham syariah di Indonesia semakin berkembang dengan diterbitkannya Jakarta *Islamic Index* (JII) dan *Indonesia Sharia Stock Index* (ISSI). Hal ini dapat dilihat dari 535 jumlah emiten yang memperdagangkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI), 60% diantaranya merupakan saham berbasis syariah (sumber : detikfinance).



Sumber : [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)

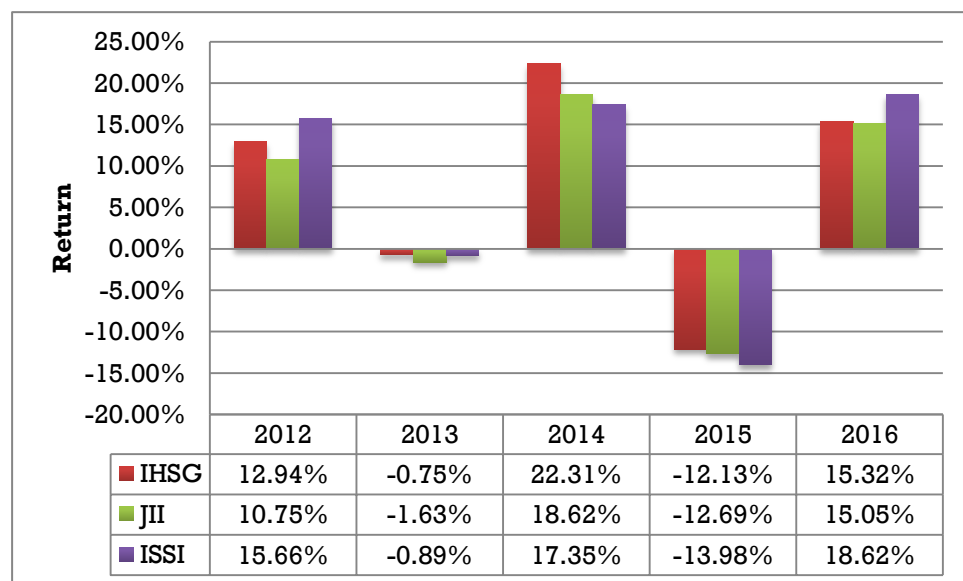
### **Gambar 1.1 Perkembangan Saham Syariah dalam Daftar Efek Syariah**

Berdasarkan gambar 1.1 dapat dilihat bahwa perkembangan saham syariah di Indonesia mengalami peningkatan setiap tahunnya, sehingga membuat investor

ingin melakukan investasi sesuai syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi, termasuk Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Selain itu salah satu indeks pasar saham yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), indeks ini mencakup pergerakan harga seluruh saham biasa dan saham preferen yang tercatat di BEI. Dilihat perbedaan ISSI dan IHSG, maka pada indeks syariah tidak ada saham yang terkait pendapatan berbasis bunga, seperti perbankan konvensional.

Di tahun 2016 Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sepanjang tahun tersebut mengungguli Indeks Harga Saham Gabungan. Berikut data pergerakan *return* tahunan indeks IHSG, JII, dan ISSI diamati dari tahun 2012 hingga 2015.



Sumber : idx.co.id, data diolah

### Gambar 1.2 Pergerakan *Return* Tahunan IHSG, JII dan ISSI

Gambar 1.2 menunjukkan bahwa pergerakan *return* dari tahun 2012 hingga 2016 berfluktuatif, sepanjang tahun 2016 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) hanya mampu membukukan *return* sebesar 15,32%, setelah IHSG ditutup pada

4.593 poin, turun -12,13% ditahun 2015. Kinerja ini merupakan salah satu performa yang paling lemah di antara indeks-indeks saham di kawasan Asia, setelah Thailand -13,86% dan Singapura -14,25% seperti ditunjukkan dalam tabel 1.1 kinerja pasar saham tahun 2015.

Sementara itu, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) mencetak performa dengan *return* paling tinggi di atas indeks-indeks lainnya termasuk Jakarta *Islamic Index* (JII), dengan tumbuh signifikan mencapai 18,62%, ISSI ditutup di level 172,077 pada akhir 2016. Dalam hal ini prospek saham syariah dalam jangka panjang akan lebih baik dibandingkan dengan IHSG.

Namun pada penutupan tahun 2015 Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) bertengger di level 145,061, dan turun sebesar -13,98% lebih tinggi daripada Jakarta *Islamic Index* (JII) juga memerah di level 603,349 turun menjadi -12,69%. Memerahnya saham syariah tersebut tidak terlepas dari sentimen negatif laju bursa saham global yang melemah.

Pada tahun 2013 ISSI, JII dan IHSG memperoleh *return* yang negatif. Hal ini dikarenakan terjadinya defisit neraca perdagangan Indonesia sehingga investor enggan menanamkan modalnya di IHSG, dimana IHSG memperoleh *return* -0,75% dan ISSI memperoleh *return* -0,89%.

Pada tahu 2014 *return* kembali membaik dimana IHSG, JII dan ISSI dapat mencapai hasil *return* yang positif. Hal ini dikarenakan kondusifnya perekonomian makro di Indonesia dan kurs rupiah yang menguat. Akan tetapi meskipun pada tahun 2014 *return* kembali membaik ISSI tidak mampu mengungguli IHSG dan JII dalam perolehan *return*.



Sumber : Bareksa

### Gambar 1.3 Indeks ISSI

Berdasarkan Gambar 1.3 indeks ISSI tersebut, terjadi kecenderungan semakin menguatnya kinerja saham ISSI, namun dalam perjalanan selama periode tersebut juga terlihat adanya fluktuasi, dengan kata lain ada masa dimana level tidak selalu ada pada zona hijau dari level periode sebelumnya. Fluktuasi menggambarkan kondisi pasar, yaitu ketika pasar sedang baik dan investor optimis bahwa investasi di pasar modal akan menguntungkan, maka akan diikuti oleh meningkatnya harga saham-saham dan kondisi tersebut sering disebut pasar bullish. Sebaliknya apabila investor memandang pasar dalam kondisi tidak menguntungkan dan terdapat penawaran yang lebih tinggi dari permintaan, maka akan menurunkan harga saham yang pada gilirannya akan menurunkan nilai indeks pasar. Kondisi pasar yang sedang turun tersebut sering disebut sebagai pasar bearish. Bagi Investor yang rasional, fluktuasi kondisi pasar harus dihadapi dengan strategi investasi yang tepat agar tetap memperoleh keuntungan yang optimal pada tingkat risiko tertentu yang mampu dipikulnya.

(Tandelilin, 2001:253) untuk menggambarkan pola pergerakan harga-harga saham dalam *primary trend*, yaitu pergerakan harga saham dalam jangka waktu yang lama (beberapa tahun) dalam *The Dow Theory* dikenal adanya dua istilah utama yaitu (1) pasar dalam kondisi bergairah (*bull market*) dan (2) pasar yang lesu (*bear market*). *Bull market* terjadi ketika pergerakan harga-harga saham dalam *primary trend* cenderung untuk bergerak naik, sedangkan *bear market* menunjukkan pergerakan harga-harga saham dalam *primary trend* yang cenderung turun.

Apabila dalam menyusun portofolio hanya mempertimbangkan *return* saham semata, maka untuk menghadapi pasar *bullish* atau *bearish* dapat disusun dua portofolio yang berbeda, yaitu memiliki saham-saham dengan *return* positif tertinggi pada masing-masing kondisi pasar. Hal ini dikarenakan ada kemungkinan saham yang memberikan *return* tinggi pada saat pasar *bullish* akan menjadi sebaliknya (merugi) pada saat pasar *bearish*. Dalam pasar kondisi *bullish*, karena semua saham menghasilkan *return* yang positif, penentuan kandidat saham yang masuk portofolio lebih mudah dilakukan, namun pada saat kondisi pasar berubah menjadi *bearish*, dimana banyak saham yang mempunyai *return* yang negatif, tentunya akan sulit memilih saham untuk dijadikan kandidat portofolio, untuk itu perlu adanya analisis apakah perlu mempertahankan portofolio yang telah disusun sebelumnya atau perlu menyusun portofolio baru. Hal ini disadari sepenuhnya oleh Harmono dalam Wardjianto (2005), sehingga menyarankan adanya analisis portofolio secara berkelanjutan.

Berdasarkan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh M. Sukarno (2007) yang meneliti tentang pembentukan portofolio optimal menggunakan model indeks tunggal dengan menggunakan sampel 14 saham yang aktif dalam berdasarkan frekuensi perdagangan dan membagikan dividen selama tiga tahun berturut-turut yakni tahun 2004-2006. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini adalah portofolio optimal dibentuk oleh tiga saham yang memiliki ERB adalah saham AALI dan PGAS dengan nilai ERB 0,86% dan 0,37%. Proporsi dana dari kedua saham tersebut adalah sebesar 48,54% untuk AALI dan 51,46% untuk PGAS dengan return portofolio sebesar 0,072%, risiko portofolio sebesar 0,196% dan excess return to beta portofolio sebesar 0,61%.

Penelitian yang dilakukan oleh Suryanto (2013) menggunakan model indeks tunggal maupun model korelasi konstan dalam pembentukan portofolio optimal saham PEFINDO25 periode Agustus 2011-juli 2012. Hasil penelitian tersebut mengindikasikan bahwa model indeks tunggal menghasilkan 6 saham yang membentuk portofolio optimal. Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan rata-rata kinerja portofolio optimal menggunakan model indeks tunggal dan kinerja portofolio optimal menggunakan model korelasi konstan.

Fawzan (2014) menggunakan indeks ganda pada saham JII periode 2008-2012 menunjukkan bahwa dari perhitungan terhadap 10 saham anggota sampel, hasilnya menunjukkan hanya 5 saham yang mempunyai nilai *excess return to beta* lebih besar dari nilai *cutt-of-rate* dan menjadi kandidat portofolio, tidak ada perbedaan return saham yang masuk kandidat portofolio dengan yang tidak masuk



kandidat portofolio, tidak ada perbedaan risiko antara saham yang masuk kandidat dengan saham yang tidak masuk kandidat portofolio, dan terdapat persamaan return ekspektasi dan return riil pada periode selanjutnya.

Penelitian yang dilakukan oleh Sari Yuniarti (2007) melakukan penelitian tentang pembentukan portofolio optimal saham-saham perbankan dengan model indeks tunggal. Penelitian ini menggunakan sampel saham perbankan yang masuk pada indeks LQ.45 pada tahun Februari 2009 hingga Januari 2010. Penelitian ini menunjukkan bahwa portofolio optimal dibentuk dari kombinasi saham-saham BBRI yang diinvestasikan sebesar 58,15% saham BBCA sebesar 23,72% dan saham BBNI sebesar 18,13%.

Penelitian yang dilakukan oleh Any Silva Dian Safitri (2016) melakukan penelitian tentang analisis pembentukan portofolio optimal saham dengan indeks tunggal, indeks ganda dan korelasi konstan. Penelitian ini menunjukkan saham syariah yang dibentuk oleh model indeks tunggal dan konstan korelasi ada 7 saham yang membentuk saham optimal sedangkan dengan model indeks ganda hanya membentuk 2 saham yang optimal.

Berdasarkan uraian permasalahan diatas dan adanya perbedaan beberapa hasil penelitian mengenai analisa pembentukan portofolio serta penilaian kinerja portofolio, penelitian ini mencoba melakukan penelitian serupa analisis pembentukan portofolio dengan *single index model* yang kinerjanya dievaluasi dengan metode treynor, sharpe dan jensen. Berdasarkan pada penjabaran di atas dan adanya perbedaan objek penelitian dan sampling penelitian sekarang dengan penelitian-penelitian terdahulu, maka penelitian ini dianggap penting untuk

dilakukan. Dengan demikian, peneliti mengangkat judul: **“Analisis Pembentukan portofolio optimal dengan dievaluasi oleh metode Sharpe, Treynor dan Jensen pada saat *bullish* dan *bearish* (studi pada Index Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2016)”**.

## **1.2 Identifikasi dan Rumusan Masalah Penelitian**

### **1.2.1 Identifikasi Masalah**

Dalam menyelesaikan masalah yang akan dibahas pada bab-bab selanjutnya, maka perlu adanya pengidentifikasian masalah, sehingga hasil analisis selanjutnya terarah dan sesuai dengan tujuan penelitian. Berdasarkan latar belakang diatas, dapat diidentifikasi permasalahan-permasalahan yang muncul dalam penelitian ini yaitu:

1. Investor dihadapi ketidakpastian dalam memilih saham-saham yang akan dibentuk portofolio.
2. Investasi dihadapkan dengan ketidakpastian mengenai hasil terkait dengan risiko.
3. Investasi dihadapan dengan ketidakpastian akan hasil atau pengembalian dimasa mendatang.
4. Investor selalu memandang keberhasilan suatu investasi hanya berdasarkan *return* tanpa memperhitungkan risiko yang akan timbul atau terjadi.
5. Investor sering menginvestasikan dana nya tanpa memperhitungkan dan melihat kinerja dari saham yang akan diinvestasikan.

6. Index Saham Syariah Indonesia mengalami perolehan *return* negatif terbesar dibandingkan IHSG dan JII pada tahun 2015.
7. Saham yang memberikan *return* tinggi pada kondisi *bullish* akan menjadi sebaliknya (merugi) pada kondisi *bearish*.
8. Investor sering tidak menggunakan strategi investasi yang tepat dalam kondisi pasar yang fluktuasi.

### **1.2.2 Rumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, penulis membatasi ruang lingkup dalam penelitian ini dan merumuskan masalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pembentukan portofolio dengan *single index model* pada Index Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.
2. Bagaimana pembentukan portofolio dengan *multi index model* pada Index Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.
3. Bagaimana pembentukan portofolio dengan *constant correlation model* pada Index Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.
4. Bagaimana evaluasi kinerja portofolio dengan metode *index sharpe*, *Traynor* dan *Jensen* pada Index Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis :

1. Pembentukan portofolio dengan *single index model* pada Index Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam kondisi pasar bullish dan bearish.
2. Pembentukan portofolio dengan *multi index model* pada Index Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam kondisi pasar bullish dan bearish.
3. Pembentukan portofolio dengan *constant correlation model* pada Index Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam kondisi pasar bullish dan bearish.
4. Evaluasi kinerja portofolio dengan metode index Sharpe, Treynor, dan Jensen pada Index Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam kondisi pasar bullish dan bearish

#### **1.4 Kegunaan Penelitian**

Sesuai dengan permasalahan penelitian tersebut, maka dapat diperoleh kegunaan penelitian sebagai berikut :

##### **1.4.1 Kegunaan Teoritis**

Seara teoritis, penelitian ini diharapkan berguna bagi Pengembangan teori dalam bidang keuangan, khususnya mengenai Analisis pembentukan portofolio dengan dievaluasi oleh metode Sharpe, Treynor dan Jensen pada kondisi *bullish* dan *bearish*. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui saham-saham yang membentuk portofolio optimal serta saham-saham yang memiliki kinerja yang baik pada kondisi *bullish* dan *beasrsh* sehingga diharapkan dapat memberikan sumbangan pemikiran kajian manajemen keuanagan khususnya dalam pembentukan portofolio serta penilaian kinerja portofolio.

### 1.4.2 Kegunaan Praktis

Hasil yang diharapkan dapat memberikan manfaat bagi berbagai pihak, antara lain :

#### a. Bagi Penulis

1. Untuk memahami lebih mendalam tentang pembentukan portofolio pada kondisi *bullish* dan *bearish* khususnya yang diterapkan pada perusahaan yang terdaftar di Index Saham Syariah Indonesia (ISSI).
2. Untuk mengidentifikasi portofolio yang mempunyai kinerja positif pada kondisi *bullish* dan *bearish* khususnya yang diterapkan pada perusahaan yang terdaftar di Index Saham Syariah Indonesia (ISSI).
3. Untuk melatih diri dalam menguji sejauh mana kesabaran dalam menyusun suatu karya ilmiah yang baik.

#### b. Bagi Perusahaan

1. Penelitian ini dapat dijadikan pertimbangan oleh manajemen perusahaan yang memperjualbelikan sahamnya di Bursa Efek Indonesia khususnya pada perusahaan yang masuk dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam pengelolaan investasi saham di Indonesia.
2. Memberikan masukan informasi tentang pembentukan portofolio dengan menggunakan metode *single index model*, *multi index model* dan *constant correlation model*.
3. Agar Perusahaan dapat melakukan evaluasi kinerja portofolio dengan tepat dan menghasilkan kinerja yang baik.

4. Agar perusahaan dapat merancang strategi yang tepat dalam kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.

c. Bagi Investor

1. Penelitian ini dapat menjadi pedoman dalam melakukan analisis saham yang akan diperjualbelikan dipasar modal dan menentukan portofolio optimal pada kondisi *bullish* dan *bearish* untuk menentukan kebijakan investasi yang akan diambil oleh investor.
2. Memberikan tambahan informasi mengenai pembentukan portofolio dan evaluasi kinerja portofolio.

d. Bagi Pihak lain

1. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan pengetahuan tentang analisis pembentukan portofolio optimal dengan dievaluasi dengan metode Sharpe, Treynor dan Jensen pada kondisi *bullish* dan *bearish*.
2. Diharapkan hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan referensi bagi peneliti lebih lanjut dalam kajian bidang yang sama.