

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN

2.1 Kajian Pustaka

Kajian Pustaka merupakan seluruh bahan bacaan yang mungkin pernah dibaca dan dianalisis, baik yang sudah dipublikasikan maupun sebagai koleksi pribadi. Kajian pustaka juga sering dikaitkan dengan kerangka teori atau landasan teori, yaitu teori-teori yang digunakan untuk menganalisis objek penelitian. (Nyoman Kutha Ratna dalam Prastowo, 2012:80)

2.1.1 Pengertian Manajemen

Manajemen merupakan suatu proses dimana suatu perusahaan atau organisasi dalam melakukan suatu usaha harus mempunyai prinsip-prinsip manajemen dengan menggunakan semua sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan.

John Kotter (2014:8) berpendapat bahwa *management is a set of process that can keep a complicated system of people and technology running smoothly. The most important aspects of management include planning, budgeting, organizing, staffing, controlling, and problem solving.* Artinya yaitu manajemen adalah serangkaian proses yang dapat membuat sistem teknologi yang rumit dari orang-orang dan berjalan dengan lancar. Aspek yang paling penting dari manajemen meliputi perencanaan, penganggaran, pengorganisasian, pegawai, pengendalian, dan pemecahan masalah.

Malayu Hasibuan dalam Irham Fahmi (2013: 2) mendefinisikan mengenai manajemen adalah ilmu dan seni mengatur proses pemanfaatan sumber daya manusia dan sumber-sumber lainnya secara efektif dan efisien untuk mencapai suatu tujuan tertentu. Pendapat lainnya dikemukakan oleh Andrew F. Sikula dalam Irham Fahmi (2013:2) bahwa manajemen pada umumnya dikaitkan dengan aktivitas-aktivitas perencanaan, pengorganisasian, pengendalian, penempatan, pengarahan, pemotivasian, komunikasi dan pengambilan keputusan yang dilakukan oleh setiap organisasi dengan tujuan untuk mengkoordinasikan sebagai sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan sehingga dihasilkan suatu produk atau jasa secara efisien.

Berdasarkan definisi-definisi para ahli tersebut, maka manajemen adalah suatu ilmu dan seni yang digunakan perusahaan yang didalamnya terdapat proses mengelola sumber daya, karyawan, uang dan waktu secara efektif dan efisien guna dapat membantu perusahaan dalam mewujudkan atau mencapai tujuan yang telah ditetapkan.

2.1.2 Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan merupakan salah satu fungsi manajemen terhadap segala aktivitas perusahaan yang berhubungan dengan kegiatan memperoleh sumber dana, menggunakan dana dan manajemen aktiva untuk menciptakan kemakmuran bagi pemegang saham melalui memaksimalkan nilai perusahaan. Manajemen keuangan menurut Horne dan Machowicz Jr. (2012:2) adalah

berkaitan dengan perolehan aset, pendanaan dan manajemen aset dengan didasari beberapa tujuan umum.

Cornett dkk (2012:8) mendefinisikan financial *“management is the sub area that deals with a firm’s decisions in acquiring and using the cash that is received from investors or from retained earning”*. Artinya, manajemen keuangan adalah sub daerah yang berhubungan dengan keputusan perusahaan dalam memperoleh dan menggunakan uang yang diterima dari investor atau dari laba ditahan.

Gitman (2012:4) mengatakan bahwa *“finance can be defined as the science and art of managing money”*. Yang artinya adalah keuangan dapat didefinisikan sebagai ilmu dan seni mengelola uang. Dari definisi tersebut maka dapat dikembangkan bahwa keuangan sebagai seni berarti melibatkan keahlian dan oengalaman, sedangkan sebagai ilmu melibatkan prinsip-prinsip, konsep, teori, proposisi, dan model yang ada dalam manajemen keuangan.

Pendapat lainnya dari kasmir (2012:5) manajemen keuangan adalah segala aktivitas yang berhubungan dengan perolehan, pendanaan, dan pengelolaan aktiva dengan beberapa tujaun menyeluruh.

Dari definisi-definis para ahli tersebut, maka manajemen keuangan adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh dana untuk perusahaan, serta kemampuan dalam mengelola dana dan aset sehingga dapat mencapai tujuan yang telah ditetapkan dan dapat mensejahterakan pemilik dari suatu perusahaan.

2.1.2.1 Fungsi Manajemen Keuangan

Menurut Horne dan wachowicz Jr. yang dialihbahasakan (2012: 2) manajemen keuangan memiliki fungsi adalah sebagai berikut :

1. Keputusan Investasi

Keputusan investasi adalah fungsi manajemen keuangan yang paling penting dalam penunjang pengambilan keputusan untuk berinvestasi karena menyangkut tentang memperoleh dana investasi yang efisien, komposisi aset yang harus dikurangi atau dipertahankan.

2. Keputusan pendanaan (Pembayaran deviden)

Kebijakan deviden juga harus dipandang sebagai integral dari keputusan pendanaan perusahaan. Pada prinsipnya manajemen keuangan sebagai keputusan pendanaan menyangkut tentang keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan harus dibagikan kepada pemegang saham atau disimpan guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang.

3. Keputusan manajemen aset

Keputusan manajemen aset adalah fungsi manajemen keuangan yang menyangkut tentang keputusan alokasi dana atau aset, komposisi dana yang harus dipertahankan dan penggunaan modal baik dari dalam perusahaan atau dari luar perusahaan yang baik bagi perusahaan.

Manajemen keuangan memiliki kesempatan kerja yang luas karena setiap perusahaan pasti membutuhkan manajer keuangan yang menangani fungsi-fungsi

keuangan. Fungsi manajemen keuangan merupakan salah satu fungsi utama yang sangat penting dalam perusahaan.

2.1.3 Pengertian Investasi

Investasi merupakan pengorbanan sesuatu dimasa sekarang yang mengharapkan pengembalian yang lebih besar dari pada pengorbanan. Menurut Jogiyanto (2013:5) Investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan didalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu. Dalam dunia yang sebenarnya hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau risiko. Pemodal tidak tahu dengan pasti hasil yang akan diperolehnya dari investasi yang dilakukannya. Dalam keadaan semacam ini dikatakan bahwa pemodal tersebut menghadapi risiko dalam investasi yang dilakukannya. Yang bisa dilakukannya adalah memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya dan seberapa jauh kemungkinan hasil sebenarnya nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan. Karena pemodal menghadapi kesempatan berisiko, pilihan investasi tidak dapat hanya mengandalkan pada tingkat keuntungan yang diharapkan. Apabila pemodal mengharapkan untuk memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi, maka ia harus bersedia menanggung risiko yang tinggi pula. Salah satu karakteristik investasi pada sekuritas adalah kemudahan untuk membentuk portofolio investasi.

2.1.3.1 Proses Investasi

Proses investasi menunjukkan bagaimana pemodal seharusnya melakukan investasi dalam sekuritas yaitu sekuritas apa yang akan dipilih, seberapa banyak

investasi tersebut dan kapan investasi tersebut akan dilakukan. Untuk itu diperlukan langkah-langkah dalam proses investasi sebagai berikut (Zubir,2011:48) :

1. Menentukan kebijakan investasi

Dalam hal ini pemodal perlu menentukan apa tujuan investasinya, dan berapa banyak investasi tersebut akan dilakukan. Oleh karena ada hubungan positif antara risiko dan keuntungan investasi, maka pemodal tidak bisa mengatakan tujuan investasinya adalah untuk mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya. Dia harus menyadari bahwa ada kemungkinan dia menderita rugi. Jadi tujuan investasi harus dinyatakan baik dalam keuntungan maupun risiko.

2. Analisis Sekuritas

Tahap ini pemodal melakukan analisis terhadap sekuritas individu atau sekelompok sekuritas. Ada berbagai cara untuk melakukan analisis ini, tetapi pada garis besarnya cara-cara tersebut dikelompokkan menjadi dua, yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental. Analisis teknikal menggunakan data (perubahan) harga di masa yang akan datang. Analisis fundamental berupaya mengidentifikasi prospek perusahaan (melalui analisis terhadap faktor-faktor yang mempengaruhinya) untuk bisa memperkirakan harga saham di masa yang akan datang.

3. Pembentukan Portofolio

Portofolio berarti sekumpulan investasi. Tahap ini menyangkut identifikasi sekuritas-sekuritas mana yang akan dipilih, dan berapa proporsi dana yang

akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas tersebut. Pemiihan terhadap banyak sekuritas (pemodal melakukan divesrsifikasi investasi) dimaksudkan untuk mengurangi risiko yang ditanggung.

4. Melakukan Revisi Portofolio

Tahap ini merupakan pengulangan terhadap tiga tahap sebelumnya, dengan maksud bila pemodal perlu untuk melakukan perubahan terhadap portofolio yang telah dimiliki. Apabila pemodal merasa portofolio yang sekarang dimiliki 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

Dalam tahap ini pemodal melakukan penilaian terhadap kinerja portofolio, baik pada aspek tingkat keuntungan yang diperolehnya maupun risiko yang ditanggung. Tidak benar kalau suatu portofolio yang memberikan keuntungan yang lebih tinggi mesti lebih baik dari portofolio lainnya. Faktor risiko perlu dimasukkan, karena itu diperlukan standar pengukurannya.

Untuk melakukan kegiatan investasi, khususnya investasi saham dipasar modal diperlukan pengetahuan yang cukup, pengalaman, serta naluri untuk menganalisis saham mana yang harus dibeli dan harus dijual sebagai investor harus rasional dalam menghadapi pasar jual beli saham.

2.1.3.2 Tipe-tipe investasi

Investasi dapat dilakukan pada investasi nyata (*real investment*) serta investasi keuangan (*financial investment*). *Real investment* adalah investasi di sektor riil misalnya pada tanah, bangunan, emas, real estate. Sementara *financial investment* adalah investasi dengan membeli surat berharga di pasar modal atau investasi langsung maupun ke perusahaan investasi atau investasi tidak langsung. Menurut Jogiyanto (2015:7-11) tipe-tipe investasi keuangan adalah sebagai berikut :

1) Investasi langsung

Investasi ini dilakukan dengan membeli secara langsung aktiva keuangan dari suatu perusahaan baik melalui perantara atau dengan cara lain. Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan di pasar uang atau pasar turunan. Aktiva ini dapat berupa tabungan di bank atau sertifikat deposito.

2) Investasi tidak langsung

Investasi ini dilakukan dengan cara membeli saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan-perusahaan lain. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dan menggunakan dana yang diperolehnya untuk diinvestasikan ke dalam portofolio.

2.1.4 Return

Tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan return, tanpa melupakan faktor risiko investasi yang harus dihadapinya. Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. (Zubir, 2011: 52).

Sumber-sumber return investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu yield dan capital gain (loss). Yield merupakan komponen return yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Jika kita berinvestasi pada sebuah obligasi misalnya, maka yield ditunjukkan dari bunga obligasi yang dibayarkan. Demikian pula halnya jika kita membeli saham, yield ditunjukkan oleh besarnya dividen yang kita peroleh.

Sedangkan, capital gain (loss) sebagai komponen kedua dari return merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga (bisa saham maupun surat utang jangka panjang), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor. Dalam kata lain, capital gain (loss) bisa juga diartikan sebagai perubahan harga sekuritas (Zubir, 2011: 52).

Return dapat berupa return realisasi (realized return) dan return ekspektasi (expected return). Return realisasi merupakan return yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis dan digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. Return realisasi ini juga berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasi (expected return) yang merupakan return yang diharapkan oleh investor di masa yang akan datang. Return realisasi diukur dengan menggunakan

return total (total return), relative return (return relative), kumulatif return (return comulative), dan return disesuaikan (adjusted return). Return total merupakan return keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu yang terdiri dari capital gain (loss) dan yield. Capital gain (loss) merupakan selisih untung (rugi) dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu.

Pada dasarnya, ada dua keuntungan yang diperoleh investor dengan membeli atau memiliki efek:

1. Current income yaitu (keuntungan lancar) keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodik seperti misalnya berupa dividen.
2. Capital gain berupa keuntungan yang diterima karena selisih antara harga jual dan harga beli suatu instrumen investasi. Besarnya capital gain akan positif bilamana harga jual dari saham yang dimiliki lebih tinggi dari harga belinya.

Dalam konteks manajemen investasi return merupakan imbalan yang diperoleh dari investasi, return dibedakan menjadi dua. Pertama, return yang telah terjadi (actual return) yang dihitung berdasarkan historis. Kedua, return yang diharapkan (Expected return) akan diperoleh investor dimasa mendatang (Halim, Abdul, 2005: 34).

2.1.5 Risiko

Seorang investor yang hanya menghitung return saja untuk suatu investasi tidaklah cukup. Risiko dari investasi juga perlu diperhitungkan. Return dan risiko merupakan dua hal yang tidak terpisah, karena pertimbangan suatu investasi merupakan trade-off dari kedua faktor ini. Return dan risiko mempunyai hubungan yang positif, semakin besar risiko yang harus ditanggung, semakin besar return yang harus dikompensasikan.

Suatu keputusan dikatakan dalam keadaan baik adalah risiko apabila hasil keputusan tersebut tidak dapat diketahui sebelumnya dengan pasti, akan tetapi tahu probabilitasnya (nilai kemungkinan), dimana ketidak pastian tersebut (uncertainly) dapat diukur dengan probabilitas. Apabila dikaitkan dengan preferensi investor terhadap risiko, maka risiko dibedakan menjadi tiga (Halim, Abdul, 2005: 42) yaitu:

1. Risk Seeker

merupakan investor yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka mengambil investasi yang risiko lebih besar. Biasanya investor jenis ini bersifat agresif dan spekulatif dalam mengambil keputusan investasi.

2. Risk Neutrality

merupakan investor yang akan meminta kenaikan tingkat pengembalian yang sama untuk setiap kenaikan risiko, investor jenis ini umumnya cukup fleksibel dan bersikap hati-hati (prudent) dalam mengambil keputusan investasi.

3. Risk Averter,

merupakan investor yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka mengambil investasi yang dengan risiko yang lebih kecil, biasanya investor jenis ini cenderung selalu mempertimbangkan secara matang dan terencana atas keputusan investasinya.

Menurut Tandelilin (2010: 49), Ada beberapa sumber risiko yang bisa mempengaruhi besarnya risiko suatu investasi. Sumber-sumber tersebut antara lain:

1. Risiko suku bunga

Perubahan suku bunga bisa mempengaruhi variabilitas return suatu investasi. Perubahan suku bunga akan mempengaruhi harga saham secara terbalik, *ceteris paribus*. Demikian pula sebaliknya, jika suku bunga turun harga saham naik. Mengapa demikian? Secara sederhana, jika suku bunga misalnya naik, maka return investasi yang terkait dengan suku bunga (misalnya deposito) juga akan naik. Kondisi seperti ini bisa menarik minat investor yang sebelumnya berinvestasi di saham untuk memindahkan dananya dari saham ke dalam deposito. Jika sebagian besar investor

melakukan tindakan yang sama maka banyak investor yang menjual saham, untuk berinvestasi dalam bentuk deposito. Berdasarkan hukum permintaan-penawaran, jika banyak pihak menjual saham, *ceteris paribus*, maka harga saham akan turun.

2. Risiko pasar.

Fluktuasi pasar secara keseluruhan yang mempengaruhi variabilitas return suatu investasi disebut sebagai risiko pasar. Fluktuasi pasar biasanya ditunjukkan oleh berubahnya indeks pasar saham secara keseluruhan. Perubahan pasar dipengaruhi oleh banyak faktor seperti munculnya resesi Ekonomika dan Bisnis, kerusuhan ataupun perubahan politik.

3. Risiko inflasi.

Inflasi yang meningkat akan mengurangi kekuatan daya beli rupiah yang telah diinvestasikan. Oleh karenanya, risiko inflasi juga bisa disebut sebagai risiko daya beli. Jika inflasi mengalami peningkatan, investor biasanya menuntut tambahan premium inflasi untuk mengkompensasi penurunan daya beli yang dialaminya.

4. Risiko bisnis.

Risiko dalam menjalankan bisnis dalam suatu jenis industri disebut sebagai risiko bisnis. Misalnya perusahaan pakaian jadi yang bergerak pada industri tekstil, akan sangat dipengaruhi oleh karakteristik industri tekstil itu sendiri.

5. Risiko finansial.

Risiko ini berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan utang dalam pembiayaan modalnya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan perusahaan, semakin besar risiko finansial yang dihadapi perusahaan.

6. Risiko likuiditas.

Risiko ini berkaitan dengan kecepatan suatu sekuritas yang diterbitkan perusahaan bila diperdagangkan di pasar sekunder. Semakin cepat suatu sekuritas diperdagangkan, semakin likuid sekuritas tersebut, demikian sebaliknya. Semakin tidak likuid suatu sekuritas semakin besar pula risiko likuiditas yang dihadapi perusahaan.

7. Risiko nilai tukar mata uang.

Risiko ini berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang domestik (Negara perusahaan tersebut) dengan nilai mata uang Negara lainnya. Risiko ini juga dikenal sebagai risiko mata uang (currency risk) atau risiko nilai tukar (exchange rate risk).

Sumber-sumber risiko ini bisa mengakibatkan kerugian bagi investor, sehingga sumber-sumber risiko ini harus bisa ditangani atau diantisipasi dan diperkecil kemungkinan risiko yang dapat menyebabkan kerugian.

Dalam konteks portofolio, risiko dibedakan menjadi dua (Halim, Abdul, 2005: 43) yaitu :

a. Risiko sistematis (Systematic Risk)

Risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro dipengaruhi faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan sebagai contoh faktor-faktor makro tersebut adalah perubahan tingkat bunga, kurs valas, dan kebijakan pemerintah. Sehingga sifatnya umum dan berlaku bagi semua saham dalam bursa saham yang bersangkutan. Risiko ini juga disebut undiversifiable risks.

b. Risiko tidak sistematis (Unsystematic Risk)

Merupakan risiko yang dapat dilakukan dengan melakukan diversifikasi, karena risiko ini hanya dalam suatu perusahaan atau industri tertentu. Fluktuasi risiko ini besarnya berbeda-beda anantara satu saham dengan saham lain. Karena perbedaan inilah, maka masing-masing saham memiliki tingkat sensitifitas yang berbeda-beda terhadap perubahan pasar. Misalnya faktor struktur asset tingkat likuiditas, dsb. Risiko ini juga disebut diversifiable risks).

2.1.6 Saham

Secara sederhana saham didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan. Menurut Martalenda dan Malinda (2011:12) Saham adalah sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan dengan penyertaan modal tersebut maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, aset perusahaan, dan berhak hadir dalam rapat umum pemegang saham

Pengertian saham menurut Eduardus Tendelilin (2010:18) adalah merupakan surat bukti bahwa kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham. Dengan memiliki saham suatu perusahaan, maka investor akan mempunyai hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan, setelah dikurangi dengan pembayaran semua kewajiban perusahaan.

Ada beberapa sudut pandang untuk membedakan saham yaitu ditinjau dari segi kemampuan hak tagih atau klaim, maka saham terbagi atas :

1. Saham Biasa (Common Stock), merupakan saham yang menempatkan pemiliknyanya paling junior terhadap pembagian dividen dan hak atas harta kekayaan perusahaan apabila perusahaan tersebut dilikuidasi.
2. Saham Preferen (Preferred Stock) merupakan saham yang memiliki karakteristik gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena bisa menghasilkan pendapatan tetap (seperti bunga obligasi) tetapi juga tidak bisa menghasilkan hasil seperti yang dikehendaki investor.

Dilihat dari cara peralihannya saham dapat dibedakan atas saham atas unjuk (Bearer Stock) artinya pada saham tersebut tidak tertulis nama pemiliknyanya, agar mudah dipindah tangankan dari investor satu ke investor yang lainnya. Secara hukum siapa yang memegang saham tersebut maka akan diakui sebagai pemilik dan berhak ikut hadir dalam RUPS. Saham atas nama (Registered Stock), merupakan saham yang tertulis dengan jelas siapa nama pemiliknyanya, dimana cara peralihannya harus melalui prosedur tertentu. Ditinjau dari kinerja perdagangannya, maka saham dapat dikategorikan (Darmadji, dan Fakhruddin, 2001: 8):

1. Saham Unggulan (Blue-Chip Stock) yaitu saham biasa dari suatu perusahaan yang memiliki reputasi tinggi, sebagai leader di industri sejenis, memiliki pendapatan yang stabil dan konsistensi dalam membayar dividen.
2. Saham Pendapatan (Income Stocks) yaitu saham dari suatu emiten yang memiliki kemampuan membayar dividen lebih tinggi dan rata-rata dividen yang dibayarkan pada tahun sebelumnya.
3. Saham Pertumbuhan (Growth Stocks--Well-know) yaitu saham-saham dari emiten yang memiliki pertumbuhan pendapatan yang tinggi, sebagai leader di industri sejenis yang mempunyai reputasi tinggi. Selain itu terdapat juga Growth Stock umumnya saham ini berasal dari daerah dan kurang populer dikalangan emiten.
4. Saham Spekulatif (Specuative Stock) yaitu saham suatu perusahaan yang tidak bisa secara konsisten memperoleh penghasilan dari tahun ketahun, akan tetapi mempunyai penghasilan tinggi dimasa mendatang, meskipun belum pasti.
5. Saham Siklikal (Cyclical Stock) yaitu saham yang tidak terpengaruh oleh kondisi Ekonomika dan Bisnis makro maupun situasi bisnis secara umum.

Jadi ditinjau dari kinerja perdagangannya, saham dapat dikategorikan menjadi 5 yaitu, saham unggulan, saham pendapatan, saham pertumbuhan, saham spekulatif dan saham silikal. Dari kelima saham tersebut dapat menghasilkan keuntungan apabila dapat memilih saham sesuai dengan kondisi-kondisi yang sedang terjadi saat itu.

2.1.7 Saham Syariah

Saham Syariah adalah Produk investasi berupa saham pada prinsipnya sudah sesuai dengan ajaran Islam. Dalam teori pencampuran Islam mengenal akad syirkah atau musyarakah yaitu suatu kerjasama antara dua atau lebih pihak untuk melakukan usaha dimana masing – masing pihak menyerahkan sejumlah dana barang atau jasa.

Menurut Sutedi (2011) surat berharga yang memiliki konsep penyertaan modal kepada perusahaan dengan hak bagi hasil usaha yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah .Wujud saham adalah selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.Syariah dalam arti luas “al-syari’ah” berarti seluruh ajaran Islam yang berupa norma norma ilahiyah, baik yang mengatur tingkah laku batin (sistem kepercayaan/doktrinal) maupun tingkah laku konkrit (legal-formal) yang individual dan kolektif. Dalam arti ini, al-syariah identik dengan din, yang berarti meliputi seluruh cabang pengetahuan keagamaan Islam, seperti kalam, tasawuf, tafsir, hadis, fikih, usul fikih, dan seterusnya
Beberapa Definisi Saham Syariah:

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, mendefinisikan saham syariah

merupakan bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi kriteria tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Menurut Heykal (2012), saham syariah merupakan surat berharga yang merepresentasikan penyertaan modal ke dalam suatu perusahaan. Penyertaan modal dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tidak melanggar prinsip-prinsip syariah.

Data saham merupakan bagian dari Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Badan Pengawas Pasar Modal – Lembaga Keuangan (Bapepam-LK). Terdapat beberapa pendekatan untuk menyeleksi suatu saham apakah bisa dikategorikan sebagai saham syariah atau tidak, yaitu:

1. Pendekatan jual beli.

Dalam pendekatan ini diasumsikan saham adalah asset dan dalam jual beli ada pertukaran asset ini dengan uang. Juga bisa dikategorikan sebagai sebuah kerja sama yang memakai prinsip bagi hasil (profit-loss sharing).

2. Pendekatan aktivitas keuangan atau produksi.

Dengan menggunakan pendekatan produksi ini, sebuah saham bisa diklaim sebagai saham yang halal ketika produksi dari barang dan jasa yang dilakukan oleh perusahaan bebas dari element-element yang haram yang secara explicit disebut di dalam Al-Quran seperti riba, judi, minuman yang memabukkan, zina, babi dan semua turunan-turunannya.

3. Pendekatan pendapatan.

Metode ini lebih melihat pada pendapatan yang diperoleh oleh perusahaan tersebut. Ketika ada pendapatan yang diperoleh dari bunga (interest) maka secara umum kita bisa mengatakan bahwa saham perusahaan tersebut tidak syariah karena masih ada unsur riba disana. Oleh karena itu seluruh pendapatan yang didapat oleh perusahaan harus terhindar dan bebas dari bunga atau interest.

4. Pendekatan struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan tersebut.

Dengan melihat ratio hutang terhadap modal atau yang lebih dikenal dengan debt/equity ratio. Dengan melihat ratio ini maka diketahui jumlah hutang yang digunakan untuk modal atas perusahaan ini. Semakin besar ratio ini semakin besar ketergantungan modal terhadap hutang. Akan tetapi untuk saat ini bagi perusahaan agak sulit untuk membuat ratio ini nol, atau sama sekali tidak ada hutang atas modal. Oleh karena itu ada toleransi atau batasan seberapa besar "Debt to Equity ratio" ini. Dan masing masing syariah indeks di dunia berbeda dalam penetapan hal ini. Namun secara keseluruhan kurang dari 45% bisa diklaim sebagai perusahaan yang memiliki saham syariah.

Apabila Kelima pendekatan ini sudah terpenuhi maka saham tersebut sudah dapat dikategorikan menjadi saham syariah.

2.1.8 Kondisi Pasar Bullish dan Bearish

Dalam kondisi pasar suatu saham sering terjadi fluktuasi dimana fluktuasi tersebut cenderung naik dan turun. Jones dalam Tandelilin (2010:261) mendefinisikan pasar bullish sebagai suatu kecenderungan pergerakan naik (upward trend) yang terjadi di pasar modal. Hal ini ditandai dengan kecenderungan peningkatan harga-harga saham (indeks pasar) yang mampu menembus nilai di atas harga (indeks pasar) sebelumnya, ataupun kalau ada penurunan harga tidak sampai melewati batas harga (indeks) terbawah yang terjadi sebelumnya. Sedangkan istilah pasar bearish diartikan sebaliknya, yaitu kecenderungan pergerakan turun (downward trend) yang terjadi di pasar modal. Indikasinya adalah jika harga (indeks) baru gagal menembus batas tertinggi harga sebelumnya, atau jika penurunan harga (indeks) yang terjadi mampu menembus batas bawah harga (indeks) yang terjadi sebelumnya. Clinebell et.al (1993:16) memberikan beberapa alternatif definisi pasar bullish dan bearish dari beberapa literatur, yaitu :

1. *Bull and Bear Markets (BB)*

yaitu bulan dimana harga-harga saham meningkat dikelompokkan sebagai bullish, sedangkan sebaliknya bulan dimana harga-harga saham turun diartikan sebagai bearish. Klasifikasi ini sensitif terhadap kecenderungan pasar.

2. *Up and Down Markets (UD).*

Bulan-bulan dimana tingkat return pasar menunjukkan nilai negatif dikelompokkan sebagai down markets. Up markets adalah bulan dimana tingkat return pasar tidak menunjukkan nilai negatif (nonnegative). Pendekatan ini mengabaikan kecenderungan pasar dan memperlakukan setiap bulan secara independen.

3. *Substantial Up and Down Months (SUD).*

Pendekatan ini menggunakan ukuran standar deviasi return pasar sebagai pembatas antara substantial up movement dan substantial down movement.

Pasar bearish terjadi apabila keadaan ekonomi mengalami penurunan dimana banyak perusahaan menghadapi problem arus kas yang rendah, peluang usaha yang kecil serta return masa depan yang tidak menentu. Sebaliknya pasar kondisi bullish terjadi dalam ekonomi yang tumbuh yang ditandai dengan banyaknya peluang usaha perusahaan dan mereka cenderung dapat mencapai target usaha. Brown et.al (1998:1314) mengklasifikasikan kecenderungan (trend) utama pasar dalam dua kelompok, yaitu pasar bull dan pasar bear dimana dua kondisi tersebut dicirikan oleh aktivitas fundamental ekonomi dan perubahan-perubahan harga pasar. Pasar bull terbentuk melalui dari 3 tahap (periode), yaitu:

1. Tahap pertama

Tahap pertama adalah bangkitnya kembali kepercayaan terhadap bisnis dimasa depan

2. Tahap kedua

Adalah respon harga saham terhadap perbaikan/peningkatan keuntungan perusahaan.

3. Tahap ketiga

Adalah periode dimana spekulasi merajalela dan inflansi muncul. Secara umum kondisi pasar bear juga terbentuk melalui 3 tahap, yaitu:

- a. Tahap pertama munculnya penurunan harapan dimana saham-saham dijual pada saat harga naik,
- b. Tahap kedua merefleksikan penjualan saham dikarenakan penurunan bisnis dan keuntungan
- c. Tahap ketiga disebabkan oleh tekanan jual dari sebagian besar saham berkaitan dengan nilai saham tersebut.

Penelitian-penelitian yang berkaitan dengan kondisi pasar bullish dan bearish banyak dihubungkan dengan estimasi return dan beta saham, misalnya Clinebell Tandililin (2001). Penelitian-penelitian tersebut pada dasarnya mengestimasi beta saham pada dua kondisi pasar yang berbeda. Masih sedikit penelitian yang menguji hubungan antara kondisi pasar dengan portofolio saham karena belum dikembangkan teori tentang pengaruh kondisi pasar terhadap strategi diversifikasi. Penelitian pengaruh kondisi pasar terhadap hubungan antara strategi diversifikasi dan risiko dilakukan yang menghasilkan temuan bahwa kebutuhan modal yang murah lebih banyak diperlukan dalam pasar kondisi bull dari pada kondisi bear.

2.1.9 Indeks Harga Saham

Indeks harga saham adalah satuan indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Indeks berfungsi sebagai indikator tren pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada saat aktif atau lesu. Indeks saham adalah harga saham yang dinyatakan dalam angka indeks, indeks saham digunakan untuk tujuan analisis dan menghindari dampak negatif dari penggunaan harga saham dalam rupiah (Sigit Triharjono, 2013).

Indeks Harga Saham BEI mempunyai beberapa index, ditambah dengan sepuluh jenis indeks sektoral, indeks tersebut adalah (Sigit Triharjono, 2013) :

1. Indeks Individual, menggunakan indeks harga masing-masing saham terhadap harga dasarnya, atau indeks masing-masing saham yang tercatat di BEI.
2. Indeks Harga Saham Sektoral, menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor, misalnya sektor keuangan, pertambangan, dan lain-lain. Di BEI, indeks sektoral terbagi atas Sembilan sektor, yaitu:
 1. Pertanian
 2. Pertambangan
 3. Industri dasar
 4. Aneka industri
 5. Konsumsi
 6. Property
 7. Infrastruktur

8. Keuangan
9. Perdagangan, jasa dan manufaktur
3. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), menggunakan semua saham yang tercatat sebagai komponen perhitungan indeks.
4. Indeks LQ-45, yaitu indeks yang terdiri atas 45 saham pilihan dengan mengacu pada dua variabel, yaitu likuiditas perdagangan dan kapitalisasi pasar. Setiap enam bulan, terdapat saham-saham baru yang masuk dalam LQ-45 tersebut.
5. Indeks Syariah atau JII (Jakarta Islamic Index), merupakan indeks yang terdiri atas 30 saham, yang mengakomodasi syariah investasi dalam Islam atau Indeks yang berdasarkan syariah Islam. Dengan kata lain, dalam indeks ini dimasukkan saham-saham yang memenuhi kriteria investasi dalam syariah islam.
6. Indeks Papan Utama dan Papan Pengembangan, yaitu indeks harga saham yang secara khusus didasarkan pada kelompok saham yang tercatat di BEI, yaitu kelompok papan utama dan papan pengembangan.
7. Indeks IDX30, menggunakan 30 saham terpilih setelah melalui beberapa tahapan seleksi.
8. Indeks Kompas100, menggunakan 100 saham pilihan harian Kompas.
9. Indeks Bisnis-27, menggunakan 27 saham terpilih bekerja sama dengan harian bisnis Indonesia.
10. Indeks Perfindo25, menggunakan 25 saham terpilih bekerjasama dengan perfindo.

11. Indeks SRI-KEHATI, menggunakan 25 saham terpilih yang menerapkan prinsip tata kelola yang baik dan kepedulian terhadap lingkungan, bekerjasama dengan yayasan Kehati.
12. Indeks Sminfra18, menggunakan 18 saham terpilih yang bergerak dalam bidang infrastruktur dan oenunjangnya, bekerjasama dengan PT Sarana Multi Infrastruktur (Persero).
13. Indonesia Syariah Stock Index (ISSI), yang menggunakan semua saham yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah yang diterbitkan oleh Bapepam-LK (Kini OJK).

2.1.10 Indeks Saham Syariah Indonesia

ISSI merupakan indeks saham yang mencerminkan keseluruhan saham syariah yang tercatat di BEI. Konstituen ISSI adalah keseluruhan saham syariah tercatat di BEI dan terdaftar dalam Daftar Efek Syariah (DES). Konstituen ISSI direview setiap 6 bulan sekali (Mei dan November) dan dipublikasikan pada awal bulan berikutnya. Konstituen ISSI juga dilakukan penyesuaian apabila ada saham syariah yang baru tercatat atau dihapuskan dari DES. Metode perhitungan indeks ISSI menggunakan rata-rata tertimbang dari kapitalisasi pasar. Tahun dasar yang digunakan dalam perhitungan ISSI adalah awal penerbitan DES yaitu Desember 2007. Indeks ISSI diluncurkan pada tanggal 12 Mei 2011.

2.1.11 Portofolio

Portofolio merupakan sekumpulan investasi yang mempunyai pengembalian yang berbeda. Menurut (Gumanti, 2011:390) portofolio adalah gabungan dari beberapa asset sekuritas yang dimiliki oleh investor yang memiliki tingkat risiko dan pengembalian yang berbeda.

Teori portofolio didasarkan pada kenyataan bahwa investor tidak selalu menginvestasikan dana mereka pada suatu jenis saham, tetapi membagi ke dalam berbagai jenis saham. Ini dilakukan untuk mengurangi risiko yang ditanggung investor. Jadi portofolio adalah praktek dimana investor menanamkan dananya dalam lebih dari satu harta atau gabungan investasi di atas berbagai harta.

2.1.11.1 Portofolio Yang Optimal

Di dalam membentuk suatu portofolio akan timbul suatu masalah. Permasalahannya adalah terdapat banyak sekali kemungkinan portofolio yang dapat dibentuk dari kombinasi aktiva beresiko yang tersedia di pasar. Kombinasi ini dapat mencapai jumlah yang tidak terbatas. Belum kombinasi ini juga memasukan aktiva bebas risiko di dalam pembentukan portofolio. Jika terdapat kemungkinan portofolio yang jumlahnya tidak terbatas, maka akan timbul pertanyaan portofolio mana yang akan dipilih oleh investor. Jika investor adalah rasional, maka mereka akan memilih portofolio yang optimal.

Portofolio yang optimal dapat ditentukan dengan menggunakan model *markowitz* atau dengan model indeks tunggal. Untuk menentukan portofolio yang optimal dengan model-model ini, yang pertama kali dibutuhkan adalah

menentukan portofolio yang efisien. Untuk model-model ini, semua portofolio yang optimal adalah portofolio yang efisien.

Suatu portofolio dikatakan efisien apabila portofolio tersebut ketika dibandingkan dengan portofolio lain memenuhi kondisi sebagai berikut :

1. Memberikan *return* ekspektasi terbesar dengan risiko yang sama.
2. Memberikan risiko terkecil dengan *return* ekspektasi yang sama.

2.1.12 Single Index Model

Konsep single index model menurut Zubir (2011:97) adalah sebuah teknik untuk mengukur *return* dan risiko sebuah saham atau portofolio. Model tersebut mengasumsikan bahwa pergerakan *return* saham hanya berhubungan dengan pergerakan pasar. *Single index model* membagi *return* dari skuritas ke dalam dua bagian, yaitu komponen *return* yang unik diwakili oleh α_i yang independen terhadap *return* pasar, dan komponen *return* yang berhubungan dengan *return* yang diwakili oleh $\beta_i \cdot R_M$. *Single index model* dapat dinyatakan dalam bentuk *return* ekspektasi (*expected return*) (Jogiyanto, 2012:371).

2.12.1 Asumsi-Asumsi *Single Index Model*

Singgel Index Model memiliki dua asumsi, menurut Jogiyanto (2013:373) kedua asumsi tersebut adalah sebagai berikut :

1. 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 .
2. *Return* indeks pasar (RM) dan kesalahan residu untuk tiap-tiap sekuritas (e_i) merupakan variabel acak. Oleh karena itu, diasumsikan bahwa e_i tidak berkorelasi dengan *return* indeks pasar RM.

Asumsi *Single Index Model* mempunyai artian bahwa sekuritas-sekuritas bergerak bersama-sama bukan dikarenakan oleh efek diluar pasar (efek Industry) atau perusahaan-perusahaan itu sendiri, tetapi dikarenakan memiliki hubungan yang umum terhadap indeks pasar (Jogiyanto, 2013:374). Risiko sekuritas yang dihitung berdasarkan model indeks tunggal menurut Jogiyanto(2013:376) dibedakan menjadi dua risiko, yaitu risiko yang berhubungan dengan pasar (*market related risk*) yaitu $\beta_i^2 \sigma_M^2$ dan risiko unik masing-masing perusahaan (*Unique Risk*) yaitu $\sigma_{e_i}^2$.

2.12.2 Analisis portofolio menggunakan *single index model*

Analisis ini dikembangkan oleh William Sharpe pada tahun 1963 , dengan melakukan penyederhanaan perhitungan model markowitz dan menyediakan parameter input untuk perhitungan Markowitz. Pembentukan portofolio dengan menggunakan model indeks tunggal dapat dilakukan dengan menyeleksi saham-saham yang dimasukan ke dalam portofolio optimal, yaitu dengan membandingkan *excess return to beta* (ERB) dengan *cutt of point* sebagai

batasnya. ERB merupakan rasio antara *excess return* (selisih antara *expected return* dengan *return* aktiva bebas risiko) dengan beta.

Model ini didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar. Jika indeks harga saham naik, maka harga saham individual kebanyakan cenderung naik pula, dan sebaliknya hal ini mengindikasikan bahwa *return-return* sekuritas individual cenderung berkorelasi dengan *return* pasar mengikuti pola hubungan seperti ini :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_M$$

R_i : *return* sekuritas ke-i

α_i : Variabel acak yang menunjukkan komponen dari *return* sekuritas ke-i yang independen terhadap kinerja pasar

β_i : Beta yang merupakan koefisien yang mengukur perubahan R_i akibat dari perubahan R_M

R_M : *return* Pasar

Penerapan single index model untuk menghitung *expected return* dinyatakan dalam rumus berikut :

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

$E(R_i)$: *Expected return* sekuritas ke-i

α_i : Variabel acak yang menunjukkan komponen dari *return* sekuritas ke- i yang independen terhadap kinerja pasar

β_i : Beta yang merupakan koefisien yang mengukur perubahan R_i akibat dari perubahan $E(R_m)$: *Expected return* Pasar.

Tahap pengukuran portofolio saham yang optimal dengan menggunakan *single index model* adalah :

a. Hitung total *realized return* masing-masing saham

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

Perhitungan total *return* masing-masing saham menggunakan data harga saham bulanan, yaitu harga penutupan (*closing price*) pada akhir bulan.

b. Hitung *expected return* masing-masing saham

$$E(R_i) = \frac{\sum R_i}{n}$$

Expected return umumnya dihitung berdasarkan data historis, yaitu dengan menggunakan metode rata-rata (*arithmetic mean*). Biasanya peneliti menghitung *expected return* masing-masing saham per bulan dengan menunjukkan R_i selama periode analisa, kemudian dibagi dengan jumlah periode analisis. Dalam membentuk portofolio yang optimal, saham yang memiliki $E(R_i) > 0$ akan dimasukkan dalam analisis selanjutnya, sedangkan saham yang memiliki $E(R_i) < 0$

diabaikan, karena berdasarkan asumsi bahwa investor akan bersikap rasional. Artinya, investor tidak akan memilih saham yang tidak memberikan keuntungan.

c. Hitung *market return* dan *expected market return*

$$R_M = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Market return atau R_M dihitung dengan menggunakan data IHS G, karena indikator ini menunjukkan kinerja bursa saham.

Perhitungan *expected return* umumnya menggunakan metode *arithmetic mean*, yaitu total *return* pasar selama 1 tahun dibagi dengan jumlah n unit analisis bulanan.

$$E(R_M) = \frac{\sum R_M}{n}$$

d. Hitung alpha dan beta masing-masing saham

Perhitungan koefisien alpha dan beta masing-masing saham digunakan untuk menghitung total risiko. Koefisien beta merupakan pengukuran volatilitas antara *return-return* suatu sekuritas atau portofolio dengan *return* pasar. Jika volatilitas diukur dengan kovarian, maka kovarian *return* antara sekuritas ke- i dengan *return* pasar adalah sebesar dengan membagi kovarian dengan varian *return* pasar, atau disebut beta. Perhitungan beta sekuritas adalah sebagai berikut.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_M^2}$$

Formula lain untuk menghitung adalah sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - R_{it})(R_{Mt} - R_{Mt})}{\sum_{t=1}^n (R_{Mt} - R_{Mt})}$$

Koefisien alpha menunjukkan besarnya perubahan *return* saham individual yang disebabkan oleh perubahan *return* pasar.

$$\alpha = E(R_i) - (\beta \cdot E(R_M))$$

e. Hitung total risiko masing-masing saham

Risiko investasi berkaitan dengan adanya ketidakpastian atas tingkat pengembalian (*Return*). Risiko disebut juga sebagai penyimpangan antara *realized return* dengan *expected return*. Secara teoritis, asset atau sekuritas yang memiliki return yang tinggi cenderung memiliki risiko yang tinggi pula.

Hitung total risiko masing-masing saham, yaitu penjumlahan risiko sistematis dan risiko tidak sistematis tiap aset. Risiko sistematis diukur dengan menggunakan beta dan varians *market return*. Risiko tidak sistematis diukur dari varian dari kesalahan residu.

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \cdot \sigma_m^2 + \sigma_{ei}^2$$

f. Tentukan nilai *return* aktiva bebas risiko

Return aktiva bebas risiko umumnya mengacu pada tingkat suku bunga bersertifikat Bank Indonesia (BI) bulanan selama periode analisis. SBI dianggap sebagai aktiva bebas risiko karena dikeluarkan oleh Bank Indonesia dan merupakan instrument investasi jangka pendek. Besarnya RBR merupakan rata-rata dari suku bunga selama periode analisis. Saham-saham yang memiliki

expected return lebih besar dari *return* aktiva bebas risiko atau $E(R_i) > R_{BR}$ akan dimasukkan dalam analisis selanjutnya karena menggunakan nilai ERB yang positif.

g. Tentukan *excess return to beta* (ERB)

ERB merupakan selisih *expected return* dengan *return* aktiva bebas risiko pengukuran ERB dimasukkan untuk mengukur kelebihan *return relative* terhadap satu unit risiko yang tidak didiversifikasi yang diukur dengan beta. Nilai ERB merupakan angka yang dijadikan dasar untuk menentukan apakah suatu saham dapat dimasukkan ke dalam portofolio optimal. Nilai ERB dihitung dengan rumus :

$$ERB_i = \frac{E(R_i) - R_{BR}}{\beta_i}$$

Urutkan sekuritas-sekuritas berdasarkan nilai ERB terbesar ke nilai terkecil. Sekuritas dengan nilai ERB terbesar merupakan kandidat untuk dimasukkan dalam portofolio optimal.

h. Hitung Nilai A_i dan B_i serta *cutt-off point*

Portofolio optimal terdiri dari saham-saham yang memiliki ERB tinggi. Saham dengan nilai ERB rendah tidak akan dimasukkan dalam portofolio optimal. Untuk menentukan suatu asset dimasukkan atau tidak dalam portofolio, diperlukan titik pembatas (*cutt of point*) yang menentukan besar nilai ERB yang dikatakan tinggi dan yang dikatakan rendah. Adapun langkah menghitung nilai A_i dan B_i serta *Cutt-of point* :

1. Urutkan saham-saham berdasarkan nilai ERB terbesar ke terkecil.
2. Hitung nilai A_i dan B_i untuk masing-masing saham ke-e dengan rumus sebagai berikut.

$$A_i = \frac{(E(R_t) - R_{BR}) \cdot \beta_t}{\sigma_{ei}^2}$$

$$B_i = \frac{\beta_i^2}{\sigma_{ei}^2}$$

$$C_i = \frac{\sigma_{ei}^2 \sum_{j=1}^i A_i}{1 + \sigma_{ei}^2 \sum_{j=1}^i B_j}$$

Besarnya Cutt of Point (C^*) adalah nilai C_i dimana nilai ERB terakhir kali masih lebih kecil dari C_i . Sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio optimal adalah sekuritas-sekuritas yang mempunyai nilai ERB lebih besar atau sama dengan nilai ERB di titik C^* . Sekuritas yang memiliki nilai ERB lebih kecil dibandingkan dengan nilai ERB di titik C^* tidak diikuti sertakan dalam pembentukan portofolio optimal.

i. Tentukan proporsi dana masing-masing saham terpilih

Jika saham-saham pembentuk portofolio optimal telah tersusun, tentukan proporsi dana masing-masing saham yang terpilih sebagai pembentuk portofolio optimal.

Besarnya proporsi dana masing-masing saham dihitung dengan rumus berikut.

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2} (ERB_i - C^*)$$

$$W_i = \frac{Z_i}{\sum_{j=1}^k Z_i}$$

j. Hitung Alpha dan Beta portofolio

Model Indeks Tunggal bertujuan untuk mendeduksi jumlah variabel yang harus ditaksir. Model ini mampu mempengaruhi variabel yang harus ditaksir karena memiliki karakteristik tersendiri, yaitu beta portofolio sebagai rata-rata dari beta

masing-masing saham pembentuk portofolio optimal. Beta portofolio dihitung dengan rumus berikut.

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n W_i \cdot \beta_i$$

Alpha merupakan rata-rata dari alpha masing-masing saham pembentuk portofolio optimal.

$$\alpha_p = \sum_{i=1}^n \alpha_i \cdot w_i$$

k. Tentukan *expected return* dan risiko portofolio

Perhitungan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) suatu portofolio dilakukan dengan rumus berikut.

$$E(R_p) = \alpha_{PR} + \beta_p \cdot E(R_M)$$

Jika nilai *expected return* telah diketahui, kemudian hitunglah risiko portofolio atau disebut pula varian portofolio dengan menggunakan rumus sebagai berikut.

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \cdot \sigma_M^2 + [\sum_{i=1}^n w_i \cdot \sigma_{ei}]^2$$

Jika asumsi yang berlaku adalah besarnya proporsi dana untuk setiap saham dalam portofolio adalah sama. Maka risiko sistematis dalam portofolio saham akan semakin kecil dan mendekati nol jika investor menambah jumlah saham dalam portofolio tersebut. Dengan asumsi ini portofolio merupakan risiko yang hanya dipengaruhi oleh pasar atau berkaitan dengan beta dan varian *market*

return. Risiko portofolio merupakan kuadrat dari beta portofolio dan nilai varian *market return* dalam rumus :

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \cdot \sigma_M^2$$

Hasil perhitungan model indeks tunggal selain dapat digunakan sebagai input analisis portofolio, tetapi juga dapat digunakan secara langsung untuk analisis portofolio. Analisis tersebut berhubungan dengan return ekspektasi portofolio dan risiko portofolio (Jogiyanto, 2013:385).

1. *Return ekspektasi* portofolio

Return ekspektasi berdasarkan *single index model* portofolio merupakan rata-rata tertimbang dari *return ekspektasi* individual sekuritas.

2. Risiko Portofolio

Risiko yang dihitung berdasarkan *single index model* dari dua bagian, yaitu risiko yang berhubungan dengan pasar (*market realixed risk*) yaitu $\beta_i \cdot \sigma_M^2$ dan risiko unik masing-masing perusahaan (*unique risk*) σ_{ei}^2 .

Untuk menganalisis portofolio optimal menggunakan *single index model*, tentunya kita harus mengetahui karakteristik dari model tersebut. Menurut Jogiyanto Hartono dalam bukunya teori portofolio dan analisis investasi mengembangkan karakteristik *single index model* sebagai berikut :

- a) Beta dari portofolio (β_P) merupakan rata-rata tertimbang dari beta masing-masing sekuritas (β_i).

- b) Alpha dari portofolio (α_P) merupakan rata-rata dari masing-masing alpha sekuritas (α_i).

2.1.13 Multi index model

Multi-index models lebih berpotensi dalam upaya untuk mengestimasi *expected return*, standar deviasi dan kovarians efek secara akurat dibanding *single index models*. Karena pengembalian aktual efek tidak hanya sensitif terhadap perubahan IHSG, artinya terdapat kemungkinan adanya lebih dari satu faktor yang dapat mempengaruhinya. *Multi index models* menganggap bahwa ada faktor lain selain IHSG yang dapat mempengaruhi terjadinya korelasi antar efek, misalnya tingkat bunga bebas risiko (Jogiyanto, 2010:85).

Model tersebut sebenarnya merupakan model regresi linier berganda, dimana tingkat pengembalian efek i akan dipengaruhi oleh banyak variabel bebas yaitu F_1 sampai F_n . Tingkat pengembalian efek i yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebas tersebut dinyatakan dengan α_i dan e_i . Dalam hal ini α_i merupakan rata-rata dari tingkat pengembalian yang tidak dipengaruhi oleh variabel bebas dalam model. Sedangkan e_i merupakan tingkat pengembalian unik yang bersifat acak dan diasumsikan rata-ratanya bernilai 0.

2.1.14 Constant Corelation Model

Constant corelation model 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).

Koefisien korelasi adalah suatu ukuran statistik yang menunjukkan pergerakan bersamaan relatif (*relative comovements*) antara dua variabel (Tandelilin, 2010:117). Ukuran ini akan menjelaskan sejauh mana *return* dari suatu sekuritas berhubungan satu dengan lainnya dalam konteks diversifikasi. Ukuran tersebut biasanya dilambangkan dengan $(\rho_{i,j})$ dan nilainya antara +1,0 sampai -1,0 dimana :

- a. $\rho_{i,j} = +1,0$ berarti korelasi positif sempurna. Bentuk korelasi ini tidak akan memberikan manfaat pengurangan risiko. Risiko portofolio yang dihasilkan dari penggabungan ini merupakan rata-rata dari sekuritas individual.
- b. $\rho_{i,j} = 0$ berarti tidak ada korelasi. Bentuk ini akan mengurangi risiko secara signifikan. Semakin banyak jumlah sekuritas yang dimasukkan dalam portofolio, maka semakin besar manfaat pengurangan risiko yang diperoleh.
- c. $\rho_{i,j} = -1,0$ berarti korelasi negatif sempurna. Bentuk korelasi ini akan menghilangkan risiko kedua sekuritas tersebut.

Prosedur penyusunan portofolio optimal dengan model korelasi konstan hampir sama dengan model indeks tunggal. Perbedaannya adalah model korelasi konstan menggunakan *excess return to standard deviation (ERS)* sebagai angka acuan.

Portofolio optimal akan berisi sekuritas yang memiliki ERS tinggi (Elton dan Gruber, 2009:196).

Penentuan batas tinggi atau rendah dari nilai ERS tergantung dari titik pembatas (*cutt-of point/C**). Sekuritas-sekuritas yang memiliki nilai ERS lebih besar atau sama dengan C^* adalah sekuritas yang membentuk portofolio optimal. Sedangkan sekuritas yang memiliki nilai ERS lebih kecil dari C^* tidak dimasukkan dalam kandidat portofolio optimal.

2.1.15 Penilaian Kinerja Portofolio

Tahap akhir yang sangat penting bagi manajer investasi maupun investor dari proses investasi dalam saham adalah melakukan penilaian terhadap kinerja investasinya. Karena investasi dalam saham tersebut umumnya dilakukan dalam bentuk portofolio, maka diperlukan evaluasi terhadap kinerja portofolio yang telah dibentuk sebelumnya.

Menurut Tandelilin (2010) Penilaian kinerja portofolio adalah untuk mengetahui dan menganalisa apakah portofolio yang dibentuknya telah dapat meningkatkan kemungkinan tercapainya tujuan investasi dari tingkat pengembalian dan risikonya. Dengan kata lain apakah *return* portofolio yang telah dibentuk, sudah mampu mengkompensasi tingkat risiko yang harus ditanggung investor. Metode-metode yang digunakan untuk menilai kinerja portofolio umumnya adalah indeks sharpe, indeks treynor dan indeks jansen.

2.1.13.1 Indeks Sharpe

Indeks sharpe dikembangkan oleh wiliam sharpe dan sering disebut dengan *reward to variability ratio*. Indeks ini mendasarkan perhitungan pada konsep garis pasar modal sebagai patok duga. Dalam metode ini kinerja portofolio diukur dengan cara membandingkan antara premi risiko portofolio (yaitu selisih rata-rata tingkat pengembalian portofolio dengan rata-rata tingkar bunga bebas risiko) dengan risiko portofolio yang dinyatakan dengan standar deviasi (total risiko).

$$S_{pi} = \frac{R_{pi} - R_f}{SD_{pi}}$$

Keterangan :

S_{pi} = Indeks sharpe porotofolio

R_{pi} = Rata-rata atas tingkat *return* bebas risiko

R_f = Rata-rata atas tingkat *return* bebas risiko

SD_{pi} = Standar deviasi dari tingkat pengembalian portofolio i

Indeks sharpe ini relevan digunakan untuk investor yang menggunakan dananya hanya atau sebagian besar pada portofolio tersebut, Sehingga risiko portofolio dinyatakan standar.

2.1.13.2 Indeks Treynor

Indeks treynor merupakan ukuran kinerja portofolio yang dikembangkan oleh Jack Treynor, dan indeks ini sering disebut juga dengan *reward to volatility ratio*. Perbedaannya dengan indeks sharpe adalah penggunaan garis pasar sekuritas (*security market line*) sebagai patok duga. Dalam metode ini kinerja portofolio diukur dengan cara membandingkan antara premi risiko portofolio dengan risiko portofolio yang dinyatakan dengan beta (risiko pasar atau risiko sistematis).

$$T_{pi} = \frac{R_{pi} - R_f}{\beta_{pi}}$$

Keterangan :

T_{pi} = Indeks treynor portofolio i

R_{pi} = Rata-rata tingkat pengembalian portofolio i

R_f = Rata-rata atas tingkat *return* bebas risiko

β_{pi} = Beta portofolio i

Penggunaan beta sebagai ukuran risiko portofolio secara implisit mencerminkan bahwa portofolio yang ada merupakan portofolio yang telah didiversifikasi dengan baik.

2.1.13.3 Indeks Jensen

Metode ini didasarkan pada konsep garis pasar sekuritas yang merupakan garis yang menghubungkan portofolio pasar dengan kesempatan investasi yang bebas risiko.

$$J_{pi} = (R_{pi} - R_f) - (R_m - R_f) / \beta_{pi}$$

Keterangan :

J_{pi} = Indeks Jensen portofolio i

R_{pi} = Rata-rata tingkat pengembalian portofolio i

R_f = Rata-rata tingkat pengembalian pasar (diwakili IHSG)

β_{pi} = Beta portofolio i

2.2 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian yang telah mengkaji analisis pembentukan portofolio dengan *single index model* dengan dievaluasi oleh indeks Sharpe, Traynor dan Jensen studi pada Indeks Saham Syariah Indonesia pada kondisi pasar *bullish* dan *bearish* adalah sebagai berikut

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Peneliti dan Judul	Hasil	Persamaan	Perbedaan
1	Debra Fabiana Sasiang dan Johan Halim (2012) Analisa Perbandingan kinerja portofolio optimal dengan <i>Single Index model</i> dan <i>Multi Index Model</i> pada kondisi pasara <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i>	Dengan menggunakan <i>single index model</i> dan <i>Multi index model</i> pada kondisi pasar <i>Bullish</i> Menghasilkan 15 kandidat saham optimal sedangkan dalam kondisi pasar <i>Bearish</i> hanya menghasilkan 2 saham optimal	Menggunakan <i>Single Index Model</i> dan <i>Multi Index Model</i> serta kesamaan dalam mengamati kondisi pasar pada <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i>	Tidak menggunakan <i>Constant correlation model</i> dan tidak mengevaluasi kinerja portofolio
2	Robbi (2008) Analisis Portofolio Optimal Saham-saham LQ-45 pada Periode Agustus 2005 – Juli 2006 dengan Metode <i>Single Index Metode</i> di Bursa Efek Jakarta	Terdapat 7 saham yang memenuhi kriteria portofolio optimal.	Menggunakan <i>Single Index Model</i>	Tidak Menggunakan <i>Multi index Model</i> dan <i>constant correlation model</i> serta tidak ada evaluasi penilaian kinerja
3	Umanto Eko (2008) Analisis dan Penilaian Kinerja Portofolio Optimal Saham-Saham LQ-45	Portofolio optimal yang dibentuk dengan menggunakan model indeks tunggal maupun model korelasi konstan mengindikasikan bahwa investor harus mengalokasikan dana terbesarnya pada Saham TLKM dan kinerja pada <i>Bullish</i> lebih baik dibandingkan <i>Bearish</i>	Menggunakan <i>Single Index Model</i> dan <i>constant correlation</i>	Tidak Menggunakan <i>Multi Index Model</i> Dan tidak mengevaluasi kinerja portofolio

Tabel 2.1 Lanjutan

4	R.Nalini (2014) <i>Optimal Portofolio Construction Using Sharpe's Single Index Model A study Of Selected From BSE</i>	Dari lima belas perusahaan sampel, hanya empat yang terpilih untuk portofolio optimal.	Menggunakan <i>Singgel Index Model</i>	Tidak Menggunakan <i>multi index model</i> dan <i>constant corelation model</i> serta tidak mengevaluasi kinerja portofolio
5	Anny Silvya Dian Safitri (2016) Analisis Portofolio optimal saham syariah dengan model indeks tunggal, indeks ganda dan konstan korelasi (Studi kasus pada Jakarta Islamic Index tahun 2011-2014)	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.	Menggunakan pembentukan portofolio optimal dengan <i>Single Index Model</i> , <i>Mutli Index Model</i> dan <i>Constant corelation Model</i>	Tidak menggunakan evaluasi kinerja portofolio
6	Niranjan Mandal (2013) <i>Sharpe's Single Index Model and its application to construct optimal portfolio an empirical study</i>	Dari pembahasan dan analisa sejauh ini jelas bahwa pembangunannya optimal Investasi portofolio dengan menggunakan Sharpe's Single Index Model lebih mudah dan nyaman Dibandingkan dengan menggunakan Model Mean-Varian Markowitz. Serta pembentukan dengan Sharpe's Single Index akurat dalam membentuk portofolio saham-saham yang optimal	Menggunakan Metode <i>Singgle index model</i> dan <i>Index Sharpe</i>	Tidak menggunakan <i>Multi index model</i> dan <i>Constant corelation model</i> .

Tabel 2.1 Lanjutan

7	<p>Mohammad Reza Dalvi dan Mojgan kadhodayi (2013)</p> <p><i>Performance Evaluation of Investment Funds of Shares Based on Sharpe and Sortino Ratio, Treynor Index, and Jensen's Alpha (Case Study: Small and large Institute)</i></p>	<p>Selama periode peninjauan perbedaan yang signifikan tidak ada antara kinerja investasi Dana menurut kriteria Sharpe, Treynor, Sortino. Dengan menggunakan rasio alpha Jensen, tidak signifikan Perbedaan antara kinerja dana investasi pada periode 2008-2010 tidak bisa dikesampingkan.</p>	<p>Menggunakan evaluasi kinerja portofolio dengan <i>Index sharpe, treynor</i> dan <i>Jensen</i>.</p>	<p>Tidak menggunakan pembentukan portofolio optimal.</p>
8	<p>Edy Arishonda (2013)</p> <p><i>Comparative Analysis Of Portfolio Performance Share With Sharpe, Treynor And Jensen Method(Case Study on LQ45 Index InIndonesia Stock Exchange Period 2008-2012)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Menggunakan <i>Index sharpe</i> saham Indofood adalah saham yang kinerjanya terbaik. • Menggunakan <i>Index Treynor</i> saham Bank BCA adalah saham yang kinerjanya terbaik. • Menggunakan <i>Index Jensen</i> saham Indofood adalah saham yang kinerjanya terbaik. 	<p>Menggunakan Evaluasi kinerja portofolio dengna <i>Index sharpe, Treynor</i> dan <i>Jensen</i></p>	<p>Tidak menggunakan model pembentukan portofolio</p>

Tabel 2.1 Lanjutan

9	J. Francis Mary and G. Rathika (2015) <i>The Single Index Model and The Contruction Of Optimal Portofolio With Cnxpharma Scrip</i>	Dari sepuluh perusahaan yang diteliti hanya satu perusahaan yang meghasilkan portofolio optimal yaitu Piramal enterprises Ltd	Menggunakan metode <i>Single Index Model</i> dalam pembentukan portofolio.	Tidak menggunakan metode <i>Multi Index Model</i> dan <i>Constan Corelation Model</i> serta tidak mengevaluasi kinerja porotofolio.
10	Wiwit Citra Andika (2015)	Analisis Kinerja Portofolio Saham dengan Metode sharpe, Treynor dan Jensen.	Metode index sharpe, treynor dan jensen	Hasil Penelitian kinerja portofolio saham pada Penelitian ini menunjukkan bahwa Portofolio optimal saham berdasarkan kinerja indeks Sharpe, Jensen, dan Treynor yaitu PT.United Tractors Tbk (UNTR), PT.BW Plantation Tbk (BWPT) dan PT. Harum Energy Tbk(HRUM).

Sumber : Jurnal

Kelebihan dari penelitian ini adalah meneliti tiga model pembentukan portofolio yaitu *Single Index Model*, *Multi Index Model* dan *Constant Corelation Model* pada kondisi *bullish* dan *bearish*. setelah terbentuk portofolio optimal lalu

dievaluasi kembali dengan metode indeks Sharpe, Treynor dan Jensen pada kondisi *bullish* dan *bearish*.

2.3 Kerangka Pemikiran

Pertama menyeleksi Harga-harga saham ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia) dalam kondisi pasar *bullish* dan juga *bearish*. Berikutnya menentukan model pembentukan portofolio, Pada portofolio optimal yang dibentuk dengan metode indeks tunggal digunakan variabel *Excess Return to Beta* (ERB), nilai β pada metode indeks tunggal dapat dicari dengan Microsoft Excel dengan menggunakan variabel *return-return* sekuritas dan *return-return* pasar maka akan menghasilkan koefisien beta yang diasumsikan stabil dari waktu ke waktu selama masa periode observasi. Jika beta sifatnya adalah stabil, semakin lama periode observasi yang digunakan maka akan semakin baik (karena kesalahan pengukurannya semakin lebih kecil) hasil dari beta. Akan tetapi jika periode observasi terlalu lama, anggapan beta konstan dan stabil akan menjadi kurang tepat, karena sebenarnya beta berubah dari waktu ke waktu.

Proses selanjutnya analisis atas saham dilakukan dengan membandingkan ERB dengan *cut-off rate* (C^*) dari masing-masing saham. Beberapa langkah-langkah pertama yang diambil adalah menentukan ERB dan *cut off rate* yang digunakan untuk menentukan saham mana yang akan masuk ke dalam saham unggulan. Saham yang memiliki ERB lebih besar dari C^* dijadikan kandidat portofolio, sedangkan sebaliknya yaitu jika ERB lebih kecil dari C^* atau ERB negatif maka tidak diikutkan dalam kandidat portofolio (Jogiyanto, 2010:364).

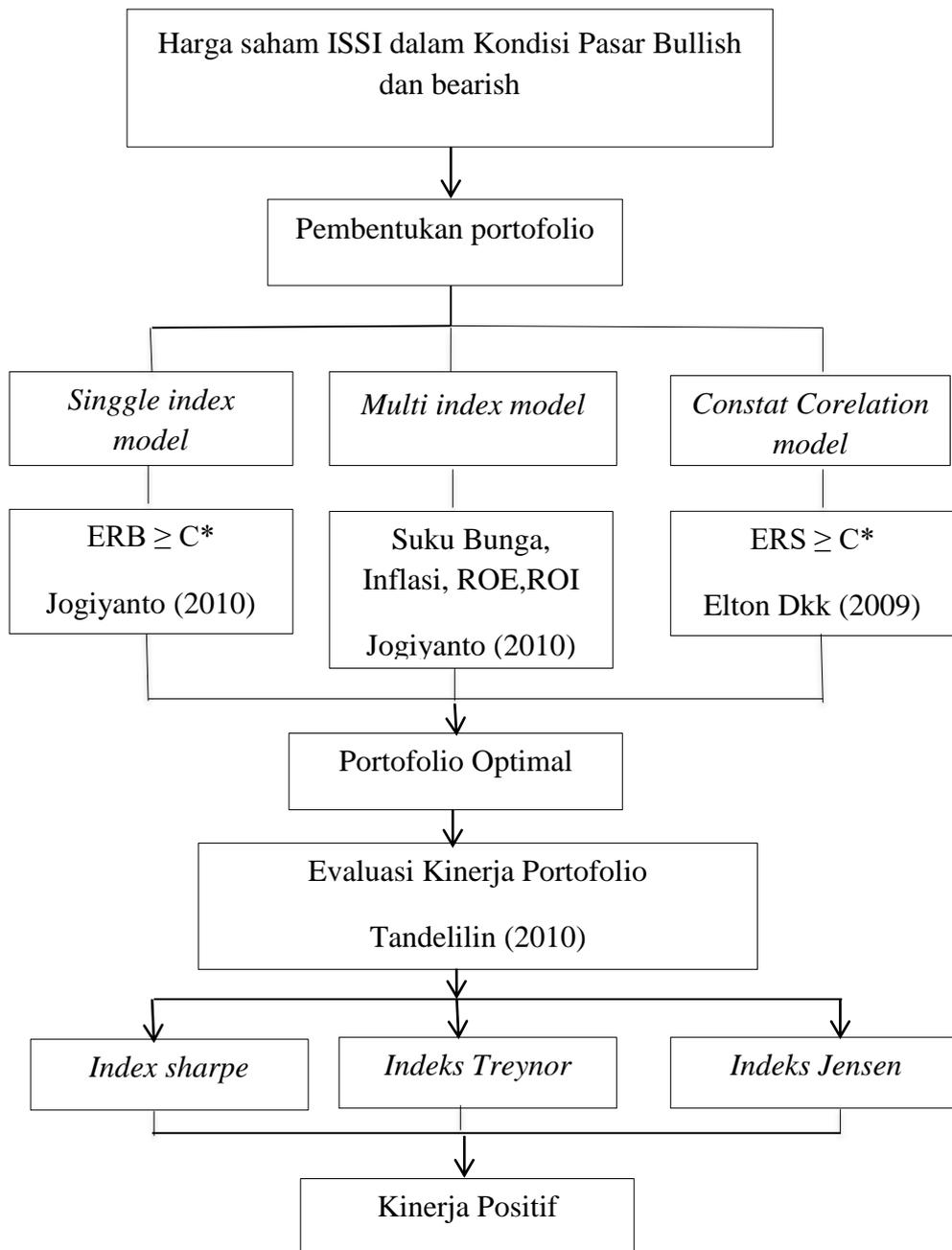
Penyelesaian akhir dari pembentukan portofolio yang optimal adalah membentuk proporsi dari masing-masing saham yang telah masuk dalam portofolio optimal.

Multi Index Model lebih berpotensi dalam upaya untuk mengestimasi *expected return*, standar deviasi, dan kovarians efek secara akurat dibandingkan *Singel Index Model*. Pengambilan aktual efek tidak hanya sensitif terhadap perubahan IHSG, artinya terdapat kemungkinan adanya lebih dari satu faktor yang dapat mempengaruhinya. *Multi Index Model* menganggap bahwa ada faktor lain selain IHSG yang dapat mempengaruhi terjadinya korelasi antar efek, misalnya tingkat suku bunga bebas risiko, ROE, ROI dan Inflasi (Halim, 2005:86).

Pada metode *constant correlation*, analisis atas saham dilakukan dengan membandingkan *Excess Return to Standar Deviation* (ERS) dengan *Cut off Rate* (C^*) dari masing-masing saham. Portofolio yang optimal akan berisi sekuritas yang memiliki ERS yang tinggi (Elton dan Gruber, 2009:196). Sekuritas yang memiliki ERS negatif tidak dimasukkan kedalam kandidat portofolio optimal. Penentuan batas tinggi atau rendah dari nilai ERS tergantung dari titik pembatas (*Cutt-of-point/C**). Sekuritas-sekuritas yang memiliki ERS lebih besar atau sama dengan C^* adalah sekuritas yang membentuk portofolio optimal.

Portofolio optimal yang dihasilkan akan dimasukkan dalam suatu ukuran kinerja portofolio saham. Kinerja portofolio saham harus mengetahui tingkat *return* dan risiko yang dihasilkan. Kondisi pasar yang sedang buruk atau cenderung menurun (*Bearish*) akan menurunkan kinerja portofolio sebaliknya apabila kondisi pasar baik atau cenderung meningkat (*Bullish*) akan dapat

meningkatkan kinerja portofolio. Kinerja portofolio harus selalu dipantau untuk menjaga kinerja portofolio agar tetap optimal, maka dari itu suatu portofolio perlu diseimbangkan dengan menggunakan pengukuran *risk-adjusted return* dapat diukur dengan indeks Sharpe, Treynor dan Jensen (Tandelilin, 2010:494).



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran