BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan Capital Asset

Pricing Model (CAPM) adalah sebagai berikut:

1. Rosida Rahmawati (2006)

Dikutip dari penelitian yang berjudul "Analisis *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) untuk Menentukan Tingkat Pengembalian Investasi Saham Perusahaan *Transportation Service* di Bursa Efek Jakarta". Data yang diperlukan agar masalah tidak meluas adalah Harga Saham perusahaan *Transportation Service*, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dividen selama dua tahun, yaitu Desember 2002-2004, dan obligasi pemerintah. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini, yaitu tingkat pengembalian yang diharapkan tertinggi adalah PT. Steady Safe, Tbk sebesar 3,031 dengan tingkat kepekaan saham (β) sebesar 3,560. Selain itu, tingkat pengembalian yang diharapkan terendah adalah PT. Zebra Nusantara, Tbk sebesar 0,207 dengan kepekaan saham (β) sebesar 0,146.

2. Benazir Islamiati (2009)

Dikutip dari penelitian yang berjudul "Penentuan Saham Efisien dengan Menggunakan Pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) pada Indeks LQ-45 Periode 2006-2007 di Bursa Efek Indonesia". Penelitian ini tidak menggunakan dividen dalam perhitungan tingkat pengembalian saham individu (Ri). Hasil dari penelitian ini, yaitu pada periode 2006-2007 menyatakan bahwa

LQ 45 terdiri saham-saham yang efisien, dimana dari 30 saham perusahaanperusahaan terdapat 50% dari saham yang ada yang menggambarkan tingkat pengembalian saham individu lebih besar dari tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor.

B. Pasar Modal

1. Definisi Pasar Modal

Undang-undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 yang dikutip Darmadji (2001:2) memberikan pengertian Pasar Modal yaitu suatu kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan Perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkan, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek. Sunariyah (2006:5) menyatakan bahwa, pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham—saham, obligasi-obligasi dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa perantara pedagang efek. Sementara itu Tandelilin (2001:13) berpendapat bahwa pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun.

"Pasar modal adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan (sekuritas jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang atau modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public*

authorities, maupun perusahaan swasta" (Husnan, 2005:3). Menurut Kamaruddin (2004:18) ada tiga definisi pasar modal, yaitu:

- a. Definisi yang luas
 - Pasar modal adalah kebutuhan sistem keuangan yang terorganisasi.
- b. Definisi dalam arti menengah Pasar modal adalah pasar yang terorganisasi dan lembaga-lembaga yang memperdagangkan warkat-warkat kredit yang biasanya lebih dari satu tahun
- c. Definisi dalam arti sempit Pasar modal adalah pasar yang terorganisasi dimana memperdagangkan saham dan obligasi dengan memakai jasa.

Beberapa daya tarik pasar modal yaitu pasar modal diharapkan bisa menjadi pilihan dalam penghimpunan dana selain perbankan, sehingga berdasarkan uraian tersebut diatas dapat disimpulkan bahwa pasar modal adalah suatu sarana mempertemukan penjual dan pembeli dana yang memperdagangkan surat berharga baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri.

2. Manfaat Keberadaan Pasar Modal

Pasar modal banyak dijumpai di berbagai negara, karena pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian dengan menjalankan fungsi ekonomi dan juga fungsi keuangan. Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2004:1) fungsi ekonomi yang dimaksud yaitu pasar modal berfungsi menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana (*lender*) kepada pihak yang memerlukan dana (*borrower*), sedangkan fungsi keuangan dimaksudkan bahwa pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh *borrowers* dan para *lenders* menyediakan dana

tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi.

Manfaat keberadaan pasar modal (Tjiptono dan Fakhrudin, 2001:2) adalah:

- a. Menyediakan sumber pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana secara optimal.
- b. Memberikan wahana investasi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi.
- c. Penyebaran kepemilikan perusahaan sampai lapisan masyarakat menengah.
- d. Menciptakan lapangan kerja.
- e. Memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dan mempunyai prospek, dll.

Manfaat pasar modal menurut Kamaruddin (2004:55) yaitu:

a. Bagi dunia usaha

Melalui pasar modal perusahaan dapat memperoleh dana pinjaman maupun peningkatan dana.

b. Bagi pemodal

Memperoleh dividen, dapat mengganti instrumen investasi, dll.

c. Bagi lembaga penunjang pasar modal

Menuju kearah profesionalisme dalam memberikan pelayanannya.

d. Bagi pemerintah

Sebagai sarana dalam memobilisasi dana masyarakat guna membiayai dana pembangunan.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada dasarnya manfaat keberadaan pasar modal yaitu:

a. Bagi Dunia Usaha

Pasar modal merupakan alternatif dalam memperoleh dana untuk memperbaiki struktur modal dan meningkatkan nilai perusahaan.

b. Bagi Investor

Pasar modal bagi para investor adalah memperoleh tambahan dana selain dari deposito atau alternatif investasi lainnya sesuai dengan preferensi investor.

c. Bagi Pemerintah

Pasar modal bagi pemerintah adalah salah satu sumber pendapatan yang berupa pajak dari perusahaan-perusahaan yang *go public*.

3. Macam – Macam Pasar Modal

Penjualan saham kepada masyarakat dapat dilakukan dengan beberapa cara. Umumnya penjualan dilakukan sesuai dengan jenis ataupun bentuk pasar modal dimana sekuritas tersebut dijualbelikan. Jenis–jenis pasar modal tersebut ada beberapa macam menurut Sunariyah (2006:13), yaitu:

a. Pasar Perdana (*Primary Market*)

Pasar perdana memperdagangkan sekuritas pertama kali sebelum dicatatkan dibursa (penawaran umum) dan harga saham ditentukan oleh penjamin emisi dan emiten.

b. Pasar Sekunder (Secondary Market)

Pasar sekunder memperdagangkan sekuritas secara luas setelah melalui masa penjualan di pasar perdana dan harga saham ditentukan oleh permintaan dan penawaran antara pembeli dan penjual. Di mana perintaan dan penawaran dipengaruhi oleh dua faktor, yaitu:

1) Faktor internal perusahaan

Faktor ini merupakan faktor yang berhubungan dengan kebijakan dan kinerja yang telah dicapai perusahaan. Misalnya besar kecilnya dividen yang dibagi, pendapatan perlembar saham, kinerja perusahaan di masa yang akan datang, dan sebagainya.

2) Faktor ekstrnal perusahaan

Faktor ini merupakan faktor yang tidak berhubungan atau diluar perusahaan. Misalnya kebijakan-kebijakan pemerintah, gejolak politik suatu negara, dan sebagainya.

c. Pasar Ketiga (*Third Market*)

Pasar ketiga yaitu tempat perdagangan sekuritas diluar bursa dan pialang sebagai perantara pedagang.

d. Pasar Keempat (Fourth Market)

Pasar keempat merupakan bentuk perdagangan efek antara pemodal atau dengan kata lain pengalihan saham dari satu pemegang saham ke pemegang lainnya tanpa melalui perantara pedagang efek.

Ditinjau dari proses transaksi pasar modal dibagi menjadi 3 kategori menurut Sunariyah (2006:15) yaitu:

a. Pasar Spot

Pasar *spot* merupakan pasar keuangan yang memperdagangkan sekuritas atau jasa keuangan untuk diserah terimakan secara spontan.

b. Pasar *Futures* atau *Forward*

Pasar *futures* atau *forward* merupakan pasar keuangan di mana sekuritas atau jasa keuangan yang akan diselesaikan pada kemudian hari atau beberapa waktu sesuai dengan ketentuan.

c. Pasar Opsi

Pasar *opsi* merupakan pasar keuangan yang memperdagangkan hak untuk menentukan pilihan terhadap saham atau obligasi.

4. Instrumen Pasar Modal

Surat berharga di pasar modal umumnya dibedakan menjadi 2 jenis, yaitu:

- a. Surat berharga bersifat utang atau pengakuan utang dari suatu perusahaan.
- b. Surat berharga yang bersifat kepemilikan atau bukti penyertaan dalam suatu perusahaan.

Terdapat beberapa sekuritas yang pada umumnya diperdagangkan di pasar modal, dimana masing-masing sekuritas akan memberikan *risk* dan *return* yang berbeda-beda. Menurut Anoraga dan Pakarti, "instrumen pasar modal adalah semua surat-surat berharga (*securities*) yang diperdagangkan di bursa" (Anoraga dan Pakarti, 2006:54). Adapun beberapa sekuritas yang pada umumnya diperdagangkan di pasar modal adalah sebagai berikut:

a. Saham

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas asset, perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham.

"Saham adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau pemilikan individu maupun institusi yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT)" (Sunariyah, 2006:127).

b. Obligasi

Obligasi merupakan surat pengakuan hutang atas pinjaman yang diterima oleh perusahaan penerbit obligasi dari masyarakat.

"Obligasi adalah surat berharga atau sertifikat yang berisi kontrak antara pemberi dana dengan yang diberi dana (emiten). Surat obligasi adalah selembar kertas yang menyatakan bahwa pemilik kertas tersebut telah membeli hutang perusahaan yang menerbitkan obligasi" (Sunariyah, 2006:50).

d. Instrumen derivative

"Instrumen derivatif merupakan sekuritas yang nilainya merupakan turunan dari suatu sekuritas lain, sehingga nilai instrumen derivatif sangat tergantung dari harga sekuritas lain yang ditetapkan sebagai patokan (Tandelilin, 2001:22).

Ada beberapa jenis instrumen derivatif, yaitu sebagai berikut.

- 1) *Right*: surat yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memberikan hak kepada pemegang saham untuk membeli tambahan saham pada penerbitan saham baru.
- 2) Waran: surat berharga yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang memberi hak kepada pemegang saham untuk memesan saham dari perusahaan tersebut dengan persyaratan yang telah ditentukan sebelumnya.
- 3) *Option*: surat pernyataan yang dikeluarkan oleh seorang atau lembaga (tetapi bukan emiten) untuk memberikan hak kepada pemegangnya

untuk membeli saham atau menjual saham pada harga yang telah ditentukan sebelumnya.

5. Para Pelaku Pasar Modal

Sebagai suatu bisnis yang berdampak sosial sangat luas, pasar modal melibatkan banyak orang dan banyak lembaga. Masing-masing pihak mempunyai peranan dan fungsi yang berbeda-beda dan saling menunjang kepentingan pihak lain. Pihak-pihak yang terkait menurut Lubis (2008:40, 42, 44-50, 53-55) adalah sebagai berikut:

a. Emiten

Perusahaan yang memperoleh dana melalui pasar modal disebut emiten.

Dananya diperoleh dari masyarakat (bisa perorangan maupun perusahaan)

yang membeli saham maupun obligasi tersebut.

b. Pemodal (Investor)

Orang yang melakukan penanaman modal tersebut disebut dengan investor atau pemodal. Pemodal pertama untuk perusahaan yang sudah berdiri disebut dengan pemegang saham sendiri. Kemudian pihak lain yang ikut membeli saham perusahaan tersebut disebut pemodal juga.

c. Penjamin Emisi (*Underwriter*)

Ada 4 (empat) tipe penjamin emisi, yaitu sebagai berikut.

1) Full/Firm Commitment (Kesanggupan Penuh)

Walaupun terjual sebagian dari saham/obligasi tersebut, penjamin emisi akan membeli seluruh saham/obligasi tersebut.

2) Best Efforts Commitment (Kesanggupan yang Terbaik)

Dalam model ini emiten hanya menuntut penjamin berusaha sebaik mungkin untuk menjual saham/obligasi emiten tersebut..

3) Standby Commitment (Kesanggupan Siaga)

Dalam tipe ini bila ada saham obligasi yang tidak laku sampai batas waktu penjualan yang telah ditentukan, maka penjamin emisi akan bersedia membeli saham yang tidak laku tersebut.

4) All or None Commitment (Kesanggupan Semua atau tidak SamaSekali)

Bila tidak semua saham/obligasi tersebut laku dijual, maka perjanjian akan batal dan semua saham/obligasi tersebut akan dikembalikan ke perusahaan emiten.

d. Penanggung (*Guarantor*)

Posisi penanggung adalah sebagai penengah antara yang member kepercayaan dan yang membutuhkan kepercayaan.

e. Wali Amanat (Trustee)

Lembaga ini akan bertindak sebagai wali dari si pemberi amanat. Pemberi amanat adalah pembeli obligasi yaitu si pemodal.

f. Perantara Perdagangan Efek (Pialang, *Broker*)

Orang yang dapat masuk ke bursa efek adalah orang tertentu, yaitu perantara perdagangan efek yang sering dikenal dengan sebutan *broker* atau pialang. Penjual atau pembeli harus memberikan amanat jual atau belinya kepada pialang yang dipercayai.

g. Perusahaan Surat Berharga (Securities Company)

Perusahaan ini mengkhususkan dirinya dalam perdagangan saham17 saham yang tercatat di bursa efek.

h. Investment Company (Perusahaan Pengelola Dana)

Bila pemodal merasa tidak mampu untuk menghitung sendiri risiko yang dihadapinya dalam berinvestasi dalam efek-efek, maka ia dapat mempercayakan keinginannya itu kepada perusahaan pengelola dana.

i. Kantor (Biro) Admnistrasi Efek

Kantor ini diperlukan untuk mengurus administrasi perusahaan yang *go public* yang tersebar di seluruh Indonesia bahkan sampai luar negeri.

j. BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal)

Merupakan lembaga atau otoritas tertinggi di pasar modal yang melakukan pengawasan dan pembinaan atas pasar modal. BAPEPAM diharapkan dapat mewujudkan tujuan penciptaan

kegiatan pasar modal yang teratur, wajar, transparan, efisien serta menegakkan peraturan (*law enforcement*), dan melindungi kepentingan investor pasar modal.

k. Lembaga Kliring dan Penjamin (LKP)

Lembaga ini menyelenggarakan jasa kliring dan penjamin penyelesaian transaksi bursa.

1. Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP)

Lembaga ini adalah lembaga/perusahaan yang menyelenggarakan kegiatan kustodian sentral (tempat penyimpanan terpusat) bagi Bank Kustodian, perusahaan efek dan pihak lain.

m. Bank Kustodian

Bank ini berfungsi memberikan jasa penitipan efek dan harta lainnya yang berkaitan dengan efek serta jasa lainnya, menerima bunga, dividen, dan hakhak lain, menyelesaikan transaksi efek dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.

n. Corporate Secretary

Merupakan profesi penting di pasar modal, tetapi tidak dikenal dalam undang-undang perseroan terbatas maupun undang-undang pasar modal.

6. Indikasi Pasar Modal

Indeks harga saham adalah suatu indikator yang menggambarkan tren pergerakan pasar. Jika indeks mengalami kenaikan maka secara umum hargaharga saham di bursa mengalami kenaikan. Sebaliknya jika indeks mengalami penurunan berarti secara umum harga saham di bursa mengalami penurunan. Jadi, indeks menggambarkan kondisi pasar pada saat aktif maupun pada saat lesu.

Di pasar modal indeks mempunyai fungsi sebagai berikut:

- a. Indikator tren pasar
- b. Indikator tingkat keuntungan
- c. Tolak ukur kinerja suatu portofolio

d. Memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif

e. Memfasilitasi berkembangnya produk derivatif

Indeks merupakan indikator penting bagi pelaku pasar modal, dipasar modal Indonesia terdapat 6 jenis indeks, yaitu:

a. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Indeks ini menggunakan semua saham yang tercatat di bursa sebagai komponen perhitungan. Indeks ini mulai dikenalkan pertama kali pada tanggal 1 April 1983 dengan menggunakan landasan tanggal 10 Agustus 1982. Indeks harga saham gabungan (IHSG) adalah suatu nilai yang digunakan untuk mengukur kinerja gabungan seluruh saham yang tercatat di bursa. (Sunariyah, 2006:142).

b. Indeks Sektoral

Indeks ini menggunakan semua saham yang termasuk dalam masingmasing sektor, di Bursa Efek Indonesia indeks ini dibagi atas 9 sektor, yaitu:

- 1) Pertanian
- 2) Pertambangan
- 3) Industri dasar
- 4) Aneka industri
- 5) Konsumsi
- 6) Properti
- 7) Infrastruktur
- 8) Keuangan

9) Perdagangan Jasa dan Manufaktur

c. Indeks LQ-45

LQ-45 terdiri dari 45 saham pilihan dengan nilai pasar dan likuiditas yang tinggi. Kriteria untuk menentukan suatu emiten dapat masuk dalam perhitungan indeks LQ-45 adalah:

- 1) Saham-saham tersebut telah *listing* 3 tahun
- 2) Termasuk dalam peringkat 60 terbesar dari total transaksi saham dalam pasar regular (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir)
- 3) Pemeringkatan tersebut berdasarkan atas kapitalisasi pasar (ratarata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir)
- 4) Kondisi keuangan dan prospek perkembangan perusahaan yang bagus, frekuensi dan jumlah transaksi hari perdagangan di pasar reguler cukup tinggi.

d. Jakarta *Islamic* Indeks (JII)

Jakarta *Islamic* Indeks adalah indeks terbaru yang dikeluarkan BEI bekerja sama dengan *Danareksa Investment Management*. JII terdiri dari 30 saham yang operasionalnya dinilai sesuai dengan syariah Islam.

e. Indeks papan utama dan indeks papan pengembangan

Merupakan indeks harga saham yang secara khusus didasarkan pada kelompok saham yang tercatat di bursa efek Indonesia, yaitu kelompok papan utama dan papan perkembangan.

f. Indeks individual

Indeks harga saham individual menggambarkan suatu rangkaian informasi historis pergerakan haga masing-masing saham sampai pada tanggal tertentu. Biasanya disajikan setiap hari, berdasarkan harga penutupan di ursa pada hari tersebut (Sunariyah, 200:139).

7. Efisiensi Pasar Modal

Efisiensi pasar secara umum yang disampaikan oleh Sunariah (2006:185) Efesiensi pasar ditentukan oleh informasi yang tersedia. Informasi yang tercermin dalam harga saham akan menentukan bentuk pasar efesien yang dapat dicapai. Dalam hal ini menurut Sunariah (2006:185-186) efisiensi pasar secara informasi dapat dibagi menjadi tiga kategori, yaitu:

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah adalah suatu pasar modal dimana harga saham merefleksikan semua informasi harga historis.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mecerminkan semua informasi yang dipublikasikan.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi termasuk informasi privat.

8. Pengertian Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah pertama kali diterapkan di Jordan dan Pakistan, Sunariyah (2003,127) mengatakan bahwa pasar modal syariah

dalam hal ini JII adalah indek terbaru yang dikeluarkan BEI bekerja sama dengan Danareksa Investmen Management pada tanggal 3 Juli 2000. JII terdapat 30 saham perusahaan yang operasionalnya dinilai sesuai dengan syariah Islam. Pendirian JII didasarkan pada faktor yang mendukung perkembangan ekonomi syariah di Indonesia di masa mendatang adalah jumlah penduduk Indonesia yang mayoritas muslim. Selain itu adanya peningkatan kesadaran umat Islam dalam berinvestasi sesuai syariah. Secara umum dapat dikatakan bahwa syariah menghendaki kegiatan ekonomi yang halal, baik produk yang menjadi objek, cara perolehannya, maupun cara penggunaannya. Dalam reksadana konvensional, pengaturan atau penempatan portfolio investasi hanya menggunakan pertimbangan tingkat keuntungan. Sedangkan reksadana syariah selain mempertimbangkan tingkat keuntungan juga harus mempertimbangkan kehalalan suatu produk keuangan. Sebagai contoh bila reksadana syariah ingin menempatkan salah satu jenis investasinya dalam saham, maka saham yang dibeli tersebut harus termasuk perusahaan yang sudah dibolehkan secara syariat. Lebih mudahnya sudah termasuk dalam jenis saham yang ada dalam daftar JII (Jakarta Islamic Index). Demkian juga jenis investasi lainnya seperti obligasi, harus yang menganut sistem syariah.

Manajer investasi reksadana syariah harus memahami investasi dan mampu melakukan kegiatan pengelolan yang sesuai dengan syariah. Untuk itu diperlukan adanya panduan mengenai norma-norma yang harus dipenuhi Manajer Investasi agar investasi dan hasilnya tidak melanggar

ketentuan syariah, termasuk ketentuan yang berkaitan dengan praktek riba, gharar dan maysir. Dalam praktek syariah maka Manajer Investasi bertindak sesuai dengan perjanjian atau aqad wakala. Manajer investasi akan menjadi wakil dari investor untuk kepentingan dan atas nama investor. Sebagai bukti penyertaan dalam reksadana syariah maka investor akan mendapat unit penyertaan dari reksadana syariah.

Selama ini, pengawasan pasar modal syariah berjalan berdasarkan pedoman yang diterbitkan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI).

9. Kriteria Pemilihan Saham Untuk Indek Syariah

Dalam beberapa literatur Islam klasik memang tidak ditemukan adanya terminologi investasi maupun pasar modal, akan tetapi sebagai suatu kegiatan ekonomi, kegiatan tersebut dapat diketegorikan sebagai kegiatan jual beli (al Bay). Oleh karena itu untuk mengetahui apakah kegiatan investasi di pasar modal merupakan sesuatu yang dibolehkan atau tidak menurut ajaran Islam, kita perlu mengetahui hal-hal yang dilarang/ diharamkan oleh ajaran Islam dalam hubungan jual beli.

Para ahli fiqih berpendapat bahwa suatu saham dapat dikategorikan memenuhi prinsip syariah apabila kegiatan usaha perusahaan yang menerbitkan saham tersebut tidak tercakup pada hal-hal yang dilarang dalam syariah Islam, seperti :

- a. Alkohol
- b. Perjudian

- c. Produksi yang bahan bakunya dari babi
- d. Pornografi
- e. Jasa Keuangan yang bersifat konvensional
- f. Asuransi yang bersifat konvensional

Adapun persyaratan suatu perusahaan untuk bisa terdaftar ke dalam Jakarta Islamic Index adalah sebagai berikut:

- a. Kegiatan emiten tersebut tidak bertentangan dengan syariah Islam, secara umum bidang usaha dalam klasifikasi BEI yang bertentangan dengan prinsip syariah antara lain:
 - Industri konsumen yang berupa makanan dan minuman yang berhubungan dengan alkohol serta industri rokok.
 - Industri jasa keuangan (Konvensional) termasuk perusahaan investasi.
 - 3) Industri jasa hiburan dan perhotelan yang berupa restoran, hotel dan pariwisata.
- b. Perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip syariah, dan harus tercatat lebih dari 3 bulan, kecuali jika termasuk di dalam sepuluh kapitalisasi besar
- c. Saham dengan prinsip Islam kemudian diseleksi lagi berdasarkan laporan keuangan tahunan (tengah tahun terakhir) dengan ketentun rasio utang terhadap aktiva tidak boleh melebihi (90%)
- d. Dipilih 60 saham dari susunan saham tersebut berdasarkan urutan ratarata kapitalisasi pasar

e. Dipilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan regular selama satu tahun terakhir.

Setidaknya ada dua syarat untuk menyatakan bahwa suatu saham dapat dikategorikan tidak melanggar ketentuan syariah. Kedua syarat itu adalah:

- a. Perusahaan tidak bertentangan dengan syariat Islam. Yang dimaksud dengan perusahaan yang tidak bertentangan dengan syariat Islam yaitu perusahaan dengan bidang usaha dan manajemen yang tidak bertentangan dengan syariat, serta memiliki produk yang halal. Perusahaan yang memproduksi minuman keras atau perusahaan keuangan konvensional tentu saja tidak memenuhi kategori ini
- b. Semua saham yang diterbitkan memiliki hak yang sama. Saham adalah bukti kepemilikan atas sebuah perusahaan, maka peran setiap pemilik saham ditentukan dari jumlah lembar saham yang dimilikinya. Namun, pada kenyataannya ada perusahaan yang menerbitkan dua macam saham, yaitu saham biasa dan saham preferen yang tidak punya hak suara namun punya hak untuk mendapatkan deviden yang sudah pasti. Tentunya hal ini bertentangan dengan aturan syariat tentang bagi hasil. Maka saham yang sesuai syariat adalah saham yang setiap pemiliknya memiliki hak yang proporsional dengan jumlah lembar saham yang dimilikinya

Tahun dasar yang digunakan sebagai basis perhitungan Jakarta Islamic Indeks yaitu tanggal 1 Januari tahun 1995 dengan angka indeks sebesar 100. Perhitungan indek didasarkan atas kapitalisasi pasar, artinya

tergantung perkembangan harga saham dan besarnya jumlah saham yang diperdagangkan. Tapi, bukan hanya saham yang masuk JII saja yang sudah sesuai dengan ketentuan syariah. Karena JII ini hanya menampung 30 saham terbaik yang sudah sesuai syariah. Ketiga puluh saham yang tergabung dalam JII juga merupakan bagian dari jenis-jenis saham yang ditransaksikan di BEI.

C. Investasi dalam Saham

1. Definisi Investasi

Menurut Jogiyanto (2007:5) Investasi dapat didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu.

"Investasi yaitu penanaman modal untuk salah satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa yang akan dating" (Sunariyah 2006:4).

Sedangkan menurut Kamaruddin (2004:3) investasi adalah menempatkan uang atau dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan tertentu atas uang atau dana tersebut.

Tandelilin (2001:3) berpendapat investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang.

Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa investasi adalah penanaman dana untuk tujuan memperoleh keuntungan di masa datang. Tujuan orang melakukan investasi adalah untuk menghasilkan sejumlah uang dengan tujuan yang lebih luas adalah untuk meningkatkan kesejahteraan investor, sehingga pentingnya investasi secara tidak langsung dapat memberikan manfaat bagi dana lebih yang ada agar tidak menganggur, dimana akan terjadi aliran dari pihak yang memiliki dana atau yang disebut investor kepada pihak yang membutuhkan dana.

2. Jenis Investasi

Menurut Kamaruddin (2004:2) umumnya investasi dikatagorikan dua jenis yaitu:

- a. *Real Assets*; aset riil adalah bersifat berwujud seperti gedunggedung, kendaraan, dan sebagainya.
- b. *Financial Assets*; aset keuangan adalah merupakan dokumen klaim tidak langsung pemegangnya terhadap aktiva riil pihak yang menerbitkan sekuritas tersebut.

Investasi ini dibedakan dalam dua macam cara menurut Jogiyanto (2003:7-10), yaitu:

a. Investasi langsung (Direct investing)

Investasi langsung diartikan sebagai suatu pemilikan surat-surat berharga secara langsung dalam suatu institusi atau perusahaan yang secara resmi telah *go public* dengan harapan mendapatkan keuntungan berupa penghasilan deviden dan *capital gain*.

b. Investasi tidak langsung (*Indirect investing*)

Investasi tidak langsung diartikan terjadi bilamana surat-surat berharga dinilai diperdagangkan kembali oleh perusahaan investasi yang berfungsi sebagai perantara.

3. Motif Investasi

Ada beberapa macam motif investasi menurut Buletin BES (1998:8), yaitu antara lain :

a) Motif keamanan

Motif keamanan merupakan motif yang mendasar dalam investasi saham karena tidak seorangpun yang menginginkan kerugian dalam melakukan investasi. Apabila motif keamanan menjadi pertimbangan pertama seorang investor, maka mungkin investor tersebut akan memilih untuk membeli saham-saham yang berdaya tahan (*defensive stock*), yaitu saham-saham yang tidak terpengaruh oleh pertimbangan ekonomi seperti resesi, saham-saham perusahaan monopoli, atau saham-saham yang memproduksi kebutuhan pokok dan vital.

b) Motif pendapatan

Motif pendapatan merupakan salah satu motif investasi yang banyak mewarnai tindakan para investor. Investor seperti ini mengharapkan pendapatan, yaitu deviden yang cukup besar. Apabila investor bermotif seperti ini, maka jenis saham yang cocok untuk dibeli adalah saham-saham unggul (*Blue Chips*), yaitu saham perusahaan besar yang dikenal baik reputasinya, telah lama berdiri, stabil serta matang.

c) Motif pertumbuhan jangka panjang dengan sedikit risiko

Motif pertumbuhan jangka panjang dengan sedikit risiko merupakan motif investasi bagi sebagian besar investor. Motif ini timbul karena sebagian besar investor yakin bahwa investasi saham akan mendatangkan keuntungan yang cukup besar dalam jangka panjang. Saham-saham yang cocok bagi mereka adalah jenis-jenis saham berkembang (*Growth Stock*) yaitu saham perusahaan yang tumbuh diatas rata-rata lainnya, memiliki P/E Ratio yang tinggi, menawarkan deviden yang tinggi serta memberikan kesempatan untuk memperoleh *capital gain*.

d) Motif pertumbuhan jangka pendek dengan risiko relatif tinggi

Motif pertumbuhan jangka pendek dengan risiko relatif tinggi merupakan motif yang sedikit bersifat spekulatif, karena investor yang demikian cenderung untuk memperoleh keuntungan dalam jangka pendek tetapi risikonya cukup besar. Investor yang bermotif seperti ini tidak jarang menderita kerugian yang besar kalau tidak berhati-hati dalam melakukan perhitungan yang cermat. Karena itu untuk menghindari diri kerugian yang cukup besar, investor seperti ini disarankan senantiasa berusaha memperoleh informasi yang menguntungkan.

4. Pengertian Saham

Menurut Husnan (2005:279), saham menunjukkan bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas. Dalam kehidupan sehari-hari istilah saham dapat diartikan dengan dua cara, yaitu:

- a. Saham adalah kertas yang dicetak yang membuktikan bahwa pemegangnya turut serta atau berpartisipasi dalam modal suatu perusahaan. Kertas ini yang biasanya berpindah tujuan kalau seorang pemegang saham menjual saham miliknya.
- b. Saham merupakan bukti kepemilikan itu sendiri.

Menurut Darmadji dan Fakhruddin, (2001;5), "saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas". Menurut Tandelilin, (2001;18) "saham merupakan surat bukti bahwa kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham". "saham adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau pemilikan individu maupun institusi yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT)" (Sunariyah, 2006:127). Menurut Tambunan, (2007:1) "saham adalah bukti penyertaan modal pada sebuah perusahaan, dengan membeli saham suatu perusahaan berarti investor menginvestasikan modal atau dana yang nantinya digunakan untuk membiayai operasional perusahaan".

Berdasarkan pendapat beberapa ahli di atas, maka penulis menyimpulkan bahwa saham adalah bukti pemilikan individu atau badan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham. Selain itu, saham juga dapat disebut sebagai wakil dari kekayaan fisik suatu perusahaan.

5. Jenis – Jenis Saham

Kamaruddin (2004:74) menyatakan bahwa jenis saham menurut cara peralihan dibagi menjadi dua, yaitu:

- a. Saham atas unjuk; saham tanpa identitas pemiliknya
- Saham atas nama; saham yang nama pemiliknya tertera diatas saham tersebut.

Sedangkan menurut Jogiyanto (2003:67) secara umum jenisjenis saham menurut hak tagihan dibedakan menjadi dua, yaitu:

a. Saham Biasa (Common Stock)

Saham biasa adalah bukti penyertaan modal dalam perusahaan. Yang memiliki hak suara dalam rapat umum pemegang saham dan di samping memperoleh pembagian keuntungan (dividen) dari perusahaan juga kemungkinan adanya keuntungan atas kenaikan modal (nilai) surat berharga (*capital gain*).

b. Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Saham preferen adalah bentuk khusus dari kepemilikan perusahaan yang akan menerima dividen dalam jumlah tetap.

Dividen yang dibagi pertama kali harus dibagikan kepada pemegang saham preferen.

Jenis-jenis saham apabila ditinjau dari kinerja perdagangan, maka saham dapat dikategorikan atas:

- a. *Blue-Chip Stocks*, yaitu saham biasa dari suatu perusahaan yang memiliki reputasi tinggi, sebagai *leader* di industri sejenis, memiliki pendapatan yang stabil dan konsisten dalam membayar dividen.
- b. *Income Stocks*, yaitu saham dari suatu emiten yang memiliki kemampuan membayar dividen lebih tinggi dari rata-rata dividen yang dibayarkan pada tahun sebelumnya. Emiten seperti ini biasanya mampu menciptakan pendapatan yang lebih tinggi dan secara teratur membagikan dividen tunai.
- c. *Growth Stocks* (*Well-Known*), yaitu saham-saham dari emiten yang memiliki pertumbuhan pendapatan yang tinggi, sebagai *leader* di industri sejenis yang mempunyai reputasi tinggi.
- d. *Speculative Stocks*, yaitu saham suatu perusahaan yang tidak bisa secara konsisten memperoleh penghasilan dari tahun ke tahun, akan tetapi mempunyai kemungkinan penghasilan yang tinggi di masa mendatang, meskipun belum pasti.
- e. *Counter Cyclical Stocks*, yaitu saham yang tidak terpengaruh oleh kondisi ekonomi makro maupun situasi bisnis secara umum (Darmadji dan Fakhruddin, 2001:7).

6. Investasi Dalam Saham

Investor dapat menanamkan dananya dalam bentuk saham perusahaan lain. Investasi dalam saham tidak selalu menggunakan fasilitas pasar modal, tetapi juga dapat dilakukan pada saham yang telah diterbitkan perusahaan dan ditempatkan secara langsung kepada investor tertentu. Investor yang menginvestasikan dananya pada saham yang dijual kepada masyarakat dengan perantara perusahaan penjamin emisi (underwriter company) juga merupakan cara lain berinvestasi.

Tujuan investasi dalam saham yang dikelompokkan sebagai investasi jangka panjang adalah untuk mengawasi perusahaan lain, memperoleh pendapatan yang tetap setiap periode, membentuk suatu dana khusus, menjamin kontinuitas suplai bahan baku, dan untuk menjaga hubungan antar perusahaan (Baridwan, 2004:227).

Menurut Husnan (2005:285) dalam melakukan investasi pada saham, ada dua keuntungan yang diperoleh yaitu:

- a. Dividen, yaitu merupakan penerimaan kas periodik terhadap harga saham periode tertentu.
- b. *Capital Gain*, yaitu hasil dari penjualan saham lebih tinggi dari harga jual.

Proses investasi menunjukkan bagaimana investor seharusnya melakukan investasi. Langkah-langkah yang diperlukan untuk melakukan investasi adalah sebagai berikut sebagai berikut.

a. Menetapkan Sasaran Investasi

Investor harus menghitung berapa tingkat pengembalian yang akan didapatkan di masa yang akan datang, sebelum investor menentukan sekuritas apa yang akan dipilih dan seberapa banyak investasi tersebut dan kapan investasi tersebut akan dilakukan.

b. Menetapkan Kebijakan Investasi

Merupakan suatu proses keputusan mengenai struktur portofolio untuk meminimumkan risiko. Investor perlu menentukan apa tujuan investasinya, dan berapa banyak investasi tersebut akan dilakukan (Husnan, 2005:48). Tujuan investasi harus menyatakan hubungan positif antara risiko dan keuntungan investasi.

c. Menetapkan Strategi

Strategi merupakan taktik, oleh karena itu investor harus memiliki startegi yang baik agar mendapatkan tingkat pengembalian yang diharapkan. Macam-macam strategi investasi menurut Husnan (2005:355-356) adalah strategi aktif dan strategi pasif. Strategi aktif mendasarkan diri pada asumsi bahwa pasar modal melakukan kesalahan dalam penentuan harga (*mispriced*) dan para pemodal berpendapat bahwa mereka dapat mengindentifikasikan *mispriced* (harganya salah, mungkin terlalu rendah, mungkin terlalu tinggi) ini dan memanfaatkannya. Sedangkan, strategi pasif mendasarkan diri pada asumsi bahwa pasar modal tidak melakukan *mispriced*, meskipun terjadi *mispriced* para pemodal berpendapat bahwa

mereka tidak dapat mengindentifikasikan *mispriced* ini dan memanfaatkannya.

d. Memilih Aktiva

Investor berusaha untuk merancang portofolio yang efisien. "Portofolio yang efisien adalah portofolio yang memberikan pengembalian yang diharapkan terbesar untuk tingkat risiko tertentu, atau dengan kata lain, tingkat risiko terendah untuk tingkat pengembalian tertentu" (Fabozzi, 1999:4). Namun, sebelum investor memilih aktiva, terlebih dahulu investor harus melakukan analisis terhadap individual atau sekelompok sekuritas. Terdapat dua cara untuk melakukan analisis sekuritas adalah sebagai berikut .

1) Analisis Teknikal

Analisis teknikal menggunakan data (perubahan) harga di masa yang lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga sekuritas di masa yang akan datang.

2) Analisis Fundamental

Analisis fundamental berupaya mengidentifikasi prospek perusahaan (lewat analisis terhadap faktor-faktor yang mempengaruhinya) untuk bisa memperkirakan harga saham di masa yang akan datang. (Husnan, 2005:48). . Setelah melakukan analisis terhadap individual atau sekelompok sekuritas, investor dapat mengindentifikasi aktiva keuangan yang akan dipilih,

berapa proporsi dana yang akan ditanamkan pada masingmasing sekuritas. Pemilihan aktiva keuangan dipengaruhi oleh preferensi risiko, pola kebutuhan kas, status pajak, dan sebagainya. Jika perlu investor dapat melakukan revisi terhadap pilihan tersebut.

e. Mengevaluasi Kinerja

"Evaluasi kinerja portofolio, meliputi penentuan kinerja portofolio secara periodik, tidak hanya berdasarkan *return* yang dihasilkan, tetapi juga risiko yang dihadapi investor" (Sharpe, 2005:13). Selain itu, pada tahap ini investor menilai efektivitas pencapaian tujuan berinvestasi yang dilakukan dengan cara menetapkan *Benchmark* (patok duga), seperti Sertifikat Bank Indonesia (SBI).

D. Risiko dalam Investasi

1. Definisi resiko

Investor harus memperhatikan faktor risiko (*risk*) dalam menentukan tingkat pengembalian (*return*). Definisi risiko menurut beberapa ahli adalah sebagai berikut. Menurut Jogiyanto, "risiko adalah variabilitas *return* terhadap *return* yang diharapkan" (Jogiyanto, 2003:130). Menurut Ahmad, "dalam pengertian investasi, risiko selalu dikaitkan dengan variabilitas *return* yang diperoleh dari surat berharga" (Ahmad, 2004:94).

Husnan (2005:47) menyatakan bahwa dalam dunia yang sebenarnya hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau risiko. Menurut Halim, "dalam konteks manajemen investasi, risiko merupakan besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian yang dicapai secara nyata (*actual return*). Semakin besar penyimpangannya berarti semakin besar tingkat risikonya" (Halim, 2009:73).

Berdasarkan beberapa pendapat ahli di atas, maka dapat disimpulkan bahwa risiko sadalah variasi nilai sesungguhnya antara return yang diterima (realized return) dengan return yang diharapkan (expected return).

2. Macam-macam Risiko

Investor memiliki tujuan dalam berinvestasi untuk memaksimalkan returnnya tanpa melupakan faktor risiko investor yang dihadapinya. Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. Sedangkan risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara return yang akan diterima dengan return yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya, maka semakin besar pula risiko investasi tersebut. Terdapat beberapa risiko yang bisa mempengaruhi besarnya risiko suatu investasi, diantaranya adalah:

a) Risiko Suku Bunga

Perubahan suku bunga bisa mempengaruhi *variabilitas return* suatu investasi. Perubahan suku bunga akan mempengaruhi harga saham secara terbalik, yang berarti jika suku bunga meningkat, maka harga saham akan turun. Demikian pula sebaliknya, apabila suku bunga menurun, maka harga saham meningkat.

b) Risiko Pasar

Yang dimaksud risiko pasar adalah fluktuasi pasar yang secara keseluruhan mempengaruhi *variabilitas return* suatu investasi. Perubahan ini dapat disebabkan oleh banyak faktor, seperti munculnya resesi ekonomi, kerusuhan, maupun perubahan politik.

c) Risiko Inflasi

Inflasi yang meningkat akan mengurangi kekuatan daya beli rupiah yang telah diinvestasikan. Maka dari itu, risiko ini disebut sebagai risiko daya beli.

d) Risiko Bisnis

Risiko bisnis merupakan risiko yang terdapat dalam menjalankan bisnis suatu jenis industri. Misalnya perusahaan pakaian jadi yang bergerak di bidang industry tekstil, akan sangat dipengaruhi oleh karakteristik industri tekstil.

e) Risiko Finansial

Risiko ini berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan hutang dalam pembiayaan modalnya. Semakin besar

hutang yang digunakan, maka semakin besar pula risiko yang akan ditanggung.

f) Risiko Likuiditas

Risiko ini berkaitan dengan kecepatan suatu sekuritas yang diterbitkan perusahaan bisa diperdagangkan di pasar sekunder. Semakin cepat suatu sekuritas diperdagangkan, maka semakin likuid sekuritas tersebut. Dan demikian pula sebaliknya.

g) Risiko Nilai Tukar Mata Uang (Valas)

Risiko ini berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang domestik dengan nilai mata uang negara lainnya. Risiko ini juga dikenal dengan nama *currency risk* atau *exchange rate risk*.

h) Risiko Negara

Risiko ini juga disebut sebagai risiko politik, karena sangat berkaitan dengan kondisi perpolitikan suatu negara. Bagi perusahaan yang beroperasi di luar negeri, maka stabilitas ekonomi dan politik negara bersangkutan akan sangat perlu diperhatikan guna menghindari risiko negara yang terlalu tinggi.

3. Teknik Pengendalian Risiko

Pengendalian risiko merupakan salah satu bahan yang paling penting dari perdagangan yang sukses. Meskipun secara emosional lebih menarik untuk focus pada perdagangan, setiap pedagang harus mengetahui secara persis seberapa besar dia bersedia kehilangan dalam account trading. Risiko pada dasarnya akan dikontrol dalam dua cara,

yaitu dengan keluar dari perdagangan sebelum terjadi kerugian yang melebihi kapasitas maksimum yang telah ditentukan, dan dengan membatasi *leverage* atau posisi ukuran perdagangan.

4. Beta

Penggunaan Capital Asset Pricing Model (CAPM) untuk menetukan saham yang efisien, diperlukan perhitungan atas risiko yang menyertai tingkat keuntungan yang diharapkan, risiko yang dimaksud yaitu risiko sistematis atau risiko pasar.

Menurut Jogiyanto (2007:265) beta merupakan suatu pengukur volatilitas (volatility) return suatu sekuritas atau return portofolio terhadap return pasar. Beta juga dapat dikatakan sebagai pengukur risiko sistematik (systematic risk) dari suatu sekuritas atau portofolio relatip terhadap risiko pasar.

"Beta (β) merupakan ukuran risiko yang berasal dari hubungan antara tingkat pengembalian suatu saham dengan pasar. Risiko ini berasal dari beberapa faktor fundamental perusahaan dan faktor karakterisitik pasar tentang saham perusahaan tersebut" (Husnan: 2005:112). Adapun faktorfaktor yang mempengaruhi nilai beta adalah sebagai berikut.

a. Cyclicality

Faktor ini menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan dipengaruhi oleh konjungtur perekonomian. Kita tahu bahwa pada saat kondisi perekonomian membaik, semua perusahaan akan merasakan dampak

positifnya. Demikian pula pada saat resesi semua perusahaan akan terkena dampak negatifnya. Yang membedakan adalah intensitasnya.

b. Operating Leverage

Operating leverage menunjukkan proporsi biaya perusahaan yang merupakan biaya tetap. Semakin besar proporsi ini, maka semakin besar operating leverage-nya. Perusahaan yang mempunyai operating leverage yang tinggi akan cenderung mempunyai beta yang tinggi, dan sebaliknya.

c. Financial Leverage

Perusahaan yang menggunakan hutang adalah perusahaan yang mempunyai *financial leverage*. Semakin besar proporsi hutang yang dipergunakan, semakin besar *financial leverage*-nya. Kalau kita menaksir beta saham, maka kita menaksir beta *equty*. Semakin besar proporsi hutang yang dipergunakan oleh perusahaan, pemilik modal sendiri akan menanggung risiko yang makin besar. Karena semakin tinggi *financial leverage*, semakin tinggi beta *equity* (Husnan, 2005:112-113).

Capital Asset Pricing Model (CAPM) menyatakan bahwa semakin tinggi beta (β) saham ditolerir investor semakin tinggi tingkat penegembalian saham yang diinginkannya. Saham yang memiliki beta yang lebih besar dari satu ($\beta > 1$) adalah saham yang berisiko tinggi dan saham yang memiliki beta kurang dari 1 ($\beta < 1$) adalah saham yang berisiko rendah.

Rumus untuk risiko sistematis beta (β) adalah sebagai berikut :

$$\boldsymbol{\beta}_i = \frac{\boldsymbol{\sigma}_{im}}{\boldsymbol{\sigma}^2_m}$$

dimana:

 β_i = Tingkat risiko sistematis masing-masing saham

 $oldsymbol{\sigma_{im}}=$ Kovarian antara tingkat pengembalian individu dengan tingkat pengembalian pasar

 σ^2_m = Varians *return* pasar

Dalam CAPM, bahwa semakin tinggi beta (β) saham ditolerir investor maka semakin tinggi tingkat pengembalian saham yang diinginkannya. Saham yang memiliki beta yang lebih besar dari satu $(\beta > 1)$ adalah saham yang berisiko tinggi dan saham yang memiliki beta kurang dari satu $(\beta < 1)$ adalah saham yang berisiko rendah.

5. Preferensi Pemodal tentang Risiko

Pemilihan suatu saham tertentu harus didasari oleh preferensi pemilik modal itu sendiri. Karena dalam melakukan investasi, investor harus mempertimbangkan besarnya risiko dan tingkat pengembalian yang diharapkan. Meskipun tujuan setiap investor adalah memaksimalkan tingkat

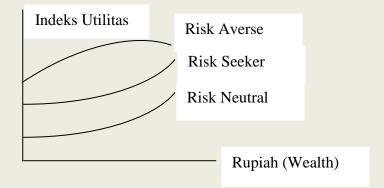
pengembalian yang diharapkan, tetapi setiap investor akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap risiko dan tingkat pengembalian dari investasinya. Suatu cara yang dipergunakan untuk menaksir preferensi risiko pemodal adalah dengan menawarkan suatu

kesempatan investasi yang berisiko, dan investasi tersebut dinilai ekuivalen dengan investasi bebas risiko (Husnan, 2005:134).

Husnan (2005:124) mengemukakan bahwa sikap pemodal terhadap risiko dikelompokkan menjadi tiga, yaitu *risk averse* (tidak menyukai risiko). *risk neutral* (netral terhadap risiko), dan *risk seeker* (menyukai risiko).

Penjelasan dari masing-masing sikap pemodal tersebut adalah sebagai berikut.

- a. *Risk averse* adalah sikap investor yang tidak bersedia menghadapi risiko atau berusaha menghindari risiko. Mereka cenderung berorientasi pada faktor keamanan (*safety risk*) saat berinvestasi.
- b. *Risk seeker* adalah sikap investor yang bersedia menghadapi risiko dalam berinvestasi dengan harapan dapat memperoleh keuntungan yang sama, bahkan lebih besar. Hal ini menunjukkan bahwa mereka akan memilih investasi yang berisiko lebih tinggi.
- c. *Risk neutral* adalah sikap sekelompok investor yang cenderung netral terhadap risiko. Mereka akan meminta kenaikan tingkat pengembalian yang sama untuk setiap kenaikan tingkat risiko.



(Husnan, 2005:129)

Gambar 1 Preferensi Pemodal

CAPM memuat beberapa asumsi mengenai perilaku investor, di antaranya yang terpenting adalah:

- a. Bahwa investor merupakan penghindar risiko (Averter).
- b. Investor ynag menghindari risiko itu memilih untuk berdiversifikasi.

E. Tingkat Keuntungan yang Diharapkan

Tingkat keuntungan yang diharapkan merupakan pengukuran atas tingkat keuntungan (return) dari investasi yang dilakukan. Menurut Jogiyanto (2003:109) keuntungan (return) dibedakan menjadi dua, yaitu return realisasi (realized return) dan return ekspektasi (expected return). Return realisasi merupakan keuntungan yang telah terjadi sedangkan return ekspektasi adalah keuntungan yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang.

Untuk menghitung tingkat keuntungan yang diharapkan pada investasi saham perusahaan, digunakan langkah-langkah yang terdiri atas:

1. Tingkat Pengembalian Saham Individu

Tingkat keuntungan yang diharapkan merupakan tingkat pengembalian (*return*) yang diinginkan oleh investor terhadap investasi saham yang dimiliki. Definisi *return* menurut beberapa ahli adalah sebagai berikut.

Menurut Tandelilin, "tingkat pengembalian merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinteraksi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor dalam menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya" (Tandelilin, 2001:47).

Menurut Jogiyanto, "*return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi" (Jogiyanto 2003:109). *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi, tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa mendatang.

Return realisasi (realized return) merupakan return yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. Return realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan, serta sebagai dasar penentuan return ekspektasi (expected return) untuk mengukur risiko di masa yang akan datang. Sedangkan, return ekspektasi (expected return) adalah return yang diharapkan oleh investor di masa yang akan datang (Jogiyanto, 2003:109).

Keuntungan yang diperoleh investor dengan membeli atau memiliki saham adalah sebagai berikut.

a. Deviden

Yaitu pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Deviden diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham).

46

b. Capital Gain

Merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. Capital gain

terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar

sekunder.

c. Saham Bonus

Yaitu saham yang dibagikan perusahaan kepada para pemegang

saham yang diambil dari agio saham. Agio saham adalah selisih

antara harga jual terhadap harga nominal saham tersebut pada saat

perusahaan melakukan penawaran umum di pasar perdana (Darmadji

dan Fakhruddin, 2001:8).

Rumus untuk menghitung tingkat pengembalian saham individu

adalah sebagai berikut:

$$Ri = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D}{P_{t-1}}$$

Dimana:

: Tingkat pengembalian saham untuk periode tertentu

 P_{ti} : Harga saham pada periode t

 P_{ti-1} : Harga saham pada periode t-1

 \boldsymbol{D}

: Deviden

(Jogiyanto, 2003:110)

Berdasarkan beberapa pendapat ahli di atas, maka dapat

disimpulkan bahwa return adalah perolehan tingkat pengembalian dari

investasi yang telah dipilih. Keuntungan investasi yang diperoleh

47

investor dapat berupa dividen, capital gain, dan/atau saham bonus.

Keuntungan tersebut bagi investor dapat dijadikan sebagai alasan untuk

berinvestasi.

Tingkat Pengembalian Pasar

Tingkat pengembalian pasar merupakan tingkat pengembalian

yang didasarkan pada perkembangan indeks harga saham. Tingkat

pengembalian ini dapat dijadikan sebagai dasar pengakuan performance

investasi portofolio. Jika tingkat pengembalian pasar lebih besar

daripada tingkat pengembalian bebas risiko, maka performance investasi

portofolio dapat dikatakan baik; sebaliknya jika tingkat pengembalian

pasar lebih kecil daripada tingkat pengembalian bebas risiko, maka

performance investasi portofolio dikatakan tidak baik. Rumus yang

digunakan untuk menghitung tingkat pengembalian pasar, yaitu sebagai

berikut:

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana:

 R_m

: Tingkat pengembalian pasar

 $IHSG_t$: Indeks harga saham gabungan periode t

 $IHSG_{t-1}$: Indeks harga saham gabungan periode t-1

3. Tingkat Pengembalian Bebas Risiko

Investor dalam berinvestasi selain memperhatikan beta saham sebagai penentu tingkat pengembalian saham, mereka juga menetapkan tingkat pengembalian investasinya berdasarkan tingkat pengembalian bebas risiko (Rf). Tingkat pengembalian ini merupakan ukuran tingkat pengembalian

minimum pada saat risiko beta (β) bernilai nol.

Tingkat pengembalian bebas risiko biasanya dihitung dengan menggunakan suku bunga obligasi yang dikeluarkan pemerintah Amerika Serikat. Di Indonesia, pemerintah telah mengeluarkan tiga jenis obligasi sejak 1 Februari 2000, yaitu *Indexed Principles Bond*, *Fixed Rates Bond* dan *Variable Rates Bond*. Obligasi-obligasi tersebut dikeluarkan dengan tujuan awal yaitu untuk merekapitalisasi beberapa bank sebagai bagian dari program restrukturisasi dan rekapitalisasi sektor perbankan akibat krisis ekonomi sejak tahun 1998.

Indexed Principles Bond diterbitkan dalam rangka bantuan liquiditas

Bank Indonesia dan dalam rangka penjaminan, obligasi ini tidak diperdagangkan. *Fixed Rates Bond* merupakan obligasi yang berjangka waktu lima sampai sepuluh tahun, dengn bunga yang telah ditetapkan di awal. Sedangkan *Variable Rates Bond* merupakan obligasi pemerintah dengan jangka waktu berkisar antara 25 Juli 2002 sampai dengan 25 Juli 2009. kupon dibayarkan setiap 3 bulan. Suku bunga ditetapkan di

muka selama 3 bulan berdasarkan rata-rata tertimbang suku bunga Sertifikat Bank Indonesia.

Oleh karena itu tingkat pengembalian bebas risiko diwakili oleh tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. Sertifikat Bank Indonesia (SBI) adalah surat berharga atas unjuk dalam rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan hutang berjangka pendek dengan sistem diskonto. Dasar hokum penerbitan SBI adalah surat keputusan Direksi Bank Indonesia No. 31/67/KEP/BI tanggal 23 Juli 1998 tentang penerbitan dan perdagangan Sertifikat Bank Indonesia serta intervensi rupiah.

Penggunaan suku bunga bulanan SBI didasarkan pada pertimbangan bahwa diantara investasi yang lain investasi pada SBI akan lebih aman karena dijamin oleh pemerintah. Bank Indonesia sebagai otoritas moneter selalu berhati-hati dalam menentukan besarnya suku bunga SBI.

Jika tingkat suku bunga SBI menurun, investor sebagai pemilik dana akan cenderung lebih memilih investasi pada saham daripada berinvestasi pada deposito, begitu pula dalam keadaan sebaliknya.

Tingkat pengembalian bebas risiko dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$R_f = \frac{\sum R_f}{N}$$

Dimana:

 R_f : Tingkat pengembalian bebas risiko

 R_f : Rata-rata tingkat pengembalian bebas risiko

N: Waktu pengamatan (bulan)

(Husnan, 2005:176).

F. Penentuan Saham Efisien dengan Model Keseimbangan

Sebagai seorang yang rasional, investor akan memilih kesempatan investasi yang efisien. Untuk itu investor perlu menaksir besarnya risiko dan tingkat keuntungan dari seluruh alternatif investasi yang ada. Dalam proses penilaian investasi akan digunakan pedoman model-model, yang pada dasarnya akan menjelaskan hubungan antara risiko dan tingkat keuntungan dari seluruh aset yang ada di pasar.

Model keseimbangan digunakan untuk memahami bagaimana perilaku investor secara keseluruhan, memahami bagaimana mekanisme pembentukan harga dan *return* pasar dalam bentuk yang lebih sederhana, memahami bagaimana menentukan risiko yang relevan terhadap suatu asset, dan memahami hubungan risiko dan *return* yang diharapkan untuk suatu asset ketika pasar dalam kondisi seimbang.

Ada dua model keseimbangan, yaitu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). CAPM dipengaruhi oleh portofolio pasar karena diasumsikan bahwa risiko yang relevan adalah risiko sistematis yang diukur dengan beta. Sedangkan pada APT, return sekuritas tidak terlalu dipengaruhi portofolio pasar karena adanya asumsi

bahwa *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas bisa dipengaruhi oleh beberapa sumber risiko lain (tidak hanya diukur dengan beta).

Sehingga dapat disimpulkan bahwa CAPM merupakan model keseimbangan yang menggambarkan hubungan risiko dengan tingkat keuntungan secara sederhana sedangkan model APT merupakan model keseimbangan alternatif saja yang lebih kompleks dibandingkan dengan CAPM, namun ada salah satu kekurangan dari model APT yaitu adanya kesulitan dalam menentukan faktor-faktor risiko yang relevan, sehingga penulis lebih memilih mengangkat tentang CAPM (www.google.com).

G. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Didasari oleh perilaku investor-investor yang enggan terhadap risiko (*risk avester*) perlu sekali untuk mengetahui hubungan keseimbangan antara risiko dan pengembalian yang diharapkan untuk setiap suatu surat berharga.

Dalam keseimbangan pasar, sebuah surat berharga seharusnya menediakan pengembalian yang diharapkan bersamaan dengan risiko sistematis (risiko yang tidak dapat dihindari dengan diversifikasi).

Kemampuan untuk mengestimasi *return* saham individual merupakan hal yang sangat penting dan diperlukan oleh investor. Untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas dengan baik diperlukan suatu model estimasi. Oleh karena itu kehadiran CAPM yang dapat digunakan untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas dianggap penting.

1. Definisi Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Capital Asset Pricing Model (CAPM) adalah salah satu model yang berguna untuk menjelaskan hubungan antara risiko dan tingkat keuntungan, sertamenentukan ukuran risiko yang relevan bagi setiap asset, juga bermanfaat dalam proses penentuan harga asset. Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan hasil utama dari ekonomi keuangan modern. Capital Asset Pricing Model (CAPM) memberikan prediksi yang tepat antara hubungan risiko sebuah asset dan tingkat harapan pengembalian (expected return). Capital Asset Pricing Model (CAPM)berimplikasi bahwa premium risiko dari sembarang asset individu atau portofolio atas hasil kali dari risk premium pada portofolio pasar dan koefisien beta.

Menurut Husnan (2005:177), CAPM merupakan model untuk menentukan harga suatu aset dimana model ini mendasarkan diri pada kondisi ekuilibrium. Tingkat keuntungan yang diharapkan akan dipengaruhi oleh beta bukan lagi deviasi standar karena dengan investor melakukan diversifikasi maka pengukuran risiko adalah sumbangan risiko dari tambahan saham ke dalam portofolio.

Sedangkan Lubis (2008:142) menyatakan bahwa CAPM merupakan suatu model yang digunakan untuk menentukan haraga suatu aset dengan mempertimbangkan risikonya.

Berdasarkan keterangan di atas dapat disimpulkan bahwa *Capital**Asset Pricing Model (CAPM) adalah sebuah model yang bertujuan

untuk menetapkan harga aset finansial dengan cara menetapkan tingkat pengembalian yang diharapkan melalui mempertimbangkan risiko yang terkandung di dalamnya.

2. Asumsi yang Mendasari Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Sebuah model menuntut suatu penyederhanaan agar dapat membantu dalam memahami model itu sendiri, salah satunya dengan menggunakan asumsi-asumsi. Menurut Husnan (2003:156) asumsi-asumsi yang dipergunakan:

- a) Diasumsikan tidak ada biaya transaksi. Dengan demikian pemodal bisa membeli atau menjual sekuritas tanpa menanggung biaya transaksi.
- b) Diasumsikan bahwa investasi sepenuhnya dipecah-pecah (*fully divisible*). Artinya pemodal bisa melakukan investasi sekecil apapun setiap jenis sekuritas.
- c) Tidak ada pajak penghasilan bagi para pemodal.
- d) Pemodal tidak bisa mempengaruhi harga saham dengan tindakan membeli atau menjual saham
- e) Para pemodal diasumsikan akan bertindak semata-mata atas pertimbangan *expected value* dengan deviasi standar tingkat keuntungan portofolio.
- f) Para pemodal bisa melakukan short sales.
- g) Terdapat *riskless lending and borrowing rate*, sehingga pemodal bisa menyimpan dan meminjam dengan tingkat bunga yang sama.

- h) Pemodal mempunyai pengharapan yang homogeny. Ini berarti para pemodal sepakat tentang *expected return*, deviasi standar, dan koefisien korelasi antar tingkat keuntungan.
- i) Semua aktiva dapat diperjualbelikan.

Disisi lain, perlu diingat bahwa *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) merupakan model yang dapat menggambarkan atau memprediksi realisasi di pasar yang bersifat kompleks, meskipun bukan pada realitas asumsi-asumsi yang digunakan. Karena itu, *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) sebagai model keseimbangan dapat membantu kita menyederhanakan gambaran realitas hubungan *return* dan risiko dalam dunia nyata yang kompleks.

3. Hubungan Risiko dan Tingkat Keuntungan dalam CAPM

Model CAPM telah menggunakan β sebagai pengukur risiko, bukan lagi menggunakan standar deviasi tingkat pengembalian. Karena CAPM menjelaskan bahwa beta merupakan pengukur risiko yang relevan dan terdapat hubungan yang positif dan linier antara risiko (beta) dengan tingkat pengembalian yang diharapkan (Husnan, 2005: 247).

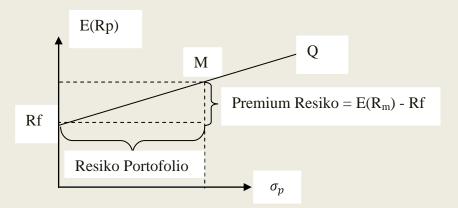
"Investasi yang efisien adalah investasi yang memberikan risiko tertentu dengan tingkat keuntungan yang besar, atau tingkat keuntungan tertentu dengan risiko yang terkecil" (Husnan, 2005:168). Jadi, dapat disimpulkan bahwa risiko dan tingkat pengembalian saham diasumsikan memiliki hubungan yang positif. Semakin tinggi risiko

yang ditanggung, maka semakin tinggi tingkat pengembalian saham. Sebaliknya, semakin rendah tingkat risiko yang ditanggung, maka semakin rendah tingkat pengembalian saham. Dengan kata lain, jika ada dua usulan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama, tetapi memiliki risiko yang berbeda, maka investor yang rasional akan memilih investasi yang memiliki risiko yang lebih kecil.

Hubungan antar risiko dengan tingkat pengembalian (return) dalam CAPM dapat digambarkan dalam bentuk-bentuk grafis berikut ini.

a. Capital Market Line (CML) atau Garis Pasar Modal (GPM)

Garis Market Line merupakan garis yang menggambarkan antara risk dan expected return dari kesempatan investasi yang efisien, tetapi bukan untuk sekuritas individual melainkan portofolio. Gasar modal menunjukkan semua kemungkinan kombinasi portofolio efisien yang terdiri dari aktivaaktiva berisiko dan aktiva bebas risiko. Garis pasar modal dapat ditunjukkan melalui gambar berikut.



(Jogiyanto, 2003:345)

Gambar. 2 Capital Market Line

dimana:

E(Rp) = Expected return yang diminta untuk portofolio yang di

CMLdengan risiko sebesar σp

Rf = Return aktiva bebas risiko

- = Rata-rata return pasar dengan risiko sebesar σM
- σm = Risiko yang diukur dengan deviasi standar dari *return-return* portofolio pasar
- σp = Risiko portofolio yang diukur dengan deviasi standar darireturn-return portofolio lainnya yang berada di CML.

Berdasarkan gambar di atas, maka dapat disimpulkan bahwa hubungan risiko dan tingkat pengembalian dalam CAPM menurut CML adalah sebagai berikut.

- 1) Jika portofolio pasar hanya berisi aktiva bebas risiko, maka $\sigma p = 0$ dan *expected return* sama dengan 0.
- 2) Jika portofolio ini terdiri dari semua aktiva yang ada, maka risikonya adalah σm dengan *expected return* sebesar > Rf.
- 3) Selisih Rf merupakan premi dari portofolio pasar karena menanggung risiko lebih besar, yaitu sebesar σm.

b. Security Market Line (SML) atau Garis Pasar Sekuritas (GPS)

SML merupakan suatu gambar yang berbentuk grafis yang menampakkan hubungan yang khas antara risiko yang tidak dapat didiversifikasi (β) dengan tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan. Persamaan umum SML adalah sebagai berikut.

$$E(Ri) = R_f + [E(R_m) - R_f]\beta_i$$

Dimana:

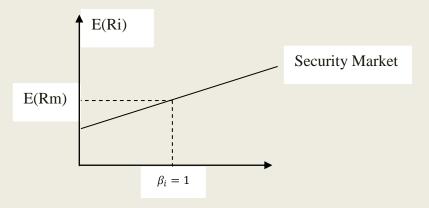
E (Ri): Tingkat pengembalian yang diharapakan

Rf: Tingkat pengembalian bebas risiko

E (Rm) : Tingkat pengembalian yang diharapkan atas portofolio pasar

βi : Tingkat risiko sistematis masing-masing saham

(Husnan, 2005:176)



(Husnan, 2005:169

Gambar. 3 Security Market Line

Gambar diatas menjelaskan mengenai hubungan E(Ri) dengan risiko (β). Semakin besar beta suatu sekuritas maka E(Ri) yang

diperoleh semakin besar pula, disini beta berkorelasi positif dengan E(Ri).

Apabila hasi dari suatu penanaman modal tertentu (Ri) berfluktuasi dengan pola yang tepat sama dengan hasil pengembalian pasar [(E) Rm] secara keseluruhan, maka beta sekuritas tersebut adalah sama dengan satu ($\beta = 1$). Didalam keadaan seperti ini, hasil pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dari suatu investasi adalah sama dengan hasil yang diharapkan dari seluruh pasar [E(Ri) >E(Rm)].

4. Penentuan Saham yang Efisien Berdasarkan CAPM

Penilaian saham yang efisien sangatlah penting dalam pengambilan keputusan investasi dalam saham, karena hanya saham-saham yang efisen saja yang baik untuk dibeli dengan alasan dapat memberikan keuntungan yang lebih besar dari keuntungan yang diharapkan oleh investor.

"Saham yang efisien adalah saham yang pada saat memberikan risiko besar maka tingkat keuntungan yang didapatkanpun besar pada saat risiko terkecil maka tingkat keuntungan yang didapatkanpun rendah" (Husnan, 2005:168).

"Saham yang efisien adalah saham-saham dengan tingkat pengembalian individu lebih besar dari tingkat pengembalian yang diharapkan [(Ri)>E(Ri)]. Saham yang efisien jika dilihat pada *Security* Market Line maka terlihat bahwa saham yang efisien terdapat diatas garis SML " (Jogiyanto, 2000:326).

Keputusan investasi terhadap saham yang efisien maupun tidak efisien (Sari, 2004) adalah sebagai berikut.

a. Efisien/Good

Keputusan yang diambil oleh investor adalah mengambil atau membeli saham. Keadaan ini menunjukkan bahwa tingkat pengembalian individu (Ri) lebih besar daripada tingkat pengembalian yang diharapkan [E(Ri)], dengan kata lain harga saham mengalami *underpriced*.

b. Tidak Efisien/Not Good

Keputusan yang diambil oleh investor adalah menjual saham sebelum harga saham turun. Keadaan ini menunjukkan bahwa tingkat pengembalian individu (Ri) lebih kecil daripada tingkat pengembalian yang diharapkan [E(Ri)], dengan kata lain harga saham mengalami *overpriced*.