



1.1. Latar Belakang

Selain tabungan, deposito dan obligasi, saham merupakan instrumen yang menarik untuk dijadikan sarana investasi. Investasi dilakukan oleh investor dengan tujuan untuk memperoleh *return* yang setinggi-tingginya. Namun yang perlu disadari adalah bahwa hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau risiko, terlebih lagi atas investasi yang dilakukan pada saham.

Perkembangan investasi saham khususnya dan pasar modal umumnya di Indonesia untuk beberapa tahun terakhir ini mengalami kemajuan terutama setelah terjadinya krisis ekonomi yang dimulai tahun 1997 dimana atas bank-bank nasional secara hampir serentak dilakukan likuidasi, dibekukan operasinya/usahanya serta dilakukan *take over* (pengambilalihan) oleh pemerintah. Investasi pada bank nasional yang semula dianggap aman, ternyata tidak lepas dari risiko. Walaupun investor (penabung dan deposan) yang sesuai dengan kriteria skim Penjaminan Pemerintah pada akhirnya telah menerima kembali dana yang ditanamkan pada bank-bank tersebut, namun proses perolehan kembali tersebut harus melewati proses penelitian yang mendalam. Adapun pembayaran kembali dana para investor tersebut merupakan beban pemerintah dimana premi penjaminan yang telah dibayarkan oleh bank-bank tersebut kepada pemerintah jauh dari mencukupi kebutuhan pembayaran dana para investor tersebut.

Hak cipta dilindungi IPB, tahun 2006



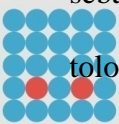
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Selain karena dipicu oleh runtuhnya perbankan nasional pada masa tersebut, perkembangan pasar modal di Indonesia ditopang oleh meningkatnya tingkat pendidikan masyarakat umumnya dan pengetahuan tentang pasar modal khususnya. Masyarakat semakin paham tentang pasar modal. Mereka sedikit banyak mulai mampu menganalisis risiko dalam rangka mengharapkan *return/keuntungan* yang tinggi.

Dengan meningkatnya minat masyarakat terhadap investasi pada pasar modal, PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) selaku salah satu pelaksana pasar modal di Indonesia selalu melakukan perbaikan, baik yang ditujukan bagi kemudahan para investor dalam bertransaksi, antara lain dengan adanya JATS (*Jakarta Automated Trading System*) maupun dalam menyediakan berbagai macam informasi yang diperlukan oleh berbagai pihak antara lain investor, broker, periset dan lain sebagainya yang sangat berguna dalam pengambilan keputusan dan riset yang akan dilakukan.

Perkembangan penerapan Ekonomi Syariah di Indonesia juga menjadi perhatian BEJ. Hal ini ditandai dengan hadirnya *Jakarta Islamic Index* (JII). JII hadir untuk mengakomodasi investor yang tertarik dengan investasi syariah. JII hadir berkat kerjasama BEJ dengan PT Danareksa Investment Management. JII diluncurkan pada tanggal 3 Juli 2000 dengan menggunakan tanggal 1 Januari 1995 sebagai tanggal dasar (*base day*) dimana *base value* sama dengan 100. JII merupakan tolok ukur/standar serta *bench mark* bagi investasi saham syariah di pasar modal. Jumlah emiten yang tercatat pada JII sebanyak 30 emiten dengan anggota emiten beberapa kali mengalami perubahan.



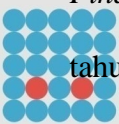


Berdasarkan petunjuk dari Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia, perusahaan yang tidak dapat dikelompokkan pada kelompok JII adalah:

- 1) Perusahaan yang aktivitasnya perjudian dan permainan yang dikategorikan sebagai perjudian.
- 2) Perusahaan yang termasuk dalam institusi keuangan konvensional termasuk bank-bank konvensional dan asuransi konvensional.
- 3) Perusahaan yang aktivitasnya memproduksi, mendistribusikan dan memperdagangkan makanan dan minuman haram.
- 4) Perusahaan yang aktivitasnya memproduksi, mendistribusikan dan/atau menyediakan barang dan jasa yang dapat merusak akhlak/moral dan yang bersifat merugikan/mudarat.

Indeks syariah juga telah diperkenalkan pada berbagai negara. Rachmayanti (2003) menyatakan dalam tesisnya bahwa *Shariah Supervisory Board* dari *Dow Jones Islamic Market (DJIM) Index* mensyaratkan adanya rasio finansial tertentu seperti total hutang/total aset sama dengan atau lebih besar dari 33 persen, total piutang/total aset sama dengan atau lebih besar dari 47 persen dan *non operating interest income/operating income* sama dengan atau lebih besar dari 9 persen. Selain itu ia juga menyatakan bahwa berdasarkan *Fourth Harvard University Forum on Islamic Finance*, *The Dow Jones Islamic Market USA Index* mengungguli pasar selama empat tahun terakhir baik saham-saham yang berkapitalisasi besar maupun kecil. Kemudian studi kasus pada *Al Sukoer European Equity Fund* di Irlandia menunjukkan keunggulan selama delapan bulan hingga September 2000 terhadap MSCI Europe. Selain itu, Achsien (2000) telah melakukan sebuah penelitian tentang kinerja Syariah

Hak cipta milik IPB tahun 2006





Fund di Malaysia, yang hasilnya menunjukkan kinerja Syariah *Fund* lebih baik daripada kinerja *fund* konvensional.

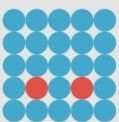
Dalam melakukan investasi, secara umum investor bersifat *risk averse* (menghindari risiko). Investor akan berusaha menghilangkan risiko dengan berbagai macam cara. Risiko tidak dapat dihilangkan melainkan hanya dikurangi. Cara mengurangi risiko tersebut adalah dengan melakukan diversifikasi investasi. Terkait dengan hal tersebut, risiko dapat dikelompokkan menjadi 2 (dua) sebagai berikut:

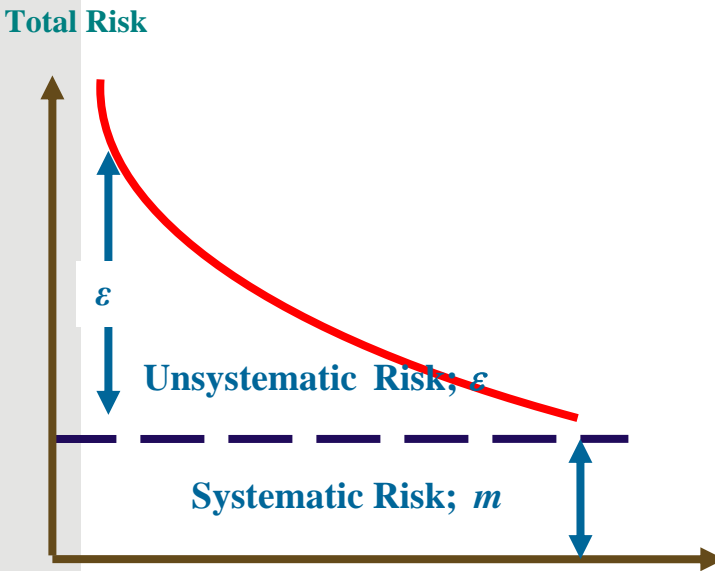
1) *Non Diversifiable Risk* yang disebut juga dengan *Systematic Risk* yaitu risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi, contohnya adalah risiko pasar yang antara lain disebabkan oleh faktor-faktor makro ekonomi.

Diversifiable Risk yang disebut juga *Unsystematic Risk* yaitu risiko yang dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Risiko ini hanya mempengaruhi satu/sekelompok perusahaan, contohnya adalah harga atau produksi dari produk pesaing, penggabungan usaha (*merger* atau akuisisi).

Systematic Risk dan *Unsystematic Risk* dapat digambarkan sebagai berikut:

© Hak cipta milik IPB, tahun 2006

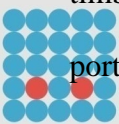




Sumber: Husnan, halaman 206 (2001)
Gambar 1. *Systematic* dan *Unsystematic Risk*

Karena ada sebagian risiko yang dapat dihilangkan dengan adanya diversifikasi dalam portofolio, maka ukuran risiko yang digunakan bukanlah risiko total yang diukur dengan rumus *variance*/ standar deviasi, tetapi hanya risiko sistematis (*Systematic Risk*) yang biasanya disebut juga risiko pasar.

Dalam melakukan analisis portofolio, pada umumnya perhatian tertuju pada dua hal yakni tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) dan risiko yang timbul (yang diukur dengan standar deviasi). Dalam mengukur risiko dari suatu portofolio, *variance*/standar deviasi digunakan untuk mengukur risiko masing-masing saham secara individual, sedangkan untuk risiko atas pasangan saham dalam suatu portofolio digunakan *covariance* (koefisien korelasi). Jika dalam suatu portofolio terdapat 5 saham, maka dalam melakukan analisis diperlukan sebanyak 5 *variance*



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

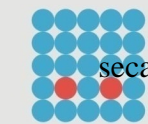


dan $5(5-1)/2 = 10$ *covariance*. Hal ini akan menjadi sangat rumit jika suatu portofolio terdiri dari banyak saham. Untuk mengatasi hal ini maka diciptakanlah Model Indeks Tunggal.

Konsep Model Indeks Tunggal didasari oleh adanya korelasi antara tingkat keuntungan suatu saham dengan perubahan pasar. Model Indeks Tunggal menunjukkan bahwa satu-satunya alasan mengapa saham-saham bergerak bersama adalah karena mereka bereaksi terhadap pasar. Dalam Model Indeks Tunggal, tingkat risiko dinyatakan dengan lambang β (beta). β merupakan kepekaan tingkat keuntungan terhadap perubahan-perubahan pasar. β merupakan koefisien regresi antara dua variabel yaitu kelebihan tingkat keuntungan portofolio pasar (*excess return of market portfolio*), dan kelebihan keuntungan suatu saham (*excess return of stock*).

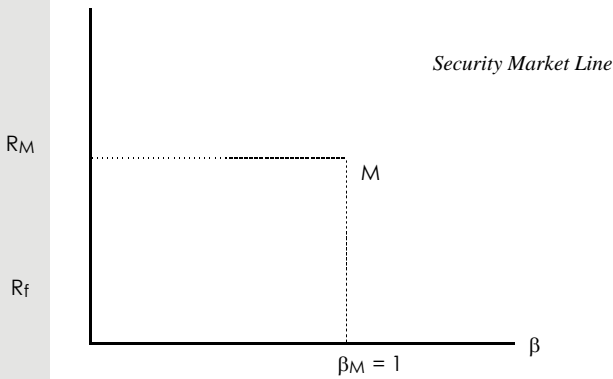
Dengan adanya beberapa kelemahan pada model portofolio Morkowitz, serta adanya pertanyaan bagaimana kondisi *risk premium* jika β tidak 0 atau 1, pada sekitar pertengahan tahun 1960-an, William Sharpe, John Lintner dan Jack Treynor menyempurnakan model portofolio Morkowitz dengan penambahan asumsi: (1) adanya tingkat bebas risiko; (2) investasi dapat dipecah-pecah dalam bentuk yang sekecil mungkin; (3) adanya kebebasan *short sales*; (4) semua aktiva bisa dijualbelikan. Model ini kemudian dikenal dengan CAPM.

Dalam pasar persaingan sempurna, *expected risk premium* bervariasi langsung secara proporsional dengan beta. Dengan demikian seluruh saham dalam portofolio terdapat sepanjang *security market line*. Hal ini dapat digambarkan sebagai berikut:



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengummumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Sumber: Husnan, hal 170 (2001)

Gambar 2. *Security Market Line*

CAPM menggambarkan adanya *trade-off* antara risiko dan *return* untuk seluruh saham dalam portofolio baik yang efisien maupun yang tidak. Sebagaimana telah dijelaskan di atas, ukuran risiko yang digunakan adalah risiko sistematisnya (β) bukan *variance*. CAPM dapat diformulasikan sebagai berikut: $E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta$, dimana $E(R_i)$ adalah *return* yang diharapkan dari saham yang merupakan fungsi dari risiko sistematisnya (β). Sedangkan *slope/kemiringannya* adalah $[E(R_m) - R_f]$ yang disebut juga harga risiko atau premi risiko (*risk premium*).

Sebagaimana dinyatakan oleh Sumanto (2005), berbagai pengujian CAPM dengan data empiris telah banyak dilakukan. Pengujian oleh Black, Jansen dan Scholes, juga oleh Fama dan MacBeth menggabungkan saham-saham menjadi portofolio untuk menaksir β tiap-tiap portofolio, kemudian melakukan regresi *cross sectional* antara rata-rata *return* dengan β tiap-tiap portofolio. Ada juga pengujian yang menggunakan surat-surat berharga individual, misalnya oleh Linzerberger,



Ramaswamy dan Gibbons. Hasil pengujian tersebut rata-rata membuktikan bahwa: (1) *intercept* CAPM secara signifikan tidak sama dengan tingkat bebas risiko, hal ini membuktikan bahwa Zero Beta CAPM lebih berlaku di dunia nyata; (2) kemiringan/slope dari persamaan CAPM ternyata lebih rendah dari yang diramalkan ($R_m - R_f$); (3) tidak ada bukti bahwa hubungan antara risiko sistematis dengan *return* tidak linier, hal ini masih sesuai dengan spesifikasi CAPM; (4) faktor-faktor selain β ternyata berperan dalam menerangkan *return* surat berharga, misalnya P/E rasio, besar kecilnya perusahaan, jenis perusahaan, siklus musiman dan sebagainya.

Selain itu Sumanto (2005) juga menyatakan bahwa berbagai pengujian CAPM termasuk yang dilakukan di Indonesia menunjukkan bahwa yang lebih berlaku adalah Zero Beta CAPM daripada standar CAPM, tetapi belum pernah diuji validitas penggunaannya untuk memprediksi *return* saham di masa depan.

Namun sebagai kritisi atas CAPM yang hanya mempertimbangkan risiko pasar sebagai risiko sistematis tanpa mempertimbangkan faktor-faktor lainnya, perlu dilakukan pengujian pengaruh berbagai faktor-faktor lain terhadap *return* saham. Dalam hal ini model yang digunakan adalah *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Sebagaimana dijelaskan oleh Husnan (2001) APT mengasumsikan bahwa tingkat keuntungan sekuritas dipengaruhi oleh berbagai faktor dalam perekonomian dan industri. Korelasi antara tingkat keuntungan dua sekuritas terjadi karena sekuritas-sekuritas tersebut dipengaruhi oleh faktor (atau faktor-faktor) yang sama. Sebaliknya meskipun CAPM mengakui adanya korelasi antar tingkat keuntungan, model tersebut tidak menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi korelasi tersebut.

© Hak cipta milik IPB, tahun 2006



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengummumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Abdullah (2000) dalam hasil penelitiannya “Penerapan APT dalam Usaha Memaksimalkan Pengembalian Saham” menyatakan bahwa faktor-faktor makro ekonomi seperti tingkat suku bunga deposito, tingkat inflasi, maupun kurs tukar berpengaruh terhadap tingkat perkembangan harga saham. Sehingga investor harus waspada dengan perubahan tingkat harga saham dan tiga variabel makro yang berlaku maupun yang akan terjadi.

Selain itu, Achsien (2000) menyatakan bahwa Al-Safwa International Equity Fund, dengan bantuan konsultan Roll & Ross Asset Management, kabarnya menggunakan APT sebagai model *valuation* nya.

Dengan mempertimbangkan hal-hal di atas, serta adanya ketertarikan penulis untuk mengetahui perilaku saham-saham yang termasuk dalam kelompok JII, penulis melakukan penelitian atas “**Analisis Penggunaan Capital Aset Pricing Model dan Arbitrage Pricing Theory dalam Memprediksi Return Saham Kelompok Jakarta Islamic Index**”.

1.2. Rumusan Masalah

Dengan beragamnya hasil penelitian yang telah dilakukan terkait dengan validitas penggunaan kedua model tersebut dalam dunia nyata serta dari pencarian jurnal/tulisan yang penulis lakukan belum terdapat pengujian kedua model tersebut terhadap saham-saham dalam kelompok JII, maka dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut:

Bagaimana penggunaan CAPM dalam memprediksi *return* saham yang termasuk dalam kelompok JII.





- 2) Bagaimana penggunaan APT dalam memprediksi *return* saham yang termasuk dalam kelompok JII.
- 3) Model/teori yang lebih tepat (diantara kedua model di atas) untuk digunakan dalam memprediksi *return* saham yang termasuk dalam kelompok JII.

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, tujuan penelitian yang dilakukan oleh penulis adalah:

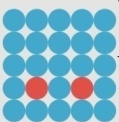
- 1) Memprediksi *return* saham kelompok JII pada masa yang akan datang dengan menggunakan model CAPM berdasarkan beta saham historis.
- 2) Memprediksi *return* saham kelompok JII pada masa yang akan datang dengan menggunakan model/teori APT berdasarkan koefisien *risk premium* indeks historis.
- 3) Menentukan model/teori yang lebih tepat (diantara kedua model di atas) untuk digunakan dalam memprediksi *return* saham dalam kelompok JII.

1.4. Manfaat Penelitian

- 1) Manfaat operasional

Dengan adanya penelitian pada saham-saham kelompok JII, hasilnya diharapkan dapat:

- a) menarik minat investor untuk berinvestasi pada saham-saham kelompok JII
- b) berguna bagi para investor maupun calon investor dalam mengambil keputusan investasi.





Hak cipta dilindungi Undang-Undang

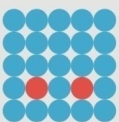
- 2) Manfaat dalam pengembangan ilmu pengetahuan

Penelitian portofolio saham-saham yang termasuk dalam kelompok JII masih sangat jarang dilakukan. Para peneliti lebih tertarik untuk melakukan analisis terhadap saham-saham yang termasuk dalam kelompok LQ 45. Dengan penelitian ini diharapkan akan banyak peneliti berikutnya melakukan penelitian pada saham-saham kelompok JII.

1.5. Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian terbatas pada saham-saham yang termasuk dalam kelompok JII pada Bursa Efek Jakarta. Dalam hal ini penulis mengambil sampel atas beberapa saham berdasarkan kriteria saham yang secara konsisten sejak tahun akhir Desember 2001 (sebagai *base day*) sampai dengan akhir tahun 2004 tetap masuk dalam kelompok JII. Periode penelitian yang digunakan adalah tahun 2002 s.d tahun 2004, sedangkan tahun 2005 digunakan sebagai tahun prediksi yang kemudian dibandingkan dengan kondisi nyata.

Hak cipta milik IPB, tahun 2006



Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

MB-IPB

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengummumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.