

NILAI BISNIS SAHAM SYARIAH DAN PORTOFOLIO OPTIMAL
BUSINESS VALUE OF ISLAMIC SHARES AND OPTIMAL PORTFOLIO

A. D. Marsono¹

¹Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Perbanas Institute, Jl. Perbanas Karet Kuningan Setiabudi, Jakarta, 12940, email: dmarsono@perbanas.id

ABSTRACT

Optimal portfolio is the only purpose for every investor. This study aims to establish an optimal portfolio consist of syariah stocks using Sharpe's model or single index model with an emphasis on business value. Q-score or Tobin's Q is used as a proxy to estimate business value. According to the Sharpe's model only ten out of 49 candidate syariah stocks are chosen to establish the optimal portfolio. This optimal portfolio performance beats the market.

Key words: *single index model, tobin's Q, value of business, syariah stocks*

ABSTRAK

Portofolio optimal adalah satu-satunya tujuan bagi setiap investor. Penelitian ini bertujuan untuk membentuk portofolio optimal terdiri dari saham syariah menggunakan Sharpe Model atau model indeks tunggal dengan penekanan pada bisnis value. Q-score or Tobin Q digunakan sebagai proxy untuk memperkirakan nilai bisnis. Menurut model Sharpe hanya sepuluh dari 49 calon saham syariah yang membangun portofolio optimal. kinerja portofolio optimal ini mengalahkan pasar.

Kata kunci: *model indekstunggal, Tobin Q, nilai bisnis, saham syariah*

Marsono, A. D. 2016. Nilai Bisnis Saham Syariah dan Portofolio Optimal. *Jurnal Syarikah* 2(1). 168-179

PENDAHULUAN

Saham-saham syariah selama periode 2014 menunjukkan kinerja yang semakin baik, demikian juga dengan produk reksadana syariah. Ada lebih dari 70 reksadana syariah dengan Nilai Aktiva Bersih yang terus meningkat dalam 11 tahun terakhir dari Rp 66,94 miliar menjadi Rp 11,26 triliun pada Januari 2015 (www.ojk.id). Pasar modal terus menunjukkan kinerja yang membaik, terlihat dari pergerakan IHSG yang kembali menembus 5.000 dan terus naik, diperkirakan kondisi ini akan mendorong penerbitan reksadana syariah yang baru.

Reksadana merupakan portfolio yang dibentuk dengan tujuan mengurangi risiko investasi oleh perusahaan pengelola dana. Individual investor maupun perusahaan pengelola dana, senantiasa mempertimbangkan komposisi aset portfolio yang dibentuknya. Komposisi aset dalam portfolio dirubah sesuai dengan kinerja dari setiap aset yang ada dalam sebuah portfolio terkait. Salah satu masalah yang dihadapi para investor adalah menentukan aset yang dapat membentuk portfolio optimal.

Penelitian ini bertujuan untuk membantu investor membentuk portfolio dari saham-saham syariah yang memiliki nilai bisnis yang baik. Saham dari perusahaan yang memiliki nilai bisnis positif akan memberikan keuntungan jangka panjang yang lebih baik, harapan keuntungan ini akan meningkatkan nilai saham. Nilai bisnis akan meningkat jika perusahaan mampu memacu pertumbuhan bisnis di masa yang akan datang. Salah seorang yang berhasil mengembangkan model pertumbuhan ini adalah, James Tobin pada tahun 1967, dikenal dengan nilai Q. Saham-saham terpilih kemudian

dianalisis lebih lanjut dengan menggunakan model Sharpe atau yang dikenal dengan Single index model.

MATERI DAN METODE

Kinerja perusahaan biasanya diukur dari kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari setiap Rupiah aset yang dipakai dalam kegiatan operasional sehari-hari. Biasanya diukur dengan rasio profitabilitasnya, jika rasio ini baik maka para pemangku kepentingan mendapat sinyal positif dan mereka akan berupaya untuk membeli dan mempertahankan saham perusahaan ini. Sinyal ini akan meningkatkan harga saham perusahaan terkait. Beberapa penelitian, antara lain, dilakukan oleh Madiyati dkk (2012), Dewi dkk (2014), Manurung (2014), Jusriani dan Rahardjo (2013), mereka menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Banyak metode yang digunakan untuk mengukur kinerja bisnis, salah satunya adalah nilai Q. Metode ini ditemukan oleh James Tobin dan dikenal dengan metode Tobin's q atau nilai Q. Metode ini mengukur nilai tambah dari setiap investasi yang dilakukan perusahaan dengan indikatornya marjin laba. Akurasi dari pengukuran q telah banyak diuji dalam berbagai penelitian. Rumusan umum nilai q adalah sebagai berikut;

$$Tobin's\ Q = \frac{\text{Market value of asset}}{\text{estimated replacement cost}}$$

Nilai q ini terbukti memberikan manfaat yang luar biasa bagi para analis keuangan, namun untuk menghitungnya diperlukan data dalam jumlah besar dan relatif sulit diperoleh. Kondisi ini mendorong para

peneliti mengembangkan metode nilai q yang lebih sederhana namun tanpa mengurangi akurasi, mereka antara lain Chung dan Pruitt (1994) Hou Ou-yang (2008). Mereka menyatakan bahwa nilai *estimated replacement cost* dari total aktiva adalah sama dengan nilai buku dari total aktiva itu sendiri. Demikian juga dengan nilai pasar hutang jangka panjang adalah nilai buku hutang jangka panjang itu sendiri. Berdasarkan asumsi tersebut maka nilai q dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Market value of stock} + \text{book value of debt}}{\text{book value of total asset}}$$

Hou Ou-yang (2008), menyatakan bahwa nilai q dengan metode cukup akurat menentukan nilai bisnis perusahaan. Perusahaan dengan nilai $q > 1,00$ menunjukkan pertumbuhan positif, jika nilai $q < 1,00$ perusahaan mengalami pertumbuhan negatif alias penurunan kinerjanya, jika nilai $q = 1,00$ perusahaan berhenti tumbuh.

Nilai ini juga mengindikasikan tingkat kecukupan modal untuk menopang pertumbuhan jangka panjang. Sehingga, dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan nilai q yang tinggi adalah perusahaan dengan nilai bisnis yang baik, karena kinerja investasi yang dilakukan perusahaan menghasilkan keuntungan sesuai yang diharapkan.

Para investor senantiasa mencari peluang untuk menggandakan keuntungan dengan membeli berbagai macam aset yang menguntungkan. Mereka juga menyadari adanya risiko kerugian dari setiap aset yang dibelinya, sehingga mereka senantiasa menyesuaikan aset yang dimiliki dengan membentuk portfolio. Investor berusaha membentuk portfolio yang efisien, yaitu memberikan pendapatan yang tinggi pada

tingkat risiko yang rendah. Portfolio efisien belum tentu merupakan portfolio yang optimal. Portfolio optimal merupakan kombinasi aset yang memiliki pendapatan dan risiko yang terbaik.

Permasalahan yang dihadapi investor adalah banyak pilihan atau alternatif portfolio yang dapat dibentuk, banyak kombinasi aset berisiko. Seorang ilmuwan Markowitz pada tahun 1952 mengembangkan sebuah model pembentukan portfolio yang optimal, yang dikenal dengan index model. Walaupun sulit namun terbukti bahwa model ini banyak membantu investor untuk mengembangkan investasinya. Model ini kemudian pada tahun 1964 disederhanakan oleh William Sharpe, model ini kemudian dikenal sebagai model indeks tunggal atau Sharpe Model. Akurasi model ini sudah teruji dan semakin banyak dipakai para analis pasar modal untuk membentuk portolio optimal.

Asumsi dalam Model Sharpe menekankan pada pemahaman bahwa harga saham berfluktuasi searah dengan pergerakan indeks harga saham gabungan. Sehingga tingkat keuntungan investasi saham dipengaruhi pergerakan pasar. Model indeks tunggal atau model Sharpe yang digunakan adalah sebagai berikut;

$$R_t = \alpha_t + \beta_t R_m + \epsilon_t$$

Keterangan:

R_t = Return sekuritas pada periode t

α_t = Ekspektasi dari *return* sekuritas yang independen dari *return* pasar

R_m = Tingkat *return* pasar, yang juga merupakan variabel acak

β_t = Koefisien yang mengukur perubahan R_t akibat dari perubahan R_m

ϵ_t = Kesalahan residu dari saham pada periode t ; R_t expected, R_t riil

Model ini dipilih karena mampu menangkap signal potensi pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Jika sebuah saham memiliki potensi yang bagus maka pasar akan bergerak untuk memilikinya, pergerakan ini akan memicu kenaikan harga saham tersebut demikian juga sebaliknya. Dalam model ini harga pasar diyakini telah mencerminkan semua informasi yang relevan atas perusahaan terkait.

Saham yang dipilih sebagai sampel adalah saham-saham yang termasuk dalam Indeks Saham Syariah Indonesia periode 2013-2015. Menggunakan *purposive sampling* diperoleh 55 perusahaan dari 314 perusahaan yang tersebar dalam delapan kelompok industri. Kemudian setiap perusahaan dihitung nilai bisnisnya dengan model nilai Q. Hanya perusahaan yang memiliki nilai bisnis lebih besar dari 1,00 yang dianggap sebagai saham kandidat pembentukan portfolio optimal. Pemilihan ini didasarkan pada asumsi bahwa hanya perusahaan yang sedang berkembang (nilai $q > 1,00$) yang berpotensi memberikan keuntungan jangka panjang. Setelah itu, tahapan pembentukan portfolio optimal adalah sebagai berikut:

- a. Menentukan total *return* realisasi saham individual.

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

- b. Menentukan *expected return* saham individual

$$E(R_i) = \frac{\sum_{t=1}^n R_{it}}{n}$$

- c. Menentukan *return* pasar menggunakan IHSG

$$R_M = \frac{IHSG_t - IHSG_{(t-1)}}{IHSG_{(t-1)}}$$

$$E(R_M) = \frac{\sum_{t=1}^n R_M}{n}$$

- d. Menentukan beta dan alpha setiap saham

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

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

- e. Menentukan risiko bisnis dan risiko pasar

$$\sigma_{ei}^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (\sigma_i^2)}{n - 1}$$

$$\sigma_M^2 = \frac{\sum_{i=1}^n [R_{it} - E(R_i)]^2}{n - 1}$$

- f. Menentukan tingkat pengembalian bebas risiko

- g. Menentukan ERB (*excess return to beta*)

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

- h. Menentukan *cut-off point*

$$A_i = \frac{[E(R_i) - R_{BR}]\beta_i}{\sigma_{ei}^2} \quad B_i = \frac{\beta_i^2}{\sigma_{ei}^2}$$

$$C_i = \frac{\sigma_m^2 \sum_{j=1}^i [E(R_j) - R_{BR}]\beta_j}{\sigma_{ei}^2} \quad 1 + \sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \frac{\beta_j^2}{\sigma_{ej}^2}$$

- i. Menentukan proposi saham dalam portfolio terbentuk

$$w_i = \frac{Z_i}{\sum_{j=1}^k Z_j} \quad Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2} (ERB_i - C^*)$$

- j. Menentukan nilai beta portfolio dan alpha portfolio

$$\beta_p = \sum_{j=1}^n w_j \cdot \beta_j \quad \alpha_p = \sum_{j=1}^n w_j \cdot \alpha_j$$

- k. Menentukan *expected return portfolio*

$$E(R_p) = \alpha_p + \beta_p \cdot E(R_M)$$

- l. Menentukan risiko portfolio.

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \cdot \sigma_M^2 + \left(\sum_{i=1}^n w_i \cdot \sigma_{ei}^2 \right)^2$$

Ke 49 saham syariah tersebut kemudian dihitung nilai bisnisnya, diperoleh nilai tertinggi 18.78 dari industri barang konsumsi, dan nilai terendah 0.51 dari industri pertambangan, seperti terlihat pada tabel 1 Nilai Bisnis. Saham-saham

pada industri barang konsumsi selama periode pengamatan mengalami fluktuasi harga sebesar 0.098% jika dibandingkan dengan fluktuasi harga seluruh sampel sekitar 0.126%, maka fluktuasi harga saham industri barang konsumsi relatif kecil. Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh industri pertambangan, fluktuasi harga mencapai 0.066% walaupun tidak terkecil tetapi lebih kecil daripada fluktuasi harga pada industri barang konsumsi. Sebaran nilai bisnis antara industri berbeda demikian juga bila membandingkan antar perusahaan dalam setiap industrinya. Hasil analisis atas variasi nilai q dari waktu ke waktu mencerminkan persepsi nilai bisnis perusahaan di mata para investor berbeda.

Dinamika nilai bisnis yang diukur dengan metode Tobin's Q , dalam penelitian ini menunjukkan perbedaan dampak investasi baik antar industri maupun antar perusahaan dalam setiap industrinya. Hasil analisis atas nilai Q membuktikan bahwa investor mempertimbangkan pertumbuhan perusahaan didalam analisis nilai bisnis, seperti hasil penelitian oleh Azwir (2014), Hestinoviana (2013), Dewi dkk (2014), Syardiana dkk (2015). Investor juga mempertimbangkan keuntungan jangka panjang dari setiap investasi yang telah diputuskan perusahaan terkait, hasil ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan antara lain oleh: Hasnawati (2005), Sujoko dan Soebiantoro (2007), Dewi dan Wirajaya (2013), Herawaty (2008), Hou Ou Yang (2008), Manurung (2014), Mariyati dkk (2012), Jusriani dan Rahardjo (2013).

Tabel 1. Nilai Bisnis

Industri	Mean	Min	Max
Aneka Industri	1.71	0.70	4.25
Barang Konsumsi	4.94	1.08	18.78
Industri Dasar	1.97	0.60	5.63
Infrastruktur	1.48	0.63	2.44
Perdagangan	2.56	0.73	11.09
Pertambangan	1.93	0.51	6.89
Pertanian	1.97	0.82	3.52
Properti	1.42	0.68	2.66
Rata-rata	2.39		

Pembentukan portfolio optimal akan tercapai jika aset yang dipilih mempunyai prospek pertumbuhan keuntungan jangka panjang yang baik. Untuk itu saham yang dipilih menjadi kandidat portfolio adalah saham-saham dari perusahaan yang memiliki nilai bisnis lebih $> 1,00$. Jika memperhatikan pergerakan harga saham-saham perusahaan yang memiliki nilai $q > 1,00$ terlihat tren naik yang berarti para pemegang saham tersebut mendapat *capital gain* sesuai harapannya.

Mempertimbangkan hal tersebut maka hanya 49 saham yang memiliki nilai $Q > 1,00$ yang dipilih sebagai kandidat portfolio. Ke 49 saham tersebut ternyata mewakili kedelapan sektor industri. Sehingga dapat dikatakan bahwa saham kandidat portfolio sudah mewakili berbagai macam karakter perusahaan termasuk karakter industrinya. Dengan demikian diharapkan portfolio yang dibentuk akan menjadi portfolio optimal.

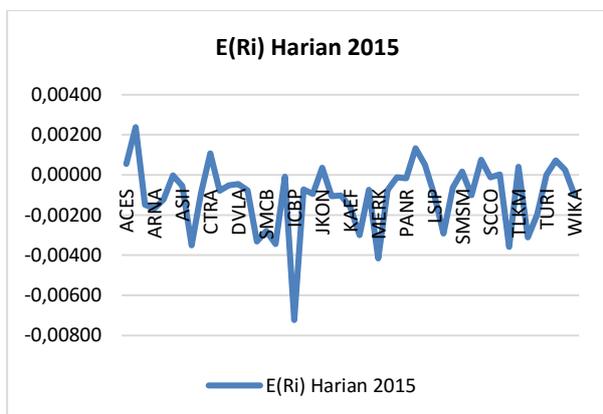
HASIL DAN PEMBAHASAN

Dinamika Return Harian

Data harga saham harian periode 2015 digunakan untuk mengukur *return* dari setiap saham syariah kandidat portfolio. Hasil olah data tersebut ternyata *return* harian berfluktuasi cukup tinggi selama

periode pengamatan, dengan nilai maksimum mencapai 0.23% dan minimum - 0.723%. *Return* harian tertinggi diperoleh dari saham AKR Corporindo, dan *return* harian terkecil dibukukan oleh saham Indofood CBP Sukses Makmur. Risiko tertinggi 8.67% dibukukan oleh saham Indofood Sukses Makmur, dan risiko terendah 0.98% dibukukan oleh saham Tunas Ridean.

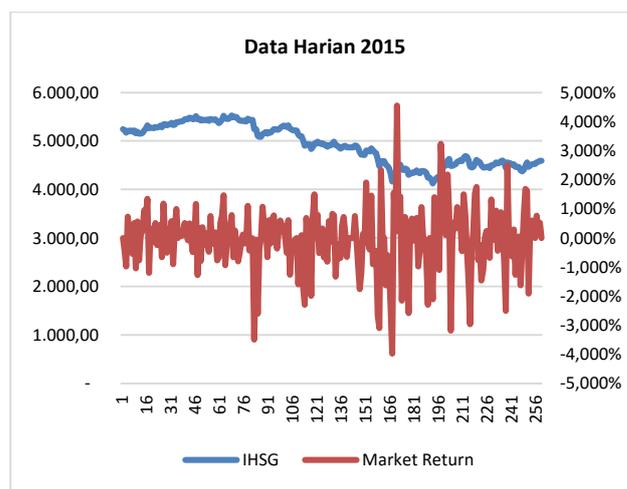
Return dan risiko memiliki hubungan yang positif, semakin besar risiko yang akan ditanggung, semakin besar pula *return* yang diharapkan. Risiko menunjukkan variabilitas *return* sebenarnya terhadap *return* yang diharapkan. *Standard deviation* merupakan pengukur risiko dengan mengukur absolut penyimpangan nilai yang sudah terjadi dengan nilai ekspektasinya sedangkan *variance* adalah kuadrat dari *standard deviation*. Mengacu kepada pemahaman di atas, fakta di pasar modal dalam periode penelitian menunjukkan hal yang berbeda. Saham Indofood CBP membukukan *return* harian yang terkecil (-0,723%) sekaligus mencatatkan tingkat risiko yang tertinggi (8,67%).



Gambar 1 Expected Return

Harga pasar yang digunakan adalah IHSI setiap akhir hari transaksi selama tahun 2015. Data IHSI mewakili data pasar yang diperlukan untuk menghitung tingkat

return pasar (RM) dan risiko pasar (σM^2). Dalam Gambar 2 *Return* Pasar terlihat bahwa indeks sempat naik mendekati level 5.600 namun kemudian turun terus hingga mendekati level 4.000. Fluktuasi *return* pasar yang tinggi terjadi pada saat IHSI turun dibawah level 5.000.



Gambar 2 Expected Return Pasar

Analisis atas *return* harian pasar tertinggi mencapai 4,55% dan terendah tercatat sebesar -3,97%. Volatilitas *return* terendah dan tertinggi terjadi pada bulan yang sama, apabila diperhatikan lebih seksama terlihat bahwa volatilitas yang tinggi terjadi sekitar 100 hari terakhir. Gejolak pasar pada periode pengamatan harga lebih disebabkan karena harga minyak dunia turun drastis yang berdampak pada naiknya potensi kerugian bisnis perusahaan besar. Fluktuasi yang terjadi menunjukkan bahwa pasar modal dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi Indonesia dan global. Situasi ini sesuai dengan hasil penelitian terdahulu, antara lain: Kewal (2012), Silim (2013), Halim (2013), Murtianingsih (2012)

Fluktuasi *return* pasar memiliki pola yang berbeda dari fluktuasi *return* saham-saham kandidat portfolio. Perbedaan ini mengindikasikan adanya perbedaan

pemicu naik turunnya harga saham-saham syariah kandidat portfolio dengan rata-rata industri. Dinamika harga saham syariah kandidat portfolio bergerak cenderung dipengaruhi oleh faktor internal sebagaimana hasil penelitian terdahulu, seperti: Deitiana (2011), Subiyantoro dan Andreani (2003), Mardiyanto (2013), Safitri (2013), Sonia dkk (2014).

Penentuan aktiva bebas risiko menggunakan tingkat bunga SBI selama 2015 sebagai proksi, Penggunaan tingkat bunga SBI dikarenakan kinerja portfolio saham syariah akan dibandingkan dengan kinerja pasar saham secara keseluruhan, dan SBI sudah dikenal luas. Tingkat bunga SBI sepanjang tahun pengamatan bergerak dari 6,65% hingga tertinggi 7,10% atau rata-rata mencapai 6,86% perbulan atau rata-rata 0.023% perhari.

Selanjutnya setiap saham sampel dihitung nilai alpha (α) dan beta (β). Nilai α menggambarkan *return* saham yang tidak dipengaruhi kondisi pasar, nilai β digunakan untuk mengukur pengaruh kondisi pasar terhadap nilai saham secara umum. Perhitungan risiko (*varian return*) dalam Sharpe model terdiri atas risiko risiko sistematis ($\beta^2 \cdot \sigma_M^2$) dan risiko unik setiap perusahaan atau risiko tidak sistematis (*variance error*/ σ_{ei}^2). Setelah nilai alfa dan beta diketahui, maka menentukan nilai *exces return to beta* (ERB) dan nilai C_i setiap saham dapat dilakukan. ERB adalah selisih antara *return* yang diharapkan dan *return* aktiva bebas risiko SBI. Nilai ERB merupakan angka dasar untuk menentukan apakah suatu saham dapat dimasukkan dalam portofolio optimal atau tidak.

Tabel 2. Nilai ERB dan *Cut-off Rate*

PT	ERB	Ci
Eka Dharma Int'l	1.704	0.000000163
Merck	1.358	0.000000580
Pembangunan Jaya	0.757	0.000000685
AKR Corporindo	0.445	0.000003065
Lionmesh Prima	0.316	0.000003819
Jaya Konstruksi	0.198	0.000003830
Ciputra Developer	0.047	0.000005596
ACE Hardware	0.045	0.000005943
Unilever	0.041	0.000007601
Sumarecon	0.029	0.000008822
PP Persero	0.026	0.000009667
Telkom	0.02	0.000010570
United Tractor	0.002	0.000010615

Ada dua tahapan dalam menyeleksi saham kandidat menjadi saham pembentuk portfolio. Tahap pertama adalah memeringkatkan nilai ERB saham-saham tersebut, dari nilai terbesar sampai terkecil. Saham dengan nilai ERB positif saja yang layak dijadikan kandidat pembentukan portfolio. Berdasarkan ketentuan tersebut, hanya 13 saham yang layak dimasukkan dalam pembentukan portfolio yang optimal, seperti yang terlihat dalam tabel 2. Nilai ERB dan *Cut-off Rate*. Tampak rentang nilai ERB antara yang tertinggi dan terendah sangat jauh, hal ini mengindikasikan bahwa karakter bisnis saham dalam sampel mempengaruhi persepsi pasar atas kinerja sebuah saham dan juga mencerminkan ada perbedaan kondisi industri.

Tahap selanjutnya, memilah saham dengan membandingkan antara ERB dari setiap saham yang terpilih dalam tahap pertama dan *Cut-off Point*. *Cut-off point* ditentukan dari nilai *cut-off rate* tertinggi. *Cut-off rate* tertinggi 0.000010615 dimiliki oleh saham United Tractor, hasil perbandingan menunjukkan bahwa ERB dari ke 13 saham kandidat portfolio memiliki nilai yang lebih besar dari *cut-off*

point, sehingga semua saham tersebut layak dibentuk menjadi sebuah portfolio.

Portfolio optimal dapat dibentuk setelah porsi investasi dari setiap saham diketahui. Perhitungan porsi investasi setiap saham pada portfolio optimal dipengaruhi oleh ERB dan *cut-off point*, nilai risiko tidak sistematis dan risiko sistematis. Perhitungan porsi investasi dapat dilakukan setelah skala tertimbang dari setiap saham (Z_i) diketahui. Hasilnya ada tiga saham yang memiliki skala Z negatif. Nilai negatif menunjukkan bahwa porsi investasi dilakukan dengan cara meminjam saham (*short sale*). Meminjam saham tidak sesuai dengan syarat sebagai saham portfolio optimal, maka ketiga saham tersebut dikeluarkan dari kandidat saham portfolio optimal. Sehingga tinggal 10 saham yang membentuk portfolio optimal. Hasil perhitungan ulang nilai Z , diketahui bahwa semua saham syariah tersebut dapat dibentuk menjadi portfolio optimal karena memiliki nilai Z yang positif.

Tabel 3. Porsi Investasi (wi)

PT	ERB	β_i	σ_{ei}^2	β_i/σ_{ei}^2	Z	wi
Pembangunan Jaya	0.757	0.0014	0.0017	0.8568	0.6484	0.0653
AKR Corporindo	0.445	0.0048	0.0005	9.8313	4.4232	0.4454
Jaya Konstruksi	0.198	0.0006	0.0008	0.7751	0.1536	0.0155
Ciputra Developer	0.047	0.0181	0.0010	18.5430	0.8697	0.0876
ACE Hardware	0.045	0.0071	0.0007	9.7593	0.4347	0.0438
Unilever	0.041	0.0124	0.0004	29.4321	1.1937	0.1202
Sumarecon	0.029	0.0183	0.0009	20.6460	0.5938	0.0598
PP Persero	0.026	0.0109	0.0004	26.3911	0.6923	0.0697
Telkom	0.02	0.0090	0.0002	44.5928	0.8926	0.0899
United Tractor	0.002	0.0135	0.0007	19.5532	0.0298	0.0030
Total					9.9318	1.0000

Sumber: Data diolah

Portfolio optimal yang terbentuk terdiri atas 10 saham dengan komposisi seperti terlihat pada **Tabel 4 Porsi Investasi (wi)**. Porsi investasi terbesar ada pada saham AKR Corporindo sebesar

44,54% dan porsi investasi terkecil ada pada saham United Tractor sebesar 0,3%. Nilai w_i saham Pembangunan Jaya adalah 6,53% jauh lebih kecil daripada saham AKR Corporindo, walaupun ERB saham Pembangunan Jaya lebih besar dari AKR Corporindo. Hasil ini sesuai dengan konsep bahwa besar kecilnya porsi investasi pada saham tertentu di dalam portfolio optimal tidak saja dipengaruhi oleh nilai ERB, tetapi juga mempertimbangkan nilai risiko sistemik dan nilai risiko unik dari saham dalam portfolio.

Penelitian ini berhasil membentuk portfolio optimal dari saham-saham syariah yang memiliki nilai bisnis di atas 1,00. Menggunakan Sharpe model ternyata hanya 10 saham syariah yang dapat dibentuk menjadi portfolio optimal. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian terdahulu, antara lain dilakukan oleh: Pasaribu (2013), Buraschi dkk (2010), Serban dkk (2011), Sembiring (2012), Indrayati dan Darmayanti (2013).

Portfolio optimal yang dibentuk kemudian diuji kembali untuk mengukur tingkat *return* dan risikonya. Hasil perhitungan diperoleh *return* yang diharapkan $E(R_p)$ harian mencapai 0.148%, nilai ini jauh lebih besar dari $E(RM)$ harian mencapai (-) 0.045%. Investor yang menanamkan dananya pada portfolio optimal ini akan mendapat *return* 0,15% perhari nilai ini ternyata juga lebih besar dari *return* aktiva bebas risiko 0.023%. Risiko portfolio optimal sebesar 0.013%, nilai sedikit lebih besar dari risiko pasar yang mencapai 0.0112%. Kinerja portfolio diukur dengan rumusan Sharpe ratio, sebagai berikut.

$$S_p = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\sigma_p}$$

Hasil pengukuran Sharpe diketahui bahwa portfolio optimal yang dibentuk dari saham-saham syariah bernilai bisnis diatas 1,00 memiliki rasio Sharpe 0.111. Portfolio pasar yang tergambar dalam IHSG memiliki rasio Sharpe (-) 0.065. Dari kedua rasio Sharpe tersebut dapat dikatakan bahwa kinerja portfolio optimal yang baru dibentuk jauh lebih baik dari kinerja pasar. Dengan kata lain portfolio optimal mampu mengalahkan pasar, hasil ini didukung oleh penelitian terdahulu yang dilakukan antara lain oleh: Wibowo dkk (2014), Paramitha dan Anggono (2013).

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Pembentukan portfolio optimal yang berisi saham-saham syariah yang memiliki nilai bisnis atau nilai Q di atas 1,0 dapat dicapai. Metode Sharpe atau indeks tunggal yang digunakan ternyata mampu membentuk portfolio optimal yang *returnnya* di atas aset bebas risiko. Di samping itu kinerja portfolio optimal dapat mengalahkan kinerja pasar.

para investor saham yang akan membentuk portfolio menggunakan aset berisiko, sebaiknya menggunakan nilai bisnis perusahaan dapat digunakan sebagai faktor utama untuk menyeleksi kandidat saham dalam membentuk portfolio optimal. Beberapa argumentasinya adalah sebagai berikut;

- Perusahaan yang memiliki nilai bisnis tinggi cenderung menghasilkan ERB yang positif dan menunjukkan kemampuan tumbuh dimasa depan.
- Diversifikasi saham untuk menurunkan risiko investasi ternyata dapat dicapai hanya dengan sedikit saham (kurang dari 20 jenis). Syaratnya adalah saham-saham tersebut memiliki nilai bisnis bagus.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Aziz, M. (2010). *Manajemen Investasi Syari'ah*. Bandung: ALFABETA.
- Abdul Aziz, M. (2010). *Manajemen Investasi Syari'ah*. Bandung: ALFABETA.
- Azwir, Ayu Adirany. 2014. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Pertumbuhan Perusahaan Sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan Consumer Goods Industri d Bursa Efek Indonesia. *JOM FEKON*, Vol 1, No. 2.
- Bodie, Zvi., Kane, Alex., & Marcus, Alan J. (2014). *Investment* (10th Edition). United States of America: McGraw-Hill Education.
- Buraschi, A., Porchia, P., & Trojani, F. (2010). Correlation Risk and Optimal Portfolio Choice. *The Journal of Finance*, Vol. LXV(1).
- Cesarone, F., Gheno, A., & Tardella, F. (2013). Learning & Holding Periods for Portfolio Selection Models: A Sensitivity Analysis. *Applied Mathematical Sciences*, Vol.7(100), 4981-4999.
- Dahlan, S., Topowijono, & Zahroh. (2013, Desember). Penggunaan Single Index Model Dalam Analisis Portofolio untuk Meminimumkan Risiko Bagi Investor di Pasar Modal. *Jurnal Administrasi Bisnis*, Vol. 6(2).
- Deitiana, Tita. 2011. Pengaruh Rasio Keuangan Pertumbuhan Penjualan dan Dividen Terhadap Harga Saham. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.13, No. 1, April 2011. Halaman 57-66.
- Dewi, Putu Y.S., Yuniarta, Gede Adi, Atmadja, A.W.T. 2014. Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan LQ 45 di BEI Periode 2008 – 2012. *E-Journal S1 Ak Universitas Pendidikan Ganesha, Jurusan Akuntansi S1* (Vol. 2 No.1).
- Dmitrašinovi'c-Vidovi'c† , G., & Warež, A. (2011). Optimal Portfolios of Mean-Reverting Instruments. *Society for*

- Industrial and Applied Mathematics*, Vol. 2, 748-767.
- Falani, A. Z. (2013, Maret). Analisis Laporan Keuangan Perusahaan sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Saham berbasis Du Pont Sytem & Fuzzy Logic. *Jurnal Link*, Vol. 18(1).
- Fitriaty, Lubis, T. A., & Asih, P. R. (2014). Analisis Kinerja Portofolio Optimal pada Saham Saham Indeks Saham Syariah Indonesia (JII) Periode 2010-2012. *Jurnal Manajemen Terapan dan Keuangan*, Vol. 3(1), 374-463.
- Halim, Livia. (2013). Pengaruh Makro Ekonomi terhadap Saham Kapitalisasi Besar di Bursa Efek Indonesia. *Finesta*. Vol. 1, No. 2, 2013, halaman 108-113.
- Hartono, J. (2013). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (8th ed.). Yogyakarta: BPEFYOGYAKARTA. Hartono, J. (2014). *Teori dan Praktik Portofolio dengan Excel*. Jakarta: Salemba Empat.
- Herawaty, Vinola. 2008. *Peran Praktek Corporate Governance Sebagai Moderating Variabel dari Pengaruh Earnings Management terhadap Nilai Perusahaan*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.10, No.2, November 2008.p97-108.
- Hou Ou Yang. 2008. *An Empirical Analysis of the Effect Components of the Corporate Governance Index on Firm Value: Evidence from Taiwan's Financial Industry*. *The Business Review*. Vol 10
- Indrayanti, N. W., & Darmayanti, N. P. (2013). Penentuan Portofolio Optimal Dengan Model Markowitz pada Saham Perbankan di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, Vol. 2(6).
- Jusriani, Ika F, Rahadjo, S. N. 2014. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Kepemilikan Maajerial Terhadap Nilai Perusahaaa (Studi Pada Perusahaan (Studi Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI periode 2009 – 2011. *Diponogoro Journal of Accounting*. Vol. 2, Nomor 2, Halaman: 1-10. ISSN (online): 2337-3806.
- Kewal, Suramaya Suci. (2013). Pembentukan Portofolio Optimal Saham-Saham Pada Periode Bullish di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Economia*, Vol. 9(No. 1), 90-91.
- Kewal, Suramaya Suci. (2012). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs, dan Pertumbuhan PDB terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Economia*. Vol. 8, No. 2.
- Maller, R. A., Durand, R. B., & Jafarpour, H. (2010). Optimal Portfolio Choise Using The Maximum Sharpe Ratio. *The Journal of Risk*, Vol. 12(4), 49-73.
- Manurung, Shinta D., Nazula, Nila F. 2014. The Influence of Capital Structure on Profitability and Firm Value. *Jurnal Adimintrasi Bisnis (JAB)*. Vol. 7No 2. Halaman 1 – 10
- Mardiyanto, Herry. 2013. Analisis Pengaruh Nilai Tambah Ekonomi dan Nilai Tambah Pasar Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Sektor Ritel yang Listing di BEI. *Jurnal Ilmu Manajemen*. Volume 1. Nomor 1. Januari 2013: 297 – 306.
- Mardiyati, Umi, Ahmad, G.N., Ria Putri. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005 – 2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*. Vol. 3, No. 1. Halaman 1 – 17.
- Muhammad. (2014). *Dasar-Dasar Keuangan Syariah* (2nd ed.). Yogyakarta, Sleman: EKONISIA.
- Murtianingsih. (2012). Variabel Ekonomi Makro dan Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Management dan Akuntansi*. Vol. 1, No. 3.
- Noor, H. F. (2014). *Investasi, Pengelolaan Keuangan, dan Pengembangan Ekonomi Masyarakat* (1st ed.). Bogor: Mitra Wacana Media.
- Paramitha, F., & Anggono, H. (2013). Performance Analysis and Optimal Portfolio Diversification of Fourteen stock of LQ-45 index period

- 2007-2012 using Markowitz Modern Portfolio Theory. *Journal of Business and Management*, Vol. 2(1), 29-38.
- Pasaribu, R. B. (2013). Pembentukan Portofolio Saham Optimal dengan Model Indeks Tunggal.
- Pratiwi, E. A., Dzulkirom, M., & Azizah, D. F. (2014). Analisis Investasi Portofolio Saham Pasar Modal Syariah dengan Model Markowitz dan Model Indeks Tunggal. *Jurnal Administrasi Bisnis*, Vol. 17(1).
- Purnomo, R. D., Serfiyani, C. Y., & Hariyani, I. (2013). *Pasar Uang & Pasar Valas*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Puspitaningtyas, Z. (2012). Perilaku Investor dalam Pengambilan Keputusan Investasi di Pasar Modal. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, Vol. 16(2), 165-183.
- Rahadjeng, E. R. (2011). Analisis Perilaku Investor Perspektif Gender dalam Pengambilan Keputusan Investasi di Pasar Modal. *Jurnal Humanity*, Vol. 6(2).
- Riadi, E. (2015). *Metode Statistika Parametrik & Nonparametrik*. Tangerang: Pustaka Mandiri.
- Safitri, Abied Luthfi. 2013. Pengaruh Earning Per Share, Price Earning Ratio, Return On Asset, Debt To Equity Ratio dan Market Value Added Terhadap Harga Saham Dalam Kelompok Jakarta Islamic Index. *Management Analysis Journal* 2 (2) (2013): 1- 8 .ISSN 2252-6552.
- Sarker, M. R. (2013, November). Optimal Portfolio Construction: Evidence from Dhaka Stock Exchange in Bangladesh. *World Journal of Social Sciences*, Vol. 3(6), 75-87.
- Sembiring, F. M. (2012). Pembentukan Portofolio Optimal dari Saham-Saham yang Diperkirakan Memiliki Kinerja Unggul Pada Tahun 2012. *E-Jurnal Kopertis Kartika Wijaya Kusuma*, Vol. 20(1).
- Şerban, F., Ştefănescu, M. V., & Dedu, S. (2011). Building an Optimal Portfolio Using a Mean-VaR Framework. *MACMESE'11 (Mathematical and Computational Methods in Science and Engineering)*, 126-131.
- Şerban, F., Ştefănescu, M. V., & Dedu, S. (2011). The Relationship Profitability - Risk for an Portofolio with building with Two Risky Assets and a Risk-free Asset. *International Journal of Applied Mathematics and Informatics*, Vol. 5(4), 299-306.
- Silim, Lusiana. (2012). Pengaruh Variable Ekonomi Makro terhadap IHSG pada BEI periode 2002-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Surabaya*. Vol. 2, No. 2.
- Sonia, Bergitta, Zahro, Z.A., and Azizah, Devi Farah. 2014. *Analisis Pengaruh Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), dan Return On Investment (ROI) terhadap Harga Saham (Studi Pda Perusahaan Property dan Real Estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012)*. *Jurnal Adiminstrasi Bisnis*. Vol. 9 No.1, April 2014.
- Subiyantoro, Edi, Andreani, Fransisca. 2003. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Harga Saham. *Jurnal Manajemen & Kewirausahaan*. Vol. 5, No. 2, September 2003: 171 - 180.
- Sugiyono. (2014). *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Suharsimi, A. (2010). *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktik*. Jakarta: PT Rineka Cipta.
- Sukamulja, Sukmawati. 2004. *Good Corporate Governance di Sektor Keuangan: Dampak GCG terhadap Kinerja Perusahaan (Kasus di Bursa Efek Jakarta)*. *Benefit*. Vol 8, No.1, Juni 2004. p1-25. chwert
- Syardiana, G, Rodomi, A, Putri, Zuwesty, E K. 2015. Pengaruh Investasi Opportunity Set, Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan, dan Return on Asset Terhadap Nilai Perusahaan. *Akuntabilitas*. Vol. VIII,

No,1. Halaman: 39 – 46. P-ISSN: 1979-858X.

- Turangga, A. W., & Akbar, D. A. (2014). Analisis Model Indeks Tunggal Portofolio Saham pada Perusahaan Manufaktur Indonesia yang terdaftar di BEI. *Jurnal Yaya*.
- Wibowo, W. M., Rahayu, S. M., & Wi Endang N.P, M. G. (2014). Penerapan Model Indeks Tunggal untuk Menetapkan Komposisi Portofolio Optimal. *Jurnal Administrasi Bisnis, Vol. 9(1)*.
- Wisambudi, M. A., Sudjana, N., & Topowijono. (2014). Analisis Pembentukan Portfolio Optimal Menggunakan Model Indeks Tunggal (Studi Pada Saham JII Perode 2011-2013). *Jurnal Administrasi Bisnis, 12(1)*.
- Yati, S. (2013). Analisis Portofolio sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Investasi Saham yang Terdaftar di BEI. *IQTISHODUNA, Vol. 9(1)*.