

**ANALISIS MARKET PERFORMANCE SAHAM-SAHAM
BUMN DENGAN MENGGUNAKAN SHARPE'S MODEL,
JENSEN'S MODEL DAN APPRAISAL RATIO
(Periode Pengamatan pada Tahun 2003-2007)**

SKRIPSI

Oleh

M. ALAYK AL-FALAH
NIM : 04610052



**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN) MALANG
2008**

**ANALISIS MARKET PERFORMANCE SAHAM-SAHAM
BUMN DENGAN MENGGUNAKAN SHARPE'S MODEL,
JENSEN'S MODEL DAN APPRAISAL RATIO
(Periode Pengamatan pada Tahun 2003-2007)**

SKRIPSI

Diajukan Kepada:
Universitas Islam Negeri (UIN) Malang
Untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan dalam
Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (SE)

Oleh

M. ALAYK AL-FALAH
NIM : 04610052



**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN) MALANG
2008**

LEMBAR PERSETUJUAN

**ANALISIS *MARKET PERFORMANCE* SAHAM-SAHAM
BUMN DENGAN MENGGUNAKAN *SHARPE'S MODEL*,
JENSEN'S MODEL DAN *APPRAISAL RATIO*
(Periode Pengamatan pada Tahun 2003-2007)**

SKRIPSI

Oleh

M. ALAYK AL-FALAH
NIM: 04610052

Telah Disetujui 22 September 2008
Dosen Pembimbing,

Drs. H. Abdul Kadir Usry, MM., Ak.

Mengetahui:
Dekan,

Drs. HA. MUHTADI RIDWAN, MA.
NIP. 150231828

LEMBAR PENGESAHAN

**ANALISIS MARKET PERFORMANCE SAHAM-SAHAM
BUMN DENGAN MENGGUNAKAN SHARPE'S MODEL,
JENSEN'S MODEL DAN APPRAISAL RATIO
(Periode Pengamatan pada Tahun 2003-2007)**

SKRIPSI

Oleh

M. ALAYK AL-FALAH

NIM: 04610052

Telah Dipertahankan di Depan Dewan Penguji
dan Dinyatakan Diterima Sebagai Salah Satu Persyaratan
Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (SE)
Pada 13 Oktober 2008

Susunan Dewan Penguji	Tanda Tangan
1. Ketua Indah Yuliana, SE., MM NIP. 150327250	()
2. Sekretaris/Pembimbing Drs. H. Abdul Kadir Usry, MM., Ak	()
3. Penguji Utama Dr. H. M. Muhammad Djakfar, SH., M.Ag NIP. 150203742	()

Mengetahui:
D e k a n,

Drs. HA. MUHTADI RIDWAN, MA.
NIP. 150231828

SURAT PERNYATAAN

Yang bertandatangan di bawah ini, saya:

Nama : M. Alayk Al-Falah
NIM : 04610052
Alamat : Jln. Joyogrand No.109 Malang

Menyatakan bahwa "**skripsi**" yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Malang, dengan judul:

ANALISIS MARKET PERFORMANCE SAHAM-SAHAM BUMN DENGAN MENGGUNAKAN SHARPE'S MODEL, JENSEN'S MODEL DAN APPRAISAL RATIO

(Periode Pengamatan pada Tahun 2003-2007)

adalah hasil karya saya sendiri, bukan "**duplikasi**" dari karya orang lain.

Selanjutnya apabila di kemudian hari ada "**klaim**" dari pihak lain, bukan menjadi tanggungjawab Dosen Pembimbing dan atau pihak Fakultas Ekonomi, tetapi menjadi tanggung jawab saya sendiri.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Malang, 22 September 2008
Hormat Saya,

M. Alayk Al-Falah
NIM : 04610052

KATA PENGANTAR

Bismillahirrohmanirrahim

Syukur Alhamdulillah, berkat rahmat dan ridho Allah SWT, serta syafaat rasul-Nya Muhammad SAW, akhirnya selesai juga penyusunan skripsi yang berjudul *“ANALISIS MARKET PERFORMANCE SAHAM SAHAM BUMN DENGAN MENGGUNAKAN SHARPE’S MODEL, JENSEN’S MODEL DAN APPRAISAL RATIO (Periode Pengamatan pada Tahun 2003-2007)”* ini.

Penyusunan skripsi ini tidak terlepas dari adanya hambatan dan kekurangan. Namun demikian, berkat bimbingan, bantuan, dan dukungan dari berbagai pihak, skripsi ini rampung juga akhirnya. Karena itu, penulis ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya dan penghargaan yang tak terhingga nilainya atas bantuan banyak orang dalam penyusunan skripsi ini, terutama kepada:

1. Prof. Dr. Imam Suprayogo, selaku Rektor Universitas Islam Negeri (UIN) Malang.
2. Drs. HA. Muhtadi Ridwan, MA, dan seluruh jajaran pembantu dekan Fakultas Ekonomi.
3. Drs. H. Abdul Kadir Usry, MM., Ak., pembimbing skripsi ini. Tanpa bimbingan dan ketelatenan beliau, sulit membayangkan bagaimana jadinya skripsi ini.
4. Seluruh Dosen dan Staf Administrasi Fakultas Ekonomi (FE) yang telah banyak membantu penulis dalam mengikuti perkuliahan dan penyusunan skripsi ini.
5. Kedua orang tua dan seluruh keluarga di rumah. Tak perlu kata dan aturan khusus untuk menggambarkan kebanggaan bisa menjadi bagian dari kehidupan kalian. Terimakasih untuk segalanya.

6. Rekan-rekan di TK2, dan semua sahabatku yang turut memberikan dukungan moril dan spirituil dalam penulisan skripsi ini.
7. Seluruh pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu, yang secara langsung maupun tidak langsung telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa masih banyak kekurangan dalam penyusunan skripsi ini. Untuk itu, saran dan kritik yang membangun diperlukan untuk penyempurnaan lebih lanjut, setidaknya sebagai pengingat bahwa karya ini hanya hasil karya manusia yang jauh dari sempurna. Akhir kata, penulis berharap semoga hasil penelitian ini bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkan, terutama bagi almamater.

Malang, 22 September 2008

M. Alayk Al-Falah

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
LEMBAR PERSETUJUAN	iii
LEMBAR PENGESAHAN	iv
LEMBAR PERNYATAAN	v
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GRAFIK.....	xi
DAFTAR RUMUS	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
ABSTRAK.....	xiv
BAB I : PENDAHULUAN.....	1
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah	6
C. Tujuan Penelitian.....	7
D. Batasan Penelitian	7
E. Manfaat Penelitian.....	8
BAB II : KAJIAN PUSTAKA	9
A. Penelitian Terdahulu	9
B. Kajian Teori.....	14
1. BUMN dan Jenis-Jenisnya.....	14
2. Pengertian Pasar Modal	19
3. Instrumen Pasar Modal	21
4. Investasi dan Prinsipnya Menurut Syariah.....	23
5. Perdagangan Saham Menurut Syariah	28
6. Proses Investasi di Pasar Modal.....	34
7. <i>Return</i> dan Risiko Investasi.....	36
a. Risiko Investasi dan Estimasinya.....	39
b. <i>Return</i> Investasi dan Estimasinya	44
c. <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	49

8. <i>Market Performance</i> Saham.....	50
a. <i>Sharpe's Model</i>	52
b. <i>Jensen's Model</i>	53
c. <i>Appraisal Ratio</i>	55
BAB III : METODE PENELITIAN	58
A. Objek Penelitian	58
B. Jenis dan Pendekatan Penelitian.....	58
C. Populasi dan Sampel Penelitian	58
D. Jenis dan Sumber Data	60
E. Definisi Operasional dan Cara pengukurannya	60
F. Teknik Analisis Data	65
BAB IV : PAPARAN DATA DAN PEMBAHASAN	66
A. Paparan Data	66
1. Penawaran Perdana Saham BUMN	66
2. Kapitalisasi Pasar Saham BUMN.....	67
3. Perkembangan Harga Saham BUMN	68
3. Perhitungan <i>Market Performance</i> Saham BUMN	71
a. Perhitungan <i>Sharpe's Model</i>	71
b. Perhitungan <i>Jensen's Model</i>	72
c. Perhitungan <i>Appraisal Ratio</i>	73
B. Pembahasan Hasil Penelitian.....	76
1. <i>Market Performance</i> Saham BUMN	76
a. <i>Market Performance</i> dengan <i>Sharpe's Model</i>	77
b. <i>Market Performance</i> dengan <i>Jensen's Model</i>	79
c. <i>Market Performance</i> dengan <i>Appraisal Ratio</i>	84
2. Perbandingan <i>Market Performance</i> Saham dengan Pasar	88
3. Nilai Saham BUMN	90
BAB III : KESIMPULAN DAN SARAN	94
A. Kesimpulan	94
B. Saran..	95
DAFTAR PUSTAKA	
LAMPIRAN.....	

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 : Saham-Saham BUMN yang Terdaftar di BEI.....	3
Tabel 2.1 : Daftar Penelitian Terdahulu	10
Tabel 2.2 : Ringkasan Instrumen Pasar Modal Indonesia	21
Tabel 3.1 : Daftar Sampel Penelitian.....	59
Tabel 3.2 : Tahapan Penilaian <i>Market performance</i> dengan Tiga Metode....	65
Tabel 4.1 : Karakteristik Sampel Penelitian	66
Tabel 4.2 : Market Performance Saham BUMN	75
Tabel 4.3 : Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan <i>Sharpe's Model</i>	77
Tabel 4.4 : Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan <i>Jensen's Model</i>	80
Tabel 4.5 : Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan <i>Appraisal Ratio</i>	85
Tabel 4.6 : Nilai Saham BUMN.....	91

DAFTAR GRAFIK

Grafik 4.1 : Kapitalisasi Pasar BUMN Sampel	68
Grafik 4.2 : Perkembangan Harga Saham BUMN Sampel.....	69

DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1 : <i>Expected return</i>	46
Rumus 2.2 : Metode rata-rata Aritmatik	47
Rumus 2.3 : Metode rata-rata geometrik	47
Rumus 2.4 : <i>CAPM</i>	50
Rumus 2.5 : <i>Sharpe's Model</i>	52
Rumus 2.6 : <i>Jensen's Model</i>	54
Rumus 2.7 : <i>Appraisal Ratio</i>	55
Rumus 2.8 : <i>Specifik Risk</i>	56

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 : Harga Saham BUMN Sampel dan IHSG Januari 2003-
Desember 2007
- Lampiran 2 : Dividen Tunai Saham BUMN Sampel Januari 2003-Desember
2007
- Lampiran 3 : *Return* Individual Saham BUMN Sampel Januari 2003-
Desember 2007
- Lampiran 4 : Tingkat Bunga SBI 1 bulanan menggunakan rata-rata
geometrik
- Lampiran 5 : *Return* Relatif Saham BUMN Sampel Januari 2003-Desember
2007
- Lampiran 6 : *Sharpe's Model* Saham BUMN
Nilai Saham dan Jensen's Model Saham BUMN
- Lampiran 7 : *Appraisal Ratio* Saham BUMN

ABSTRAK

Al-Falah, M. Alayk, 2008 SKRIPSI. Judul “Analisis *Market Performance* Saham-Saham BUMN Menggunakan *Sharpe’s Model*, *Jensen’s Model* dan *Appraisal Ratio* (periode pengamatan pada tahun 2003-2007)

Pembimbing: Drs. H. Abdul Kadir Usry, MM., Ak.

Kata Kunci : saham BUMN, *market performance*, *sharpe’s model*, *jensen’s model* dan *appraisal ratio*

Sejak terjadinya krisis ekonomi pada pertengahan tahun 1997, wacana privatisasi Badan Usaha Milik Negara (BUMN) menjadi perdebatan menarik. Pada Desember 2007, dari 15 saham BUMN yang IPO, tercatat 32,82% kapitalisasi pasar dikuasai oleh saham-saham BUMN. Sebagai cerminan atas respon investor terhadap saham, tingginya akumulasi kapitalisasi tersebut menyiratkan harapan investor terhadap *return* saham BUMN di atas-rata-rata saham secara umum. Namun dalam sebuah pasar, selalu ada investor yang tidak sepakat dengan konsensus pasar tersebut dikarenakan *market performance* saham tidak selalu berjalan searah dengan tingginya kapitalisasi pasar.

Penelitian ini mencoba menganalisis *market performance* saham-saham BUMN yang terdaftar di BEI pada periode 2003-2007 menggunakan pendekatan kualitatif deskriptif. Pengujian terhadap *market performance* dilakukan dengan menggunakan *Sharpe’s model*, *Jensen’s model* dan *appraisal ratio*.

Hasil pengamatan menunjukkan bahwa dengan menggunakan *sharpe’s model*, terdapat delapan saham yang layak beli dan satu lainnya, yaitu INAF tidak layak beli. Sementara dengan menggunakan *Jensen’s model* dan *appraisal ratio*, dari sembilan saham BUMN yang dijadikan sampel hanya terdapat lima saham yang kinerjanya baik, nilainya *undervalued*, dan berada di atas kinerja pasar. Saham-saham tersebut adalah TINS, ANTM, PTBA, SMGR dan TLKM. Sementara empat saham lainnya berkinerja buruk dan mempunyai nilai *overvalued*, serta kinerjanya berada di bawah kinerja pasar. Saham-saham tersebut adalah BBNI, INAF, ISAT dan KAEF. Saham dengan kinerja terbaik menurut *Sharpe’s model* adalah ANTM, menurut *Jensen’s model* adalah TINS, sedangkan menurut *appraisal ratio* adalah SMGR. Sementara saham dengan kinerja terburuk berdasarkan ketiga metode tersebut adalah saham INAF dengan nilai perhitungan negatif.

ABSTRACT

Al Falah, M. Alayk, 2008. THESIS. Title "The Analysis of Market Performance Indonesian Owned Enterprises stocks Utilizes Sharpe's Models, Jensen's Models and Appraisal Ratio (The observing period during 2003-2007)

Advisor: Drs. H. Abdul Kadir Usry, MM., Ak.

Key word : State Owned Enterprises stock, market performance, sharpe's models, jensen's models and appraisal ratio.

Since economic crisis happened on the middle of 1997, the privatization of State Owned Enterprises became interesting discourse. On December 2007, 15 State Owned Enterprises stocks that listed on Indonesian Capital Market (IDX), on the books 32,82% of market capitalization gained control by State Owned Enterprises stocks. As reflected by investor responds to stocks, that market capitalization accumulation implies to the height investor expectation to expect return of State Owned Enterprises stocks in common. But in the stocks market, some investors are disagree with that market consensus because market performance is not always get one-way by outgrowing their market capitalization.

This research tries analyze the market performance of Indonesian State Owned Enterprises stocks in Indonesian Capital Market (IDX) on period 2003 2007 utilizes descriptive qualitative method. The market performance uses Sharpe's measure, Jensen's measure, and appraisal ratio.

The result of this research shows that by using Sharpe's model found that there are eight stocks are outperformed of composite index's performance (IHSG) and one another is underperformed of it. While by using of Jensen's models and appraisal ratio, five stocks achievements are outperformed and undervalued. They are reasonably to be in investment portfolio. They are TINS, ANTM, PTBA, SMGR and TLKM. While four another stocks are getting bad achievements and have overvalued and underperformed. They are BBNI, INAF, ISAT and KAEF. The best stock achievements of all according to Sharpe's measure is ANTM, according to Jensen's models is TINS, meanwhile terminologically appraisal ratio is SMGR. While the stock with the worse achievements according to three methods is INAF and its count is negative.

المستخلص

الفلاح، محمد. عليك. 2008. البحث الجامعي. الموضوع: "تحليل الأداء السوقي لأسهم الشركات الحكومية (BUMN) بطريقة *sharpe's model*، و *model* و *jensen's* و *Appraisal ratio* (في العمل السنوي 2003-2007)"
المشرف: الدكتور اندوس الحاج عبد القدير عسري الماجستير

الكلمات الرئيسية: لأسهم الشركات الحكومية ، الأداء السوقي *model* و *sharpe's* و *jensen's model* و *Appraisal ratio*.

منذ حدثت أزمة إقتصادية في وسط سنة 1997، مكالمة خصوصية لأسهم الشركات الحكومية أن تكون مجادلة جذبة. في ديسمبر 2007، من خمسة عشر لأسهم الشركات الحكومية IPO، والمقيّد 82,32% نظام رأسمالي سوق يتسلّط على لأسهم الشركات الحكومية. لصورة عكسيّة على إجابة ممولّ على سهم، وترفع التّجمع ذلك نظام رأسمالي يعقد رجاء الممول على *return* لأسهم الشركات الحكومية أكثر من معدّل السهم في العمومه. بل في السوق، هناك وجود ممول دائما لا موفق بإجماع ذلك السوق لأن سوق معرض سهم لا يمشي معا دائما بترفع نظام رأسمالي سوق.

يجرب هذا البحث أن يطلّ سوق معرض لأسهم الشركات الحكومية التي تكون مستجيل في سوق الأوراق المالية الإندونيسية في دور 2003-2007 يستعمل مدخل الكيفي الوصفي. وتجربة على سوق معرض يعمل بستعمال *sharpe's model*، و *jensen's model* و *Appraisal ratio*.

نتيجة المراقبة تدل أن بستعمال *sharpe's model*، موجود ثمانية أسهم لائق ليشتري ووحيد آخر، يعنى INAF لا لائق ليشتري. وبين ذلك بستعمال *Appraisal ratio* و *jensen's model*، من تسعة لأسهم الشركات الحكومية التي تكون المعينة موجودة خمسة أسهم فقط عمليته جيد، قيمته *undervalued*، ويكون في فوق عملية سوق. تلك أسهم وهي TINS, ANTM, PTBA, SMGR و TLKM. وبين ذلك أربعة أسهم أخرى لها عملية قبيح وتملك قيمة *overvalued*، مع عمليته تكون في تحت عملية سوق. ذلك أسهم وهي BBNI, KAEF, ISAT و INAF. سهم بأحسن عملية عند *sharpe's model* هو ANTM، وعند *jensen's model* هو TINS، أما عند *Appraisal ratio* هو SMGR. وبين ذلك بغير أجيد بالأساس على ثلاثة طريقات هي سهم INAF بقيمة الحساب الإيجابي.

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Sejak terjadinya krisis moneter pada pertengahan tahun 2007, wacana privatisasi Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dengan cara memberikan kesempatan kepada masyarakat untuk ikut memiliki saham perusahaan sempat menjadi pusat perbincangan yang cukup menarik. Sebagian masyarakat menganggap privatisasi akan menjadikan BUMN sebagai perusahaan yang lebih berorientasi *profit*, dan tidak akan memihak lagi kepada kepentingan rakyat secara keseluruhan. Sebagian yang lain menganggap privatisasi adalah keharusan untuk menghindari ketergantungan perusahaan terhadap Pemerintah, yang pada akhirnya bisa menyebabkan *disprofesionalism* manajemen dalam perusahaan.

Terlepas dari pro kontra tersebut, pada kenyataannya privatisasi tetap dilakukan Pemerintah. Salah satu bukti nyatanya adalah didaftarkannya saham beberapa BUMN yang berbentuk perseroan di pasar modal. Meskipun pada masa sebelum krisis, telah terdapat lima BUMN yang terdaftar di Bursa Efek, namun terjadinya krisis moneter yang berimbas kepada kesulitan keuangan beberapa BUMN mempertegas posisi BUMN sebagai perusahaan yang bukan

kebal terhadap risiko kendatipun kebijakan-kebijakan pengelolaannya berada di tangan Pemerintah.

Bergabungnya beberapa BUMN di pasar modal jelas akan berpengaruh terhadap kewenangan kebijakan yang dimiliki Pemerintah. Saham-saham perusahaan akan bebas dimiliki masyarakat yang memiliki modal sesuai dengan permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar. Implikasinya, segala keputusan yang menyangkut kepentingan perusahaan di masa mendatang akan diputuskan bersama-sama oleh para pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dan tidak lagi sepenuhnya bergantung kepada Pemerintah.

Sampai saat ini, berdasarkan data yang dirilis oleh kementerian BUMN dalam *official website*-nya, tercatat 15 saham dari 139 BUMN yang ada, telah mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI). Jumlah tersebut meningkat dua kali lipat dibandingkan masa sebelum krisis yang hanya berjumlah 5 saham. Sampai akhir tahun 2007, berdasarkan data yang dirilis BAPEPAM, 15 saham tersebut mampu mengakumulasi kapitalisasi pasar sebesar Rp. 1,988 triliun atau setara dengan 32,82% dari total kapitalisasi pasar di BEI (BAPEPAM, 2007:25).

Menurut Bodie, dkk., (2006:223), kapitalisasi pasar suatu saham adalah cerminan konsensus pasar terhadap imbal hasil yang

diharapkan. Dalam arti yang lain, tingkat kapitalisasi pasar mencerminkan respon investor terhadap kinerja perusahaan yang menerbitkan saham. Ini juga berarti bahwa tingginya kapitalisasi pasar yang diakumulasi oleh saham-saham BUMN tersebut adalah cerminan tingginya respon investor terhadap kinerja saham.

Tabel 1.1
Saham-Saham BUMN yang Terdaftar di BEI

No	Kode	Emiten	Tanggal Listing	Kapitalisasi (Dlm Juta)	
				(Des 07)	% of Total
1	ANTM	Aneka Tambang Tbk	27 November 2007	42,684,607	2.15%
2	ADHI	Adhi Karya Tbk	18 Maret 2004	2,449,795	0.12%
3	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	25 November 1996	29,788,766	1.50%
4	BBRI	Bank Rakyat Indonesia Tbk	10 November 2003	90,273,210	4.54%
5	BMRI	Bank Mandiri Tbk	14 Juli 2003	72,109,503	3.63%
6	INAF	Indofarma Tbk	17 April 2001	635,350	0.03%
7	ISAT	Indosat Tbk	19 Oktober 1994	47,003,525	2.36%
8	JSMR	Jasa Marga Tbk	31 Oktober 2007	12,920,000	0.65%
9	KAEF	Kimia Farma Tbk	04 Juli 2001	1,693,970	0.09%
10	PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk	15 Desember 2003	69,687,247	3.50%
11	PTBA	Tambang Batu Bara Bukit Asam Tbk	23 Desember 2002	27,649,582	1.39%
12	SMGR	Semen Gresik Tbk	08 Juli 1991	33,216,512	1.67%
13	TINS	Timah Tbk	19 Oktober 1995	14,444,767	0.73%
14	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	14 November 1995	204,623,993	10.29%
15	WIKA	Wijaya Karya Tbk	10 Oktober 2007	3,332,308	0.17%
			Total Kapitalisasi	1,988,326,205	32.82%

Sumber: Diolah dari Statistik Pasar Modal BAPEPAM (2007:25)

Tingginya respon tersebut bisa diakibatkan dua hal; *pertama*, investor menganggap saham-saham BUMN memiliki risiko keuangan yang lebih rendah dan potensi *return* yang lebih tinggi dibandingkan saham-saham non-BUMN karena pemegang saham mayoritasnya

adalah Pemerintah yang notabene-nya memegang kebijakan penting dalam perekonomian. *Kedua*, kinerja BUMN yang bersangkutan memang baik sehingga diapresiasi bagus oleh pasar. Dalam hal yang kedua ini, keputusan investor dianggap sebagai keputusan rasional setelah mempertimbangkan nilai intrinsik (sesungguhnya) dan nilai pasar yang dimiliki perusahaan.

Berkaitan dengan penilaian terhadap nilai intrinsik dan nilai pasar tersebut, terdapat dua hal yang sering menjadi perhatian investor, yaitu *return* (imbal hasil) dan risiko dari sebuah saham. Untuk saham-saham yang memiliki *return* yang sama, investor akan mencari saham dengan risiko yang terendah. Sementara untuk saham-saham yang memiliki risiko yang sama, investor akan memilih saham dengan *return* tertinggi. Dalam teori portofolio modern, besarnya *return* akan sangat tergantung dari kesediaan investor untuk menanggung risiko. Semakin besar risiko yang diambil maka semakin besar harapan *return* yang akan diterima, sebaliknya semakin kecil risiko yang bersedia ditanggung investor, maka *return* yang akan diperolehnya akan semakin kecil.

Dengan mengetahui *return* dan risiko suatu saham, investor dapat mengetahui *market performance* saham tersebut. *Market performance* saham adalah cerminan kinerja saham yang didasarkan pada *risk adjusted return*. *Market performance* yang menggabungkan

return dan risiko dapat dijadikan acuan dalam menentukan saham mana yang mempunyai kinerja yang baik atau tidak. Dengan mengetahui *market performance*, investor dapat menentukan saham-saham mana yang sebaiknya dimasukkan dan tidak dimasukkan dalam *portofolio* investasinya di pasar modal.

Beberapa teori konvensional yang bisa digunakan untuk menilai *market performance* suatu saham adalah *Sharpe's model*, *Jensen's model* dan *appraisal ratio*. Ketiga model valuasi tersebut mendasarkan penilaiannya terhadap acuan *return* dan risiko yang terkandung pada suatu saham (Samsul, 2006:362). *Sharpe's model* menggunakan standar deviasi sebagai pengukur risiko dari saham. *Jensen's model* menggunakan beta saham sebagai tolak ukur risiko dan perhitungannya didasarkan pada teori *Capital Assets Pricing Model* (CAPM). Sementara *appraisal ratio* mengevaluasi kinerja saham berdasarkan *Jensen's model*, dan menambahkan varian residual saham sebagai pengukur risiko saham.

Meskipun tolak ukur risiko yang digunakan berbeda-beda, namun ketiga metode tersebut memiliki kesamaan dalam mendasarkan keputusan pemilihannya terhadap saham yang berkinerja baik dan tidak. Ketiganya sama-sama menganggap bahwa semakin tinggi nilai *sharpe*, *jensen*, ataupun *appraisal ratio* dari saham, maka semakin baik kinerja saham tersebut. Sebaliknya, semakin

rendah nilai *sharpe*, *jensen*, ataupun *appraisal ratio* saham, maka semakin buruk kinerja saham tersebut.

Berdasarkan uraian di atas, maka penelitian ini bermaksud menganalisis *market performance* atau kinerja saham-saham BUMN di Bursa Efek Indonesia menggunakan ketiga metode tersebut. Ketiga metode tersebut dipilih karena asumsi ketiganya yang sama-sama mendasarkan penilaiannya pada *return* dan risiko yang terkandung pada saham.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan paparan latar belakang di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini disusun sebagai berikut:

1. Bagaimana *market performance* saham-saham BUMN di BEI yang diukur dengan *Sharpe's model*, *Jensen's model* dan *appraisal ratio* pada tahun 2003-2007?
2. Saham-saham BUMN mana saja yang *market performance*-nya lebih unggul atau kalah unggul dibandingkan *market performance* pasar di BEI?
3. Saham-saham BUMN mana saja yang *overvalued* atau *undervalued* di BEI?

C. Tujuan Penelitian

Sesuai rumusan masalah, tujuan penelitian ini adalah:

1. Mendeskripsikan *market performance* saham-saham BUMN di BEI yang diukur dengan *Sharpe's model*, *Jensen's model* dan *appraisal ratio* pada tahun 2003-2007;
2. Mendeskripsikan saham-saham BUMN mana saja yang *market performance*-nya lebih unggul atau kalah unggul dibandingkan *market performance* pasar di BEI;
3. Mendeskripsikan saham-saham BUMN mana saja yang *overvalued* atau *undervalued* di BEI.

D. Batasan Penelitian

Market performance saham dapat diukur dengan banyak metode. *Market performance* dalam penelitian ini diukur dengan tiga metode yang mempunyai *treatment sama*, yaitu berdasarkan perhitungan pada *risk adjusted return*. Tiga metode tersebut adalah *Sharpe's model*, *Jensen's model* dan *appraisal ratio*. Penilaian terhadap nilai saham didasarkan pada teori *Securities Market Line* (SML), yang menyatakan bahwa apabila *expected return* saham lebih kecil dari *required return*-nya, maka saham *overvalued* sedangkan apabila *expected return* lebih besar dari *required return*-nya, maka saham *undervalued*.

E. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat:

1. Bagi akademisi; untuk menambah wawasan yang berkaitan dengan *market performance* (kinerja saham) dan pengukurannya.
2. Bagi investor; agar dapat mengetahui karakteristik dan kinerja BUMN secara lebih tepat dan terukur..
4. Bagi Pemerintah; diharapkan bisa menambah sumber informasi tentang kondisi saham-saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang diprivatisasi di BEI.
5. Bagi pihak lain; diharapkan dapat mendorong penelitian lanjutan dan dapat dijadikan dasar untuk penelitian selanjutnya berkaitan dengan pembahasan dan pengembangan saham-saham BUMN.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. Penelitian Terdahulu

Penelitian yang secara khusus bertujuan untuk mengevaluasi kinerja saham-saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN) jarang dilakukan. Namun sebagai sebuah saham yang juga termasuk ke dalam LQ45 dan *Jakarta Islamic Index (JII)*, beberapa diantaranya sudah pernah dianalisis dengan menggunakan objek, periode dan metode yang berbeda dengan penelitian ini.

Secara keseluruhan, beberapa penelitian terdahulu yang relevan dan dijadikan bahan rujukan dalam penelitian ini terlihat pada tabel 2.1.

Tabel 2.1
Daftar Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul	Variabel	Pendekatan/ Metode	Pembanding	Hasil Penelitian
1	Indra Laksmiana	Analisis kinerja reksadana saham dengan menggunakan metode Sharpe dan Jensen untuk periode 1999 sampai 2002 (2003)	Kinerja reksadana Saham	Kualitatif/ <i>Sharpe's model</i> dan <i>Jensen mode</i> . Metode pengumpulan data adalah dokumentasi.	Indeks Harga Saham gabungan (IHSG)	Kinerja reksadana saham periode 1999-2002 masih sangat buruk atau masih bernilai negatif, tetapi dari rata-rata kondisi kinerja tersebut ada sekitar tujuh reksadana saham yang <i>outperformed</i>
2	Fadillah Indra Tanjung	Analisis kinerja reksa dana pendapatan tetap di Indonesia pada periode 1999 - 2005 dengan menggunakan metode Sharpe, Treynor, Jensen (2005)	Kinerja (reksadana pendapatan tetap)	Kuantitatif (uji beda dengan pembanding) / <i>Sharpe's model</i> , <i>Jensen Model</i> dan <i>Treynor's Model</i> . Metode pengumpulan data adalah dokumentasi.	<i>Return Obligasi</i>	Pada tahun 1999-2002, kinerja reksadana pendapatan tetap tidak berbeda pada level signifikansi 5%. Secara umum, kinerja reksadana <i>underperformed</i> dibandingkan pembanding.

3	Namora	Perbandingan <i>Market Performance</i> dan Karakteristik Keuangan Perusahaan Sektor Aneka Industri (2006)	<i>Market Performance</i> , Karakteristik keuangan (ROE, DER, PER dan PBV)	Kuantitatif (uji beda)/ <i>Sharpe's measure</i> . Metode pengumpulan data adalah dokumentasi.	Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)	Tidak ada perbedaan <i>market performance</i> dan karakteristik keuangan saham sektor properti dan <i>real estate</i> di BEI pada periode 2005-2006. Sebagian besar saham-saham pada sektor aneka industri dan properti <i>real estate underperformed</i> dibandingkan pembandingnya diukur dari <i>sharpe's measure</i> . Karakteristik keuangan yang diukur dengan ROE, DER, PER dan PBV pada kedua industri tersebut tidak bisa digunakan untuk memprediksi return saham di masa yang akan datang
---	--------	---	--	---	------------------------------------	--

4	Abdur Rofiq	Studi Komparatif Terhadap Kinerja Saham Syariah di Indonesia dan Malaysia (2008)	Karakteristik keuangan, <i>market performance</i> , volatilitas, variabel makro ekonomi dan nilai saham.	Kuantitatif/ Uji beda <i>independent samples</i> , <i>Sharpe's index</i> , GARCH dan binary logistik.	Pembandingan <i>Market Performance</i> adalah <i>Composite Index</i> (IHSG dan KLCI)	Karakteristik keuangan saham syariah di Indonesia dan Malaysia hanya berbeda pada DER dan PER. <i>Market performance</i> tidak berbeda, sedang GARCH saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan di Malaysia. Karakteristik keuangan tidak bisa digunakan untuk memprediksi nilai saham di kedua negara. <i>Market performance</i> saham syariah di Indonesia yang diukur dengan <i>sharpe's index underperformance</i> dibanding IHSG. IHSG atau return pasar tidak berpengaruh terhadap return saham syariah.
---	-------------	--	--	---	--	--

5	M. Alayk Al- Falah	Analisis <i>Market Performance</i> Saham-saham BUMN dengan Menggunakan <i>Sharpe's Model</i> , <i>Jensen's Model</i> dan <i>Appraisal Ratio</i> (Periode Pengamatan pada Tahun 2003-2007) (2008)	<i>Market Performance</i> saham-saham BUMN	Kualitatif/ <i>Sharpe's model</i> , <i>Jensen's model</i> dan <i>appraisal ratio</i>	Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)	Ketiga metode yang digunakan menghasilkan kesimpulan yang berbeda terhadap kinerja dan nilai saham, baik dalam kriteria saham dengan kinerja terbaik dan terburuk serta jumlah saham yang <i>overvalued</i> dan <i>undervalued</i> .
---	--------------------	--	--	---	------------------------------------	--

Sumber: Diolah dari data sekunder

Persamaan penelitian ini dengan penelitian-penelitian di atas terletak pada metode evaluasi kinerja yang digunakan, yaitu sama-sama mendasarkan perhitungan pada *risk adjusted return* sebuah saham atau *portofolio*. Sementara perbedaannya terletak pada:

1. Objek penelitian; objek penelitian ini adalah saham-saham BUMN yang terdaftar di BEI, sedangkan objek penelitian-penelitian di atas bervariasi mulai dari reksadana sampai saham-saham industry tertentu.
2. Periode pengamatan; periode pengamatan dalam penelitian ini selama 60 bulan, mulai dari Januari 2003-Desember 2007.
3. Metode penelitian; metode evaluasi kinerja dalam penelitian ini menggunakan *Sharpe's Model*, *Jensen's Model*, *Appraisal Rasio*.

B. Kajian Teori

1. Badan Usaha Milik Negara dan Jenis-Jenisnya

Berdasarkan Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara, BUMN didefinisikan sebagai sebuah badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan. Sementara kekayaan negara yang dipisahkan adalah kekayaan negara yang berasal dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), kapitalisasi

cadangan dan sumber lainnya yang berasal dari kekayaan negara. Dari ketiga sumber penyertaan modal tersebut, hanya penyertaan modal yang berasal dari APBN yang ketentuannya diatur oleh Peraturan Pemerintah.

Sejak tahun 2001, pengelolaan seluruh BUMN dikoordinasi oleh Kementerian BUMN, yang dipimpin oleh seorang Menteri Negara BUMN (Wikipedia Indonesia, 2008). Tujuan didirikannya BUMN oleh Negara, sebagaimana yang dijelaskan dalam Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara, adalah sebagai berikut:

- a. Memberikan sumbangan bagi perkembangan perekonomian nasional pada umumnya dan penerimaan negara pada khususnya;
- b. Mengejar keuntungan;
- c. Menyelenggarakan kemanfaatan umum berupa penyediaan barang dan/atau jasa yang bermutu tinggi dan memadai bagi pemenuhan hajat hidup orang banyak;
- d. Menjadi perintis kegiatan-kegiatan usaha yang belum dapat dilaksanakan oleh sektor swasta dan koperasi;
- e. Turut aktif memberikan bimbingan dan bantuan kepada pengusaha golongan ekonomi lemah, koperasi, dan masyarakat.

- f. Kegiatan BUMN harus sesuai dengan maksud dan tujuannya serta tidak bertentangan dengan peraturan perundang-undangan, ketertiban umum, dan/atau kesusilaan.

Di Indonesia, ada tiga jenis (bentuk) BUMN. Jenis BUMN yang pertama adalah Perusahaan Perseroan (PERSERO), dan ketentuan rincianya diatur dalam Peraturan Pemerintah Nomor 12 Tahun 1998 tentang Perusahaan Perseroan (PERSERO). Jenis BUMN yang kedua adalah Perusahaan Umum (PERUM) yang perinciannya diatur dalam Peraturan Pemerintah Nomor 13 Tahun 1998 tentang Perusahaan Umum (PERUM), dan yang ketiga adalah Perusahaan Jawatan (PERJAN) yang perinciannya diatur dalam Peraturan Pemerintah Nomor 6 Tahun 2000 tentang Perusahaan Jawatan (PERJAN). Secara garis besar, paparan tentang ketiga jenis BUMN tersebut, sebagaimana yang dijelaskan dalam Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan Perseroan (PERSERO) adalah BUMN yang berbentuk perseroan terbatas yang modalnya terbagi dalam saham yang seluruh atau paling sedikit 51 % sahamnya dimiliki oleh Negara Republik Indonesia yang tujuan utamanya mengejar keuntungan. Dalam perkembangannya, PERSERO ada yang diprivatisasi oleh Pemerintah dengan mendaftarkannya di

pasar modal. PERSERO yang didaftarkan di pasar modal untuk selanjutnya disebut Perseroan Terbuka. Penelitian ini menganalisis BUMN dengan bentuk perseroan terbuka. Organ PERSERO adalah RUPS, Direksi, dan Dewan Pengawas.

- b. Perusahaan Umum (PERUM) adalah BUMN yang seluruh modalnya dimiliki negara dan tidak terbagi atas saham, yang bertujuan untuk kemanfaatan umum berupa penyediaan barang dan/atau jasa yang bermutu tinggi dan sekaligus mengejar keuntungan berdasarkan prinsip pengelolaan perusahaan. Organ PERUM adalah Menteri, Direksi, dan Dewan Pengawas.
- c. Perusahaan Jawatan (PERJAN) adalah BUMN yang seluruh modalnya dimiliki oleh Pemerintah dan merupakan kekayaan Negara yang tidak dipisahkan serta tidak terbagi atas saham-saham, sebagaimana yang diatur dalam Undang-undang No. 9 Tahun 1969. Organ PERJAN adalah Menteri, Direksi dan Dewan Pengawas.

Dalam Islam, kepemilikan oleh negara dikenal dengan istilah *milkiyat al-daulah*, dimana negara mempunyai kekuasaan untuk mengelolanya. Sebagai pengelola, semua rencana, kebijakan, dan tindakan negara harus didasarkan kepada kepentingan dan kemaslahatan rakyat secara keseluruhan.

Islam telah menetapkan benda-benda tertentu yang dimasukkan sebagai kepemilikan umum dan tidak diperbolehkan bagi seseorang atau sebuah perusahaan swasta untuk memiliki dan menguasainya. Hadis yang menunjukkan tidak bolehnya aset-aset tertentu dikuasai dan dimiliki individu adalah hadits yang diriwayatkan oleh Ibnu Majah (dalam hadits lain yang diriwayatkan Ahmad dan Abu Dawud redaksi *wa tsamanuhu haramun* tidak terdapat dalam matan), yang berbunyi.

المُسْلِمُونَ شُرَكَاءُ فِي ثَلَاثٍ فِي الْمَاءِ وَالْكَأِ وَالنَّارِ وَتَمَنُّهُ حَرَامٌ

Artinya: “Manusia itu berserikat (bersama-sama memiliki) tiga hal air, padang rumput, dan api. Dan Harganya Haram” (Ibnu Majah, 2463)

Dalam konteks privatisasi, selain ketiga harta benda di atas diperbolehkan untuk dimiliki oleh umum. Hanya saja, diantara harta benda itu ada yang terkait dengan hak kaum muslimin secara umum, sehingga pengelolaan atas harta benda tersebut tetap berada di tangan negara. Dalam keadaan tertentu, negara boleh menjual atau memberikan harta kepemilikannya kepada individu tertentu dari rakyatnya. Kesimpulan ini didasarkan kepada hadits yang diriwayatkan Turmudzi, Abu Dawud dan Malik yang berbunyi (Yana, 2008:Online):

مَنْ أَحْيَى أَرْضًا مَيِّتَةً فَهِيَ لَهُ وَلَيْسَ لِعِرْقٍ ظَالِمٍ حَقٌّ ❁

Artinya: “Barang siapa yang menghidupkan tanah mati, maka tanah itu menjadi miliknya, dan tidak hak bagi keringat orang dzalim”
(Turmidzi, 1299; Abu Dawud, 2671; Malik, 1229).

2. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal (*capital market*) adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjual-belikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri (Darmadji dan Hendy M. Fakhrudin, 2001:1). Sementara jika kita merujuk kepada pengertian pasar modal yang dijelaskan dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995, maka dapat ditarik beberapa hal yang berkaitan dengan pasar modal dan kegiatannya. *Pertama*, penawaran umum dan perdagangan efek; *kedua*, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya; dan *ketiga*, lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Pada dasarnya, keberadaan pasar modal bertujuan untuk menjembatani aliran dana dari pihak yang memiliki dana (investor) dengan pihak yang memerlukan dana (perusahaan), baik untuk ekspansi usaha, maupun untuk memperbaiki struktur modal perusahaan. Pasar modal berfungsi sebagai penyedia investasi

alternatif bagi para investor selain alternatif investasi lainnya seperti menabung di Bank, membeli emas, tanah, dan aset riil lainnya.

Menurut Rusdin (2006:2-3), peranan pasar modal dapat dikategorikan kepada lima hal, yaitu:

- a. Sebagai wahana pengelokasian dana secara efisien.
- b. Sebagai alternatif investasi
- c. Sebagai penyedia kesempatan bagi investor untuk ikut memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek baik.
- d. Sebagai pendorong agar pelaksanaan manajemen perusahaan lebih professional dan transparan.
- e. Sebagai sarana untuk meningkatkan aktivitas perekonomian.

Sebagai sebuah wahana pertemuan antara pembeli dan penjual surat-surat berharga, maka *illat* hukum pasar modal dalam Islam harus ditelusuri secara prinsipil pada masalah-masalah *buyu'* (perniagaan/jual beli) yang telah ditetapkan Islam jauh sebelum terminologi pasar modal ada. Akan tetapi, eksistensi pasar modal syariah setidaknya dapat memberikan gambaran awal bagi kita tentang bagaimana para ulama-ulama muslim menetapkan status hukum pasar modal.

3. Instrumen Pasar Modal

Bentuk instrumen investasi di pasar modal biasanya disebut efek. Sementara pengertian efek sendiri berdasarkan UU Pasar Modal Pasal 1 angka 5, adalah surat berharga, yang berupa surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.

Tabel 2.2
Ringkasan Instrumen Pasar Modal Indonesia

Instrumen	Definisi	Keuntungan	Risiko
Saham	Sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan.	- <i>Capital Gain</i> - Dividen	- <i>Capital Loss</i> - Tidak ada pembagian dividen - Risiko Likuidasi - <i>Delisting</i> dari Bursa Efek
Obligasi	Efek bersifat hutang	- Bunga dengan jumlah serta waktu yang telah ditetapkan - <i>Capital Gain</i> - Dapat dikonversi menjadi saham untuk obligasi konversi - Memiliki hak kalaim pertama pada saat emiten di likuidasi	- Gagal bayar - <i>Capital Loss</i> - <i>Callabililty</i>
Bukti Right	Sekuritas yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli saham baru perusahaan dalam periode tertentu.	- <i>Capital Gain</i> dengan leverage, jika bukti right ditukar dengan saham baru. - <i>Capital Gain</i> yang diperoleh di Pasar Sekunder	- <i>Capital Loss</i> dengan leverage - <i>Capital Loss</i> yang diperoleh di Pasar Sekunder
Waran	Merupakan sekuritas yang melekat	- <i>Capital gain</i> dengan leverage, jika waran dikonversikan	- <i>Capital Loss</i> dengan leverage - <i>Capital Loss</i> yang

	pada penerbitan saham ataupun obligasi, yang memberikan hak kepada pemiliknnya untuk membeli saham perusahaan dengan harga dan jangka waktu tertentu.	menjadi saham - <i>Capital gain</i> yang diperoleh di pasar sekunder	diperoleh di Pasar Sekunder
Kontrak Berjangka Indeks Saham	Kontrak / Perjanjian berjangka indeks Saham dengan variable pokok Indeks	- <i>Hedging Instrumen</i> - Spekulasi dengan leverage - Arbitrase	- <i>Capital Loss</i> dengan leverage
Reksa Dana	Saham obligasi atau efek-efek lain yang di beli oleh sejumlah investor dan di kelola oleh sebuah perusahaan investasi yang professional.	- Tingkat pengembalian yang potensial - Pengelolaan oleh manajemen yang professional -Likuiditas	- <i>Capital Loss</i> - Risiko likuidasi pada Reksa Dana Tertutup

Sumber: Rusdin (2006:72)

Secara umum, instrumen di pasar modal dapat dibedakan atas beberapa kategori, yaitu; *pertama*, Instrumen utang; *kedua*, instrumen penyertaan; *ketiga*, instrumen efek lainnya; dan *keempat*, instrumen derivatif (Nasarudin dan Surya, 2007:182). Secara keseluruhan, berbagai instrumen di pasar modal terlihat dalam

tabel 2.2. Instrumen utang berupa obligasi. Instrumen penyertaan berupa saham, instrument efek lainnya bisa berupa reksadana, dan instrumen derivatif dapat berupa waran dan bukti right.

Sebagaimana halnya dengan instrumen investasi dalam pasar modal secara umum, maka dalam pasar modal syariah juga terdapat instrumen investasi yang sesuai prinsip syariah, dimana investor dapat menempatkan dananya. Pada dasarnya, instrumen investasi dalam pasar modal syariah merupakan diferensiasi atas efek dalam bentuk syariah yang ketentuannya diatur oleh lembaga berwenang yang ditetapkan Pemerintah. Di Indonesia, lembaga tersebut adalah Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).

4. Investasi dan Prinsipnya Menurut Syariah

Pada hakikatnya, investasi merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang (Halim, 2005:4). Investasi pada dasarnya merupakan penundaan konsumsi atas sejumlah dana yang dilakukan pada saat ini untuk digunakan dalam produksi atau ditanam dalam bidang tertentu selama suatu periode waktu dengan tujuan memperoleh keuntungan yang akan diterima di masa mendatang.

Pemilik modal umumnya melakukan investasi atas sejumlah dananya pada investasi riil (*real investment*) maupun investasi keuangan (*financial investment*). Investasi pada asset riil dilakukan melalui barang modal yang digunakan dalam proses produksi untuk menghasilkan barang atau jasa, seperti tanah, mesin dan lain-lain. Sementara investasi pada *financial investment* dilakukan dengan cara menempatkan modal pada surat-surat berharga (deposito, saham, obligasi, dan lain-lain.). Investasi pada asset keuangan tidak memberi kontribusi secara langsung terhadap proses produksi, tetapi dengan memegang surat berharga investor dapat memperoleh pendapatan, baik yang bersifat tetap ataupun tidak tetap.

Investasi dapat dilakukan secara langsung ataupun tidak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan membeli langsung aset keuangan dari suatu perusahaan, baik melalui perantara ataupun tidak. Investasi langsung ada yang tidak dapat diperjualbelikan seperti tabungan, deposito, dan lain-lain, tetapi ada juga yang dapat diperjualbelikan di pasar uang (*Treasury bill*), di pasar modal (obligasi dan saham), atau pasar turunan (*opsi dan future*). Aset di pasar uang risiko gagalnya kecil, jatuh temponya pendek dan likuiditasnya tinggi, sedangkan aset di pasar modal sebaliknya. Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat berharga

dari perusahaan investasi yang memiliki *portofolio* aset keuangan perusahaan-perusahaan lain, atau dengan kata lain melakukan investasi pada reksadana.

Dalam Islam, terminologi investasi maupun pasar modal tidak ada dalam literatur-literatur Islam klasik. Namun sebagai sebuah kegiatan ekonomi, investasi dapat dikategorikan sebagai sebuah kegiatan muamalat, yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan antar manusia dengan manusia lainnya. Sementara itu, dalam kaidah *fiqhiyah* disebutkan bahwa hukum asal dari kegiatan muamalah adalah mubah (boleh), kecuali yang jelas ada larangannya dalam Al-Qur'an dan Al-Hadits. Ini berarti bahwa ketika suatu kegiatan muamalah baru muncul dan belum dikenal sebelumnya dalam ajaran Islam, maka kegiatan tersebut dianggap dapat diterima kecuali terdapat indikasi dari Al Qur'an dan Hadist yang melarangnya secara implisit maupun eksplisit (Badan Pengawas Pasar Modal, 2004:11).

Sebagai sebuah kegiatan muamalat, investasi berhubungan erat dengan kebutuhan manusia untuk mencukupi kebutuhannya dalam hidup. Karena itu ia termasuk ke dalam kategori *buyu'* atau perniagaan. Investasi adalah bagian erat dari substansi ayat-ayat berikut:

وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا... ﴿٢٧٥﴾

Artinya: “ Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba....” (QS Al-Baqarah; 275).

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ... ﴿٢٩﴾

Artinya: “Hai orang-orang yang beriman, jaunganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka diantara kamu...” (QS An-Nisa’; 29)

Dalam sebuah hadits yang diriwayatkan Ahmad, seseorang bertanya kepada nabi tentang jenis penghasilan mana yang terbaik, dan nabi menjawab:

إِنَّ خَيْرَ الْكَسْبِ كَسْبُ يَدَيْ عَامِلٍ إِذَا نَصَحَ ﴿٨٣٣٧﴾

Artinya: “Sesungguhnya pekerjaan yang paling baik adalah hasil Kerja seseorang dengan tangannya sendiri dari setiap transaksi perdagangan yang disetujui” (HR. Ahmad; 8337)

Berdasarkan ayat Al-Qur’an serta kandungan hadits di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa pada prinsipnya investasi adalah

kegiatan muamalah yang diperbolehkan, malah dianjurkan. Investasi merupakan bagian dari pemenuhan akad (transaksi muamalah) sebagaimana yang dianjurkan dalam Surat Al-Maidah ayat 1 berikut.

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا اَوْفُوْا بِالْعُقُوْدِ ﴿١﴾

Artinya: “Hai orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu...”

(QS Al-Maidah; 1)

Dalam kaitannya dengan pemenuhan akad sebagaimana yang dimaksudkan dalam ayat di atas, maka Islam mempunyai aturannya tersendiri, seperti misalnya investasi tidak boleh dilakukan terhadap usaha-usaha yang diharamkan, dan lain-lain.

Berdasarkan status hukum awal dalam berinvestasi tersebut, maka investasi di pasar modal dapat dikategorikan kepada persoalan *ijtihadiah*, yang prinsip hukumnya didasarkan pada kaidah *fiqhiyah* yang membolehkan segala transaksi muamalat kecuali yang ada larangannya secara jelas. Dalam Islam, segala bentuk transaksi muamalat, tak terkecuali di pasar modal, harus sesuai dengan akad yang telah digariskan Islam.

5. Perdagangan Saham Menurut Syariah

Investasi di pasar modal tergolong hal baru dalam sejarah perekonomian Islam. Namun berbagai aturannya secara substansial telah mengakar bersamaan dengan disyiarannya Islam itu sendiri. Karena itu, berdasarkan prinsip dasar muamalat yang membolehkan setiap transaksi muamalat kecuali yang larangannya jelas ada dalam Al-Qur'an dan Al-Hadits, maka pada dasarnya investasi di pasar modal adalah kegiatan yang absah dilakukan. Namun karena dalam Islam setiap transaksi muamalat mempunyai konsekwensi hukum yang tidak hanya berdimensi antroposentris, tetapi juga teosentris, maka transaksi-transaksi tersebut harus didasarkan pada sebuah akad yang telah digariskan Islam.

Menurut Hasan (2003:101), akad adalah pertalian ijab (pernyataan melakukan ikatan) dan kabul (pernyataan menerima ikatan), sesuai dengan kehendak syariat yang berpengaruh pada objek perikatan. Dalam arti yang lain, akad adalah kontrak perjanjian antara pihak-pihak yang melakukan transaksi.

Akad yang sering dilakukan di masyarakat adalah : *Al Bay* (Jual Beli, perdagangan atau perniagaan). Para Ulama mengistilahkannya menjadi tukar menukar harta atas dasar saling ridha (Santoso, 2003:19). Adapun yang menjadi objek dari pertukaran dapat berupa *Ayn* dan *Dayn*. *Ayn* adalah benda-benda yang berupa *real asset*, berupa barang maupun jasa ataupun bisnis.

Sedangkan pengertian *dayn* adalah *financial asset* yaitu berupa uang dan surat berharga, termasuk saham.

Pertukaran antara *ayn* dengan *ayn* lebih dikenal dengan istilah barter. Ajaran Islam mengatur bahwa barter dapat dibolehkan untuk benda-benda yang berlainan jenis, misalnya barter yang sering dilakukan oleh masyarakat pedesaan berupa beras dengan hasil pertanian lain. Sedangkan bagi benda yang sejenis tidak diperbolehkan kecuali secara kasat mata benda tersebut sejenis tetapi memiliki mutu yang berbeda serta memenuhi persyaratan tertentu. Sementara yang lazim dilakukan dalam masyarakat modern adalah pertukaran antara *ayn* dengan *dayn*.

Disamping kegiatan pertukaran, kita pun mengenal kegiatan percampuran. Pengertian dari percampuran adalah suatu akad antara dua atau lebih pihak yang bertujuan untuk bekerja sama melakukan suatu kegiatan bisnis dimana masing-masing pihak melakukan penyerahan sejumlah dana atau jasa. Bentuk-bentuk akad untuk kegiatan percampuran tersebut adalah *mudharabah* dan *musyarakah*.

Kedua akad tersebut akan selalu kita temui dalam kegiatan investasi syariah di pasar modal. Hal tersebut dikarenakan selain terjadi pertukaran (*al bay-jual-beli*), di pasar modal pun kita

mengenal suatu kegiatan percampuran misalnya yang terjadi di penerbitan saham suatu perusahaan.

Kehalalan transaksi-transaksi di atas untuk selanjutnya akan menjadi haram dilakukan jika hal lain yang menyertainya, seperti mekanisme dan cara memperolehnya dilarang syariah. Ada beberapa *illat* yang menyebabkan dilarangnya kegiatan jual beli (tentunya termasuk juga investasi). Berdasarkan Al-Qur'an, Hadist dan pendapat para ahli fiqh (ajaran Islam), illat pelarangan tersebut adalah (Badan Pengawas Pasar Modal, 2004:12) :

a. Haram karena bendanya (zatnya)

Pelarangan ini disebabkan karena benda atau zat yang menjadi objek dari kegiatan tersebut berdasarkan ketentuan Al-Qur'an dan Al-Hadist telah dilarang atau diharamkan. Benda-benda tersebut, antara lain babi, *khamr*, bangkai binatang dan darah.

b. Haram selain karena bendanya (zatnya)

Pengertian dari pelarangan atas kegiatan ini adalah suatu kegiatan yang objek dari kegiatan tersebut bukan merupakan benda-benda yang diharamkan karena zatnya. Artinya benda-benda tersebut adalah benda-benda yang dibolehkan (dihalalkan), tetapi menjadi haram disebabkan adanya unsur :

- 1) *Taghrir/ Gharar*; situasi di mana terjadi *incomplete information* karena adanya ketidakpastian dari kedua belah pihak yang

bertransaksi. *Taghrir* terjadi bila pihak yang bertransaksi merubah sesuatu yang seharusnya bersifat pasti menjadi tidak pasti. Dalam hal ini ada beberapa hal yang bersifat tidak pasti, yaitu kuantitas (*quantity*), kualitas (*quality*), harga (*price*), ataupun waktu penyerahan (*time of delivery*) atas objek yang ditransaksikan.

- 2) *Tadlis*; tindakan sengaja mencampur barang yang berkualitas baik dengan barang yang sama berkualitas buruk demi untuk mendapatkan keuntungan yang lebih banyak. Dalam konteks pasar modal, ini bisa berarti pengaburan informasi.
- 3) *Bay Najash*; situasi di mana konsumen/pembeli menciptakan *demand* (permintaan) palsu untuk menciptakan harga jual yang tinggi.
- 4) *Ghaban*; situasi dimana si penjual memberikan tawaran harga diatas rata-rata harga pasar (*market price*) tanpa disadari oleh pihak pembeli.

c. Tidak sahnya akad

Seperti halnya dengan pengharaman disebabkan karena selain zatnya, maka pada kegiatan ini benda yang dijadikan objeknya adalah benda yang berdasarkan zatnya dikategorikan halal (dibolehkan) tetapi benda tersebut menjadi haram disebabkan

akad atau penjanjian yang menjadikan dasar atas transaksi tersebut cacat dan dilarang oleh ajaran Islam.

Jadi, untuk melakukan investasi pada saham, terdapat karakteristik tertentu yang harus dipenuhi. Di Indonesia, yang bertugas untuk memberikan ketentuan tentang batasan-batasan tersebut adalah Dewan Syariah Nasional (DSN), yaitu suatu lembaga dibawah MUI (Majelis Ulama Indonesia) yang dibentuk tahun 1999. Ketentuan tersebut dituangkan ke dalam beberapa fatwa MUI tentang kegiatan dan instrumen investasi yang sesuai syariah di Pasar Modal Indonesia. Fatwa DSN Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 tanggal 4 Oktober 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal, telah menentukan kriteria-kriteria produk-produk investasi yang sesuai dengan ajaran Islam. Pada intinya, produk tersebut harus memenuhi syarat, antara lain:

- a. Jenis Usaha, produk barang dan jasa yang diberikan serta cara pengelolaan perusahaan tidak merupakan usaha yang dilarang oleh prinsip-prinsip Syariah, antara lain :
 - 1) Usaha perjudian atau permaian yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
 - 2) Lembaga Keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional.

- 3) Produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman haram.
 - 4) Produsen, distributor, dan/ atau penyedia barang/ jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- b. Jenis Transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi yang di dalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *maysir*, dan *zhulm* meliputi; *najash*, *ba'i al ma'dun*, *insider trading*, *margin trading* dan *ihtikar*.

Adapun aturan dan norma jual beli saham selain didasarkan kepada ketentuan syariah, seperti halnya yang ditentukan DSN-MUI di atas, maka praktek-praktek tertentu seperti *forward contract*, *short selling*, dan *option* juga dilarang dalam syariah. Di samping itu, konsep *preferred stock* juga cenderung tidak diperbolehkan secara syariah karena dua alasan berikut (Huda dan Nasution, 2007:66):

- 1) Adanya keuntungan tetap yang dikategorikan kalangan ulama sebagai riba.
- 2) Pemilik *preferred stock* mendapatkan hak istimewa terutama pada saat perusahaan dilikuidasi.

Keuntungan yang ditawarkan saham dalam bentuk *capital gain* dan dividen pada prinsipnya sudah relevan dengan syariah.

Sebagai selisih dari harga jual terhadap harga beli saham, maka investor berhak memperoleh *capital gain* selama unsur kehati-hatian di atas tidak dilanggar. Sementara itu, dividen relevan dengan prinsip bagi hasil (*mudharabah*) yang digariskan syariah.

Berdasarkan ketentuan tersebut, maka transaksi perdagangan saham pada prinsipnya absah dilakukan selama prinsip kehati-hatian yang digariskan syariah dilakukan. Dalam teori percampuran, Islam mengenal akad *syirkah* atau *musyarakah* yaitu suatu kerjasama antara dua atau lebih pihak untuk melakukan usaha dimana masing-masing pihak menyetorkan sejumlah dana, barang atau jasa.

6. Proses Investasi di Pasar Modal

Investasi di pasar modal dilakukan investor karena mengharapkan tingkat keuntungan atau *return* yang lebih tinggi dibandingkan investasi di tempat lain. Seorang investor memilih berinvestasi pada saham karena investor yang bersangkutan mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan jika ia berinvestasi dengan cara menabung dananya di Bank. Akan tetapi, sepadan dengan potensi tingkat keuntungan yang diharapkan tersebut, potensi risiko dengan berinvestasi pada

saham juga lebih besar dibandingkan investasi yang dilakukan dengan cara menabung di Bank.

Menurut Husnan (2004:14), pemilik modal harus melalui beberapa tahapan proses untuk mencapai keputusan investasi yang terbaik. Tahapan-tahapan tersebut adalah :

a. Menentukan kebijakan investasi

Di sini, investor perlu menentukan tujuan investasi dan besar kekayaan yang akan diinvestasikan.

b. Melakukan analisis sekuritas

Analisis sekuritas berarti menilai sekuritas secara individual, dan untuk mengidentifikasi sekuritas digunakan dua filosofi berbeda, yaitu:

1) Untuk sekuritas yang *mispriced* (harga terlalu tinggi atau terlalu rendah) dapat dengan analisis teknikal atau analisis fundamental.

2) Untuk sekuritas dengan harga wajar, pemilihan sekuritas didasarkan atas preferensi risiko para pemodal, pola kebutuhan kas, dan lain-lain.

c. Membentuk *portofolio*

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

berapa proporsi dana yang akan ditanamkan pada sekuritas tersebut.

d. Merevisi *portofolio*

Merevisi *portofolio* berarti merubah *portofolio* dengan cara menambah atau mengurangi saham dalam *portofolio* yang dianggap menarik atau tidak lagi menarik. Jika diperlukan, langkah ini dilakukan melalui pengulangan tiga tahap di atas.

e. Evaluasi kinerja *portofolio*

Evaluasi kinerja *portofolio* membandingkan kinerja yang diukur baik dalam *return* yang diperoleh maupun risiko yang ditanggung, terhadap *portofolio benchmark* atau pasar.

7. Return dan Risiko Investasi

Return dan risiko dalam suatu investasi adalah sesuatu yang sifatnya tidak pasti karena berkaitan dengan sesuatu yang belum terjadi. Dalam Al-Qur'an, Surat Luqman ayat 34 Allah berfirman:

وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا ۚ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ

ج إِنَّ اللَّهَ عَلِيمٌ خَبِيرٌ ﴿٣٤﴾

Artinya: Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok. Dan tiada seorangpun yang

dapat mengetahui di bumi mana dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha mengetahui lagi Maha Mengetahui". (QS. Luqman, 34)

Meskipun *return* dan risiko sifatnya tidak pasti, namun estimasi terhadap keduanya bisa dilakukan dengan menggunakan analisis-analisis tertentu terhadap suatu *portofolio*. Karena itu, investor harus berusaha agar ketidakpastian tersebut bisa diantisipasi sehingga tidak merugikan.

إِنَّ اللَّهَ لَا يُغَيِّرُ مَا بِقَوْمٍ حَتَّىٰ يُغَيِّرُوا مَا بِأَنْفُسِهِمْ ۗ وَإِذَا أَرَادَ اللَّهُ بِقَوْمٍ

سُوْءًا فَلَا مَرَدَّ لَهُ ۗ وَمَا لَهُمْ مِّنْ دُونِهِ ۗ مِنْ وَّالٍ ﴿١١﴾

Artinya: " Sesungguhnya Allah tidak merubah keadaan sesuatu kaum sehingga mereka merubah keadaan yang ada pada diri mereka sendiri. Dan apabila Allah menghendaki keburukan terhadap sesuatu kaum, maka tak ada yang dapat menolaknya; dan sekali-kali tak ada pelindung bagi mereka selain Dia".

Menurut Husnan (2004:205), dalam melakukan penilaian terhadap kinerja *portofolio*, variabel yang relevan untuk digunakan adalah *return* dan risiko. Ini berarti bahwa untuk menentukan sekuritas mana saja yang akan dimasukkan dalam sebuah *portofolio* investasi, seorang investor harus mempertimbangkan dan

menganalisis *return* dan risiko sekuritas tersebut terlebih dahulu. Dalam sebuah investasi, *return* dan risiko berjalan searah dan linear. Artinya, semakin besar risiko sebuah investasi, maka kemungkinan *return* yang akan didapatkan investor akan semakin besar. Sebaliknya, semakin kecil risiko suatu investasi, maka kemungkinan *return*nya akan semakin kecil. Investasi di pasar modal, khususnya pada saham, memiliki risiko yang tinggi. Karena itu, potensi *return* yang mungkin diperoleh investor juga akan semakin tinggi.

Untuk kepentingan mengetahui *return* dan risiko tersebut, analisis untuk mengestimasi *return* dan risiko yang terkandung dalam sebuah sekuritas perlu dilakukan investor. Analisis tersebut meliputi penilaian terhadap sekuritas secara individual ataupun beberapa kelompok sekuritas (dalam instrumen saham bisa berbentuk indeks).

Proses estimasi tersebut dilakukan dengan cara menghitung dan menyesuaikan *return* dan risiko sebuah saham yang terjadi di masa lalu dan kemudian menjadikannya pijakan untuk mengestimasi *return* dan risiko yang akan terjadi di masa mendatang.

a. Risiko Investasi dan Estimasinya

Risiko terjadi akibat adanya unsur ketidakpastian dalam semua investasi saham. Berapa hasil yang akan diperoleh dari investasi tidak diketahui dengan pasti, sehingga investor hanya dapat memperkirakan besarnya keuntungan yang diharapkan dan kemungkinan hasil yang sebenarnya akan menyimpang dari yang diharapkan. Jadi risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan *return* yang diperoleh menyimpang dari *return* yang diharapkan (Jogiyanto, 2003:130). Perbedaan antara *return* yang diharapkan (*return* yang diantisipasi investor di masa mendatang) dengan *return* yang benar-benar diterima (*return* yang diperoleh investor) merupakan risiko yang harus selalu dipertimbangkan dalam proses investasi.

Beberapa sumber risiko yang bisa mempengaruhi besarnya risiko investasi di antaranya adalah (Tandelilin, 2001:48-50):

1) Risiko suku bunga

Jika suku bunga naik maka *return* investasi yang terkait dengan suku bunga, misalnya deposito akan naik. Ini dapat menarik minat investor saham untuk memindahkan dana ke deposito, sehingga banyak yang akan menjual saham dan harga saham akan turun. Oleh karena itu perubahan suku

bunga akan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi.

2) Risiko pasar

Perubahan pasar yang dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti resesi ekonomi, kerusuhan, dan lain-lain menyebabkan perubahan indeks pasar saham.

3) Risiko inflasi

Inflasi akan mengurangi daya beli uang, sehingga tingkat pengembalian setelah disesuaikan dengan inflasi dapat menurunkan hasil investasi tersebut.

4) Risiko Bisnis

Risiko ini berkaitan erat dengan jenis suatu industri tertentu. Misalnya, perusahaan pakaian jadi yang bergerak pada industri tekstil akan sangat dipengaruhi oleh karakteristik industri tekstil itu sendiri.

5) Risiko nilai tukar

Perubahan nilai investasi yang disebabkan oleh nilai tukar mata uang asing menjadi risiko dalam investasi.

6) Risiko finansial

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

besar proporsi utang yang digunakan perusahaan, maka semakin besar risiko finansialnya.

7) Risiko likuiditas

Semakin tidak likuid suatu sekuritas, semakin besar risiko yang dihadapi perusahaan.

8) Risiko negara

Risiko negara berkaitan dengan kondisi politik suatu negara.

Semua risiko yang dapat menyebabkan penyimpangan tingkat pengembalian investasi dapat dikelompokkan ke dalam dua jenis, yaitu (Halim, 2005:43):

1) *Systematic risk*

Systematic risk disebut juga risiko pasar, karena berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Risiko ini terjadi karena kejadian di luar kegiatan perusahaan, seperti inflasi, resesi, tingkat bunga pasar, dan lain-lain. *Systematic risk* disebut juga *undiversifiable risk* karena risiko ini tidak dapat dihilangkan atau diperkecil melalui pembentukan *portofolio*.

2) *Unsystematic risk*

Unsystemic risk merupakan risiko spesifik perusahaan, karena tergantung dari kondisi mikro perusahaan. Contoh

unsystemic risk antara lain risiko industri, *financial leverage risk*, *operating leverage risk*, dan lain-lain. Risiko ini dapat diminimalkan bahkan dihilangkan dengan melakukan diversifikasi investasi pada banyak sekuritas (*portofolio*). Karena itu, risiko ini disebut juga *diversifiable risk*.

Menurut Radcliffe (1997:217-218), beberapa ukuran statistik yang dapat digunakan untuk menggambarkan suatu risiko, di antaranya adalah:

1) *Range*

Range menunjukkan interval kemungkinan *return* tertinggi dengan *return* terendah. Perhitungannya dilakukan dengan cara mengurangi nilai real *return* tertinggi dengan yang terendah sehingga diperoleh suatu angka interval. Kelemahan dalam menggunakan cara ini adalah tidak dapat menggambarkan kemungkinan-kemungkinan yang terdapat di antara kedua ekstrem nilai tersebut, serta tidak menunjukkan perimbangan antara kemungkinan terjadinya *return* tertinggi dengan *return* terendah. Dengan kelemahan ini, *range* tidak dapat dipakai untuk membandingkan risiko antara dua *portofolio*, karena *portofolio* yang memiliki *range* yang sama tidak berarti memiliki risiko yang sama.

2) *Mean absolute deviation*

Mean absolute deviation menunjukkan kemungkinan perbedaan antara *return* yang mungkin diterima dengan *expected return*-nya. Meskipun cara ini cukup masuk akal untuk menunjukkan tingkat risiko suatu *portofolio*, namun secara statistik cukup sulit digunakan. Selain itu sangat sulit untuk mengetahui hubungan atau *correlation* di antara *return* sekuritas.

3) *Probability of negative return*

Probability of negative return menunjukkan kemungkinan prosentase *return* yang berada di bawah nilai nol. Meskipun sangat mudah dilakukan, namun perhitungan dengan cara ini tidak dapat mengetahui secara menyeluruh aspek-aspek dari suatu risiko.

4) *Semivariance*

Semivariance adalah perhitungan statistik yang menghitung variasi dari *return* yang berada di bawah *expected return*-nya. Kelemahannya angka ini tidak mencakup ketidakpastian ketika *return* yang dihasilkan lebih besar dari *expected*-nya. Di samping sulit, perhitungan ini tidak dapat melihat *correlation* antara *return* masing-masing saham.

5) *Standard deviation*

Standard deviation mengukur volatilitas dari *return*, cara ini sering digunakan untuk mengukur risiko. Secara statistik metode standar deviasi memiliki beberapa kelebihan di antaranya pengukurannya dilakukan dengan cara menyebarkan *return* (memperhitungkan nilai yang terjadi di atas dan di bawah *expected return*). Di samping itu, standar deviasi juga dapat digunakan dengan menggunakan data aktual *return* masa lalu (*ex post standard deviation*) atau dari estimasi potensial *return*nya (*ex ante standard deviation*).

b. *Return* Investasi dan Estimasinya

Return adalah tingkat keuntungan yang diperoleh atau diharapkan dari suatu investasi selama satu periode waktu tertentu di masa yang akan datang. Samsul (2006:291) mendefinisikan *return* sebagai sebuah pendapatan yang dinyatakan dalam prosentase dari modal awal investasi. *Return* merupakan kompensasi atas risiko yang harus ditanggung oleh investor atas investasi yang dilakukannya. Sumber-sumber *return* yang merupakan faktor motivasi bagi investor dalam berinvestasi adalah dividen, yaitu pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi saham dan *capital gain*, yaitu

pendapatan yang diperoleh investor dengan memanfaatkan perubahan harga saham yang terjadi di pasar.

Dalam Islam, dividen pada prinsipnya sesuai dengan prinsip *mudharabah* (bagi hasil). Dividen merupakan keuntungan riil yang akan diperoleh investor secara periodik. Keuntungan yang diperoleh perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dibagikan dalam bentuk dividen sesuai dengan porsi kepemilikan saham. Dalam *mudharabah*, keuntungan usaha dibagi menurut kesepakatan yang dituangkan dalam kontrak, sedangkan apabila rugi ditanggung oleh pemilik modal selama kerugian itu bukan akibat kelalaian pengelola (Antonio, 2001:95). Dalam konsep saham, apabila perusahaan menderita kerugian pemodal tidak akan memperoleh dividen dan modalnya di perusahaan tetap tidak berubah. Namun karena kepemilikan saham juga berarti kepemilikan atas perusahaan, maka kerugian yang dialami perusahaan pada dasarnya adalah kerugian kolektif para pemegang saham (pemodal). Secara tidak langsung, kerugian tersebut bisa berupa turunnya nilai perusahaan di mata investor lain yang memungkinkan turunnya harga saham sehingga keuntungan yang didapat dari transaksi jual beli saham (*capital gain*) akan berkurang.

Sementara *capital gain* (selisih harga jual dengan harga beli saham) yang pada dasarnya merupakan hasil dari *return* estimasi, absah diperoleh investor selama prinsip kehati-hatian dalam perdagangan seperti yang difatwakan DSN-MUI pada bagian sebelumnya diterapkan. Dalam Al-Qur'an Surat Al-Baqarah ayat 198 difirmankan:

لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَضْلًا مِّن رَّبِّكُمْ

Artinya: "Tiada ada dosa (halangan) bagi kamu untuk mencari karunia Tuhanmu" (QS. Al-Baqarah:198)

Dalam melakukan estimasi terhadap *return*, investor harus membedakan antara *return* realisasi (*actual return*), yaitu *return* yang telah terjadi dan *return* ekspektasi (*expected return*), yaitu *return* yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. *Return* realisasi yang dihitung berdasarkan data historis penting sebagai salah satu ukuran kinerja suatu perusahaan. Tingkat *return* saham yang merupakan keuntungan dar0069 *capital gain* dalam periode tertentu diperoleh dengan persamaan berikut (Samsul, 2006:292):

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}} \dots\dots\dots(2.1)$$

Dimana:

R_t = *Return* realisasi saham pada periode tertentu (misal bulan ke-t)

P_t = Harga saham saham pada periode tertentu

P_{t-1} = Harga saham saham pada satu periode sebelum periode tertentu

D_t = Dividen

Return realisasi di atas berguna sebagai dasar untuk menentukan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). *Expected return* sangat mungkin berlainan dengan *return* yang diterima karena adanya suatu ketidakpastian. Perhitungan *expected return* dapat dilakukan dengan menggunakan rata-rata aritmatik dan rata-rata geometrik. Metode rata-rata aritmatik dinyatakan dalam persamaan berikut :

$$E(R_t) = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{n} \dots\dots\dots(2.2)$$

Untuk metode rata-rata geometrik, persamaannya dinyatakan sebagai berikut (Samsul, 2006:312):

$$E(R_i) = [(1 + R_1)(1 + R_2) \dots (1 + R_n)]^{1/n} - 1 \dots\dots\dots(2.3)$$

Dimana: R_i : *Return* realisasi saham perusahaan

Penggunaan perhitungan rata-rata aritmatik dan rata-rata geometrik tergantung pada tujuan investor. Rata-rata aritmatik diterapkan untuk mengukur kinerja rata-rata selama satu periode, dan merupakan cara yang bagus untuk memperkirakan *expected return* pada periode berikutnya. Sedangkan perhitungan rata-rata geometrik digunakan untuk mengukur perubahan kekayaan yang terjadi pada periode-periode sebelumnya (*multiple periods*). Rata-rata geometrik mengukur tingkat pertumbuhan majemuk (*compound rate of growth*) selama periode yang ditentukan.

Menurut Bodie, dkk., (2006:558), rata-rata geometrik baik digunakan untuk mengukur kinerja masa lalu suatu saham karena melihat rata-rata pertumbuhan *return* secara majemuk, sedangkan rata-rata aritmatik baik digunakan untuk mengestimasi kinerja saham di masa mendatang. Karena penelitian ini bermaksud menilai kinerja saham selama periode periode pengamatan, maka penelitian ini menggunakan rata-rata geometrik sebagai metode perhitungan *expected return* dengan tujuan untuk mengetahui kinerja saham BUMN secara majemuk di masa lalu.

c. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Capital Asset Pricing Model (CAPM) pertama kali diperkenalkan oleh Sharpe, Lintner dan Mossin pada pertengahan tahun 1960-an. CAPM merupakan suatu model yang menghubungkan tingkat *return* yang diharapkan dari suatu asset berisiko (termasuk saham) dengan risikonya pada kondisi pasar yang seimbang (Tandelilin, 2001:90). Model CAPM mengasumsikan bahwa pada kondisi pasar seimbang semua investor akan memilih *portofolio* pasar, yaitu *portofolio* yang terdiri dari semua sekuritas yang juga merupakan *portofolio* optimal. *Capital asset pricing model* beranggapan bahwa hanya *systematic risk* yang merupakan risiko yang relevan untuk mengestimasi *return* sebuah investasi.

Pada kenyataannya, setiap investasi mempunyai dua jenis risiko, yaitu *systematic risk* dan *unsystematic risk*. Teori *portofolio* modern menunjukkan bahwa *unsystematic risk* dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Akan tetapi diversifikasi tetap tidak dapat menyelesaikan masalah *systematic risk*. Walaupun sebuah *portofolio* tersusun dari semua saham yang ada di pasar, *systematic risk* tetap tidak dapat dihilangkan. CAPM dirumuskan sebagai berikut (Tandelilin, 2001:99)

$$R_a = R_f + \beta_a (\overline{R_m} - R_f) \dots\dots\dots(2.4)$$

Dimana:

R_a = *Return* yang disyaratkan sekuritas a

R_f = *Return* dari *risk free asset*

β_a = Beta dari sekuritas a

R_m = *Return* pasar yang diharapkan

$(\overline{R_m} - R_f)$ = *Equity Market Premium*

Dalam model CAPM, beta merupakan satu-satunya ukuran risiko yang relevan dari saham. Beta mengukur volatilitas relatif dari saham, yaitu yang ditunjukkan oleh seberapa besar harga saham tersebut naik atau turun dibandingkan dengan naik atau turunnya harga-harga saham di pasar secara keseluruhan. Jika harga sebuah saham bergerak tepat mengikuti pasar, maka nilai beta saham tersebut adalah 1. Artinya, jika *return* pasar (IHSG) naik atau turun sebesar 1%, maka suatu saham dengan beta 0,5 akan mengalami kenaikan atau penurunan *return* sebesar 0,5 %.

8. *Market Performance Saham*

Market performance merupakan cerminan kinerja saham yang diukur dari pergerakan harganya yang terjadi di pasar. Namora

(2006) pernah melakukan penelitian yang menggunakan *term market performance* dalam mengevaluasi kinerja saham. Untuk melakukan penilaian terhadap kinerja saham (*market performance*), terdapat beberapa cara yang dapat digunakan. Salah satu contoh dari beberapa metode konvensional yang sering digunakan untuk mengevaluasi *market performance* adalah dengan menggunakan *Sharpe's model*, *Jensen's model* dan *appraisal ratio*.

Sebagai dasar penilaian terhadap kinerja saham, investor perlu mengetahui nilai intrinsik dan nilai pasar suatu saham. Keputusan membeli atau menjual harga saham akan sangat bergantung kepada hasil perbandingan nilai intrinsik dengan nilai pasar saham yang dilakukan investor. Menurut Husnan (2001:288), pedoman pengambilan keputusan adalah sebagai berikut:

- a. Apabila nilai intrinsik (NI) > nilai pasar (NP), maka saham *undervalued* (harganya terlalu murah). Keputusan yang dapat diambil investor adalah membeli atau menahan saham apabila telah dimiliki sebelumnya.
- b. Apabila NI < NP, maka saham *overvalued* (harganya terlalu mahal). Keputusan yang dapat diambil investor adalah menjual saham.
- c. Apabila NI = NP, maka harga saham wajar dan berada pada kondisi seimbang.

a. *Sharpe's Model*

Sharpe's model dikembangkan oleh William Sharpe dan sering juga disebut dengan *reward-to-variability ratio*. *Sharpe's model* mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai patok duga, yaitu dengan cara membagi premi risiko *portofolio* atau saham (*excess return*) dengan standar deviasinya. *Sharpe's model* dapat dicari dengan rumus sebagai berikut (Tandelilin, 2001:324).

$$S_a = \frac{(\bar{R}_a - \bar{R}_f)}{\sigma_a} \dots\dots\dots(2.5)$$

Dimana:

R_a = *Return* rata-rata selama periode pengamatan

R_f = Rata-rata *risk free* selama periode pengamatan

σ_a = Standar deviasi *return* selama periode pengamatan

Sharpe's model membagi *excess return* dengan standar deviasi dari *portofolio* selama periode pengukuran. Standar deviasi merupakan risiko fluktuasi yang dihasilkan karena berubah-ubahnya *return* yang dihasilkan dari sub periode berikutnya selama seluruh periode. Dalam teori *portofolio*,

standar deviasi merupakan risiko total sebagai penjumlahan dari *systematic risk* atau *market risk* dan *unsystematic risk*. Dengan memperhitungkan risiko, maka semakin tinggi nilai *sharpe*, maka semakin baik kinerja *portofolio* tersebut (Tandelilin, 2001:325).

b. Jensen's Model

Jensen' model diperkenalkan oleh Michael C. Jensen pada tahun 1968. Istilah lain yang sering digunakan untuk *jensen's model* adalah *Jensen's index* dan *Jensen's measure*. Istilah-istilah tersebut juga sering digunakan dalam *Sharpe's Model*. *Jensen's model* biasanya digunakan untuk menilai kinerja *portofolio* ataupun reksadana. Akan tetapi Jensen juga berpendapat bahwa rumus yang dikemukakannya bisa digunakan untuk menilai kinerja saham secara individual (Samsul, 2006:366).

Jensen's model menunjukkan perbedaan antara *return* realisasi dengan *return* yang disyaratkan, yang dihitung dengan model CAPM. *Return* realisasi yang dimaksudkan dalam *jensen's model* adalah rata-rata *return* yang terjadi di masa lalu (*expected return*). Jensen hanya menerima kinerja reksadana ataupun saham jika *return* rata-rata masa lalunya lebih besar dari *return* yang disyaratkan yang dihitung dengan

menggunakan CAPM. Peringkat baik tidaknya suatu kinerja *portofolio* atau saham dapat dilihat dari rasio α_j . Semakin besar α_j suatu *portofolio* atau saham, maka semakin baik peringkat kinerjanya. Artinya, makin besar juga kesempatan saham yang bersangkutan untuk dibeli dan dimasukkan ke dalam *portofolio* (Samsul, 2006:367).

Secara keseluruhan, *Jensen's model* dapat dicari dengan rumus sebagai berikut (Tandelilin, 2001:330).

$$J_a = \bar{R}_a - [\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_a] \dots\dots\dots(2.6)$$

Dimana: J_a = Jensen's model atau rasio alpha (α_j)

\bar{R}_a = Rata-rata *return* masa lalu yang diukur
dari rata-rata geometrik atau aritmatik.

$$[\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_a] = \text{Model CAPM}$$

Menurut Bodie, dkk., (2006:222), Suatu saham dihargai dengan benar apabila *return* yang diharapkan atau *return* rata-rata masa lalu sama dengan *return* yang disyaratkan. Apabila *expected return* atau *return* rata-rata masa lalu lebih besar dari *return* yang disyaratkan, maka saham *undervalued*, sebaliknya apabila *expected return* saham lebih kecil dari *return* yang

disyaratakan, maka saham *overvalued*. Penentuan saham-saham yang *undervalued* atau *overvalued* dalam penelitian ini didasarkan pada teori ini.

c. *Appraisal Ratio*

Selain dua metode di atas, metode konvensional lainnya yang sering digunakan untuk menganalisis kinerja saham adalah *appraisal ratio* atau yang sering juga disebut dengan model Treynor & Black pada tahun 1973 (Samsul, 2006:368). Model ini menyeleksi saham dengan cara memperhatikan risiko pasar dan risiko spesifik dengan asumsi suatu saham selalu mengandung risiko pasar dan risiko spesifik. Model ini mengoreksi *jensen's model* yang menjadikan alpha sebagai tolak ukur kinerja atau *market performance* dengan risiko spesifik yang diukur dengan *stock residual variance*. *Appraisal ratio* dicari dengan rumus sebagai berikut (Samsul, 2006:368):

$$\text{Appraisal ratio} = a_i / \sigma(e_i) \dots \dots \dots (2.7)$$

Dimana:

a_i = *alpha* saham individu

$\sigma(e_i)$ = risiko spesifik saham, *variance* atas *error*

Risiko spesifik adalah *stock residual variance*, yaitu *variance* saham individual, (σ^2_i), dikurangi *market variance* (σ^2_m) dikali kuadrat beta saham individual (β^2_i). *Specific risk* adalah risiko dari setiap jenis saham yang berbeda. Dengan demikian, rumus *specific risk* adalah:

$$\sigma^2_{(ei)} = \sigma^2_i - \sigma^2_m \beta^2_i \dots \dots \dots (2.8)$$

Sharpe's model, *Jensen's model* dan *appraisal ratio* adalah tiga metode penilaian kinerja yang mendasarkan perhitungannya pada risiko. Model Sharpe menggunakan standar deviasi sebagai tolak ukur risiko, *jensen's model* menggunakan beta, dan model *appraisal ratio* menambahkan risiko spesifik terhadap *jensen's model*. Namun tanpa informasi lain tetap sulit bagi investor untuk mengetahui dengan lengkap apakah nilai *sharpe's model*, *jensen's model* dan *appraisal ratio* baik atau buruk karena pada dasarnya keduanya hanya menghasilkan ranking relatif kinerja *portofolio* atau saham, bukan ranking absolut. Karena itu, investor harus membandingkannya dengan *portofolio* lain sehingga baru dapat diketahui bagaimana *risk-adjusted return* relatif terhadap pilihan investasi lain. Untuk memenuhi hal tersebut, maka

sebagai nilai pembandingan, dalam penelitian ini juga digunakan nilai *sharpe*, *Jensen* dan nilai *appraisal ratio* dari indeks gabungan saham, yaitu IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan).

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Objek Penelitian

Objek penelitian ini adalah saham-saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan, yaitu pada tahun Januari 2003-Desember 2007.

B. Jenis dan Pendekatan Penelitian

Jenis penelitian ini adalah kualitatif dengan pendekatan deskriptif. Suryabrata (2005:75), mendefinisikan penelitian kualitatif deskriptif sebagai penelitian yang bertujuan untuk membuat pencandraan secara sistematis, faktual dan akurat mengenai fakta dan sifat-sifat populasi atau objek penelitian. Tujuannya adalah untuk mendeskripsikan dan menggambarkan fenomena yang diteliti. Dalam arti yang lain, penelitian ini hanya membuat deskripsi, gambaran atau lukisan secara sistematis, aktual dan akurat mengenai fakta-fakta dan sifat-sifat dari saham-saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN).

C. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sementara sampelnya diambil berdasarkan metode *purposive*

sampling, yang oleh Sekaran (2006:136) didefinisikan sebagai metode pengambilan sampel dengan kriteria-kriteria tertentu yang ditetapkan peneliti agar sasaran penelitian spesifik. Kriteria-kriteria yang ditetapkan peneliti dalam pengambilan sampel adalah:

1. Terdaftar di BEI selama periode pengamatan, yakni tahun 2003-2007. Kriteria ini ditetapkan dengan asumsi *time frame* penelitian yang lebih panjang dengan sampel yang lebih banyak.
2. Memiliki kelengkapan data perdagangan pada periode 2003-2007.

Berdasarkan dua kriteria tersebut, diperoleh 9 sampel yang memenuhi syarat dari 15 BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berikut ini adalah rincian dari kesembilan sampel tersebut.

Tabel 3.1
Daftar Sampel Penelitian

No	Kode	Emiten	Industri
1	ANTM	Aneka Tambang Tbk	Pertambangan Mineral
2	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	Perbankan
3	INAF	Indofarma Tbk	Farmasi
4	ISAT	Indosat Tbk	Telekomunikasi
5	KAEF	Kimia Farma Tbk	Farmasi
6	PTBA	Tambang Batu Bara Bukit Asam Tbk	Tambang Batubara
7	SMGR	Semen Gresik Tbk	Semen
8	TINS	Timah Tbk	Pertambangan Mineral
9	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	Telekomunikasi

Sumber: Data sekunder diolah (Statistik Pasar Modal BAPEPAM 2007)

D. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berbentuk panel (*time series* sekaligus *cross sectional*). Di bawah ini adalah rincian data yang digunakan berikut sumbernya:

1. Data harga penutupan saham bulanan periode Januari 2003-Desember 2007. Data diperoleh secara online melalui *market highlight* emiten yang diterbitkan BEI pada Januari 2008 dalam situsnya <http://www.idx.co.id/>.
2. Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) periode Januari 2003-Desember 2007. Data ini juga diperoleh secara online melalui *JSX Statistics 2007* yang diterbitkan BEI pada Januari 2008 dalam situsnya <http://www.idx.co.id/>.
3. Data tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) bulanan selama periode Januari 2007-Maret 2008; Data ini dibutuhkan untuk melengkapi perhitungan *market performance*. Data SBI bulanan diperoleh langsung dari website Bank Indonesia (BI), yaitu <http://www.bi.co.id/>.

E. Definisi Operasional dan Cara Pengukurannya

Untuk menghindari adanya kesalahan interpretasi, berikut ini dijelaskan beberapa terminologi yang digunakan dalam penelitian ini berikut cara pengukurannya:

1. Harga Penutupan Saham Bulanan

Harga penutupan saham (*closing price*) adalah harga (rupiah) yang terjadi pada saham akibat adanya permintaan dan penawaran di pasar, yang ditentukan menjelang penutupan perdagangan di bursa setiap harinya. Karena perdagangan dilakukan setiap hari, maka harga penutupan saham bulanan adalah rata-rata harga yang terjadi pada suatu saham pada bulan tertentu, yang perhitungannya menggunakan rata-rata aritmatik.

2. *Market Performance* saham

Market performance adalah istilah yang digunakan untuk menunjukkan performa atau kinerja suatu saham selama periode waktu tertentu. *Market performance* diukur dengan banyak cara, dan beberapa alat yang bisa digunakan adalah *Sharpe's model*, *Jensen's model* dan *appraisal ratio*.

3. *Sharpe's model*

Model evaluasi kinerja atas saham atau *portofolio* yang perhitungannya berdasarkan pada *adjusted risk* dengan tolak ukur risiko berupa standar deviasi. *Sharpe's model* dihitung menggunakan rumus pada 2.5.

4. *Jensen's Model*

Model evaluasi kinerja saham atau *portofolio* yang perhitungannya berdasarkan pada konsep *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dan

tolak ukur risikonya berupa beta. *Jensen's model* dicari menggunakan rumus pada 2.6.

5. *Appraisal ratio*

Model evaluasi kinerja atas saham atau *portofolio* yang mendasarkan perhitungannya pada model yang dikembangkan Jensen dan risiko spesifik. *Appraisal ratio* dicari dengan rumus 2.7.

6. *Return Individual (R_i)*

Return individual adalah tingkat keuntungan sebenarnya yang dihasilkan tiap-tiap saham dalam rentang waktu tertentu. *Return individual* dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}}$$

Dimana: P_t = harga saham i pada periode t

P_{t-1} = harga saham i pada periode t-1

7. *Return Pasar (R_m)*

Return pasar adalah tingkat keuntungan kumulatif yang mencerminkan seluruh saham yang terdaftar di Bursa. *Return pasar* ini dihitung menggunakan rumus

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana: $IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan periode t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan periode t-1

8. *Risk Free* (R_f) (Tingkat bunga investasi bebas risiko)

Risk Free merupakan tingkat keuntungan atas investasi bebas risiko yang diperoleh dari rata-rata tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) bulanan. Untuk mendapatkan R_f bulanan, digunakan rata-rata geometrik, dengan tujuan agar pertumbuhan majemuk dari perkembangan tingkat bunga dapat terwakili secara benar.

$$R_f = [(1 + R_{f_1})(1 + R_{f_2}) \dots (1 + R_{f_n})]^{1/n} - 1$$

9. *Expected Return* ($E(R_i)$)

Expected return adalah tingkat keuntungan yang diharapkan dari saham, yang diukur dengan merata-ratakan *return* individual selama periode pengamatan. *Expected return* dalam penelitian ini dihitung dengan rata-rata geometrik yang dirumuskan sebagai berikut:

$$E(R_i) = [(1 + R_1)(1 + R_2) \dots (1 + R_n)]^{1/n} - 1$$

10. *Excess Return* ($R_i - \bar{R}_f$)

Selisih *return* sebuah sekuritas setelah dikurangi rata-rata *return* sebuah asset bebas risiko. Dalam penelitian ini, *excess return* berarti *return* selisih *return* saham setelah dikurangi rata-rata *return* SBI.

11. Standar Deviasi

Pengukur risiko total saham yang dihitung dengan rumus:

$$SD = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2}{(n-1)}}$$

12. Beta Saham (β)

Pengukur tingkat risiko sistematis dan volatilitas *return* dari suatu saham terhadap risiko pasar. Beta dalam penelitian ini menggunakan perhitungan beta pasar. Beta pasar dapat diperoleh dengan rumus: (Jogiyanto. 2003, 274).

$$\beta = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma^2_M} \quad \text{Atau} \quad \beta = \frac{\sum [(R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)]}{\sum (R_m - \bar{R}_m)^2}$$

Dimana: β = Tingkat risiko sistematis

σ_{iM} = Kovarian *return* antara sekuritas ke I dengan *return* pasar

σ^2_M = Varian *Return* Pasar

13. Risiko spesifik

Risiko yang digunakan dalam *appraisal ratio*. Risiko ini diukur dari varian residual saham dikurangi varian pasar, dan dikalikan dengan beta saham kuadrat. Risiko spesifik dihitung dengan rumus berikut:

$$\sigma^2_{(ei)} = \sigma^2_i - \sigma^2_m \beta^2_i$$

Dimana: β^2_i = Beta kuadrat saham

F. Teknik Analisis Data

Analisis data dalam penelitian ini dilakukan secara diskriptif terhadap *market performance* yang dihasilkan tiap-tiap saham. Dalam hal ini, analisis hanya dilakukan dengan membaca dan membandingkan tabel-tabel, grafik-grafik dan angka-angka yang dihasilkan dari perhitungan dan pengolahan data, berupa *market performance* yang dihitung dengan metode *Sharpe*, *Jensen* dan *Appraisal Ratio*. Secara keseluruhan, tahapan penilaian *market performance* dengan tiga metode tersebut tersaji dalam tabel di bawah ini.

Tabel 3.2
Tahapan Penilaian *Market performance* dengan Tiga Metode

<i>Sharpe's Model</i>		<i>Jensen's Model</i>		<i>Appraisal Ratio</i>	
1	Harga Saham (P_t)	1	Harga Saham (P_t)	1	Harga Saham (P_t)
2	<i>Actual return</i> (R_t)	2	<i>Actual return</i> (R_t)	2	<i>Actual return</i> (R_t)
3	<i>Expected return</i> ($R_t / E R_t$)	3	<i>Expected return</i> ($R_t / E R_t$)	3	<i>Expected return</i> ($R_t / E R_t$)
4	Standar deviasi <i>return</i> (σ_t)	4	<i>Expected market return</i> (R_m)	4	<i>Expected market return</i> (R_m)
5	<i>Return</i> rata-rata SBI (R_t)	5	<i>Return</i> rata-rata SBI (R_t)	5	<i>Return</i> rata-rata SBI (R_t)
6	<i>Excess return</i> ($R_i - R_f$)	6	Beta Saham (β_i)	6	Beta Saham (β_i)
7	Sharpe's Value	7	<i>Required return</i> (CAPM)	7	<i>Required return</i> (CAPM)
		8	Jensen's value (α_t)	8	Jensen's value (α_t)
				9	Varian saham (σ_i^2)
				10	Varian pasar (σ_m^2)
			Nilai alpha semakin tinggi semakin baik	11	Beta saham kuadrat (β_i^2)
			$E_r > \text{CAPM}$, <i>undervalued</i>	12	Risiko spesifik ($\sigma_{(ei)}^2$)
			$E_r < \text{CAPM}$, <i>overvalued</i>	13	<i>Appraisal ratio</i>
					<i>Appraisal Ratio</i>
					Nilai semakin tinggi semakin baik

Sumber: Diolah berdasarkan kajian teori dengan rujukan Samsul (2006:362-384)

BAB IV

PAPARAN DATA DAN PEMBAHASAN

A. Paparan Data

Berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan dalam pemilihan sampel, maka diperoleh 9 sampel dengan karakteristik IPO, kapitalisasi pasar dan perkembangan harga saham sebagaimana tersaji pada tabel di bawah ini.

Tabel 4.1
Karakteristik Sampel Penelitian

No	Kode	Tanggal IPO	Kapitalisasi Pasar (Dlm Juta)		Harga Saham				
			Desember 07	% of Total	2003	2004	2005	2006	2007
1	ANTM	27-Nov-97	42,684,607	2.15%	385	345	715	1,600	4,475
2	BBNI	25-Nov-96	29,788,766	1.50%	1,281	1,651	1,262	1,843	1,970
3	INAF	17-Apr-01	635,350	0.03%	170	170	115	100	205
4	ISAT	19 Oktober 1994	47,003,525	2.36%	3,000	5,750	5,550	6,750	8,650
5	KAEF	04 Juli 2001	1,693,970	0.09%	210	205	145	165	305
6	PTBA	23 Desember 2002	27,649,582	1.39%	875	1,525	1,800	3,525	12,000
7	SMGR	08 Juli 1991	33,216,512	1.67%	785	1,850	1,780	3,630	5,600
8	TINS	19 Oktober 1995	14,444,767	0.73%	2,550	2,075	1,820	4,425	28,700
9	TLKM	14-Nov-95	204,623,993	10.29%	3,375	4,825	5,900	10,100	10,150
Total Kapitalisasi			1988326205	20.21%					

Sumber: Data sekunder diolah (*JSX Statistics 2007, Market Highlight Emiten*)

1. Penawaran Perdana Saham BUMN

Tabel 4.1 memperlihatkan bahwa dari segi IPO (penawaran perdana di Bursa), saham SMGR merupakan saham yang lebih dahulu melakukan penawaran perdana dibandingkan 8 saham lainnya, yaitu 8 Juli 1991. Sementara yang terakhir melakukan IPO

adalah saham PTBA, yaitu pada 23 Desember 2002. Jika dikaitkan dengan waktu terjadinya krisis ekonomi pada pertengahan Mei 2007, maka diantara 9 sampel terdapat 5 BUMN yang sahamnya sudah tercatat di Bursa sebelum krisis terjadi. Dalam arti yang lain, privatisasi terhadap kelima BUMN tersebut sudah dilakukan pada masa sebelum krisis. Sementara yang melakukan pencatatan saham di Bursa pada periode setelah krisis hanya terdapat 3 saham, yaitu INAF, KAEF dan PTBA. Menariknya, ANTM tercatat justru melakukan penawaran perdana saham pada periode di saat krisis terjadi, yaitu 27 November 1997.

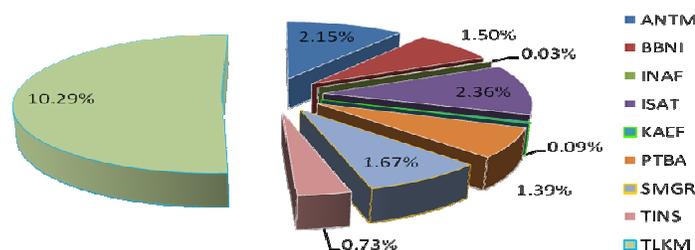
2. Kapitalisasi Pasar Saham BUMN

Grafik 4.1 secara spesifik menyajikan kapitalisasi pasar saham BUMN yang dijadikan sampel. Pada Desember 2007, PT. Telekomunikasi Indonesia (TLKM) mencatat kapitalisasi tertinggi sebesar 10,29% dari total kapitalisasi pasar di Bursa Efek Indonesia. Sementara di antara delapan saham lainnya, PT. Indo Farma (INAF) tercatat sebagai saham dengan kapitalisasi pasar terendah, yaitu sebesar 0,03% dari total kapitalisasi pasar.

Jika dikaitkan dengan teori yang dikemukakan Bodie, dkk., (2006:223), yang menyatakan bahwa kapitalisasi pasar adalah cerminan konsensus pasar terhadap imbal hasil harapan dari

saham, maka dapat dikatakan bahwa TLKM adalah saham yang diharapkan pasar (investor) memiliki imbal hasil (*return*) tertinggi. Sementara saham INAF merupakan saham yang diestimasi pasar sebagai saham yang dapat memberikan *return* terendah dibandingkan delapan saham lainnya. Jika kemudian *return* rata-rata dari kedua saham tersebut tidak berhubungan searah dengan besarnya kapitalisasi pasar yang tercatat, maka seperti yang dikatakan Bodie, dkk., (2006:33), itu berarti tidak semua investor sepakat dengan konsensus tersebut.

Grafik 4.1
Kapitalisasi Pasar BUMN Sampel



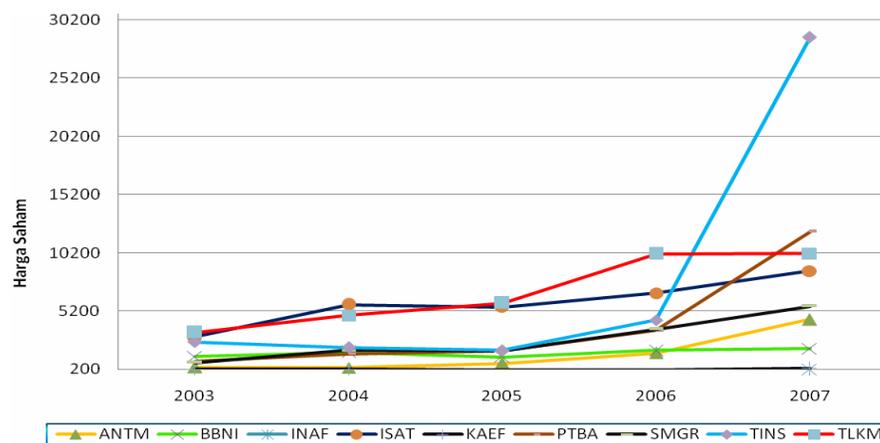
Sumber: Data sekunder diolah (Tabel 4.1)

3. Perkembangan Harga Saham BUMN

Grafik 4.2 menyajikan perkembangan harga saham BUMN sampel selama lima tahun pengamatan, yaitu tahun 2003-2007. Dari grafik terlihat bahwa perkembangan harga saham kesembilan BUMN tersebut cukup variatif. Meski tabel 4.1 menunjukkan

peningkatan harga saham pada akhir tahun pengamatan (2007) lebih tinggi dibandingkan harga saham pada tahun awal pengamatan (2003), namun prosentase perkembangan harga diantara kesembilan saham tersebut memiliki *range* yang cukup jauh.

Grafik 4.2
Perkembangan Harga Saham BUMN Sampel



Sumber: Pengolahan data (Tabel 4.1)

Dari kesembilan saham sampel, terlihat PT. Timah (TINS) memiliki perkembangan harga yang cukup drastis dibandingkan kedelapan saham lainnya, apalagi dari tahun 2006-2007. Jika diamati, dua saham BUMN lainnya yang operasionalitasnya bergerak di bidang pertambangan, yaitu ANTM dan PTBA, juga memiliki rasio perkembangan harga saham yang cukup tinggi dari tahun 2006-2007. Hal ini terjadi kemungkinan besar disebabkan karena industri

pertambahan pada tahun 2006-2007 dinilai investor memiliki prospek yang cukup baik.

Sementara saham yang perkembangan harganya tergolong lambat adalah saham PT. Indo Farma (INAF) dan saham PT. Kimia Farma. Tabel 4.1 mencatat harga saham INAF pada tahun 2003 sebesar Rp.170 dan tahun 2007 sebesar Rp.205. Rasio perkembangan harganya selama lima tahun pengamatan hanya sebesar 20,59%. Sementara harga saham KAEF pada tahun 2003 sebesar Rp.210 dan pada tahun 2007 sebesar Rp.305, dengan rasio perkembangan harga sebesar 45,24%.

Secara keseluruhan, perkembangan harga saham BUMN yang operasionalitasnya bergerak di bidang pertambangan memiliki rasio perkembangan harga tertinggi, disusul kemudian saham BUMN yang bergerak di bidang Semen yang diwakili SMGR, kemudian Telekomunikasi. Sementara rasio perkembangan harga saham terendah dimiliki oleh saham BUMN yang operasionalitasnya bergerak di bidang farmasi, dan satu tingkat di atasnya dimiliki saham perbankan yang diwakili oleh BBNI. Perbedaan rasio perkembangan harga tersebut erat kaitannya dengan perkembangan industri perusahaan yang bersangkutan selama periode pengamatan.

4. Perhitungan *Market Performance* Saham BUMN

Market performance dalam penelitian ini diukur menggunakan *sharpe's model*, *jensen's model* dan *appraisal ratio*. Di bawah ini adalah gambaran umum bagaimana ketiga model evaluasi tersebut diperoleh berdasarkan tahapan-tahapan dalam tabel 3.2.

a. Perhitungan *Sharpe's model*

Secara keseluruhan, perhitungan *sharpe's model* melibatkan dua komponen utama, yaitu *excess return* dan standar deviasi *return*. *Excess return* dihitung dengan mengurangkan rata-rata *return* saham (*expected return*) dengan rata-rata *return* SBI selama periode pengamatan. Hasil perhitungan kedua komponen tersebut tersaji dalam lampiran 6. Berikut ini disajikan tahapan-tahapan perhitungan *Sharpe's model* menggunakan ilustrasi saham PT. Aneka Tambang Tbk (ANTM). Selanjutnya, masing-masing komponen untuk tiap saham dihitung dengan cara yang sama.

- 1) Aktual *return*; ilustrasi adalah *return* aktual ANTM Februari 2003 (data pada lampiran 1).

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}} = R_{ANTM_FEB03} = \frac{(800 - 700) + 0}{700} = 0,143$$

- 2) *Expected return*; data pada lampiran 5, dan dihitung dengan rata-rata geometrik.

$$E(R_t) = [(1 + R_1)(1 + R_2) \dots (1 + R_n)]^{1/n} - 1$$

$$E(R_t) = [(1,143)(1,000) \dots (0,957)]^{1/59} - 1 = 0,0610$$

- 3) *Return* rata-rata bulanan SBI; data pada lampiran 4 dan dihitung dengan cara yang sama seperti nomor 2.

$$E(R_f) = [(1 + R_{f1})(1 + R_{f2}) \dots (1 + R_{fn})]^{1/n} - 1$$

$$E(R_t) = [(1,0106)(1,0102) \dots (1,0067)]^{1/60} - 1 = 0,008$$

- 4) Standar deviasi *return*; data pada lampiran 6.

$$SD = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2}{(n-1)}} = \sqrt{\frac{(1,4398)}{(60-1)}} = 0,1526$$

- 5) *Excess Return* ; data pada lampiran 6.

$$Excess_R = Expect_R - R_SBI \rightarrow -0,0610 - 0,0080 = 0,0532$$

- 6) *Sharpe's model*; data pada lampiran 6.

$$Sharpe's\ model\ ANTM = Excess\ return / Standar\ Deviasi$$

$$Sharpe's\ model\ ANTM = 0,0532 / 0,1526 \rightarrow \mathbf{0,3486}$$

b. Perhitungan *Jensen's model*

Perhitungan *Jensen's model* melibatkan dua komponen utama, yaitu rata-rata *return* masa lalu (*expected return*) dan *required return* (CAPM). Dengan masih menggunakan ilustrasi

perhitungan pada saham ANTM, berikut ini disajikan contoh perhitungan *Jensen's model* secara berurutan.

- 1) *Expected return*; perhitungan dilakukan sama seperti nomor 2 pada bagian sebelumnya.
- 2) *Rata-rata Return Pasar*; data pada lampiran 3. Perhitungan dilakukan dengan cara yang sama seperti perhitungan nomor 1.
- 3) *Beta Saham*, data pada lampiran 6.

$$\beta_{ANTM} = \frac{\sum [(R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)]}{\sum (R_m - \bar{R}_m)^2} = \frac{(0,0041)}{(0,0033)} = 1,260$$

- 4) *Required return (CAPM)*;

$$R_a = R_f + \beta_a (\bar{R}_m - \bar{R}_f) = 0,008 + 1,260 (0,033 - 0,008) = 0,040$$

- 5) *Jensen's model (alpha)*; data pada lampiran 6.

$$J_a - ANTM = \bar{R}_a - [\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\beta_a] = 0,0610 - 0,040 = \mathbf{0,021}$$

c. Perhitungan *Appraisal Ratio*

Pada prinsipnya, perhitungan *appraisal ratio* hanya menambahkan risiko spesifik pada model Jensen sebagai pengukur risiko dari saham. Perhitungan *appraisal ratio* melibatkan dua komponen utama, yaitu alpha Jensen atau nilai *Jensen's model* dan varian eror saham yang biasa disebut risiko spesifik. Secara keseluruhan, tahapan perhitungan *appraisal ratio*

dengan menggunakan ilustrasi saham ANTM sebagaimana pada bagian sebelumnya adalah sebagai berikut:

- 1) Varian saham; data pada lampiran 7. Varian ini dihitung dengan cara mengkuadratkan standar deviasi dari *return* saham.

$$\sigma^2_i = (\sigma_i)^2 = (0,1526)^2 = 0,023$$

- 2) Varian pasar; data pada lampiran 7. Perhitungan dilakukan dengan cara yang sama seperti perhitungan nomor 1.

$$\sigma^2_m = (\sigma_m)^2 = (0,0570)^2 = 0,003$$

- 3) Beta kuadrat Saham; data pada lampiran 6.

$$\beta^2_{_ANTM} = (1,260)^2 = 1,587$$

- 4) Varian atas eror atau risiko spesifik; data pada lampiran 6.

$$\sigma^2_{(ei)} = \sigma^2_i - \sigma^2_m \beta^2_i = (0,023 - 0,003) (1,587) = 0,032$$

- 5) *Appraisal ratio*; data pada lampiran 6.

$$Appraisal\ ratio_ANTM = a_i / \sigma(e_i) = 0,021 / 0,032 = \mathbf{0,670}$$

Market performance tiap-tiap saham dengan ketiga metode tersebut diperoleh dengan cara dan tahapan-tahapan perhitungan yang sama seperti di atas. Tabel 4.2 menyajikan hasil perhitungan *market performance* saham-saham BUMN yang dijadikan sampel dalam ketiga ukuran tersebut.

Tabel 4.2
Market Performance Saham BUMN

Sharpe's Model								
ANTM	BBNI	INAF	ISAT	KAEF	PTBA	SMGR	TINS	TLKM
0.3486	0.029	-0.058	0.248	0.037	0.265	0.270	0.330	0.324
Diterima	Diterima	Ditolak	Diterima	Diterima	Diterima	Diterima	Diterima	Diterima
Jensen's Model								
ANTM	BBNI	INAF	ISAT	KAEF	PTBA	SMGR	TINS	TLKM
0.021	-0.023	-0.031	-0.001	-0.013	0.021	0.013	0.049	0.003
Diterima	Ditolak	Ditolak	Ditolak	Ditolak	Diterima	Diterima	Diterima	Diterima
Appraisal Ratio								
ANTM	BBNI	INAF	ISAT	KAEF	PTBA	SMGR	TINS	TLKM
0.670	-0.754	-1.757	-0.068	-1.560	0.497	2.611	1.130	0.671
Diterima	Ditolak	Ditolak	Ditolak	Ditolak	Diterima	Diterima	Diterima	Diterima
Sharpe's Model Pasar (IHSG)						0.4437		
Jensen's Model Pasar (IHSG)						0.0026		
Appraisal Ratio Pasar (IHSG)						0.137		

Sumber pengolahan data

Nilai atau hasil perhitungan positif dari ketiga model tersebut menunjukkan indikasi saham yang berkinerja baik, sedangkan nilai negative berarti adalah indikasi saham berkinerja tidak baik. Keterangan diterima dalam tabel di atas menunjukkan saham yang layak beli dan pantas untuk dimasukkan dalam portofolio, sebaliknya keterangan ditolak menunjukkan saham yang tidak layak beli (layak jual) dan tidak pantas untuk dimasukkan portofolio.

B. Pembahasan Hasil Penelitian

1. *Market Performance Saham BUMN*

Market performance saham dalam penelitian ini diukur menggunakan *Sharpe's model*, *Jensen's model* dan *appraisal ratio*. *Sharpe's model* mendasarkan konsep perhitungannya pada konsep *Capital Market Line (CML)*. Dalam arti yang lain asumsi yang digunakan *Sharpe's model* adalah semua portofolio di pasar tidak terdiversifikasi secara baik sehingga ukuran risiko yang relevan adalah risiko total yang berupa standar deviasi. *Sharpe's model* mengukur *market performance* dengan membagi *excess return* terhadap standar deviasi *return*. Jika *Sharpe's model* mendasarkan perhitungannya pada konsep CML, maka *Jensen's model* mendasarkan perhitungannya pada konsep *Securities Market Line (SML)*. Dalam arti yang lain, asumsi yang digunakan kedua metode tersebut adalah pasar dalam keadaan seimbang sehingga portofolio sudah terdiversifikasi secara baik. Dalam keadaan demikian hanya betalah yang dianggap relevan untuk menggambarkan risiko dari saham atau portofolio. Perhitungan *Jensen's model* menambahkan rata-rata *return* masa lalu dengan *required return (CAPM)*, sedangkan *appraisal ratio* membagi nilai Jensen dengan *variance of error* dari saham. Terlepas dari dasar konsepnya yang berbeda, namun ketiga model ini memiliki kesamaan dalam pengambilan

keputusan. Ketiganya sama-sama menganggap semakin tinggi nilai yang dihasilkan, maka semakin baik kinerja suatu saham. Saham yang mempunyai nilai positif adalah saham yang dalam ketiga model ini pantas untuk dibeli atau dimasukkan dalam *portofolio* investasi.

a. Market Performance Berdasarkan Sharpe's Model

Peringkat kinerja saham berdasarkan *sharpe's model* secara spesifik tersaji dalam tabel 4.3. Dari tabel terlihat ada delapan saham BUMN bernilai positif, yang berarti layak untuk dimasukkan *portofolio*. Saham dengan nilai sharpe tertinggi secara berurutan adalah ANTM, TINS, TLKM, SMGR, PTBA, ISAT, KAEF, BBNI dan INAF. Nilai sharpe INAF bernilai negatif, yang berarti tidak layak untuk dimasukkan *portofolio*.

Tabel 4.3
Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan Sharpe's Model

No	Saham	Index Sharpe	Keterangan
1	ANTM	0.349	Layak Beli
2	TINS	0.330	Layak Beli
3	TLKM	0.324	Layak Beli
4	SMGR	0.270	Layak Beli
5	PTBA	0.265	Layak Beli
6	ISAT	0.248	Layak Beli
7	KAEF	0.037	Layak Beli
8	BBNI	0.029	Layak Beli
9	INAF	-0.058	Tidak Layak Beli
Indeks Sharpe's Pasar		0.4437	

Sumber: Pengolahan Data (Tabel 4.2)

Hasil pengamatan dengan model ini menjelaskan bahwa dengan asumsi portofolio tidak terdiversifikasi secara baik di pasar, maka saham ANTM adalah saham yang mampu menghasilkan premi return yang lebih tinggi setelah disesuaikan dengan risiko total yang ada pada saham. Artinya, sisa imbal hasil yang dijanjikan saham ANTM setelah dikurangi tingkat bunga asset bebas risiko (SBI) dan disesuaikan dengan risiko total saham (standar deviasi) lebih tinggi dibandingkan delapan saham lainnya. Sementara saham INAF yang menghasilkan nilai negatif adalah saham yang tidak mampu menjanjikan sisa imbal hasil setelah dikurangi dengan tingkat bunga asset berisiko dan disesuaikan dengan risiko totalnya. Karena itu, INAF tidak layak untuk dibeli dan dimasukkan portofolio.

Secara keseluruhan, berdasarkan *sharpe's model* keseluruhan saham BUMN *underperformed* dibandingkan nilai sharpe pasar. Itu artinya, kinerja kesembilan saham tersebut masih lebih buruk dibandingkan kinerja saham secara keseluruhan yang diwakili oleh IHSG. Hasil tersebut diakibatkan oleh volatilitas (tercermin dari standar deviasi) saham-saham BUMN yang lebih tinggi dari volatilitas pasar. Kemungkinan lain yang turut menjadi penyebabnya adalah

karena perkembangan pasar saham di pasar modal tidak diikuti oleh penurunan suku bunga yang cukup berarti sehingga premi return dari saham rendah.

Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Rofiq (2008) yang berdasarkan *Sharpe's model* juga menemukan bahwa beberapa saham BUMN yang diikutkan dalam sampel penelitiannya memiliki kinerja di bawah pasar. Ini juga berarti bahwa hasil penelitian ini masih menemukan hasil yang identik dengan hasil penelitian Namora pada tahun 2006 yang menyimpulkan kinerja pasar saham secara umum berada di atas rata-rata kinerja industri *real estate* dan aneka industri.

Hasil penelitian ini secara umum juga menemukan indikasi tidak-adanya hubungan antara periode IPO, kapitalisasi pasar dan kinerja saham yang diukur dengan *Sharpe's model*. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Rofiq yang juga menemukan hal yang sama.

b. Market Performance Berdasarkan Jensen's Model

Berbeda dengan *Sharpe's model*, *Jensen's model* menghasilkan kesimpulan yang berbeda. *Jensen's model* hanya menganggap layak lima diantara delapan saham BUMN untuk dimasukkan dalam *portofolio*. Kelima saham tersebut secara

berurutan adalah TINS, ANTM, PTBA, SMGR dan TLKM. Sementara keempat saham lainnya bernilai negatif, yang berarti tidak layak untuk dimasukkan dalam *portofolio* investasi. Selain menghasilkan kesimpulan yang berbeda dalam banyaknya saham yang layak dibeli, dari segi urutan saham yang memiliki kinerja terbaik, *Sharpe* dan *Jensen's model* juga menghasilkan kesimpulan berbeda. Secara keseluruhan peringkat kinerja saham berdasarkan *Jensen's model* tersaji dalam tabel 4.4.

Tabel 4.4
Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan *Jensen's Model*

No	Saham	Index Jensen	Keterangan
1	TINS	0.049	Layak Beli
2	PTBA	0.021	Layak Beli
3	ANTM	0.021	Layak Beli
4	SMGR	0.013	Layak Beli
5	TLKM	0.003	Layak Beli
6	ISAT	-0.001	Tidak Layak Beli
7	KAEF	-0.013	Tidak Layak Beli
8	BBNI	-0.023	Tidak Layak Beli
9	INAF	-0.031	Tidak Layak Beli
Indeks Jensen Pasar		0.0026	

Sumber: Pengolahan Data (Tabel 4.2)

Hasil pengamatan melalui model ini menjelaskan bahwa dengan asumsi portofolio terdiversifikasi secara baik dan pasar dalam keadaan seimbang, maka saham TINS memiliki kinerja paling baik dan INAF terburuk. Karena ukuran risiko dalam model ini adalah beta, maka itu artinya TINS mampu menjanjikan return tertinggi diantara delapan saham lainnya

setelah return ekspektasinya disesuaikan dengan tingkat bunga aset berisiko dan risiko saham yang diukur dari sensitivitasnya terhadap pergerakan saham. Dalam arti yang lain, imbal hasil saham TINS melebihi return minimal yang disyaratkan investor (CAPM) dalam kondisi pasar yang seimbang, dan imbal hasil tersebut lebih tinggi dari imbal hasil delapan saham lainnya. Nilai Jensen yang negatif menunjukkan bahwa return saham yang bersangkutan berada di bawah return minimal yang disyaratkan investor sehingga tidak layak untuk dibeli.

Kesimpulan hasil yang berbeda dengan hasil yang didapatkan dengan menggunakan *Sharpe's model* pada bagian sebelumnya, menurut Bodie, dkk (2006:563) wajar terjadi mengingat dasar konsep yang digunakan berbeda. *Sharpe's model* mendasarkan perhitungannya pada konsep CML, dimana portofolio diasumsikan tidak terdiversifikasi secara baik sehingga risiko yang relevan digunakan adalah standar deviasi. Sementara *Jensen's model* mendasarkan perhitungannya pada konsep SML, dimana portofolio diasumsikan terdiversifikasi secara baik sehingga risiko yang relevan adalah beta. Menurut Tandelilin (2001:329), pilihan investor terhadap model mana yang sebaiknya digunakan sebagai dasar keputusan investasi

harus dilandaskan pada persepsi yang benar tentang tingkat diversifikasi suatu portofolio.

Dalam hal ini, Fama (1970) memperkenalkan konsep pasar modal efisien sebagai tolak ukur untuk membantu mengetahui tingkat diversifikasi suatu portofolio di pasar modal. Dalam pasar modal yang memiliki kadar efisiensi tinggi (biasanya pasar modal di negara-negara maju), portofolio akan terdiversifikasi secara baik karena informasi di pasar terdistribusi dengan cepat dan merata kepada semua investor sehingga tidak ada kesempatan bagi investor tertentu untuk memperoleh return di atas normal. Dalam kondisi demikian, pasar akan berada pada kondisi seimbang dimana harga betul-betul mencerminkan nilai saham yang sebenarnya. Untuk itu, model Jensen yang mendasarkan perhitungannya pada kondisi pasar seimbang lebih cocok digunakan investor.

Berkaitan dengan itu, Namora pada tahun 2006 mendasarkan penelitiannya pada konsep pasar yang tidak efisien, dimana portofolio tidak terdiversifikasi secara baik, dan menggunakan standar deviasi sebagai tolak ukur risiko sebagai pengukur kinerja saham. Hasil penelitian Rofiq (2008) juga membuktikan bahwa kadar efisiensi pasar modal di Indonesia, yang diukur dengan GARCH (1,1), masih rendah sehingga

kemungkinan portofolio yang ada masih tidak terdiversifikasi secara baik. Untuk itu, kesimpulan hasil dari pengukuran kinerja berdasarkan *jensen's model* dan *sharpe's model* yang berbeda perlu disikapi investor sebagai bentuk dari variasi pilihan terhadap keputusan investor dalam berinvestasi.

Perbedaan hasil ini sendiri merupakan indikasi yang mengarah kepada ketidak-efisienan pasar modal. Itu karena dalam pasar modal yang efisien, pergerakan harga saham di pasar seharusnya mengikuti pergerakan saham secara keseluruhan yang diwakili IHSG. Dalam arti yang lain, beta yang merupakan sensitivitas saham terhadap pasar seharusnya memiliki nilai identik dengan standar deviasi yang merupakan volatilitas dari pergerakan saham sehingga kesimpulan yang didapatkan dari berbagai metode evaluasi akan menghasilkan kesimpulan yang kurang lebih sama. Kemungkinan lainnya yang menyebabkan perbedaan ini adalah *range data* penelitian yang kurang panjang dan penggunaan periode bulanan sehingga penggambaran pergerakan saham menjadi kurang baik.

Secara umum hasil penelitian ini memiliki kesamaan dengan hasil penelitian Fadillah Indra Tanjung (2005) yang juga

menghasilkan kesimpulan berbeda terhadap kinerja portofolio berdasarkan *sharpe's model* dan *jensen's model*.

Pada bagian ini secara umum juga ditemukan indikasi tidak-adanya hubungan antara periode IPO, kapitalisasi pasar dan kinerja saham yang diukur dengan *jensen's model*. Itu artinya, kapitalisasi pasar sebagai cerminan dari konsensus investor tidak selalu sejalan dengan kinerja saham.

c. ***Market Performance Berdasarkan Appraisal Ratio***

Appraisal ratio menghasilkan kesimpulan yang sama dengan *Jensen's model* dalam penentuan saham mana yang layak untuk dibeli atau tidak. *Appraisal ratio* memasukkan lima saham sebagai saham yang layak untuk dibeli, yang urutannya adalah SMGR, TINS, TLKM, ANTM dan PTBA, sedangkan keempat saham BUMN lainnya dikategorikan sebagai saham yang tidak layak untuk dimasukkan *portofolio*. Secara keseluruhan peringkat kinerja saham berdasarkan metode *appraisal ratio* tersaji dalam tabel 4.5.

Menurut Bodie, dkk (2006:563), *appraisal ratio* digunakan untuk mengukur imbal hasil abnormal per unit risiko yang secara prinsip dapat dihilangkan dengan memegang portofolio indeks pasar. Dalam arti yang lain, dalam kondisi pasar yang

seimbang dan memasukkan risiko spesifik yang merupakan risiko dari setiap jenis saham yang berbeda sebagai koreksi atas nilai *Jensen*, maka saham SMGR mampu menjanjikan imbal hasil abnormal yang lebih tinggi dibandingkan delapan saham lainnya. Sementara empat saham lainnya yang memiliki nilai negatif dianggap tidak mampu menjanjikan imbal hasil abnormal sesuai dengan ekspektasi investor.

Tabel 4.5
Peringkat Kinerja Saham Berdasarkan *Appraisal Ratio*

No	Saham	Appraisal Ratio	Keterangan
1	SMGR	2.611	Layak Beli
2	TINS	1.130	Layak Beli
3	TLKM	0.671	Layak Beli
4	ANTM	0.670	Layak Beli
5	PTBA	0.497	Layak Beli
6	ISAT	-0.068	Tidak Layak Beli
7	BBNI	-0.754	Tidak Layak Beli
8	KAEF	-1.560	Tidak Layak Beli
9	INAF	-1.757	Tidak Layak Beli
Appraisal ratio pasar		0.137	

Sumber: Pengolahan Data (tabel 4.2)

Secara umum, penilaian kinerja dengan model ini memiliki kesamaan dengan hasil penilaian dengan menggunakan *jensen's model* dalam menghasilkan saham-saham mana saja yang layak beli atau tidak. Tapi dalam peringkat kinerjanya, kedua model menghasilkan kesimpulan yang berbeda. Kesimpulan ini konsisten dengan penemuan Francis

(1991:668) yang menyatakan bahwa *jensen's model* dan *appraisal ratio* cenderung menghasilkan kesimpulan yang serupa.

Teori yang dikemukakan Tandelilin (2001:329) menyebutkan bahwa perbedaan hasil dari ketiga model tersebut akan sangat bergantung pada preferensi investor dalam menilai sebuah portofolio terdiversifikasi secara baik atau tidak. Menurut Tandelilin, salah satu yang dapat digunakan untuk mengestimasi potofolio telah terdiversifikasi secara baik atau tidak adalah dengan cara meregresikan return pasar terhadap return saham atau portofolio. Apabila return pasar berpengaruh secara signifikan dengan koefisien determinasi yang mendekati 1, maka portofolio sudah terdiversifikasi secara baik, sebaliknya apabila return pasar tidak berpengaruh secara signifikan dengan koefisien determinasi yang kecil, maka portofolio belum terdiversifikasi secara baik. Untuk itu, dalam kondisi seperti itu model yang paling relevan untuk digunakan untuk menilai kinerja saham adalah *sharpe's model* yang menggunakan standar deviasi sebagai patok duga terhadap risiko.

Hasil penelitian Rofiq (2008), menemukan bahwa return pasar tidak bisa menjelaskan return saham. Itu artinya, kaitannya dengan hasil penelitian *market performance* saham-saham BUMN menggunakan *sharpe's model*, *jensen's model* dan

appraisal ratio yang menghasilkan kesimpulan yang cenderung berbeda, maka penggunaan *sharpe's model* sebagai dasar penilaian saham lebih masuk akal dibandingkan kedua model lainnya.

Secara umum, pada bagian ini juga ditemukan indikasi tidak-adanya hubungan antara periode IPO, kapitalisasi pasar dan kinerja saham yang diukur dengan *appraisal ratio*. Itu artinya, kapitalisasi pasar sebagai cerminan dari konsensus investor tidak selalu sejalan dengan kinerja saham.

Meskipun ketiga metode penilaian kinerja saham tersebut sama-sama mendasarkan perhitungannya pada *risk-adjusted return*, namun ketiganya menghasilkan kesimpulan yang tidak serupa. Hal ini terjadi karena perbedaan tolak ukur risiko yang digunakan oleh ketiga model tersebut. Kemungkinan lain yang diduga menjadi penyebab perbedaan tersebut adalah karena *range data* yang kurang panjang dan periode data yang menggunakan data bulanan diamati secara kumulatif selama lima tahun berturut-turut, tidak secara pertahun. Dari sudut pandang investor, dasar keputusan investasi yang sebaiknya dijadikan acuan dari ketiga model tersebut adalah harus disesuaikan dengan preferensi investor terhadap kondisi pasar modal di Indonesia secara umum. Dalam hal ini, berdasarkan hasil-hasil penelitian terdahulu penggunaan

Sharpe's model sebagai dasar keputusan investasi relatif lebih masuk akal meskipun mengasumsikan variansi saham yang konstan.

2. Perbandingan *Market Performance Saham BUMN* dengan *Market Performance Pasar*

Tabel 4.2 juga menyajikan hasil perhitungan terhadap *market performance* pasar yang diwakili *Sharpe's model*, *Jensen's model* dan *appraisal ratio*. Nilai *Sharpe's model* pasar adalah 0,4437, *Jensen's model* adalah 0,0026 dan *appraisal ratio* adalah 0,1370.

Model pertama, yaitu *Sharpe's measure* menunjukkan bahwa dari kesembilan saham BUMN yang dijadikan sampel tidak ada yang nilai *Sharpe*-nya melebihi nilai *Sharpe* pasar (*outperform*). Artinya, kesembilan saham tersebut jika ditinjau dari kinerjanya berdasarkan *Sharpe's model* kalah unggul dibandingkan *Sharpe's model* pasar. Dalam arti yang lain, dengan asumsi bahwa seluruh portofolio atau saham di bursa belum terdiversifikasikan secara baik, maka kinerja saham secara keseluruhan yang diwakili IHSG lebih unggul dibandingkan dengan kinerja kesembilan saham BUMN tersebut.

Model kedua, yaitu *Jensen's model*, seperti sebelumnya menghasilkan kesimpulan berbeda dengan *Sharpe's model*. Kelima saham yang oleh *Jensen's model* dikategorikan layak untuk dibeli

memiliki nilai Jensen yang lebih tinggi dibandingkan nilai *Jensen* pasar. Ini artinya, dengan menggunakan tolak ukur beta sebagai ukuran risiko, maka kelima saham tersebut lebih unggul dibandingkan nilai *Jensen* pasarnya.

Model ketiga, yaitu *appraisal ratio* menghasilkan kesimpulan yang juga berbeda dengan *Sharpe's model* namun sama dengan *Jensen's model*. Kelima saham BUMN yang sebelumnya dikategorikan sebagai saham yang layak untuk dibeli memiliki nilai *appraisal ratio* yang lebih tinggi dibandingkan *appraisal ratio* pasarnya. Ini artinya bahwa dengan menambahkan risiko berupa *variance of error* dari saham, kelima saham tersebut lebih unggul dibandingkan *appraisal ratio* pasar yang diwakili IHSG.

Hasil penilaian dengan *sharpe's model* konsisten dengan hasil penelitian Rofiq (2008) yang berdasarkan *sharpe's model* juga menemukan bahwa beberapa saham BUMN yang diikutkan dalam sampel penelitiannya memiliki kinerja di bawah pasar. Perbedaan hasil penilaian melalui ketiga model ini setidaknya juga diakui oleh Bodie, dkk (2006:563), sebagai fenomena yang wajar terjadi mengingat informasi di pasar modal sangat banyak dan beragam sifatnya dan perilaku investor berbeda-beda dalam merespon informasi tersebut.

3. Nilai Saham BUMN

Jika pada bagian sebelumnya penilaian kinerja saham didasarkan pada model yang mendasarkan perhitungannya pada acuan *return* dan risiko, maka pada bagian ini penilaian terhadap saham didasarkan pada teori *Securities Market Line* (SML). Menurut Bodie, Dkk., (2006:222), sebuah saham dihargai dengan benar apabila *return* yang diharapkan atau *return* rata-rata masa lalu (*expected return*) sama dengan *return* yang disyaratkan melalui metode CAPM. Apabila *expected return* lebih besar dari CAPM-nya, maka saham *undervalued*, sebaliknya apabila *expected return* lebih kecil dari CAPM-nya maka saham *overvalued*.

Tabel 4.5 menyajikan nilai saham BUMN yang dijadikan sampel. Sejalan dengan kesimpulan yang didapat dari *Sharpe's model*, *Jensen's model* dan *appraisal ratio*, maka dalam tabel 4.5 terlihat bahwa tidak semua saham BUMN yang dijadikan sampel harga sahamnya dihargai terlalu murah (*undervalued*). Dari kesembilan saham sampel, hanya lima saham diantaranya yang memiliki nilai *undervalued* atau harganya dihargai terlalu rendah oleh pasar. Sementara keempat saham BUMN lainnya *overvalued* atau harganya dihargai terlalu mahal oleh pasar. Dalam konteks pemilihan saham, maka hanya saham-saham yang *undervalued*-lah

yang layak untuk dibeli dan dimasukkan ke dalam *portofolio* investasi.

Tabel 4.6
Nilai Saham BUMN

Keterangan	Emiten									
	ANTM	BNI	INAF	ISAT	KAEF	PTBA	SMGR	TINS	TLKM	IHSG
Expected Return	0.061	0.012	-0.001	0.031	0.013	0.057	0.037	0.081	0.032	0.0331
Required Return (CAPM)	0.040	0.035	0.031	0.032	0.025	0.036	0.024	0.032	0.029	0.0327
Nilai Saham	Under	Over	Over	Over	Over	Under	Under	Under	Under	Under

Sumber: Pengolahan Data

Berkaitan dengan hasil penilaian pada bagian sebelumnya, maka hasil penilaian terhadap nilai saham ini konsisten dengan kesimpulan yang didapat dari penilaian kinerja saham menggunakan *Jensen's model* dan *appraisal ratio*, dimana diantara kesembilan saham BUMN yang dijadikan sampel, hanya terdapat lima saham yang layak untuk dibeli atau dengan kata lain berkinerja baik.

Secara umum, dari pengamatan nilai saham ini ditemukan adanya hubungan yang searah antara nilai saham dengan penilaian kinerja yang menggunakan *Jensen's model* dan *appraisal ratio*. Sementara *Sharpe's model* menghasilkan kesimpulan yang tidak sejajar dengan hasil penilaian terhadap nilai saham. Ketidakejajaran hasil penilaian saham menggunakan *sharpe's model*

dengan nilai saham menggunakan teori SML ini juga ditemukan oleh Rofiq (2008) dalam penelitiannya.

Hasil pengamatan secara keseluruhan dengan memprioritaskan saham-saham yang layak beli berdasarkan ketiga model tersebut dan penilaian saham berdasarkan teori *Securities Market Line (SML)*, mendapati bahwa dari kesembilan saham BUMN yang dijadikan sampel dalam penelitian ini, hanya terdapat lima saham yang berkinerja baik dan sahamnya layak untuk dibeli. Hal tersebut menunjukkan bahwa tidak semua saham yang berstatus Badan Usaha Milik Negara (BUMN) berkinerja baik ataupun buruk, seperti yang dipersepsikan sebagian kalangan. Hal ini terbukti dengan ikut merosot tajamnya harga saham-saham BUMN seiring dengan merosotnya harga saham lain pada pertengahan September-Oktober 2008 akibat krisis finansial global yang bersumber dari Amerika. Ini mengindikasikan perilaku investor yang tidak selalu mendasarkan keputusan investasinya pada kondisi fundamental perusahaan, tetapi lebih kepada sentimen yang terjadi di pasar.

Sebagai sebuah surat berharga yang perdagangannya menggunakan sistem online yang transparan dan global, saham tidak terlepas dari pengaruh pergerakan dan pola-pola yang terjadi di pasar. Karena itu, mendasarkan keputusan investasi saham dengan hanya melihat status kepemilikan perusahaan tidak sepenuhnya akurat dan

mampu menghasilkan *return* yang optimal dengan risiko minimal. Dalam jangka panjang, dibandingkan perusahaan swasta lainnya, BUMN memang memiliki risiko likuiditas yang lebih kecil mengingat status kepemilikannya yang didominasi Pemerintah. Namun keputusan investasi harus tetap didasarkan pada perencanaan dan proses estimasi yang matang. Dalam Al-Qur'an Surat Al-Isra' Ayat 36 Allah berfirman:

وَلَا تَقْفُ مَا لَيْسَ لَكَ بِهِ عِلْمٌ إِنَّ السَّمْعَ وَالْبَصَرَ وَالْفُؤَادَ كُلُّ أُولَئِكَ كَانَ
عَنْهُ مَسْئُولًا ﴿٣٦﴾

Artinya: " Janganlah kamu mengikuti apa yang kamu tidak mempunyai pengetahuan tentangnya. Sesungguhnya pendengaranmu, penglihatanmu, dan mata hatimu semua itu akan dimintai pertanggungjawabannya." (QS. 17: 36)

Dalam hal ini, investor harus tetap rasional mendasarkan keputusan jual beli saham dengan mempertimbangkan kinerja saham yang bersangkutan, terlepas perusahaan yang menerbitkan saham tersebut berstatus BUMN atau tidak. Dengan begitu, kita bisa mereduksi keterjebakan pada *ghrarrar* dan spekulasi berbisnis yang notabene-nya dilarang oleh agama.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini merupakan bab penutup dimana seluruh hasil perhitungan dan analisis data pada bab-bab terdahulu dirangkum sebagai suatu kesimpulan. Saran-saran diberikan sebagai solusi dan kemungkinan pengembangan lebih lanjut dari hasil penelitian ini.

A. Kesimpulan

Beberapa kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil analisis terhadap *market performance* atau kinerja saham-saham BUMN di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2003-2007 adalah sebagai berikut:

1. Diukur menggunakan *Sharpe's model*, terdapat satu saham yang berkinerja tidak baik dengan nilai *sharpe* negatif yaitu INAF. Sementara delapan saham lainnya berkategori baik dengan nilai *sharpe* positif. Diukur menggunakan *Jensen's model* dan *appraisal ratio*, terdapat lima saham yang berkinerja baik dan empat lainnya berkinerja tidak baik.
2. Diukur menggunakan *Sharpe's model*, dari kesembilan saham BUMN tidak ada yang *market performance*-nya melebihi pasar. Sementara diukur menggunakan *jensen's model* dan *appraisal ratio*, terdapat lima saham yang *market performanance*-nya di atas pasar,

yaitu TINS, ANTM, PTBA, SMGR dan TLKM. Sementara empat saham lainnya, yaitu BBNI, INAF, ISAT dan KAEF memiliki *market performance* di bawah pasar. *Market performance* tertinggi menggunakan *Sharpe's model* adalah saham ANTM, sedangkan menggunakan *Jensen's model* adalah saham TINS, dan menggunakan *Appraisal ratio* adalah saham SMGR. Sementara INAF adalah saham dengan *market performance* terendah dengan menggunakan ketiga model.

3. Penilaian terhadap nilai saham menghasilkan lima saham BUMN yang *undervalued*, yaitu TINS, ANTM, PTBA, SMGR dan TLKM. Sementara empat saham lainnya *overvalued*, yaitu BBNI, INAF, ISAT dan KAEF.

Secara umum, hasil penelitian menemukan adanya indikasi hubungan yang tidak searah antara hasil penilaian dengan *sharpe's measure* dengan nilai saham. Ini sejalan dengan hasil penelitian Rofiq (2008) yang juga menemukan hasil yang serupa. Sementara indikasi hubungan yang searah dengan nilai saham ditemukan pada penilaian kinerja menggunakan *Jensen's model* dan *appraisal ratio*.

B. Saran

Saran-saran yang dapat diberikan berkaitan dengan hasil analisis dan pembahasan pada penelitian ini adalah:

1. Dalam penelitian selanjutnya, disarankan agar peneliti menggunakan *time-frame* penelitian yang lebih lama. Selain itu, untuk melihat secara komprehensif, kinerja saham BUMN di Bursa Efek Indonesia (BEI) disarankan juga untuk mempertimbangkan penilaian terhadap karakteristik keuangan serta menggunakan metode penelitian yang memungkinkan untuk mengikutkan keseluruhan populasi.
2. Secara keseluruhan, hasil pengamatan menemukan bahwa status perusahaan BUMN tidak semata menjadi jaminan kinerja yang baik bagi saham. Untuk itu, disarankan bagi para investor untuk secara rasional memilih saham bagi *portofolionya* dengan melakukan penilaian-penilaian tertentu tanpa terpengaruh secara berlebihan pada status perusahaan yang BUMN atau tidak.

DAFTAR PUSTAKA

- Antonio, Muhammad Syafi'i, 2001, *Bank Syariah: Dari Teori ke Praktek*, Gema Insani Press, Jakarta
- Badan Pengawas Pasar Modal, 2004, *Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia*, www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/kajian_pm/studi_pm_syariah.pdf, diakses 13 Mei 2008
- _____, 2007, *Statistik Pasar Modal*, www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/statistik_pm/2007/2007_XII_4.pdf, diakses 15 Mei 2008
- Bodie, Zvi et. All, 2005, *Investment*, th6 Edition, McGraw-Hill Companies, Inc., Dalimunthe, Zuliani (penerjemah), 2006, *Investasi*, Buku 2. Edisi 6, Salemba Empat, Jakarta
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin, 2001, *Pasar Modal di Indonesia (Pendekatan Tanya Jawab)*, Salemba Empat, Jakarta
- Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI (DSN-MUI) Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 tanggal 4 Oktober 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal
- Francis, Jack Clark, 1991, *Investment: Analysis and Management*, 5th edition, MCGraw-Hill. Inc, Singapore
- Halim, Abdul, 2005, *Analisis Investasi*, Salemba Empat, Jakarta
- Hasan, Ali, 2003, *Berbagai Macam Transaksi Dalam Islam; Fiqh Muamalah*, Cetakan 1. Rajawali Pers, Jakarta
- Husnan, Suad, 2001, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi 3, Cet. 2, AMP-YKPN, Yogyakarta
- _____, 2004, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi 1, Cet. 2, AMP-YKPN, Yogyakarta
- Jogiyanto, 2003, *Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ke-3, Cet. I, BPFE, Yogyakarta

- Laksmiana, Indra, 2003, *Analisis kinerja reksadana saham dengan menggunakan metode Sharpe dan Jensen untuk periode 1999 sampai 2002*, Tesis Program Pascasarjana Universitas Indonesia Jakarta. <http://digilib.mmui.edu/gdl.php?mod=browse&op=read&id=jkptmmui-gdl-s2-2003-indra-1935-stocks>, diakses tanggal 11 Mei 2008
- Nasarudin, Irsan dan Indra Surya, 2007, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Cet. IV, Kencana, Jakarta
- Namora, 2006, *Perbandingan Market Performance dan Karakteristik Keuangan Perusahaan Sektor Aneka Industri*. Tesis Program Pascasarjana Universitas Pelita Harapan Jakarta, www.geocities.com/namora_id/files/Tesis-Namora-19040012.pdf, diakses 11 Mei 2008
- Peraturan Pemerintah Nomor 6 Tahun 2000 tentang Perusahaan Jawatan (PERJAN)
- Radcliffe, Robert C., 1997, *Investment Concepts, Analysis Strategy*, 5th Ed, Addison-Wesley Education Publishers Inc.
- Rusdin, 2006, *Pasar Modal*, Alfabeta, Bandung
- Rofiq, Abdur, 2008, *Studi Komparatif terhadap Kinerja Saham Syariah di Indonesia dan Malaysia*, Skripsi Program S1 Fakultas Ekonomi UIN Malang, tidak dipublikasikan
- Samsul, Mohamad, 2006, *Pasar Modal dengan Manajemen Portofolio*. Erlangga, Surabaya
- Santoso, Imam, 2003, *Fiqh Muamalah*, Cetakan 1, Pustaka Tarbiatuna, Jakarta
- Sekaran, Uma, 2006, *Metodologi Penelitian untuk Bisnis*, Jilid 2, Salemba Empat, Jakarta
- Suryabrata, Sumadi, 2005, *Metodologi Penelitian*, PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta
- Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, BPFE, Yogyakarta

Tandjung, Fadillah Indra, 2005, *Analisis kinerja reksa dana pendapatan tetap di Indonesia pada periode 1999 - 2005 dengan menggunakan metode Sharp, Treynor, Jensen*, Tesis Program Pascasarjana Universitas Indonesia Jakarta, http://digilib.mmui.edu/gdl.php?mod=browse&op=read&id=jkptmmui-gdl-s2-2005_fadillahi3815&q=Analisis%20kinerja%20reksa%20dana%20pendapatan%20tetap%20di%20Indonesia%20pada%20periode%201999%20%202005%20dengan%20menggunakan%20metode%20Sharp,%20Treynor,%20Jensen, diakses 11 Mei 2008

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara (BUMN)

Wikipedia Indonesia, 2008, *Badan Usaha Milik Negara*, <http://id.wikipedia.org/wiki/BUMN>, diakses 11 Mei 2008

Yana, Hendra, 2008, *Privatisasi BUMN dalam Perspektif Kepemilikan Ekonomi Islam*, <http://raisarkan.blogspot.com/2008/01/privatisasi-bumn-dalam-perspektif.html>, diakses 21 Agustus 2008.

Lampiran 1

Harga Saham BUMN Sampel dan IHSG Januari 2003-Desember 2007

No	Bulan	Emiten									
		ANTM	BBNI	INAF	ISAT	KAEF	PTBA	SMGR	TINS	TLKM	IHSG
1	Jan-03	700	95	215	7,350	155	550	7,400	435	3,375	388.44
2	Feb-03	800	100	215	7,850	175	550	7,300	700	3,575	399.22
3	Mar-03	800	95	205	7,600	165	550	7,450	600	3,625	398.00
4	Apr-03	725	100	230	8,700	205	575	7,700	700	4,100	435.04
5	May-03	825	135	230	9,350	210	550	7,900	750	4,675	494.78
6	Jun-03	825	195	180	8,800	190	575	7,650	700	4,625	497.81
7	Jul-03	825	160	170	8,450	190	550	7,000	800	4,400	508.70
8	Aug-03	850	145	160	8,100	190	500	7,950	900	4,575	530.86
9	Sep-03	1,050	140	180	9,400	205	550	9,450	1,100	5,700	599.84
10	Oct-03	1,150	110	180	11,950	205	575	8,400	1,550	6,000	629.05
11	Nov-03	1,225	105	170	11,500	195	625	8,200	1,550	6,150	617.08
12	Dec-03	1,925	1,300	170	15,000	210	875	7,850	2,550	6,750	679.30
13	Jan-04	1,500	1,275	180	16,150	210	825	9,050	2,325	7,550	752.93
14	Feb-04	1,500	1,250	175	18,250	205	800	8,900	2,325	7,300	761.08
15	Mar-04	1,225	1,150	160	3,850	180	775	9,800	2,350	7,000	735.67
16	Apr-04	1,200	1,300	160	3,975	185	825	9,850	2,325	8,050	783.41
17	May-04	1,075	1,125	100	4,000	160	750	9,200	1,925	7,400	733.99
18	Jun-04	1,250	1,075	70	4,025	150	675	8,000	1,700	7,400	732.40
19	Jul-04	1,225	1,075	75	4,125	150	725	8,200	2,050	7,750	756.98
20	Aug-04	1,250	1,125	75	4,200	150	775	10,000	2,125	7,650	746.76
21	Sep-04	1,375	1,300	105	4,225	165	850	10,000	2,025	4,150	819.82
22	Oct-04	1,500	1,350	110	4,725	200	925	11,350	2,075	4,350	860.35
23	Nov-04	1,775	1,625	150	5,750	210	1,425	12,850	2,175	5,000	977.77
24	Dec-04	1,725	1,675	170	5,750	205	1,525	18,500	2,075	4,825	1000.23
25	Jan-05	1,820	1,640	165	5,700	200	1,650	18,400	2,050	4,800	1045.44
26	Feb-05	2,150	1,680	175	5,250	215	1,660	17,800	2,075	4,425	1073.83
27	Mar-05	2,250	1,720	160	4,875	200	1,520	16,550	2,100	4,475	1080.17
28	Apr-05	2,125	1,580	125	4,325	185	1,550	15,900	2,000	4,275	1080.17
29	May-05	2,350	1,680	130	4,950	185	1,560	16,100	2,300	4,650	1088.17
30	Jun-05	2,400	1,690	115	5,500	185	1,590	19,200	2,200	5,000	1122.37
31	Jul-05	2,425	1,640	140	5,800	180	1,570	19,900	2,125	5,550	1182.30
32	Aug-05	2,250	1,380	105	5,300	140	1,740	15,700	1,760	5,150	1050.09
33	Sep-05	2,725	1,560	125	5,300	130	1,630	18,200	1,720	5,350	1079.27
34	Oct-05	2,575	1,330	115	4,875	135	1,780	18,700	1,640	5,000	1058.26
35	Nov-05	2,850	1,190	115	5,350	150	1,690	17,900	1,720	5,500	1017.73
36	Dec-05	3,575	1,280	115	5,550	145	1,800	17,800	1,820	5,900	1162.63
37	Jan-06	4,275	1,300	110	5,800	150	1,960	19,500	1,920	6,300	1229.70
38	Feb-06	4,025	1,230	110	5,250	155	2,050	23,250	2,050	6,200	1216.14
39	Mar-06	4,350	1,280	115	5,150	165	2,050	25,500	2,025	6,900	1322.97

Lampiran 1

40	Apr-06	5,750	1,360	110	5,400	160	3,000	27,400	2,425	7,550	1464.40
41	May-06	4,450	1,220	115	5,000	155	3,350	22,100	1,930	7,050	1330.00
42	Jun-06	4,625	1,130	110	4,275	150	3,150	23,800	1,740	7,350	1310.26
43	Jul-06	5,200	1,100	105	4,275	135	3,275	25,450	1,740	7,450	1351.65
44	Aug-06	5,400	1,310	95	4,400	140	3,400	25,350	1,740	7,900	1444.49
45	Sep-06	5,500	2,375	105	5,150	140	3,375	27,100	1,770	8,450	1534.62
46	Oct-06	6,950	2,375	100	5,200	140	3,450	29,100	2,400	8,400	1582.63
47	Nov-06	7,550	1,980	95	5,750	150	6,500	32,000	2,300	9,900	1718.96
48	Dec-06	8,000	1,870	100	6,750	165	3,525	36,300	4,425	10,100	1805.52
49	Jan-07	7,800	1,820	133	6,000	160	3,125	38,000	7,850	9,450	1757.26
50	Feb-07	9,100	1,750	140	5,900	161	3,300	38,600	9,600	8,900	1740.97
51	Mar-07	11,850	1,760	157	6,250	165	3,450	39,800	11,850	9,850	1830.92
52	Apr-07	15,600	2,200	148	6,800	172	3,900	38,400	11,950	10,500	2019.68
53	May-07	14,000	2,500	190	6,750	197	5,250	43,250	11,650	9,550	2055.40
54	Jun-07	12,550	2,475	260	6,500	355	6,550	51,600	12,150	9,850	2139.28
55	Jul-07	2,700	2,475	245	7,250	375	6,650	52,500	14,100	11,200	2348.67
56	Aug-07	2,250	1,950	210	7,200	330	5,750	4,950	12,300	10,850	2194.34
57	Sep-07	2,775	2,000	215	7,700	330	6,550	4,950	13,250	11,000	2359.21
58	Oct-07	3,350	1,990	200	8,700	325	9,050	6,200	19,500	10,750	2673.49
59	Nov-07	4,675	1,840	206	8,300	305	12,100	5,950	25,000	10,150	2688.33
60	Dec-07	4,475	1,970	205	8,650	305	12,000	5,600	28,700	10,150	2745.83

Lampiran 3

Return Individual Saham BUMN Sampel Januari 2003-Desember 2007

8	Bulan	Emiten									
		ANTM	BBNI	INAF	ISAT	KAEF	PTBA	SMGR	TINS	TLKM	IHSG
1	Jan-03										
2	Feb-03	0.143	0.053	0.000	0.068	0.129	0.000	-0.014	0.609	0.059	0.028
3	Mar-03	0.000	-0.050	-0.047	-0.032	-0.057	0.000	0.021	-0.143	0.014	-0.003
4	Apr-03	-0.094	0.053	0.122	0.145	0.242	0.045	0.034	0.167	0.131	0.093
5	May-03	0.138	0.350	0.000	0.075	0.024	0.029	0.026	0.071	0.140	0.137
6	Jun-03	0.000	0.444	-0.217	-0.059	-0.086	0.045	-0.032	0.021	0.060	0.006
7	Jul-03	0.000	-0.179	-0.056	-0.040	0.000	-0.043	-0.070	0.143	-0.049	0.022
8	Aug-03	0.072	-0.094	-0.059	-0.024	0.000	-0.091	0.136	0.125	0.040	0.044
9	Sep-03	0.235	-0.034	0.125	0.160	0.079	0.100	0.189	0.222	0.246	0.130
10	Oct-03	0.095	-0.214	0.000	0.271	0.000	0.045	-0.093	0.409	0.053	0.049
11	Nov-03	0.065	0.012	-0.056	-0.038	-0.049	0.087	-0.024	0.000	0.025	-0.019
12	Dec-03	0.571	0.000	0.000	0.304	0.077	0.400	-0.043	0.645	0.098	0.101
13	Jan-04	-0.221	-0.019	0.059	0.077	0.000	-0.057	0.153	-0.088	0.119	0.108
14	Feb-04	0.000	-0.020	-0.028	0.130	-0.024	-0.030	-0.017	0.000	-0.033	0.011
15	Mar-04	-0.183	-0.080	-0.086	0.000	-0.122	-0.031	0.101	0.011	-0.041	-0.033
16	Apr-04	-0.020	0.130	0.000	0.032	0.028	0.065	0.005	-0.011	0.150	0.065
17	May-04	-0.104	-0.135	-0.375	0.006	-0.135	-0.091	-0.066	-0.146	-0.081	-0.063
18	Jun-04	0.199	-0.044	-0.300	0.006	-0.043	-0.023	-0.130	-0.082	0.000	-0.002
19	Jul-04	-0.020	0.022	0.071	0.061	0.000	0.074	0.025	0.206	0.047	0.034

Lampiran 3

20	Aug-04	0.020	0.047	0.000	0.018	0.000	0.069	0.241	0.037	-0.013	-0.014
21	Sep-04	0.100	0.156	0.400	0.006	0.100	0.097	0.000	-0.047	0.000	0.098
22	Oct-04	0.091	0.038	0.048	0.118	0.212	0.088	0.135	0.025	0.048	0.049
23	Nov-04	0.183	0.204	0.364	0.217	0.050	0.541	0.132	0.048	0.149	0.136
24	Dec-04	-0.028	0.031	0.133	0.000	-0.024	0.074	0.440	-0.046	-0.035	0.023
25	Jan-05	0.066	-0.021	-0.029	-0.009	-0.024	0.082	0.003	-0.012	-0.004	0.045
26	Feb-05	0.181	0.024	0.061	-0.079	0.075	0.006	-0.033	0.012	-0.078	0.027
27	Mar-05	0.047	0.024	-0.086	-0.071	-0.070	-0.084	-0.070	0.012	0.011	0.006
28	Apr-05	-0.056	-0.081	-0.219	-0.113	-0.075	0.020	-0.039	-0.048	-0.045	0.000
29	May-05	0.106	0.063	0.040	0.145	0.000	0.006	0.013	0.150	0.088	0.007
30	Jun-05	0.076	0.006	-0.115	0.111	0.023	0.019	0.193	-0.043	0.075	0.031
31	Jul-05	0.010	0.040	0.217	0.083	-0.027	0.042	0.036	0.040	0.110	0.053
32	Aug-05	-0.072	-0.159	-0.250	-0.086	-0.222	0.108	-0.198	-0.172	-0.046	-0.112
33	Sep-05	0.211	0.130	0.190	0.000	-0.071	-0.063	0.159	-0.023	0.039	0.028
34	Oct-05	-0.055	-0.147	-0.080	-0.080	0.038	0.092	0.027	-0.047	-0.065	-0.019
35	Nov-05	0.107	-0.105	0.000	0.097	0.111	-0.051	-0.043	0.049	0.100	-0.038
36	Dec-05	0.254	0.076	0.000	0.037	-0.033	0.065	-0.006	0.058	0.073	0.142
37	Jan-06	0.196	0.016	-0.043	0.045	0.034	0.089	0.096	0.055	0.068	0.058
38	Feb-06	-0.058	-0.054	0.000	-0.095	0.033	0.046	0.192	0.068	-0.016	-0.011
39	Mar-06	0.081	0.041	0.045	-0.019	0.065	0.000	0.097	-0.012	0.113	0.088
40	Apr-06	0.322	0.063	-0.043	0.049	-0.030	0.463	0.075	0.198	0.094	0.107
41	May-06	-0.226	-0.103	0.045	-0.074	-0.031	0.117	-0.193	-0.204	-0.066	-0.092
42	Jun-06	0.039	-0.074	-0.043	-0.145	-0.014	-0.029	0.077	-0.046	0.043	-0.015
43	Jul-06	0.157	0.021	-0.045	0.000	-0.100	0.040	0.069	0.000	0.014	0.032

Lampiran 3

44	Aug-06	0.038	0.191	-0.095	0.064	0.037	0.038	0.013	0.000	0.090	0.069
45	Sep-06	0.019	0.813	0.105	0.170	0.000	-0.007	0.069	0.017	0.070	0.062
46	Oct-06	0.264	0.000	-0.048	0.010	0.000	0.022	0.074	0.356	-0.006	0.031
47	Nov-06	0.086	-0.166	-0.050	0.106	0.071	0.884	0.100	-0.042	0.179	0.086
48	Dec-06	0.060	-0.056	0.053	0.174	0.100	-0.458	0.134	0.924	0.020	0.050
49	Jan-07	-0.025	-0.027	0.330	-0.111	-0.030	-0.113	0.047	0.774	-0.060	-0.027
50	Feb-07	0.167	-0.038	0.053	-0.017	0.006	0.056	0.016	0.223	-0.058	-0.009
51	Mar-07	0.302	0.006	0.121	0.059	0.025	0.045	0.031	0.234	0.107	0.052
52	Apr-07	0.316	0.250	-0.057	0.088	0.042	0.130	-0.035	0.008	0.066	0.103
53	May-07	-0.103	0.136	0.284	-0.007	0.145	0.346	0.126	0.160	-0.090	0.018
54	Jun-07	-0.104	-0.010	0.368	-0.037	0.802	0.268	0.193	0.043	0.031	0.041
55	Jul-07	0.000	0.029	-0.058	0.135	0.063	0.015	0.039	0.160	0.137	0.098
56	Aug-07	-0.167	-0.212	-0.143	-0.007	-0.120	-0.135	0.000	-0.128	-0.009	-0.066
57	Sep-07	0.233	0.026	0.024	0.069	0.000	0.139	0.000	0.077	0.014	0.075
58	Oct-07	0.207	-0.005	-0.070	0.130	-0.015	0.382	0.253	0.472	-0.023	0.133
59	Nov-07	0.396	-0.075	0.030	-0.046	-0.062	0.337	-0.040	0.282	-0.056	0.006
60	Dec-07	-0.043	0.071	-0.005	0.042	0.000	-0.008	-0.059	0.148	0.005	0.021

Lampiran 4

Tingkat Bunga SBI 1 bulanan menggunakan rata-rata geometrik

Bulan	SBI	SBI/Mth	Decimal	Relative Rate (Decimal+1)
Jan-03	12.69	1.0575	0.0106	1.0106
Feb-03	12.24	1.0200	0.0102	1.0102
Mar-03	11.40	0.9500	0.0095	1.0095
Apr-03	11.06	0.9217	0.0092	1.0092
May-03	10.44	0.8700	0.0087	1.0087
Jun-03	9.53	0.7942	0.0079	1.0079
Jul-03	9.10	0.7583	0.0076	1.0076
Aug-03	9.10	0.7583	0.0076	1.0076
Sep-03	8.66	0.7217	0.0072	1.0072
Oct-03	8.48	0.7067	0.0071	1.0071
Nov-03	8.48	0.7067	0.0071	1.0071
Dec-03	8.31	0.6925	0.0069	1.0069
Jan-04	7.86	0.6550	0.0066	1.0066
Feb-04	7.48	0.6233	0.0062	1.0062
Mar-04	7.42	0.6183	0.0062	1.0062
Apr-04	7.33	0.6108	0.0061	1.0061
May-04	7.32	0.6100	0.0061	1.0061
Jun-04	7.34	0.6117	0.0061	1.0061
Jul-04	7.36	0.6133	0.0061	1.0061
Aug-04	7.37	0.6142	0.0061	1.0061
Sep-04	7.39	0.6158	0.0062	1.0062
Oct-04	7.41	0.6175	0.0062	1.0062
Nov-04	7.41	0.6175	0.0062	1.0062
Dec-04	7.43	0.6192	0.0062	1.0062
Jan-05	7.42	0.6183	0.0062	1.0062
Feb-05	7.43	0.6192	0.0062	1.0062
Mar-05	7.44	0.6200	0.0062	1.0062
Apr-05	7.70	0.6417	0.0064	1.0064
May-05	7.95	0.6625	0.0066	1.0066
Jun-05	8.25	0.6875	0.0069	1.0069
Jul-05	8.49	0.7075	0.0071	1.0071
Aug-05	9.51	0.7925	0.0079	1.0079
Sep-05	10.00	0.8333	0.0083	1.0083
Oct-05	11.00	0.9167	0.0092	1.0092
Nov-05	12.25	1.0208	0.0102	1.0102

Lampiran 4

Dec-05	12.75	1.0625	0.0106	1.0106
Jan-06	12.75	1.0625	0.0106	1.0106
Feb-06	12.74	1.0617	0.0106	1.0106
Mar-06	12.73	1.0608	0.0106	1.0106
Apr-06	12.74	1.0617	0.0106	1.0106
May-06	12.50	1.0417	0.0104	1.0104
Jun-06	12.50	1.0417	0.0104	1.0104
Jul-06	12.25	1.0208	0.0102	1.0102
Aug-06	11.75	0.9792	0.0098	1.0098
Sep-06	11.25	0.9375	0.0094	1.0094
Oct-06	10.75	0.8958	0.0090	1.0090
Nov-06	10.25	0.8542	0.0085	1.0085
Dec-06	9.75	0.8125	0.0081	1.0081
Jan-07	9.50	0.7917	0.0079	1.0079
Feb-07	9.25	0.7708	0.0077	1.0077
Mar-07	9.00	0.7500	0.0075	1.0075
Apr-07	9.00	0.7500	0.0075	1.0075
May-07	8.75	0.7292	0.0073	1.0073
Jun-07	8.50	0.7083	0.0071	1.0071
Jul-07	8.25	0.6875	0.0069	1.0069
Aug-07	8.25	0.6875	0.0069	1.0069
Sep-07	8.25	0.6875	0.0069	1.0069
Oct-07	8.25	0.6875	0.0069	1.0069
Nov-07	8.25	0.6875	0.0069	1.0069
Dec-07	8.00	0.6667	0.0067	1.0067
$\{(Rf1+1)(Rf2+1)\dots(Rfn+1)\}$				1.597
$\{(Rf1+1)(Rf2+1)\dots(Rfn+1)\}^{1/n}$				1.008
$\{(Rf1+1)(Rf2+1)\dots(Rfn+1)\}^{1/n - 1}$				0.008

Lampiran 5

Return Relatif Saham BUMN Sampel Januari 2003-Desember 2007

No	Bulan	Emiten									
		ANTM	BBNI	INAF	ISAT	KAEF	PTBA	SMGR	TINS	TLKM	IHSG
1	Jan-03										
2	Feb-03	1.143	1.053	1.000	1.068	1.129	1.000	0.986	1.609	1.059	1.028
3	Mar-03	1.000	0.950	0.953	0.968	0.943	1.000	1.021	0.857	1.014	0.997
4	Apr-03	0.906	1.053	1.122	1.145	1.242	1.045	1.034	1.167	1.131	1.093
5	May-03	1.138	1.350	1.000	1.075	1.024	1.029	1.026	1.071	1.140	1.137
6	Jun-03	1.000	1.444	0.783	0.941	0.914	1.045	0.968	1.021	1.060	1.006
7	Jul-03	1.000	0.821	0.944	0.960	1.000	0.957	0.930	1.143	0.951	1.022
8	Aug-03	1.072	0.906	0.941	0.976	1.000	0.909	1.136	1.125	1.040	1.044
9	Sep-03	1.235	0.966	1.125	1.160	1.079	1.100	1.189	1.222	1.246	1.130
10	Oct-03	1.095	0.786	1.000	1.271	1.000	1.045	0.907	1.409	1.053	1.049
11	Nov-03	1.065	1.012	0.944	0.962	0.951	1.087	0.976	1.000	1.025	0.981
12	Dec-03	1.571	1.000	1.000	1.304	1.077	1.400	0.957	1.645	1.098	1.101
13	Jan-04	0.779	0.981	1.059	1.077	1.000	0.943	1.153	0.912	1.119	1.108
14	Feb-04	1.000	0.980	0.972	1.130	0.976	0.970	0.983	1.000	0.967	1.011
15	Mar-04	0.817	0.920	0.914	1.000	0.878	0.969	1.101	1.011	0.959	0.967
16	Apr-04	0.980	1.130	1.000	1.032	1.028	1.065	1.005	0.989	1.150	1.065
17	May-04	0.896	0.865	0.625	1.006	0.865	0.909	0.934	0.854	0.919	0.937

Lampiran 5

18	Jun-04	1.199	0.956	0.700	1.006	0.957	0.977	0.870	0.918	1.000	0.998
19	Jul-04	0.980	1.022	1.071	1.061	1.000	1.074	1.025	1.206	1.047	1.034
20	Aug-04	1.020	1.047	1.000	1.018	1.000	1.069	1.241	1.037	0.987	0.986
21	Sep-04	1.100	1.156	1.400	1.006	1.100	1.097	1.000	0.953	1.000	1.098
22	Oct-04	1.091	1.038	1.048	1.118	1.212	1.088	1.135	1.025	1.048	1.049
23	Nov-04	1.183	1.204	1.364	1.217	1.050	1.541	1.132	1.048	1.149	1.136
24	Dec-04	0.972	1.031	1.133	1.000	0.976	1.074	1.440	0.954	0.965	1.023
25	Jan-05	1.066	0.979	0.971	0.991	0.976	1.082	1.003	0.988	0.996	1.045
26	Feb-05	1.181	1.024	1.061	0.921	1.075	1.006	0.967	1.012	0.922	1.027
27	Mar-05	1.047	1.024	0.914	0.929	0.930	0.916	0.930	1.012	1.011	1.006
28	Apr-05	0.944	0.919	0.781	0.887	0.925	1.020	0.961	0.952	0.955	1.000
29	May-05	1.106	1.063	1.040	1.145	1.000	1.006	1.013	1.150	1.088	1.007
30	Jun-05	1.076	1.006	0.885	1.111	1.023	1.019	1.193	0.957	1.075	1.031
31	Jul-05	1.010	1.040	1.217	1.083	0.973	1.042	1.036	1.040	1.110	1.053
32	Aug-05	0.928	0.841	0.750	0.914	0.778	1.108	0.802	0.828	0.954	0.888
33	Sep-05	1.211	1.130	1.190	1.000	0.929	0.937	1.159	0.977	1.039	1.028
34	Oct-05	0.945	0.853	0.920	0.920	1.038	1.092	1.027	0.953	0.935	0.981
35	Nov-05	1.107	0.895	1.000	1.097	1.111	0.949	0.957	1.049	1.100	0.962
36	Dec-05	1.254	1.076	1.000	1.037	0.967	1.065	0.994	1.058	1.073	1.142
37	Jan-06	1.196	1.016	0.957	1.045	1.034	1.089	1.096	1.055	1.068	1.058
38	Feb-06	0.942	0.946	1.000	0.905	1.033	1.046	1.192	1.068	0.984	0.989
39	Mar-06	1.081	1.041	1.045	0.981	1.065	1.000	1.097	0.988	1.113	1.088

Lampiran 5

40	Apr-06	1.322	1.063	0.957	1.049	0.970	1.463	1.075	1.198	1.094	1.107
41	May-06	0.774	0.897	1.045	0.926	0.969	1.117	0.807	0.796	0.934	0.908
42	Jun-06	1.039	0.926	0.957	0.855	0.986	0.971	1.077	0.954	1.043	0.985
43	Jul-06	1.157	1.021	0.955	1.000	0.900	1.040	1.069	1.000	1.014	1.032
44	Aug-06	1.038	1.191	0.905	1.064	1.037	1.038	1.013	1.000	1.090	1.069
45	Sep-06	1.019	1.813	1.105	1.170	1.000	0.993	1.069	1.017	1.070	1.062
46	Oct-06	1.264	1.000	0.952	1.010	1.000	1.022	1.074	1.356	0.994	1.031
47	Nov-06	1.086	0.834	0.950	1.106	1.071	1.884	1.100	0.958	1.179	1.086
48	Dec-06	1.060	0.944	1.053	1.174	1.100	0.542	1.134	1.924	1.020	1.050
49	Jan-07	0.975	0.973	1.330	0.889	0.970	0.887	1.047	1.774	0.940	0.973
50	Feb-07	1.167	0.962	1.053	0.983	1.006	1.056	1.016	1.223	0.942	0.991
51	Mar-07	1.302	1.006	1.121	1.059	1.025	1.045	1.031	1.234	1.107	1.052
52	Apr-07	1.316	1.250	0.943	1.088	1.042	1.130	0.965	1.008	1.066	1.103
53	May-07	0.897	1.136	1.284	0.993	1.145	1.346	1.126	1.160	0.910	1.018
54	Jun-07	0.896	0.990	1.368	0.963	1.802	1.268	1.193	1.043	1.031	1.041
55	Jul-07	1.000	1.029	0.942	1.135	1.063	1.015	1.039	1.160	1.137	1.098
56	Aug-07	0.833	0.788	0.857	0.993	0.880	0.865	1.000	0.872	0.991	0.934
57	Sep-07	1.233	1.026	1.024	1.069	1.000	1.139	1.000	1.077	1.014	1.075
58	Oct-07	1.207	0.995	0.930	1.130	0.985	1.382	1.253	1.472	0.977	1.133
59	Nov-07	1.396	0.925	1.030	0.954	0.938	1.337	0.960	1.282	0.944	1.006
60	Dec-07	0.957	1.071	0.995	1.042	1.000	0.992	0.941	1.148	1.005	1.021

Lampiran 6

Sharpe's Model Saham BUMN

Keterangan	Emiten									
	ANTM	BBNI	INAF	ISAT	KAEF	PTBA	SMGR	TINS	TLKM	IHSG
Standar Deviasi <i>return</i>	0.1526	0.1602	0.1489	0.0944	0.1304	0.1871	0.1094	0.2209	0.0736	0.0570
Excess <i>Return</i>	0.0532	0.0046	-0.0086	0.0235	0.0048	0.0495	0.0295	0.0728	0.0239	0.0253
Sharpe's Model	0.3486	0.0287	-0.0579	0.2484	0.0370	0.2646	0.2699	0.3296	0.3242	0.4437

Nilai Saham dan Jensen's Model Saham BUMN

Keterangan	Emiten									
	ANTM	BBNI	INAF	ISAT	KAEF	PTBA	SMGR	TINS	TLKM	IHSG
Expected <i>Return</i>	0.061	0.012	-0.001	0.031	0.013	0.057	0.037	0.081	0.032	0.0331
Required <i>Return</i> (CAPM)	0.040	0.035	0.031	0.032	0.025	0.036	0.024	0.032	0.029	0.0327
Alpha (Jensen's model)	0.021	-0.023	-0.031	-0.001	-0.013	0.021	0.013	0.049	0.003	0.000
Nilai Saham	Under	Over	Over	Over	Over	Under	Under	Under	Under	Under

Lampiran 7

Appraisal Ratio Saham BUMN

Keterangan	Emiten									
	ANTM	BBNI	INAF	ISAT	KAEF	PTBA	SMGR	TINS	TLKM	IHSG
Varian Saham	0.023	0.026	0.022	0.009	0.017	0.035	0.012	0.049	0.005	0.003
Varian pasar	0.003									
Beta saham Kuadrat	1.587	1.188	0.803	0.900	0.477	1.231	0.420	0.888	0.708	0.966
Risiko Spesifik	0.032	0.030	0.018	0.008	0.008	0.043	0.005	0.043	0.004	0.003
Appraisal Ratio	0.670	-0.754	-1.757	-0.068	-1.560	0.497	2.611	1.130	0.671	0.137