

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Hasil Penelitian Terdahulu

Beberapa hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan topik penelitian adalah

1. Islami, Nisma (2010) dengan judul “*Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio Optimal Saham JII dengan Kinerja Portofolio Optimal LQ-45*”. Metode analisis yang digunakan adalah *Independent Sample T-test*. Hasil penelitian yang telah penulis lakukan melalui uji hipotesis dengan menggunakan *independent sample T-test* yaitu suatu alat uji yang menguji signifikansi beda rata-rata dua kelompok, dapat diputuskan bahwa hipotesis ditolak, yang berarti tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja portofolio optimal saham JII dengan kinerja portofolio optimal saham LQ-45. Maka dapat disimpulkan bahwa kinerja portofolio optimal saham JII hampir sama dengan kinerja portofolio optimal saham LQ-45 baik diukur berdasarkan model Indeks Sharpe, Indeks Treynor, dan Indeks Jensen tidak lebih tinggi juga tidak lebih rendah.
2. Yuliati (2011) dengan judul “*Analisis Pembentukan Portofolio Optimal pada Saham LQ-45 dan JII di Bursa Efek Indonesia dengan Metode Cut off Point*”. Penelitian ini membandingkan antara *excess return to beta* dengan

cut off point dalam menentukan portofolio optimal. Hasil penelitian dengan menggunakan model indeks tunggal terhadap 15 saham pada saham LQ 45 dan 8 saham pada saham JII, hasilnya menunjukkan 13 saham pada saham LQ 45 dan 7 saham pada saham JII yang memiliki nilai *excess return to beta* lebih besar dari *cut off point* dan akan menjadi kandidat portofolio. Jadi dalam penelitian portofolio optimal dibentuk oleh 13 saham pada saham LQ 45 yaitu saham AALI, ASII, BBCA, BDMN, BMRI, BNBR, BNGA, BNII, INDF, INKP, ISAT, PGAS, MEDC dan 7 saham pada saham JII yaitu saham BUMI, INCO, INTP, KLBF, PTBA, UNTR, UNVR.

3. Suci, Suramaya (2013) dengan judul "*Pembentukan Portofolio Optimal Saham-saham Pada Periode Bullish di Bursa Efek Indonesia*". Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif yang didasarkan atas survey terhadap objek penelitian. Penelitian dilakukan dengan tujuan untuk membentuk portofolio optimal saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan model indeks tunggal. Hasil penelitian ini adalah tersusunnya portofolio saham yang terdiri dari empat saham, yaitu ASRI (48,72%), INDF (28,24%), BBNI (16,32%), dan BKSL (6,71%).
4. Rosdiana, Riska (2012) dengan judul "*Analisis Optimalisasi Portofolio Saham Syariah (pada Jakarta Islamic Index Tahun 2006-2010)*". Metode yang digunakan adalah metode deskriptif. Penelitian ini mengambil sampel saham-saham yang masuk ke dalam indeks JII selama 4 periode berturut-turut dari bulan Januari 2006 – Juni 2010. Dari 4 periode pengamatan,

diperoleh sampel saham sebanyak 8 saham kandidat portofolio. Hasil penelitian menunjukkan bahwa portofolio – portofolio optimal yang terbentuk dengan Metode Indeks Tunggal memberikan hasil rata-rata *return* portofolio sebesar 0,1437 dan rata-rata risiko portofolio sebesar 0,3716. Sedangkan portofolio – portofolio optimal yang terbentuk dengan Metode Constant Correlation memberikan hasil rata-rata *return* portofolio sebesar 0,1170 dan rata-rata risiko portofolio sebesar 0,005712. Berdasarkan hasil uji hipotesis beda rata-rata (uji t) menunjukkan bahwa tingkat *return* dan risiko portofolio optimal yang dibentuk dengan menggunakan indeks tunggal tidak berbeda secara signifikan dengan tingkat *return* yang dibentuk dengan constant correlation. Dengan kata lain, hipotesis yang diajukan peneliti ditolak.

5. Rofiq, Abdur (2008) dengan judul “*Study Komparatif terhadap Kinerja Saham Syariah di Indonesia dan Malaysia*”. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji beda statistic yaitu *independent sample t-test*. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi *current ratio*, *return on equity*, *debt equity ratio*, *price earning ratio*, *sharpe’s measure*, volatilitas saham, *risk free asset*, *composite index*, inflasi dan nilai tukar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa CR dan ROE saham syariah di Indonesia tidak mempunyai perbedaan sedangkan DER dan PER mempunyai rata-rata yang berbeda. Perbedaan tersebut diduga terletak pada tingkat rentabilitas perusahaan. Secara keseluruhan hasil penelitian ini menyatakan bahwa saham

syariah di Indonesia kalah berkembang dibandingkan Malaysia. Selain itu, perkembangan saham secara keseluruhan di Indonesia lebih baik dibandingkan di Malaysia.

6. Hanafi, Syafiq M. (2011) dengan judul “*Perbandingan Kriteria Syari’ah pada Index Saham Syariah Indonesia, Malaysia dan Dow Jones*”. Penelitian ini merupakan penelitian kualitatif yang membandingkan kriteria syariah saham-saham di Indonesia, Malaysia dan Dow Jones. Hasil penelitian menunjukkan bahwa seleksi kriteria perusahaan syariah di Indonesia, Malaysia dan Dow Jones mencakup dua hal, yaitu kriteria obyek usaha dan kriteria kuantitatif (akuntansi). Penetapan kriteria ini didasarkan pada pendapat ulama setempat dengan melihat kondisi perusahaan masing-masing Negara. Perbedaan kriteria masing-masing indeks merujuk pada pendapat *fuqaha* yang beragam.
7. Yahya, Mohd. dkk (2009) dengan judul “*Analisis Perkembangan Pasaran Saham Islam di Malaysia*”. Penelitian ini merupakan penelitian kualitatif yang menganalisis perkembangan saham Islam di Malaysia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perkembangan saham syariah di Malaysia sangat pesat. Terbukti bahwa terdapat tiga bagian di pasaran saham Malaysia, yaitu Saham Syariah di Papan Utama (KLSI), Saham Syariah di Papan Kedua, dan Saham Syariah di MESDAQ.
8. Rizaldy, Muh. Rizky (2008) dengan judul “*Analisis Pengaruh Indeks Saham Syariah Malaysia, Jepang, Inggris, dan Amerika Serikat terhadap Indeks*

Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Bursa Efek Indonesia (Periode Pengamatan Satu Tahun Diterbitkannya ISSI)". Variabel dalam penelitian ini meliputi Indeks saham syariah Malaysia, indeks saham syariah Jepang, indeks saham syariah Inggris, indeks saham syariah Amerika Serikat. Metode yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan uji statistic regresi linear berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Indeks saham syariah Malaysia dan Amerika Serikat berpengaruh signifikansi positif terhadap ISSI, sedangkan indeks saham syariah Inggris berpengaruh signifikansi negative terhadap ISSI. Jadi bagi investor sebaiknya melihat pergerakan saham syariah ketiga Negara tersebut sebelum menyusun portofolio. Untuk saham syariah Jepang tidak berpengaruh signifikansi terhadap ISSI. Hal ini memberikan peluang untuk investor melakukan diversifikasi portofolio.

9. Fikasari, Reny Nur (2012) dengan judul "*Analisis Komparatif Kinerja Reksadana Syariah Indonesia dan Malaysia*". Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah model Sharpe, Treynor dan Jansen. Alat uji yang digunakan adalah Mann-Whitney U-Test dengan teknik analisis uji dua arah yang dijabarkan melalui nilai Z skor yang terdapat pada hasil output SPSS 15. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia (sebagian besar Hipotesis alternative (Ha) diterima dan (Ho) ditolak).

Hasil –hasil penelitian tersebut dapat dirangkum dalam matrik tabel 2.1 (Theoretical Mapping) sebagai berikut :

TABEL 2.1
PENELITIAN TERDAHULU

No	Nama, Tahun, Judul	Variabel	Alat uji	Hasil
1.	Nisma Islami (2010), " <i>Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio Optimal Saham JII dengan Kinerja Portofolio Optimal LQ-45</i> ".	Data sekunder yang berupa Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang diambil tiap akhir bulan, suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) setiap minggunya selama tahun 2006-2008 dan harga saham pada saat penutupan bulanan.	<i>Independent Sample T-test</i>	Hasil penelitian yang telah penulis lakukan melalui uji hopotesis dengan menggunakan <i>independent sample T-test</i> yaitu suatu alat uji yang menguji signifikansi beda rata-rata dua kelompok, dapat diputuskan bahwa hipotesis ditolak, yang berarti tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja portofolio optimal saham JII dengan kinerja portofolio optimal saham LQ-45. Maka dapat disimpulkan bahwa kinerja portofolio optimal saham JII hampir sama dengan kinerja portofolio optimal saham LQ-45 baik diukur berdasarkan model Indeks Sharpe, Indeks Treynor, dan Indeks Jensen tidak lebih tinggi juga tidak lebih rendah.

2.	Yuliati (2011), " <i>Analisis Pembentukan Portofolio Optimal pada Saham LQ-45 dan JII di Bursa Efek Indonesia dengan Metode Cut off Point</i> ".	Indeks Harga Saham Gabungan terhadap saham LQ 45 dan saham Jakarta Islamic Index (JII).	Analisis deskriptif dengan membandingkan <i>excess return to beta</i> dengan <i>cut off point</i> dalam menentukan portofolio optimal.	Hasil penelitian dengan menggunakan model indeks tunggal terhadap 15 saham pada saham LQ 45 dan 8 saham pada saham JII, hasilnya menunjukkan 13 saham pada saham LQ 45 dan 7 saham pada saham JII yang memiliki nilai <i>excess return to beta</i> lebih besar dari <i>cut off point</i> dan akan menjadi kandidat portofolio. Jadi dalam penelitian portofolio optimal dibentuk oleh 13 saham pada saham LQ 45 yaitu saham AALI, ASII, BBKA, BDMN, BMRI, BNBR, BNGA, BNII, INDF, INKP, ISAT, PGAS, MEDC dan 7 saham pada saham JII yaitu saham BUMI, INCO, INTP, KLBF, PTBA, UNTR, UNVR.
3.	Suramaya Suci (2013), " <i>Pembentukan Portofolio Optimal Saham-saham Pada</i>		Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif yang	Hasil penelitian ini adalah tersusunnya portofolio saham yang terdiri dari empat saham, yaitu ASRI (48,72%), INDF (28,24%), BBNI (16,32%), dan BKSL

	<i>Periode Bullish di Bursa Efek Indonesia”.</i>		didasarkan atas survey terhadap objek penelitian.	(6,71%).
4.	Riska Rosdiana (2012), “ <i>Analisis Optimalisasi Portofolio Saham Syariah (pada Jakarta Islamic Index Tahun 2006-2010)</i> ”.	Expected return, tingkat bunga bebas risiko, standar deviasi, <i>variance.beta, alpha, excess return to beta.</i>	Metode yang digunakan adalah metode deskriptif.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa portofolio optimal yang terbentuk dengan Metode Indeks Tunggal memberikan hasil rata-rata return portofolio sebesar 0,1437 dan rata-rata risiko portofolio sebesar 0,3716. Sedangkan portofolio optimal yang terbentuk dengan Metode Constant Correlation memberikan hasil rata-rata return portofolio sebesar 0,1170 dan rata-rata risiko portofolio sebesar 0,005712. Berdasarkan hasil uji hipotesis beda rata-rata (uji t) menunjukkan bahwa tingkat return dan risiko portofolio optimal yang dibentuk dengan menggunakan indeks tunggal tidak berbeda secara signifikan dengan tingkat return yang dibentuk dengan constant correlation.

5.	Abdur Rofiq (2008), “ <i>Study Komparatif terhadap Kinerja Saham Syariah di Indonesia dan Malaysia</i> ”	CR, ROE, DER, PER, Sharpe's Measure, volatilitas saham, risk free asset, composite index, inflasi, nilai tukar	<i>Independent Sample T-test</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa CR dan ROE saham syariah di Indonesia tidak mempunyai perbedaan sedangkan DER dan PER mempunyai rata-rata yang berbeda. Perbedaan tersebut diduga terletak pada tingkat rentabilitas perusahaan. Secara keseluruhan hasil penelitian ini menyatakan bahwa saham syariah di Indonesia kalah berkembang dibandingkan Malaysia. Selain itu, perkembangan saham secara keseluruhan di Indonesia lebih baik dibandingkan di Malaysia.
6.	Syafiq M. Hanafi (2011), “ <i>Perbandingan Kriteria Syari'ah pada Index Saham Syariah Indonesia, Malaysia dan Dow Jones</i> ”		Penelitian Kualitatif yang membandingkan kriteria syariah saham-saham di Indonesia, Malaysia dan	Hasil penelitian menunjukkan bahwa seleksi kriteria perusahaan syariah di Indonesia, Malaysia dan Dow Jones mencakup dua hal, yaitu kriteria obyek usaha dan kriteria kuantitatif (akuntansi). Penetapan kriteria ini didasarkan pada pendapat ulama setempat dengan melihat kondisi perusahaan masing-

			Dow Jones	masing Negara. Perbedaan kriteria masing-masing indeks merujuk pada pendapat <i>fuqaha</i> yang beragam.
7.	Mohd Yahya, Mohd Hussin, Joni Tamkin Borhan (2009), <i>“Analisis Perkembangan Pasaran Saham Islam di Malaysia”</i>		Penelitian kualitatif yang menganalisis perkembangan saham Islam di Malaysia	Perkembangan saham syariah di Malaysia sangat pesat. Terbukti bahwa terdapat tiga bagian di pasaran saham Malaysia, yaitu Saham Syariah di Papan Utama (KLSI), Saham Syariah di Papan Kedua, dan Saham Syariah di MESDAQ.
8.	Muh. Rizky Rizaldy (2008), <i>“Analisis Pengaruh Indeks Saham Syariah Malaysia, Jepang, Inggris, dan Amerika Serikat terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Bursa Efek Indonesia</i>	Indeks saham syariah Malaysia, indeks saham syariah Jepang, indeks saham syariah Inggris, indeks saham syariah Amerika Serikat.	Uji statistic regresi linear berganda	Hasil penelitian menunjukkan bahwa Indeks saham syariah Malaysia dan Amerika Serikat berpengaruh signifikansi positif terhadap ISSI, sedangkan indeks saham syariah Inggris berpengaruh signifikansi negative terhadap ISSI. Jadi bagi investor sebaiknya melihat pergerakan saham syariah ketiga Negara tersebut sebelum menyusun portofolio. Untuk saham syariah Jepang tidak

	<i>(Periode Pengamatan Satu Tahun Diterbitkannya ISSI)”</i>			berpengaruh signifikansi terhadap ISSI. Hal ini memberikan peluang untuk investor melakukan diversifikasi portofolio.
9.	Reny Nur Fikasari (2012), “ <i>Analisis Komparatif Kinerja Reksadana Syariah Indonesia dan Malaysia</i> ”.	Model Sharpe, model Treynor dan model Jansen.	Mann-Whitney U-test	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia (sebagian besar Hipotesis alternative (Ha) diterima dan (Ho) ditolak).

Sumber : data diolah peneliti

Hasil-hasil penelitian tersebut dapat dibandingkan perbedaan dan persamaannya dengan penelitian ini sebagai berikut :

Tabel 2.2
Persamaan dan Perbedaan Penelitian Terdahulu dengan Peneliti Sekarang

Keterangan	Persamaan	Perbedaan
Tujuan	Untuk mengetahui portofolio optimal pada saham <i>Jakarta Islamic Index</i> dan LQ-45.	Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan kinerja portofolio optimal pada saham syariah di Indonesia dan saham syariah di Malaysia.
Objek	Meneliti saham-saham yang tergabung dalam JII (<i>Jakarta Islamic Index</i>).	Meneliti saham-saham yang tergabung dalam saham syariah di Indonesia (JII atau <i>Jakarta Islamic Index</i>) dan juga saham-saham yang tergabung dalam saham syariah di Malaysia.
Analisis	Analisis yang digunakan untuk mengetahui portofolio optimal dengan menggunakan metode deskriptif.	Penelitian ini menggunakan <i>Independent Sample T-test</i> sebagai uji statistic untuk membandingkan kinerja portofolio optimal saham JII di Indonesia dan FBMS di Malaysia.

Sumber : data diolah peneliti

2.2 Kajian Teoritis

2.2.1 Pasar Modal

Pada dasarnya, pasar modal (*capital market*) merupakan tempat diperjualbelikannya berbagai instrument keuangan jangka panjang, seperti utang, ekuitas (saham), instrument derivative, dan instrument lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya.

Kalau pasar modal merupakan pasar untuk surat berharga jangka panjang, maka pasar uang (*money market*) pada sisi yang lain merupakan pasar surat berharga jangka pendek. Baik pasar modal maupun pasar uang merupakan bagian dari pasar keuangan (*financial market*), sebagaimana ditunjukkan dalam bagan berikut :

Gambar 2.1
Bagan Pasar Modal



Sumber : Darmadji dan Fakhruddin, 2012 : 01

Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang pasar modal memberikan pengertian yang lebih spesifik mengenai pasar modal, yaitu “kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek”. (Darmadji dan Fakhruddin, 2012 : 01).

Selain pasar modal konvensional, terdapat juga pasar modal syariah. Secara sederhana, pasar modal syariah dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan transaksi ekonomi dan terlepas dari hal-hal yang dilarang seperti riba, perjudian, spekulasi, dan lain-lain.

Pasar modal syariah secara resmi diluncurkan pada tanggal 14 Maret 2003 bersamaan dengan penandatanganan MOU antara Bapepam dengan Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).

Perkembangan pasar modal syariah tidak terlepas dari perkembangan institusi keuangan syariah lainnya, khususnya perbankan syariah. Saat ini, institusi keuangan syariah terus berkembang sehingga tidak saja terdapat perbankan syariah, pasar modal syariah, tetapi berkembang dengan hadirnya asuransi syariah, lembaga pembiayaan syariah, pegadaian syariah, dan lain-lain.

Penerapan prinsip-prinsip syariah dalam pasar modal melekat pada instrument atau efek melalui fatwa Dewan Syariah serta beberapa ketentuan yang dikeluarkan Bapepam maupun Bursa, sementara mekanisme perdagangan tidak mengalami perubahan. Oleh karena itu, tidak diperlukan bursa tersendiri untuk pasar modal syariah. (Darmadji dan Fakhruddin, 2012 : 183)

Bursa efek sebagai salah satu komponen dalam pasar modal di mata hukum islam memiliki legalitas yuridis. Dewan fatwa MUI merujuk pada sejumlah ayat untuk dijadikan dasar bursa efek ini, antara lain pada surat Al-Baqarah 278-279 (Muhammad, 2007 : 142).

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ
مُؤْمِنِينَ ۖ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۗ وَإِن
تُبْتِغُوا فَلَئِمَّ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ

Artinya : Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan tinggalkan sisa riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman. Maka jika kamu tidak mengerjakannya (meninggalkan sisa riba), Maka Ketahuilah, bahwa Allah dan rasul-Nya akan memerangimu. Dan jika kamu bertaubat (dari pengambilan riba), maka bagimu pokok hartamu, kamu tidak menganiaya dan tidak (pula) dianiaya. (QS. Al-Baqarah 2 : 278-279).

Dalam ayat tersebut menjelaskan bahwa dalam melakukan perdagangan di bursa efek tidak melakukan kegiatan yang berbentuk riba, karena riba sangat dilarang oleh Allah dan Rasul-Nya.

Selain itu dalam perdagangan pasar modal syariah dilarang memproduksi barang haram seperti : minuman keras yang beralkohol, karena prinsip kehalalan dalam transaksi pasar modal adalah syarat yang paling utama. Karena sifat kehati-hatian dan kehalalan dalam pemilihan saham yang selektif merupakan ciri-ciri yang ada pada pasar modal syariah sangat berbeda dengan pasar modal

konvensional. Dimana transaksi dilakukan hanya pada *return* dan risiko saja, tanpa memperhatikan pemilihan saham yang halal.

2.2.2 Investasi

Investasi dapat didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk kegunaan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu (Jogiyanto, 2013:5).

Dari pengertian diatas menunjukkan bahwa prinsip dari investasi adalah penggunaan sumber keuangan maupun sumber daya lainnya dalam waktu tertentu dengan harapan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Seorang investor membeli sejumlah saham saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham ataupun sejumlah deviden di masa yang akan datang, sebagai imbalan atas waktu dan resiko yang terkait dengan investasi tersebut.

Investasi modal yang sebaik-baiknya menurut Al-Quran adalah tujuan dari semua aktifitas semua manusia hendaknya diniatkan untuk *ibtighal mardhatillah* (menuntut keridhaan Allah). Dalam ungkapan lain, investasi terbaik itu adalah jika iaditujukan untuk mencari ridha Allah (Ahmad, 2001:38). Investasi dalam islam bisa dilihat dari tiga sudut: individu, masyarakat, dan agama. Bagi individu, investasi merupakan kebutuhan fitrawi, dimana setiap individu, pemilik modal (uang), selalu berkeinginan untuk menikmati kekayaannya itu dalam waktu dan bidang seluas mungkin. Bukan hanya

pribadinya bahkan untuk keturunannya. Maka investasi merupakan jembatan bagi individu dalam rangka memenuhi kebutuhan fitrah ini.

Rambu-rambu investasi di dalam islam terdiri atas : investasi yang halal dan thayyib, dimana tidak ada unsur riba di dalamnya, investasi yang haram dan khibbas (kotor) mungkin modal yang digunakan kotor atau hasil dari tindak kejahatan, investasi yang tercampur di dalamnya unsur halal dan haram, misalnya investasi dengan modal yang halal, akan tetapi kondisi mengharuskan adanya pembiayaan yang mengandung unsur riba pada sebagian proyek investasinya, atau muamalah yang dilakukan terdapat akad dan transaksi yang rusak (Djalal dan Munir, 2006:196). Hal ini dijelaskan dalam Al-Quran surat Al-Baqarah ayat 207 berikut ini :

أَلَمْ تَعْلَمْ أَنَّ اللَّهَ لَهُ مُلْكُ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ وَمَا لَكُمْ مِّنْ دُونِ
اللَّهِ مِنْ وَلِيٍّ وَلَا نَصِيرٍ ﴿٢٠٧﴾

Artinya : dan diantara manusia ada orang yang mengorbankan dirinya Karena mencari keridhaan Allah; dan Allah Maha Penyantun kepada hamba-hamba-Nya. (QS. Al-Baqarah, 2:207)

Dalam surat Al-Baqarah ayat 207 menerangkan bahwa segala apa yang kita lakukan dan harta yang diinvestasikan semata-mata bertujuan untuk mencari ridha Allah. Tujuan dari investasi selain itu juga harus memperhatikan kehalalan.

Kita di larang menginvestasikan harta bila hasil yang diperoleh tidak halal dan penuh dengan unsure yang haram.

Dalam islam investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan juga mendatangkan manfaat bagi orang lain. Al-Quran dengan tegas melarang aktivitas penimbunan (*iktinaz*) terhadap harta yang dimiliki. Hal tersebut dijelaskan dalam Al-Quran surat At-Taubah ayat 33 berikut ini :

هُوَ الَّذِي أَرْسَلَ رَسُولَهُ بِالْهُدَىٰ وَدِينِ الْحَقِّ لِيُظْهِرَهُ عَلَى الدِّينِ كُلِّهِ وَلَوْ كَرِهَ الْمُشْرِكُونَ ﴿٣٣﴾

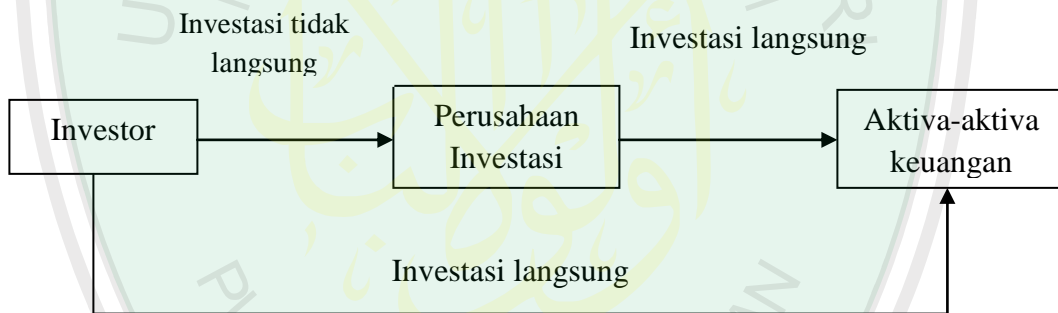
Artinya : Dialah yang Telah mengutus Rasul-Nya (dengan membawa) petunjuk (Al-Quran) dan agama yang benar untuk dimenangkanNya atas segala agama, walaupun orang-orang musyrikin tidak menyukai. (QS. At-Taubah 9 : 33)

Untuk mengimplementasikan seruan investasi tersebut, maka harus diciptakan suatu sarana untuk berinvestasi. Banyak pilihan orang untuk menanamkan modalnya dalam bentuk investasi. Salah satu bentuk investasi adalah menanamkan hartanya dipasar modal. Pasar modal pada dasarnya merupakan pasar untuk berbagai instrument keuangan atau surat-surat berharga jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri. Institusi pasar modal syariah merupakan salah satu sarana yang disediakan untuk mewujudkan seruan Allah tentang investasi tersebut.

2.2.3 Tipe-tipe Investasi Keuangan

Menurut Jogiyanto (2013:7), Investasi ke dalam aktiva keuangan dapat berupa investasi langsung dan investasi tidak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan dari suatu perusahaan baik melalui perantara atau dengan cara yang lain. Sebaliknya investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan-perusahaan lain.

Gambar 2.2
Hubungan Investasi Langsung dan Tidak Langsung



2.2.3.1 Investasi Langsung

Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan di pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*), atau pasar turunan (*derivative market*). Investasi langsung juga dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang tidak dapat diperjual-belikan. Aktiva keuangan yang tidak dapat diperjual-belikan biasanya diperoleh melalui bank komersial. Aktiva-aktiva ini dapat berupa tabungan di bank atau sertifikat deposito.

Aktiva yang dapat diperjual-belikan di pasar uang (*money market*) berupa aktiva yang mempunyai risiko gagal kecil, jatuh temponya pendek dengan tingkat cair yang tinggi. Contoh aktiva ini dapat berupa *Treasury-bill (T-bill)* yang banyak digunakan di penelitian keuangan sebagai proksi *return* bebas risiko (*risk-free rate of return*). Contoh yang lain adalah sertifikat deposito yang dapat dinegoisasi. Istilah negoisasi berarti dapat dijual kembali.

Tidak seperti halnya pasar uang yang bersifat jangka pendek, pasar modal sifatnya adalah untuk investasi jangka panjang. Yang diperjual-belikan di pasar modal adalah aktiva keuangan berupa surat-surat berharga pendapatan-tetap (*fixed-income securities*) dan saham-saham (*equity securities*). *Fixed income securities* dapat berupa *Treasury-bond (T-bond)*, yaitu seperti *T-bill* tetapi dengan jatuh tempo jangka-panjang berkisar 10 sampai 30 tahun, surat-surat berharga agen federal, *municipal bond* (surat berharga yang dikeluarkan oleh pemerintah kota, airport), *corporate bond* (dikeluarkan oleh perusahaan-perusahaan) dan *convertible bond* (bond yang dapat dikonversikan ke saham). Aktiva yang dapat diperjual-belikan di *equity market* adalah *preferred stock* dan *common stock*.

Macam-macam investasi langsung dapat disarikan sebagai berikut ini :

1. Investasi langsung yang tidak dapat diperjual-belikan yaitu tabungan dan deposito.

2. Investasi langsung dapat diperjual-belikan :

- A. Investasi langsung di pasar uang yaitu *T-bill* dan deposito yang dapat dinegoisasi.
- B. Investasi langsung di pasar modal :
 - a. Surat-surat berharga pendapatan tetap (*fixed income securities*) meliputi *T-bond*, *Federal agency securities*, *municipal bond*, *corporate bond*, *convertible bond*.
 - b. Saham-saham (*equity securities*) meliputi saham preferen dan saham biasa.
- C. Investasi langsung di pasar turunan meliputi opsi (waran, opsi put, opsi call) dan *futures contract*.

2.2.3.2 Investasi Tidak Langsung

Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi atau yang disebut dengan reksadana. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke public dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolionya. Ini berarti bahwa perusahaan investasi membentuk portofolio (diharapkan portofolio optimal) dan menjualnya eceran kepada public dalam bentuk saham-sahamnya.

Investasi tidak langsung lewat perusahaan investasi ini menarik bagi investor paling tidak karena dua alasan utama, yaitu sebagai berikut :

1. Investor dengan modal kecil dapat menikmati keuntungan karena pembentukan portofolio. Jika investasi ini harus membuat portofolio sendiri, maka dia harus membeli beberapa saham dalam jumlah yang cukup besar nilainya. Investor yang tidak mempunyai dana cukup untuk membentuk portofolio sendiri dapat membeli saham yang ditawarkan oleh perusahaan investasi ini.
2. Membentuk portofolio membutuhkan pengetahuan dan pengalaman yang mendalam. Investor awam yang kurang mempunyai pengetahuan dan pengalaman tidak akan dapat membentuk portofolio yang optimal, tetapi dapat membeli saham yang ditawarkan oleh perusahaan investasi yang telah membentuk portofolio optimal.

2.2.4 Return dan Risiko

2.2.4.1 Return

Menurut Jogiyanto (2013:205), *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasian yang sudah terjadi atau *return* ekspektasian yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa mendatang.

Return realisasian (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasian dihitung menggunakan data historis. *Return* realisasian penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return*

realisasian atau *return* historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasian (*expected return*) dan risiko dimasa datang.

Return ekspektasian (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasian yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasian sifatnya belum terjadi. Beberapa pengukuran *return* realisasian yang banyak digunakan adalah *return* total (*total return*) dan relatif *return* (*return relative*).

1. *Return* total

Return total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam satu periode yang tertentu. *Return* total sering disebut dengan *return* saja. *Return* total terdiri dari *capital gain* (*loss*) dan *yield* sebagai berikut ini :

$$Return = Capital\ gain\ (loss) + Yield$$

Capital gain atau *capital loss* merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu.

$$Capital\ gain\ atau\ capital\ loss = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (2.1)$$

Dimana :

P_t = harga investasi sekarang

P_{t-1} = harga investasi periode lalu

2. *Armethic Average of Return*

Armethic Average of Return adalah rata-rata tidak tertimbang yang diperoleh selama rangkaian interval pengukuran. Harga saham pembukaan

dan penutupan yang digunakan disini adalah harga saham bulanan yaitu harga saham penutupan sebelumnya menjadi harga saham di akhir periode. (Fabozzi, 2003:27)

Dari harga saham penutupan bulan ini kemudian dengan menggunakan *Arithmetic Average of Return* rumus dasarnya :

$$RA = \frac{Rp1+Rp2.....+RpN}{N} \dots\dots\dots (2.2)$$

Dimana :

RA = *Return* rata-rata periode

Rp1 = *Return* saham periode ke i

N = Jumlah periode pengamatan

Return yang kompetitif yang menunjukkan rata-rata reksa dana secara historis mempunyai kinerja lebih baik disbanding dengan deposito. Bahkan ada beberapa yang *Outperform* terhadap portofolio pasar. Tentunya *return* yang lebih disamakan dengan tambahan resiko.

Interest Rate dipakai sebagai faktor diskonto, yang diperlukan dalam hal ini adalah perbedaan *Interest rate* sebagai surplus (riba) dengan *interest* sebagai faktor penghitung efisiensi ekonomi. Diskonto akan menyebabkan hilangnya efisiensi melalui pelarangan *israj* (sesuatu yang berlebihan) (Achsin, 2003:46). Hal ini dijelaskan dalam Al-Quran surat Ar-Ruum ayat 39.

وَمَا آتَيْتُمْ مِّن رَّبًّا لِّيَرْبُوَ فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا يَرْبُوا عِندَ اللَّهِ وَمَا
آتَيْتُمْ مِّن زَكَاةٍ تُرِيدُونَ وَجْهَ اللَّهِ فَأُولَٰئِكَ هُمُ الْمُضْعِفُونَ ﴿٣٩﴾

Artinya : dan sesuatu riba (tambahan) yang kamu berikan agar dia bertambah pada harta manusia, maka riba itu tidak menambah pada sisi Allah. Dan apa yang kamu berikan berupa zakat yang kamu maksudkan untuk mencapai keridhaan Allah, Maka (yang berbuat demikian) itulah orang-orang yang melipat gandakan (pahala). (QS. Ar-Ruum 30:39)

Dalam ayat tersebut dijelaskan bahwa keuntungan atau *return* yang didapat seseorang pada investasinya (tambahan) yang diperoleh sebagai suatu surplus adalah riba. Hakikat dari pelarangan riba dalam islam adalah suatu penolakan terhadap resiko financial tambahan yang ditetapkan dalam transaksi uang maupun jual beli.

2.2.4.2 Risiko

Menurut Jogiyanto (2013 : 227), hanya menghitung *return* saja untuk suatu investasi tidaklah cukup. Risiko dari investasi juga perlu diperhitungkan. *Return* dan risiko merupakan dua hal yang tidak terpisah, karena pertimbangan suatu investasi merupakan *trade off* dari kedua faktor ini. *Return* dan risiko mempunyai hubungan yang positif, semakin besar risiko yang harus ditanggung, semakin besar *return* yang harus dikompensasikan .

Risiko sering dihubungkan dengan penyimpangan atau deviasi dari *outcome* yang diterima dengan diekspektasi. Van Horne dan Wachowics, Jr

(1992) mendefinisikan risiko sebagai variabilitas *return* terhadap *return* yang diharapkan. Untuk menghitung risiko, metode yang banyak digunakan adalah deviasi standar (*standard deviation*) yang mengukur absolute penyimpangan nilai-nilai yang sudah terjadi dengan nilai ekspektasinya.

Penyimpangan standar atau deviasi standar merupakan pengukuran yang digunakan untuk menghitung risiko. Deviasi standar (*standard deviation*) dapat dituliskan sebagai berikut :

$$SD_i = (E([R_i - E(R_i)]^2))^{1/2} \dots\dots\dots (2.3)$$

Risiko yang diukur dengan deviasi standar (*standard deviation*) yang menggunakan data historis dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$SD = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n [X_i - E(X_i)]^2}{n-1}} \dots\dots\dots (2.4)$$

Notasi : SD = standard deviation

X_i = nilai ke-i

E(X_i) = nilai ekspektasian

n = jumlah dari observasi data historis untuk sampel besar

dengan n (paling sedikit 30 observasi) dan untuk sampel kecil digunakan (n-1).

Nilai ekspektasian yang digunakan di rumus deviasi standar dapat berupa nilai ekspektasian berdasarkan rata-rata historis atau trend atau *random walk*.

Secara literal *gharar* dalam bahasa arab memiliki terjemahan risiko yang merujuk pada ketidak pastian. *Gharar* adalah kemungkinan ada dan tidak ada, bisnis adalah pengembalian risiko, karena risiko selalu terdapat dalam aktivitas ekonomi. Menjadi penting untuk melakukan upaya pembedaan dan penajaman pengertian tentang *gharar*, risiko, dan ketidakpastian.

Pada umumnya, risiko dalam transaksi saham dipasar modal diukur dengan Beta saham, tetapi besaran tersebut tidak mampu memberikan petunjuk mana transaksi yang *gharar*. Dengan demikian, menjadi catatan penting bahwa kesediaan menanggung risiko merupakan hal yang tidak dapat dihindarkan, tetapi risiko yang boleh dihadapi adalah risiko yang melibatkan pengetahuan dan kejelasan informasi, adanya objek yang jelas dan dapat dikontrol. Oleh karena itu, upaya pengelolaan risiko dalam manajemen investasi melalui diversifikasi dan pemanfaatan instrument-instrumen pasar modal dapat lebih diteliti lebih lanjut untuk mencegah praktik riba, *maysir* dan *gharar* (Huda, 2007 : 42).

Landasan hukum prinsip keuangan Islam dapat memberikan jalan bagi para investor yang ingin secara konsisten menggunakan prinsip-prinsip keuangan islam dalam menilai secara kritis instrument investasi keuangan yang tersedia di pasar modal. Ayat Al-Quran yang menjelaskan dengan cara memperoleh harta dengan salah, sangat ditentang oleh Al-Quran surat Al-Maidah ayat 90-91:

يَتَأَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَمُ رِجْسٌ
 مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩١﴾ إِنَّمَا يُرِيدُ
 الشَّيْطَانُ أَنْ يُوقِعَ بَيْنَكُمْ الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ
 وَيَصُدَّكُمْ عَن ذِكْرِ اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ فَهَلْ أَنْتُمْ مُنْتَهُونَ ﴿٩٢﴾

Artinya : Hai orang-orang yang beriman, sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah, adalah termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan. Sesungguhnya syaitan itu bermaksud hendak menimbulkan permusuhan dan kebencian diantara kamu lantaran (meminum) khamar dan berjudi itu, dan menghalangi kamu dari mengingat Allah dan sembahyang; Maka berhentilah kamu (dari mengerjakan pekerjaan itu). (QS Al-Maidah, 5 : 90-91).

Ayat tersebut mengungkapkan alasan pelarangan perjudian, yaitu akan menimbulkan permusuhan dalam hubungan sosial. Dan juga bisa membuat kita lupa dengan menyembah Allah. Sedangkan perihal transaksi *gharar* sendiri tidak pernah dijelaskan secara detail dalam Al-Quran sebagaimana riba. Definisi dan ruang lingkup *gharar* yang eksak judas tidak dapat diberikan atau disepakati oleh para *fuqoha* (Achsin, 2003 : 33). Aspek legal dalam fikih islam mengenai *gharar* jelas tetapi masih terdapat dilemma untuk mendefinisikan dan menjelaskannya secara jelas, sebagaimana ruang lingkup riba yang belum dapat didefinisikan secara pasti.

2.2.5 Seleksi Portofolio Optimal

Portofolio optimal adalah portofolio yang dapat memaksimalkan preferensi investor sehubungan dengan pengembalian dan risiko. Salah satu prosedur penentuan portofolio optimal adalah *single index model* (Elton dan Gruber, 2003:183). Untuk membentuk portofolio optimal, berbagai saham disusun menurut peringkat tertinggi sampai terendah berdasarkan rasio dari kelebihan pengembalian terhadap beta (*excess return to beta*).

Kelebihan pengembalian adalah selisih antara pengembalian yang diperkirakan atas suatu asset dengan pengembalian bebas risiko. Dengan demikian, *excess return to beta* (ERB) merupakan ukuran tambahan pengembalian dari suatu asset diatas pengembalian yang ditawarkan oleh asset bebas risiko. Peringkat saham ditentukan oleh ERB yang dirumuskan sebagai berikut :

Rasio ERB diukur dengan membagi *excess return* dengan risiko yang ditunjuk dengan koefisien beta.

$$ERB = \frac{E(R_i) - R_f}{\beta_t} \dots\dots\dots (2.5)$$

Keterangan :

ERB = Rasio *Excess return to beta*

Ri = *return* yang diharapkan saham i

Rf = *return* saham bebas risiko

β_i = perubahan yang diharapkan diatas *rate of return* saham I yang berhubungan dengan 1% perubahan *return* pasar yang merupakan ukuran sensitivitas *return* saham I terhadap *return* saham.

Jika saham disusun berdasarkan ERB yang dimiliki mulai dari yang tertinggi sampai yang terendah, hal ini menggambarkan peringkat keinginan investor dalam memilih saham yang akan dimasukkan ke dalam portofolio. Diantara saham-saham yang memiliki ERB positif, maka pemilihan selanjutnya dilakukan atas saham-saham yang memberikan hasil optimal melalui pembatasan pada tingkat tertentu, dimana batasan tersebut dinamakan *Cut Off Rate*.

Perhitungan *Cut Off Rate* dapat menggunakan rumus sebagai berikut :

$$C = \frac{\sigma_m^2 \sum_{t=1}^n A_j}{1 + \sigma_m^2 \sum_{t=1}^n B_j} \dots\dots\dots (2.6)$$

Dimana :

$$A_i = \frac{(E(R_i) - R_f) \times \beta_i}{\sigma_{e_i}^2} \dots\dots\dots (2.7)$$

$$\text{dan } B_i = \frac{\beta_i^2}{\sigma_{e_i}^2} \dots\dots\dots (2.8)$$

Keterangan :

$E(R_i)$ = *return* ekspektasi saham i

R_f = *return* aset bebas resiko

β_i = beta sekuritas ke i

σ_{ei} = varian dari kesalahan residu yang menunjukkan besarnya risiko tidak sistematis yang unik terjadi didalam perusahaan

σ_m = varian *return* pasar yang menunjukkan risiko indeks pasar

Dengan demikian, apabila suatu saham memiliki ERB lebih besar dari *cut off rate*-nya (C_i), maka saham tersebut akan dimasukkan dalam portofolio optimal (Elton dan Gruber, 2003 : 186).

2.2.6 Penilaian Kinerja Portofolio

Menurut Halim (2005:68), tahap akhir yang sangat penting bagi manajer investasi maupun investor dari proses investasi dalam saham adalah melakukan penilaian terhadap kinerja investasinya. Karena investasi dalam saham tersebut umumnya dilakukan dalam bentuk portofolio, maka perlu dilakukan evaluasi terhadap kinerja portofolio yang telah dibentuk sebelumnya.

Tujuan penilaian kinerja portofolio adalah untuk mengetahui dan menganalisis apakah portofolio yang dibentuk telah dapat meningkatkan kemungkinan tercapainya tujuan investasi sehingga dapat diketahui portofolio mana yang memiliki kinerja yang lebih baik jika ditinjau dari tingkat pengembalian dan risikonya masing-masing. Selanjutnya dapat dilakukan revisi (perubahan) terhadap saham-saham yang membentuk portofolio tersebut jika dirasa bahwa portofolio tersebut tidak lagi sesuai dengan preferensi risiko investor.

Penilaian ini dilakukan dengan cara membandingkan kinerja berbagai portofolio yang dibentuk sendiri. Sedangkan portofolio yang dibandingkan dapat merupakan antarportofolio yang dibentuk sendiri, atau antara portofolio yang dibentuk sendiri dengan portofolio pembandingan (*benchmark*) yang dibentuk oleh perusahaan pengelola dana (misalnya PT Danareksa).

2.2.7 Metode Penilaian Kinerja Portofolio

Metode-metode yang digunakan untuk menilai kinerja portofolio umumnya adalah sebagai berikut (Halim, 2005:68):

1. Indeks Sharpe
2. Indeks Treynor
3. Indeks Jansen

2.2.7.1 Indeks Sharpe

Dalam metode ini kinerja portofolio diukur dengan cara membandingkan antara premi risiko portofolio (yaitu selisih rata-rata tingkat pengembalian portofolio dengan rata-rata tingkat bunga bebas risiko) dengan risiko portofolio yang dinyatakan dengan standar deviasi (total risiko). Secara matematis indeks sharpe dirumuskan sebagai berikut :

$$S_{pi} = \frac{R_{pi} - R_f}{SD_{pi}} \dots\dots\dots (2.9)$$

Keterangan :

S_{pi} = indeks Sharpe portofolio i

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

Rf = rata-rata atas bunga investasi bebas risiko

SDpi = standar deviasi dari tingkat pengembalian portofolio i

Rpi-Rf = premi risiko portofolio i

Rumus tersebut pada hakikatnya menghitung kemiringan (*slope*) garis yang menghubungkan portofolio yang berisiko dengan bunga bebas risiko. Kemiringan garis tersebut dinyatakan dengan $(R_p - R_f) / \sigma_p$. Dengan demikian, semakin besar kemiringan garis tersebut berarti semakin baik portofolio yang membentuk garis tersebut. Karena, semakin besar rasio premi risiko portofolio terhadap standar deviasi dapat dikatakan bahwa kinerja portofolio tersebut semakin baik.

Indeks Sharpe ini relevan digunakan untuk investor yang menanamkan dananya hanya atau sebagian besar pada portofolio tersebut, sehingga risiko portofolio dinyatakan dalam standar deviasi.

2.2.7.2 Indeks Treynor

Dalam metode ini kinerja portofolio diukur dengan cara membandingkan antara premi risiko portofolio (yaitu selisih rata-rata tingkat pengembalian portofolio dengan rata-rata bunga bebas risiko) dengan risiko portofolio yang dinyatakan dengan beta (risiko pasar atau risiko sistematis). Secara matematis indeks Treynor dirumuskan sebagai berikut :

$$T_{pi} = \frac{R_{pi} - R_f}{\beta_{pi}} \dots\dots\dots (2.10)$$

Keterangan :

T_{pi} = indeks Treynor portofolio i

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

R_f = rata-rata atas bunga investasi bebas risiko

β_{pi} = beta portofolio I (risiko pasar atau risiko sistematis)

$R_{pi} - R_f$ = premi risiko portofolio i

Rumus tersebut pada hakikatnya menghitung kemiringan garis yang menghubungkan portofolio yang berisiko dengan bunga bebas risiko. Kemiringan garis tersebut dinyatakan dengan $(R_p - R_f) / \beta_p$. Dengan demikian, semakin besar kemiringan garis tersebut berarti semakin baik portofolio yang membentuk garis tersebut. Karena, semakin besar rasio premi risiko portofolio terhadap beta, dapat dikatakan bahwa kinerja portofolio tersebut semakin baik.

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

Indeks Treynor ini relevan digunakan untuk investor yang memiliki berbagai portofolio atau menanamkan dananya pada berbagai reksa dana (*mutual fund*) atau melakukan diversifikasi pada berbagai portofolio, sehingga risiko portofolio dinyatakan dalam beta (β), yaitu risiko pasar atau risiko sistematis.

2.2.7.3 Indeks Jansen

Metode ini didasarkan pada konsep garis pasar sekuritas (*security market line – SML*) yang merupakan garis yang menghubungkan portofolio pasar dengan kesempatan investasi yang bebas risiko, sehingga secara matematis dirumuskan $R_p = R_f + (R_m - R_f) \beta_p$. Kemiringan SML dinyatakan sebagai $(R_m - R_f) / \beta_p$, dan konstantanya adalah R_f . Dalam keadaan ekuilibrium semua portofolio diharapkan berada pada SML. Jika terjadi penyimpangan, artinya, jika dengan risiko yang sama tingkat pengembalian suatu portofolio berbeda dengan tingkat pengembalian pada SML, maka perbedaan tersebut disebut dengan indeks Jansen; dimana risikonya dinyatakan dalam beta (risiko pasar atau risiko sistematis).

Berdasarkan uraian diatas, maka indeks Jansen dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$J_{pi} = (R_{pi} - R_f) - (R_m - R_f) \beta_{pi} \dots\dots\dots(2.11)$$

Keterangan :

- J_{pi} = Indeks Jansen portofolio i
- R_p = rata-rata tingkat pengembalian portofolio i
- R_f = rata-rata bunga investasi bebas risiko
- R_m = rata-rata tingkat pengembalian pasar (diwakili IHSG)
- β_{pi} = beta portofolio i (risiko pasar atau risiko sistematis)
- $R_{pi} - R_f$ = premi risiko portofolio i
- $R_m - R_f$ = premi risiko pasar

2.2.8 *Jakarta Islamic Index*

Sekarang ini telah dibuat beberapa indeks, diantaranya adalah *Jakarta Islamic Index* (JII). JII dibuat oleh BEI bekerjasama dengan PT Danareksa Invesment Management. JII menggunakan basis tanggal Januari 1995 dengan nilai awal sebesar 100. JII diperbarui tiap 6 bulan sekali, yaitu pada awal bulan Januari dan Juli (Jogiyanto, 2013:107).

JII merupakan indeks yang berisi dengan 30 saham perusahaan yang memenuhi kriteria investasi berdasarkan Syariah Islam, dengan prosedur sebagai berikut ini :

1. Saham dipilih harus sudah tercatat paling tidak 3 bulan terakhir, kecuali saham yang termasuk dalam 10 kapitalisasi besar.
2. Mempunyai rasio utang terhadap aktiva tidak lebih dari 90% di laporan keuangan tahunan atau tengah tahun.
3. Dari yang masuk kriteria nomer 1 dan 2, dipilih 60 saham dengan urutan rata-rata kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir.
4. Kemudian dipilih 30 saham dengan urutan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan regular selama satu tahun terakhir.

Saat ini di Bursa Efek Indonesia terdapat lima kelompok pasar dari seluruh jenis saham yang ditransaksikan. Yakni, kelompok gabungan keseluruhan saham (IHSG), kelompok 45 jenis saham pilihan (LQ), dan kelompok 134 jenis saham papan atas (*Main Board Index/MBX*). Kemudian

kelompok 205 jenis saham papan pengembang (*Development Board Index/DBX*), dan kelompok 30 jenis saham pilihan islami (JII). Sepanjang tahun 2007, pertumbuhan indeks JII melebihi pertumbuhan indeks LQ 45 dan IHSG. Pertumbuhan indeks JII mencapai 58,38%, sedangkan pertumbuhan indeks LQ 45 dan IHSG masing-masing 52,58% dan 52,08%. Mengamati perkembangan tersebut, terlihat perkembangan keuntungan pasar rata-rata pada saham yang tergabung di JII lebih tinggi dari perkembangan keuntungan pasar di kelompok pasar LQ 45 (Tandelilin, 2010:89)

Secara umum, investasi pada pasar modal Indonesia mengacu pada keputusan DSN-MUI yang ditindak lanjuti dengan keputusan ketua Bapepam-LK. Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia no: 40/DSN-MUI/X/2003, tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Pasal 3 Keputusan DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/2003 adalah :

EMITEN YANG MENERBITKAN EFEK SYARIAH

Pasal 3

Kriteria Emiten atau Perusahaan Publik

1. Jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan Efek Syariah tidak boleh bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah.
2. Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah sebagaimana dimaksud dalam Pasal 3 angka 1 diatas, antara lain :

- a. Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
 - b. Lembaga keuangan konvensional (*ribawi*), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
 - c. Produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram; dan
 - d. Produsen, distributor, dan/atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *mudarat*.
 - e. Melakukan investasi pada Emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (*nisbah*) hutangnya perusahaan kepada lembaga keuangan *ribawi* lebih dominan dari modalnya;
3. Emiten atau perusahaan public yang bermaksud menerbitkan Efek Syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas Efek Syariah yang dikeluarkan.
 4. Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan Efek Syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip-prinsip Syariah dan memiliki *Shariah Compliance Officer*.

Dalam hal Emiten atau Perusahaan Publik yang menerbitkan Efek Syariah sewaktu-waktu tidak memenuhi persyaratan tersebut diatas, maka Efek yang diterbitkan dengan sendirinya sudah bukan sebagai Efek Syariah.

2.2.9 Indeks Saham Syariah di Malaysia

Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI) adalah pasar modal syariah Malaysia yang didirikan oleh pemerintah Malaysia pada tanggal 17 April 1999. KLSI ini adalah index rata-rata tertimbang (*weighed-average-index*) dan terdiri dari saham-saham yang tercatat pada papan utama Kuala Lumpur Composite Index (KLCI). Saham-saham tersebut telah mengalami penyaringan sesuai ketentuan yang ditetapkan oleh Majelis Penasehat Syariah (*Shariah Advisory Council* / SAC) dari Komisi Sekuritas Malaysia (SC). Peluncuran tersebut didasarkan pada permintaan investor local maupun asing yang menginginkan investasi pada saham yang didasarkan pada syariah.

Inti bisnis emiten (perusahaan) yang dilarang oleh *Shariah Advisory Council* (SAC) dari Komisi Sekuritas (SC) adalah kegiatan emiten :

a. Kriteria Kualitatif

Secara umum, perusahaan yang masuk dalam kategori saham syariah jika inti bisnis perusahaan tidak bergerak pada aktivitas :

1. Jasa keuangan berbasis bunga
2. Aktivitas yang mengandung unsur permainan, judi, maysir
3. Perusahaan menjual dan memproduksi produk nonhalal
4. Asuransi konvensional
5. Aktivitas hiburan yang bertentangan dengan syariah
6. Perusahaan yang memproduksi dan menjual tembakau dan produk turunannya

7. Jasa perantara dan perdagangan saham yang diragukan kesyariahnya
8. Aktivitas perusahaan yang dianggap bertentangan dengan syariah

SAC juga memperhitungkan kontribusi pendapatan tingkat bunga yang diterima oleh perusahaan dari deposito atau bunga dari instrument keuangan. Demikian juga dengan dividen dari perusahaan nonsyariah yang telah disetujui oleh SAC. Pada perusahaan yang mengkombinasikan antara unsur yang diperbolehkan dan tidak maka SAC menambahkan dua kriteria :

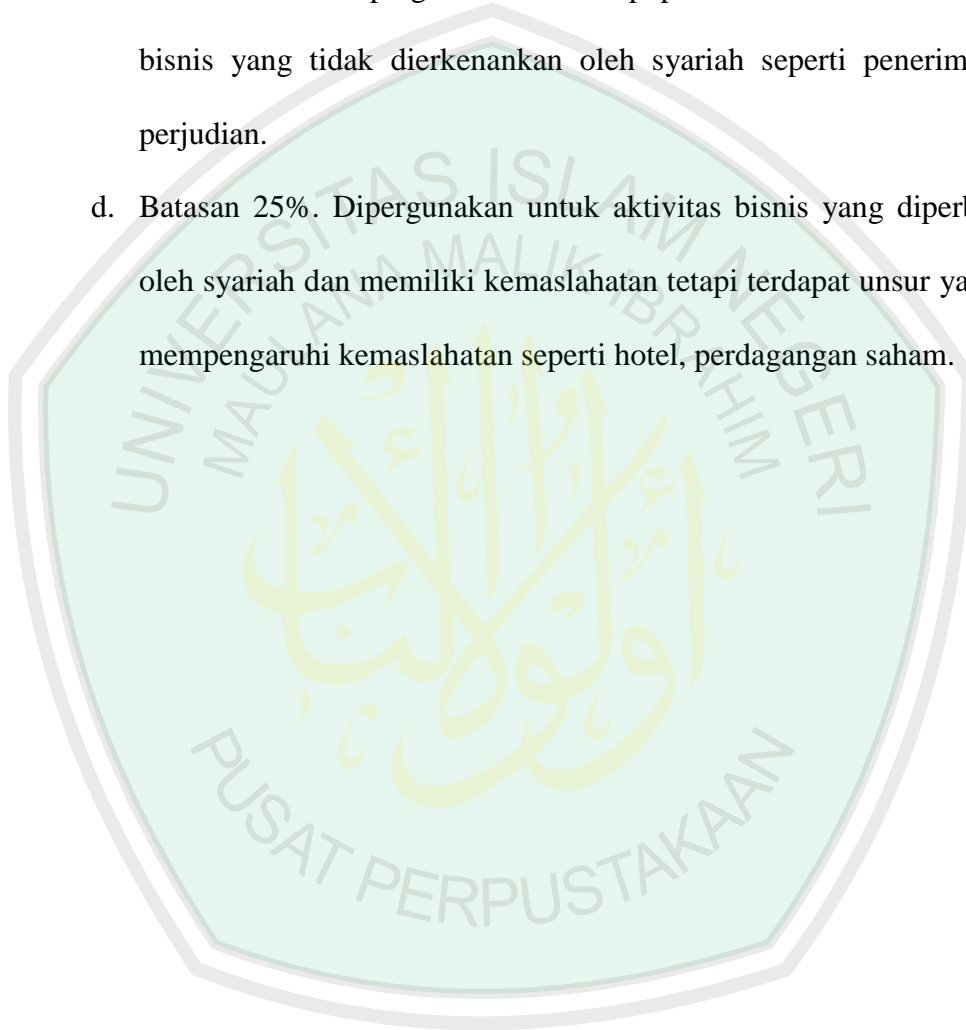
1. Persepsi public dan *image* perusahaan harus baik
2. Aktivitas inti perusahaan memiliki manfaat dan masalahah (*public benefit*) untuk umat dan bangsa dan unsur yang tidak diperbolehkan sangat minimal karena tidak dapat dihindarkan.

b. Kriteria Kuantitatif

Untuk menentukan toleransi percampuran antara saham yang diperbolehkan dan tidak diperbolehkan terhadap pendapatan dan keuntungan sebelum pajak sebuah perusahaan. SAC menetapkan beberapa perbandingan yang didasarkan pada ijtihad. Jika pendapatan dari usaha yang tidak diperbolehkan syariah melebihi batasan, maka saham perusahaan tersebut tidak dikategorikan sebagai saham syariahi. Batasan tersebut adalah :

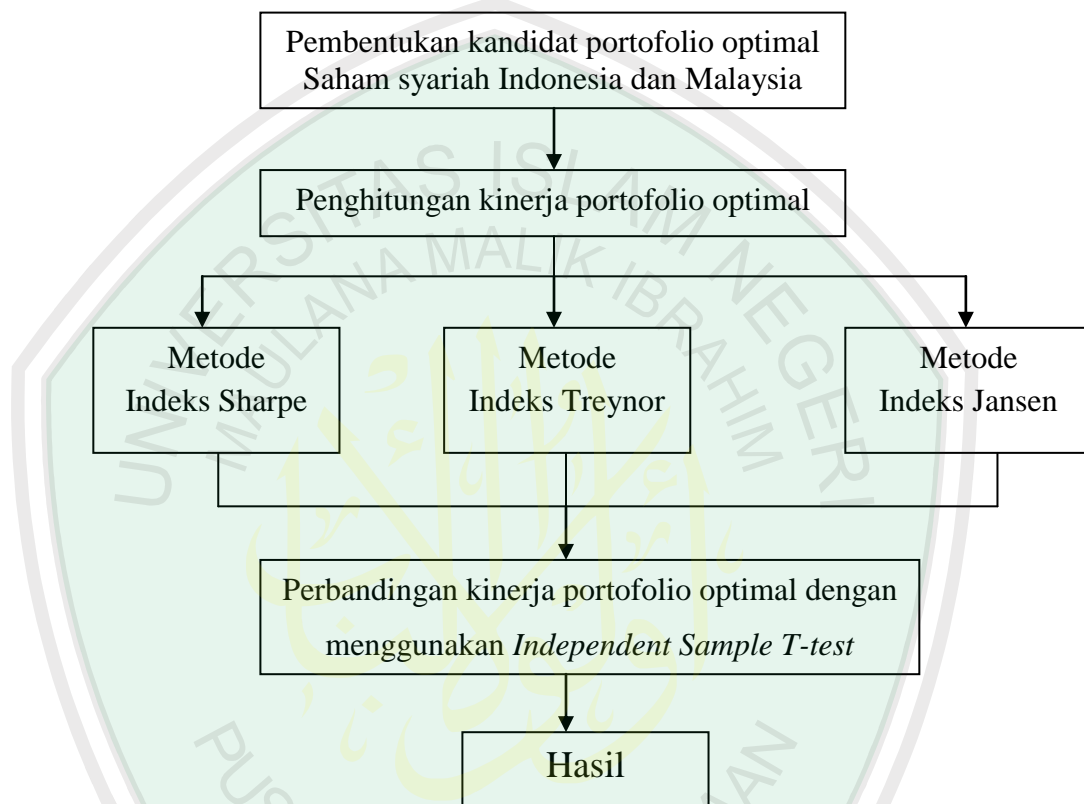
- a. Batasan 5%. Dipergunakan dari berbagai aktivitas bisnis yang secara tegas dilarang oleh syariah seperti bunga (riba, perjudian)

- b. Batasan 10%. Dipergunakan dari berbagai aktivitas bisnis yang dilarang tetapi sangat sulit dihindari seperti produk rokok, bunga deposito.
- c. Batasan 20%. Dipergunakan terhadap penerimaan sewa dari aktivitas bisnis yang tidak diperkenankan oleh syariah seperti penerimaan dari perjudian.
- d. Batasan 25%. Dipergunakan untuk aktivitas bisnis yang diperbolehkan oleh syariah dan memiliki kemaslahatan tetapi terdapat unsur yang dapat mempengaruhi kemaslahatan seperti hotel, perdagangan saham.



2.3 Kerangka Berfikir

Gambar 2.3
Kerangka Berfikir



Keterangan :

Kerangka pemikiran yang pertama yaitu melakukan perhitungan untuk memilih kandidat portofolio optimal dengan cara membandingkan rasio *excess return to beta* dengan *cut of rate*. Jika *excess return to beta* lebih besar daripada *cut of rate* maka saham tersebut masuk dalam kandidat portofolio optimal.

Setelah mendapatkan saham-saham yang masuk dalam portofolio optimal tersebut, kemudian dilakukan perhitungan kinerja portofolio optimal dengan

menggunakan tiga metode yaitu metode indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jansen. Setelah melakukan perhitungan kinerja portofolio optimalnya, maka dilakukan uji beda dengan menggunakan SPSS yaitu dengan uji beda *independent sample t-test*. Caranya adalah dengan membandingkan kinerja saham syariah Indonesia dan Malaysia dengan indeks Sharpe, kemudian indeks Treynor dan indeks Jansen. Dengan menggunakan SPSS tersebut, maka bisa diketahui perbedaan kinerja portofolio saham syariah Indonesia dan Malaysia.

2.4 Hipotesis

Penilaian kinerja portofolio optimal perlu dilakukan oleh investor. Tujuan penilaian kinerja portofolio adalah untuk mengetahui dan menganalisis apakah portofolio yang dibentuk telah dapat meningkatkan kemungkinan tercapainya tujuan investasi sehingga dapat diketahui portofolio mana yang memiliki kinerja yang lebih baik jika ditinjau dari tingkat pengembalian dan risikonya masing-masing. Penilaian kinerja portofolio optimal bisa dilakukan dengan menggunakan tiga metode yaitu metode indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jansen.

Adapun persamaan dari saham syariah Indonesia dan Malaysia adalah pada aspek atau seleksi kriteria perusahaan yang dapat masuk dalam kategori syariah pada masing-masing Negara. Seleksi kriteria perusahaan syariah mencakup dua hal, yaitu kriteria obyek usaha (bermuara pada halal-haramnya sebuah inti bisnis perusahaan) dan kriteria kuantitatif (kinerja keuangan perusahaan). Meskipun penetapan kriteria ini didasarkan pada pendapat ulama setempat dengan melihat kondisi perusahaan

masing-masing Negara, tetapi kriteria penyeleksian pada kedua Negara ini sama yaitu pada kriteria kualitatif dan kuantitatif (Hanafi : 2011).

Sedangkan perbedaan dari kedua saham ini adalah pada awal berdirinya dan juga jumlah perusahaan yang tergabung dalam saham syariah masing-masing Negara. FBMS sudah berdiri sejak tahun 1992 sedangkan *Jakarta Islamic Index* berdiri pada tahun 2003. Dan jumlah perusahaan yang tergabung dalam saham syariah Malaysia sampai akhir tahun 2007 yaitu sebanyak 853 perusahaan. Sedangkan saham syariah yang tergabung dalam saham syariah Indonesia berjumlah sekitar 232 perusahaan.

Berdasarkan latar belakang dan landasan teori, maka peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut :

Ho : “Diduga bahwa tidak terdapat perbedaan antara kinerja portofolio optimal saham syariah di Indonesia dan saham syariah di Malaysia dengan menggunakan metode indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jansen.”

Ha : “Diduga bahwa terdapat perbedaan antara kinerja portofolio optimal saham syariah di Indonesia dan saham syariah di Malaysia dengan menggunakan metode indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jansen.”