

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Berbagai metode telah diaplikasikan dalam upaya untuk mengurangi risiko investasi dengan diversifikasi. Beberapa penelitian yang mengkaji tentang pengurangan risiko investasi melalui diversifikasi telah banyak dilakukan oleh para peneliti terdahulu, diantaranya:

Sudana dan Janiarti (2000) mengungkapkan tentang Pengaruh Ukuran Portofolio Terhadap Tingkat Diversifikasi Saham: Perbandingan Antara Portofolio Saham Satu Industri Dengan Portofolio Saham Beragam Industri Di BEJ. Dengan menggunakan alat analisis portofolio model indeks tunggal.

Musnadi, dkk (2001) mengungkapkan tentang Manfaat Diversifikasi Portofolio Saham Antar Industri Di BEJ, dengan alat analisis yang digunakan berupa koefisien korelasi.

Cornelis A. Los (2004) meneliti tentang *When to Put All Your Eggs in One Basket, When Diversification Increases Portfolio Risk*. Hasil penelitian tersebut mengungkapkan bahwa diversifikasi portofolio mungkin tidak selalu menurunkan risiko portofolio, namun sebenarnya dapat meningkatnya. Hal ini tergantung pada karakteristik stabilitas distribusi yang mendasari tingkat pengembalian.

Edy Suprianto (2008) meneliti tentang Minimalisasi Risiko Dengan Membentuk Diversifikasi Portofolio Pada Seluruh Instrumen Yang Dijual-Belian

Di Pasar Uang. Jumlah sampel atau instrumen pasar uang pada periode 2001 September 2008 sebanyak 20 instrumen dan menggunakan dua metode pendekatan yaitu metode random dan Markowitz. Hasil penelitian tersebut juga mengemukakan perbandingan antara diversifikasi random dan diversifikasi Markowitz.

Yuni (2009) meneliti tentang Peranan Diversifikasi Saham Model Markowitz Guna Memperoleh Return Portofolio Yang Optimal Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa diversifikasi saham dapat memperoleh return yang optimal.

Dani (2013) meneliti tentang Implementasi Diversifikasi Saham Terhadap Tingkat Risiko Dan Return Portofolio dengan model Markowitz dan didapati bahwa diversifikasi saham berbeda sektor memberikan manfaat meminimalkan risiko dan memaksimalkan return.

Tabel 2.1

Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti/ Tahun	Judul Penelitian	Metode Penelitian		Hasil
			Jenis Penelitian	Variabel	
1	Sudana dan Janiarti (2000)	Pengaruh Ukuran Portofolio Terhadap Tingkat Diversifikasi Saham: Perbandingan Antara Portofolio Saham Satu Industri Dengan Portofolio Saham Beragam Industri di BEI	Penelitian kuantitatif	Portofolio Saham Satu Industri (Variabel X_1), Portofolio Saham Beragam Industri (Variabel X_2), Tingkat Diversifikasi Saham (Variabel Y)	Strategi diversifikasi pada portofolio saham satu industri maupun beragam industri tidak berpengaruh secara signifikan dan penambahan jumlah saham dalam portofolio tidak menurunkan rata-rata nilai risiko

					tidak sistematis portofolio.
2	Budi Raharjo (2000)	Pengurangan Risiko Investasi Pada Saham Melalui Diversifikasi Berdasarkan Jangka Waktu Kepemilikan (Penelitian Pada IHSG dan 10 Saham Kapitalisasi Besar dan 10 Saham Kapitalisasi Kecil Pada Periode 1995-1998)	Penelitian kuantitatif	IHSG (Variabel X_1), Saham Kapitalisasi Besar (Variabel X_2), Saham Kapitalisasi Kecil (Variabel X_3), Diversifikasi Berdasarkan Jangka Waktu Kepemilikan (Variabel Y)	Diversifikasi berdasarkan jangka waktu kepemilikan yang diharapkan dapat mengurangi risiko fluktuasi dengan semakin panjang jangka waktu kepemilikan saham tidak terbukti untuk saham-saham dengan kapitalisasi besar.
3	Musnadi, dkk (2001)	Manfaat Diversifikasi Portofolio Saham Antar Industri di BEJ	Penelitian kuantitatif	-	Diversifikasi saham antar industri di BEJ memberikan manfaat yang signifikan kepada investor karena risiko menurun.
4	Cornelis A. Los (2004)	When to Put All Your Eggs in One Basket, When Diversification Increases Portofolio Risk	Penelitian kuantitatif	-	Diversifikasi portofolio mungkin tidak selalu menurunkan risiko portofolio, namun sebenarnya dapat meningkatnya. Hal ini tergantung pada karakteristik stabilitas distribusi yang mendasari tingkat pengembalian.

5	Edy Suprianto (2008)	Analisis Minimalisasi Risiko dengan Membentuk Diversifikasi Portofolio pada Seluruh Instrumen yang Dijual-belikan di Pasar Uang Tahun 2000 s/d 2008	Penelitian kuantitatif	Seluruh Instrumen Pasar Uang (Variabel X), Diversifikasi Portofolio (Variabel Y)	Risiko portofolio dapat dikurangi dengan melakukan diversifikasi portofolio bahkan sampai dibawah risiko sistematis dengan pendekatan Markowitz jika investor rela memasukkan lebih dari 7 instrumen.
6	Yuni Indra Sakti (2009)	Peranan Diversifikasi Saham Model Markowitz Guna Memperoleh Return Portofolio Optimal (Studi pada Perusahaan Manufaktur di BEI)	Penelitian kuantitatif	Diversifikasi saham Markowitz (Variabel X), Return Portofolio Optimal (Variabel Y)	Dengan melakukan diversifikasi saham, investor dapat memperoleh return yang optimal.
7	Dani Firmansyah (2013)	Implementasi Diversifikasi Saham Terhadap Tingkat Risiko & Return Portofolio (Studi pada perusahaan yang terdaftar di JII periode Desember 2011-November 2012)	Penelitian kuantitatif	Tingkat Risiko (Variabel X_1), Return Portofolio (Variabel X_2), Diversifikasi Saham (Variabel Y)	Diversifikasi saham dengan berbeda sektor memberikan manfaat meminimalkan risiko & memaksimalkan return.
8	Taliawo dan Atahau (2007)	Beta dan Implikasinya Terhadap Hasil Diversifikasi Saham di Bursa Efek Jakarta	Penelitian kuantitatif	Beta (Variabel X), Diversifikasi Saham (Variabel Y)	Portofolio yang terdiri dari saham-saham beta rendah memberikan risiko tidak sistematis yang lebih cepat dibandingkan dengan portofolio yang terdiri dari saham-saham beta tinggi.
9	Attilio <i>et al.</i> (2014)	Measuring Portofolio Diversification Based on Optimized	Penelitian kuantitatif	-	Serangkaian faktor berkorelasi dioptimalkan untuk melacak faktor erat

		Uncorrelated Factors			yang digunakan untuk mengalokasi portofolio.
10	Christoph and Muddit (2014)	Diversification Management of a Multi Asset Portofolio	Penelitian kuantitatif	-	Mean-variance sering menyebabkan portofolio sangat terkonsentrasi. Memberikan bobot yang sama terhadap semua aset portofolio malah akan memungkinkan untuk diversifikasi maksimum.

Sumber: Diolah dari beberapa jurnal

Dari beberapa penelitian terdahulu diatas, maka dapat disimpulkan bahwa tingkat risiko investasi dapat diminimalisir dengan melakukan diversifikasi tanpa mengurangi besaran return yang diharapkan. Hal tersebut dapat dilihat dari beberapa alternatif yang diberikan oleh peneliti terdahulu, dimana diversifikasi beragam jenis saham dapat mengurangi risiko investasi dengan membentuk portofolio.

Adapun yang membedakan antara penelitian yang dilakukan oleh peneliti terdahulu dan peneliti saat ini yaitu peneliti ingin mendeskripsikan minimalisasi risiko investasi melalui diversifikasi dengan menggunakan model Markowitz dengan obyek penelitian yaitu saham-saham di Jakarta Islamic Index dan FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index.

2.2 Kajian Teori

2.2.1 Investasi

2.2.1.1 Definisi dan Tujuan Investasi

Ada banyak definisi mengenai investasi antara lain:

1. Investasi adalah menempatkan dana dengan harapan memperoleh tambahan uang atau keuntungan tertentu atas uang atau dana tersebut (Ahmad, 2004:3).
2. Investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan dimasa mendatang (Halim, 2005:4).
3. Investasi merupakan suatu komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa mendatang (Tandelilin, 2010:2).
4. Investasi dapat didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu (Jogiyanto, 2010:5).

Dari beberapa definisi tersebut, menunjukkan bahwa pada prinsipnya investasi adalah penggunaan sumber keuangan maupun sumber daya lain atau usaha dalam waktu tertentu dari setiap orang yang menginginkan keuntungan darinya dimasa yang akan datang.

Untuk mencapai efektivitas dan efisiensi dalam suatu keputusan, diperlukan ketegasan terhadap tujuan yang diharapkan. Begitu pula

halnya dalam bidang investasi, investor perlu menetapkan tujuan yang hendak dicapai. Tujuan tersebut antara lain:

- a. Terciptanya keberlanjutan (*continuity*) dalam investasi tersebut,
- b. Terciptanya profit yang maksimum atau keuntungan yang diharapkan (*profit actual*),
- c. Terciptanya kemakmuran bagi para pemegang saham,
- d. Turut memberikan andil bagi pembangunan bangsa.

2.2.1.2 Bentuk Investasi

Dalam aktivitasnya, secara umum investasi dikenal ada dua bentuk yaitu:

1. Investasi nyata

Investasi nyata (*real investment*) secara umum melibatkan aset berwujud, seperti emas, tanah, mesin-mesin, dll.

2. Investasi keuangan

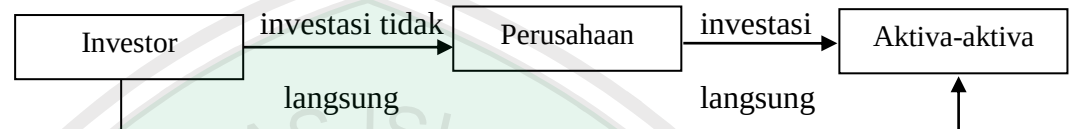
Investasi keuangan (*financial investment*) melibatkan kontrak tertulis, seperti saham biasa dan obligasi.

Menurut Jogiyanto (2010:7), 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 2.1

Investasi langsung dan investasi tidak langsung



Sumber: Jogiyanto (2010)

2.2.1.3 Proses Keputusan Investasi

Setiap melakukan keputusan investasi selalu saja memerlukan proses. Proses tersebut akan memberikan gambaran pada setiap tahap yang akan ditempuh oleh perusahaan. Secara umum proses manajemen investasi menurut Fahmi (2012:6) meliputi lima langkah berikut:

1. Menetapkan sasaran investasi

Penetapan sasaran berarti melakukan keputusan yang bersifat fokus atau menempatkan target sasaran terhadap yang akan diinvestasikan. Penetapan sasaran investasi sangat disesuaikan dengan apa yang akan ditujukan pada investasi tersebut. Jika sasaran investasi dalam bentuk penyaluran kredit, maka investasi tersebut dalam bentuk lembaga perbankan, *leasing*, bank perkreditan dan sejenisnya yang bertugas untuk menghimpun dana dari masyarakat dan menyalurkan kepada publik yang mengalami kekurangan dana.

2. Membuat kebijakan investasi

Tahap kedua ini berkaitan dengan bagaimana perusahaan mengelola dana yang berasal dari saham, obligasi, dan lainnya untuk kemudian didistribusikan ke tempat-tempat yang dibutuhkan. Perhitungan pendistribusian dana ini haruslah dilakukan dengan prinsip kehati-hatian karena berbagai hal dapat timbul pada saat dana tersebut tidak mampu untuk ditarik kembali. Juga perlu bagi pihak perusahaan memperhitungkan tentang beban pajak (*tax*) yang akan ditanggungnya nanti.

3. Memilih strategi portofolio

Ini menyangkut keputusan peranan yang akan diambil oleh pihak perusahaan, yaitu apakah bersifat aktif atau pasif saja. Pada saat perusahaan melakukan investasi aktif maka semua kondisi tentang perusahaan akan dengan cepat tergambarkan di pasar saham. Investasi aktif akan selalu mencari informasi yang tersedia dan kemudian selanjutnya mencari kombinasi portofolio yang paling tepat untuk dilaksanakan. Sementara secara pasif hanya dapat dilihat pada indeks rata-rata atau dengan perkataan lain berdasarkan reaksi pasar saja, tanpa ada sikap atraktif.

4. Memilih aset

Di sini pihak perusahaan berusaha memilih aset investasi yang nantinya akan memberi imbal hasil yang tertinggi. Imbal hasil di sini dilihat sebagai keuntungan yang akan mampu diperoleh.

5. Mengukur dan mengevaluasi kinerja

Tahap ini adalah menjadi tahap revaluasi bagi perusahaan untuk melihat kembali apa yang telah dilakukan selama ini dan apakah tindakan yang telah dilakukan selama ini telah benar-benar maksimal atau belum. Jika belum, maka sebaliknya segera melakukan perbaikan agar kerugian tidak akan terjadi ke depan nantinya. Bagaimana pun perusahaan berharap akan memperoleh keuntungan yang bersifat tetap (*sustainability*) dan bukan hanya keuntungan yang diperoleh sesaat saja (*stimulus profit*).

2.2.1.4 Investasi Dalam Perspektif Islam

Investasi merupakan salah satu ajaran dari konsep Islam yang memenuhi proses gradasi tingkat ilmu pengetahuan (*tadrij*) dan *trichotomy* pengetahuan. Hal tersebut dapat dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spritual karena menggunakan norma syariah, sekaligus merupakan hakikat dari sebuah ilmu dan amal, oleh karenanya investasi sangat dianjurkan bagi setiap muslim (Huda dan Nasution, 2007:17-18).

Hal tersebut dijelaskan dalam Al-Qur'an surat al-Hasyr ayat 18 sebagai berikut:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ
وَاتَّقُوا اللَّهَ ۚ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ ﴿١٨﴾

Artinya: *Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, sesungguhnya Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan.*

Manusia diperintahkan untuk selalu introspeksi diri dan perbaikan guna mencapai masa depan yang lebih baik. Menjadikan pelajaran masa lalu sebuah investasi besar untuk masa depan.

Islam sebagai aturan hidup (*nidham al hayat*) yang mengatur seluruh sisi kehidupan umat manusia, menawarkan berbagai cara dan kiat untuk menjalani kehidupan yang sesuai dengan norma dan aturan Allah SWT. Dalam berinvestasi pun Allah SWT dan Rasul-Nya memberikan petunjuk (*dalil*) dan rambu-rambu pokok yang seyogianya diikuti oleh setiap muslim yang beriman. Diantara rambu-rambu tersebut (Satrio, 2005) adalah sebagai berikut:

1. Terbebas dari unsur riba

Riba secara etimologi berarti tumbuh dan bertambah. Sebagaimana dalam firman Allah QS al-Baqarah ayat 278-279 yang melarang riba sebagai berikut:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُّؤْمِنِينَ ﴿٢٧٨﴾ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۖ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴿٢٧٩﴾

Artinya: 278. *Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan tinggalkan sisa riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman.*

279. *Maka jika kamu tidak mengerjakan (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.*

2. Terhindar dari unsur gharar

Gharar secara etimologi bermakna kekhawatiran atau risiko.

Gharar juga dikatakan sebagai sesuatu yang bersifat tidak pasti (*uncertainty*). Imam Sayyid Sabiq dalam Fiqh Sunnah halaman 53 jilid keempat mendefinisikan gharar sebagai:

“Setiap jual beli yang mengandung sebuah ketidakpastian (jahalah), atau mengandung unsur risiko atau perjudian.”

3. Terhindar dari unsur judi (maysir)

Maysir secara etimologi bermakna mudah. Maysir merupakan obyek yang diartikan sebagai tempat untuk memudahkan sesuatu. Allah SWT dan Rasulullah SAW telah melarang segala jenis perjudian, hal tersebut tertuang dalam Al-Qur'an surat al-Maidah ayat 90-91:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ
رَجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩٠﴾
إِنَّمَا يُرِيدُ الشَّيْطَانُ أَنْ يُوقِعَ بَيْنَكُمُ الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي
الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ وَيَصُدَّكُمْ عَن ذِكْرِ اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ ۖ فَهَلْ أَنتُمْ
مُنْتَهُونَ ﴿٩١﴾

Artinya: 90. *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.*

91. *Sesungguhnya syaitan itu bermaksud hendak menimbulkan permusuhan dan kebencian di antara kamu lantaran (meminum) khamar dan berjudi itu, dan menghalangi kamu dari mengingat Allah dan sembahyang; maka berhentilah kamu (dari mengerjakan pekerjaan itu).*

Banyak kerugian yang ditimbulkan oleh orang-orang yang mabuk-mabukan dan berjudi. Orang yang mabuk tentu akan kehilangan kesadarannya dan orang hilang kesadarannya akan mudah melakukan perbuatan-perbuatan yang tidak layak. Begitu pula orang yang berjudi akan menimbulkan banyak kerugian. Orang yang berjudi selalu akan mengharapkan keuntungan yang besar. Orang yang bermain saham dapat diibaratkan seperti bermain judi.

4. Terhindar dari unsur haram

Investasi yang dilakukan oleh seorang muslim diharuskan terhindar dari unsur haram. Sesuatu yang haram merupakan segala sesuatu yang dilarang oleh Allah SWT dan rasul-Nya dalam Al-Qur'an dan Hadis. Kata haram secara etimologi bermakna melarang. Sebagaimana dalam firman Allah QS al-Maidah ayat 88 sebagai berikut:

وَكُلُوا مِمَّا رَزَقَكُمُ اللَّهُ حَلَالًا طَيِّبًا ۚ وَاتَّقُوا اللَّهَ الَّذِي أَنْتُمْ بِهِ

مُؤْمِنُونَ ﴿٨٨﴾

Artinya: *Dan makanlah makanan yang halal lagi baik dari apa yang Allah telah rezeikikan kepadamu, dan bertakwalah kepada Allah yang kamu beriman kepada-Nya.*

5. Terhindar dari unsur syubhat

Kata syubhat berasal berarti mirip, serupa, semisal dan bercampur.

Dalam terminologi syariah syubhat diartikan sebagai:

“Sesuatu perkara yang tercampur (antara halal dan haram), akan tetapi tidak diketahui secara pasti apakah ia sesuatu yang halal atau haram, dan apakah ia hak ataukah batil.”

2.2.2 Teori Portofolio

2.2.2.1 Definisi Portofolio

Secara harfiah portofolio merupakan sekumpulan surat-surat berharga. Portofolio menjelaskan bagaimana investasi pada berbagai surat-surat berharga yang menawarkan return maksimal dengan tingkat risiko tertentu atau menawarkan risiko terendah dengan tingkat return tertentu. Umumnya investor memilih untuk memiliki berbagai jenis surat berharga sehingga membentuk suatu portofolio (Husnan, 2003:50). Portofolio dapat didefinisikan juga sebagai alternatif investasi dengan diversifikasi yaitu kombinasi aset, baik berupa aset riil maupun aset finansial (Sartono, 2001:151).

Konsep portofolio pertama kali diperkenalkan oleh Harry M. Markowitz tahun 1950. Nasihat Markowitz yang sangat penting dalam teori portofolio adalah *“janganlah menaruh semua telur ke dalam satu keranjang”*, karena kalau keranjang tersebut jatuh, maka semua telur yang ada dalam keranjang tersebut akan pecah. Dalam konteks

investasi, ajaran tersebut bisa diartikan sebagai “*janganlah menginvestasikan semua dana yang kita miliki hanya pada satu aset saja, karena jika aset tersebut gagal, maka semua dana yang telah kita investasikan akan lenyap*”. Sekilas ajaran tersebut terlihat sederhana, tetapi dalam teori portofolio Markowitz, ditunjukkan secara kuantitatif mengapa dan bagaimana diversifikasi bisa menurunkan risiko portofolio.

Tujuan utama portofolio adalah mencari kombinasi optimum dari berbagai sekuritas untuk memperoleh tingkat keuntungan yang maksimum. Pada hakikatnya pembentukan portofolio adalah untuk mengurangi risiko dengan cara diversifikasi, yaitu mengalokasikan sejumlah dana pada berbagai alternatif investasi yang berkorelasi negatif (Halim, 2005:54).

Untuk mengurangi risiko investasi, investor harus mengenal jenis risiko investasi. Jenis risiko ini dikelompokkan dalam dua kelompok besar, yaitu risiko sistematis atau disebut *systematic risk* atau *undiversifiable risk*, dan risiko tidak sistematis atau disebut *unsystematic risk* atau *specific risk* atau *diversifiable risk*.

2.2.2.2 Proses Investasi Portofolio

Langkah-langkah yang diperlukan untuk mengambil keputusan tersebut menurut (Husnan, 2003:44) sebagai berikut:

a. Menentukan kebijakan investasi

Pemodal menentukan tujuan investasi dilakukan dan berapa banyak investasi tersebut akan dilakukan.

b. Analisis sekuritas

Melakukan analisis terhadap individual ataupun kelompok sekuritas, baik secara teknikal atau dengan analisis fundamental. Dalam melakukan analisis teknikal menggunakan data (perubahan) harga masa lalu sedangkan untuk analisis fundamental berupaya mengidentifikasi prospek perusahaan.

c. Pembentukan Portofolio

Mengidentifikasi sekuritas mana yang dipilih dan menentukan proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas.

d. Melakukan Revisi Portofolio

Merupakan pengulangan ketiga pada tahap sebelumnya. Artinya jika portofolio yang dimilikinya dirasa kurang optimal, atau tidak sesuai dengan preferensi risiko, maka pemodal dapat melakukan perubahan terhadap sekuritas yang dimilikinya.

e. Evaluasi Kinerja Portofolio

Pemodal melakukan penilaian terhadap kinerja portofolio, baik tingkat keuntungan maupun tingkat risiko yang ditanggungnya.

2.2.3 Diversifikasi

Telah diketahui bahwa risiko yang dapat didiversifikasi adalah risiko yang tidak sistematis atau risiko spesifik. Diversifikasi risiko sangat penting untuk investor, karena dapat meminimumkan risiko tanpa harus mengurangi return yang diterima. Investor dapat melakukan diversifikasi dengan beberapa cara, seperti misalnya dengan membentuk portofolio berisi banyak aktiva, membentuk portofolio secara random atau diversifikasi secara metode Markowitz (Jogiyanto, 2010).

2.2.3.1 Diversifikasi dengan Banyak Aktiva

Mengikuti hukum statistik bahwa semakin besar ukuran sampel, semakin dekat nilai rata-rata sampel dengan nilai ekspektasian dari populasi. Hukum ini disebut dengan Hukum Jumlah Besar (*Law of Large Numbers*). Asumsi yang digunakan di sini adalah tingkat hasil (*rate of return*) untuk masing-masing sekuritas secara statistik adalah independen. Ini berarti bahwa *rate of return* untuk satu sekuritas tidak terpengaruh oleh *rate of return* sekuritas yang lainnya. Dengan asumsi ini, deviasi standar yang mewakili risiko dari portofolio dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\sigma_p = \frac{\sigma_i}{\sqrt{n}}$$

Dari rumus diatas terlihat bahwa risiko dari portofolio akan menurun dengan cepat dengan semakin besarnya jumlah sekuritas (n).

Misalnya suatu portofolio berisi dengan 100 buah sekuritas yang mempunyai deviasi standar yang sama sebesar 0,25 untuk tiap-tiap sekuritas. Risiko portofolio ini adalah sebesar $\sigma_p = 0,25$ untuk tiap-tiap sekuritasnya. Risiko portofolio ini adalah sebesar $\sigma_p = 0,25 / \sqrt{100} = 0,025$. Semakin banyak sekuritas yang dimasukkan ke portofolio, semakin kecil risiko portofolionya. Kenyataannya, asumsi *rate of return* yang independen untuk masing-masing sekuritas adalah kurang realitis, karena umumnya return sekuritas berkorelasi satu dengan lainnya.

2.2.3.2 Diversifikasi secara Random

Diversifikasi secara random (random atau naive diversification) merupakan pembentukan portofolio dengan memilih sekuritas-sekuritas secara acak tanpa memperhatikan karakteristik dari investasi yang relevan seperti misalnya return dari sekuritas itu sendiri. Investor hanya memilih sekuritas secara acak.

2.2.3.3 Diversifikasi secara Markowitz

Teori portofolio model Markowitz mengajarkan tentang berinvestasi dengan cara memecah dana yang diinvestasikan, kemudian meletakkan bukan pada satu jalur namun pada jalur yang berbeda-beda. Peletakan dana secara terpisah tersebut diharapkan mengurangi risiko yang akan timbul ke depan.

Garis vertikal pada Gambar 2.2 diatas menunjukkan tingkat return harapan, sedangkan garis horizontal menggambarkan tingkat risiko portofolio. Bidang ABCDEGH dalam gambar di atas menunjukkan kumpulan portofolio yang tersedia bagi investor. Bagian yang ditunjukkan oleh garis BCDE disebut sebagai permukaan efisien (efficient frontier), yaitu kombinasi aset-aset yang membentuk portofolio yang efisien. Bagian ini merupakan bagian yang mendominasi (lebih baik) dibandingkan dengan titik-titik lainnya (A,G,H). Bagian yang ditunjukkan oleh titik BCDE merupakan pilihan-pilihan portofolio terbaik bagi investor dibanding bagian AGH, karena BCDE mampu menawarkan tingkat return yang lebih tinggi dengan risiko yang sama dibanding bagian AGH. Sebagai contoh, jika portofolio pada titik B kita bandingkan dengan portofolio titik A, maka akan terlihat bahwa portofolio B mampu memberikan tingkat return yang lebih tinggi pada tingkat risiko yang hampir sama dengan titik A. Demikian pula halnya dengan titik-titik C,D dan E yang terlihat lebih baik (dominan) dibandingkan titik G dan H, karena mampu menawarkan tingkat return yang lebih tinggi pada tingkat risiko yang sama dengan titik. Oleh karenanya, pilihan investor nantinya akan berada di titik-titik yang ditunjukkan oleh garis BCDE dalam gambar tersebut.

Salah satu titik kombinasi portofolio yang dipilih investor dari garis BCDE disebut sebagai portofolio optimal. Pemilihan portofolio

optimal ditentukan oleh preferensi investor terhadap return harapan dan risiko. Preferensi investor ditunjukkan oleh kurva indeferen (U_1 dan U_2). Dalam gambar di atas, terlihat bahwa kurva indeferen investor bertemu dengan permukaan efisien pada titik D, karena portofolio D tersebut menawarkan return harapan dan risiko yang sesuai dengan preferensi investor tersebut.

2.2.4 Return

2.2.4.1 Definisi Return

Tujuan investor melakukan investasi adalah untuk memperoleh keuntungan atas investasi yang telah dilakukan. Dalam konteks manajemen investasi tingkat keuntungan investor disebut sebagai return. Dalam berinvestasi ada dua faktor yang paling dipertimbangkan oleh investor, yaitu tingkat pengembalian yang diharapkan (return) dan risiko (risk). Return dibedakan menjadi dua yaitu, return yang telah terjadi (*actual return*) yang dihitung berdasarkan data historis dan return yang diharapkan yang akan diperoleh pada masa yang akan datang (Halim, 2005:34).

2.2.4.2 Return Saham Individual

Sumber return atau pengembalian saham terdiri dari dua komponen yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen return yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang

diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Jika kita membeli saham maka *yield* ditunjukkan oleh besarnya dividen yang diperoleh. *Yield* dinyatakan dalam bentuk prosentase dari modal yang ditanamkan. Sedangkan *capital gain (loss)* adalah kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor.

Dari kedua komponen return diatas, maka kita dapat menghitung return total suatu investasi dengan menjumlahkan *capital gain* dan *yield* yang diperoleh dari suatu investasi. Menurut Jogiyanto (2010) return total suatu investasi secara matematis dapat ditulis sebagai berikut:

$$R_t = \frac{P_t - P(t-1) + D_t}{P(t-1)}$$

Keterangan:

R_t : return total saham

P_t : harga saham pada saat t

P_{t-1} : harga saham pada saat $t-1$

D_t : dividen kas pada akhir periode

2.2.4.3 Return Portofolio

Return realisasian portofolio (*portofolio realized return*) merupakan rata-rata tertimbang dari return-return realisasian masing-masing sekuritas tunggal di dalam portofolio (Jogiyanto, 2010). Secara matematis, return realisasian portofolio dapat ditulis sebagai berikut:

$$R_p = \sum_{i=1}^n (W_i \cdot R_i)$$

Keterangan:

R_p : return realisasi portofolio

W_i : porsi dari sekuritas i terhadap seluruh sekuritas di portofolio

R_i : return realisasian dari sekuritas ke- i

n : jumlah dari sekuritas tunggal

Sedangkan return ekspektasian portofolio (*portofolio expected return*) merupakan rata-rata tertimbang dari return-return ekspektasian masing-masing sekuritas tunggal di dalam portofolio (Jogiyanto, 2010).

Return ekspektasian portofolio dapat dinyatakan secara matematis sebagai berikut:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n [W_i \cdot E(R_i)]$$

Keterangan:

$E(R_p)$: return ekspektasian dari portofolio

W_i : porsi dari sekuritas i terhadap seluruh sekuritas di portofolio

$E(R_i)$: return ekspektasian dari sekuritas ke- i

n : jumlah dari sekuritas tunggal

2.2.4.4 Return Dalam Perspektif Islam

Firman Allah yang menerangkan tentang balasan dari hasil usaha sebagai berikut:

...وَمَنْ يُرِدْ ثَوَابَ الدُّنْيَا نُؤْتِهِ مِنْهَا وَمَنْ يُرِدْ ثَوَابَ الْآخِرَةِ

نُؤْتِهِ مِنْهَا وَسَنَجْزِي الشَّاكِرِينَ ﴿١٤٥﴾

Artinya: Barang siapa menghendaki pahala dunia, niscaya Kami berikan kepadanya pahala dunia itu, dan barang siapa menghendaki pahala akhirat, Kami berikan (pula) kepadanya pahala akhirat itu. Dan Kami akan memberi balasan kepada orang-orang yang bersyukur.

Dan Al-Qur'an surat Huud ayat 15 sebagai berikut:

مَنْ كَانَ يُرِيدُ الْحَيَاةَ الدُّنْيَا وَزِينَتَهَا نُوفِّ إِلَيْهِمْ أَعْمَلَهُمْ فِيهَا

وَهُمْ فِيهَا لَا يُبْخَسُونَ ﴿١٥﴾

Artinya: Barangsiapa yang menghendaki kehidupan dunia dan perhiasannya, niscaya Kami berikan kepada mereka balasan pekerjaan mereka di dunia dengan sempurna dan mereka di dunia itu tidak akan dirugikan.

2.2.5 Risiko

2.2.5.1 Definisi Risiko

Dalam investasi tidak hanya cukup dengan menghitung return saja, oleh karena itu dalam investasi juga harus memperhitungkan risiko dari investasi tersebut. Return dan risiko seperti dua mata uang yang tidak terpisahkan, karena dalam mempertimbangkan keputusan untuk melakukan investasi, investor harus mempertimbangkan kedua faktor tersebut. Artinya dalam berinvestasi, disamping menghitung return yang diharapkan, investor juga harus memperhitungkan risiko yang harus ditanggungnya. Oleh karena itu, investor harus bisa mencari

alternatif investasi yang menawarkan tingkat return yang diharapkan yang paling tinggi dengan tingkat risiko terendah. Antara return dan risiko mempunyai hubungan (*trade-off*) yang positif (Jogiyanto, 2010:227). Artinya semakin besar return investor maka semakin besar pula risiko yang ditanggung.

Dalam konteks manajemen investasi, risiko merupakan besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian aktual (*actual return*). Semakin besar penyimpangannya berarti semakin besar tingkat risikonya (Halim, 2005:42).

2.2.5.2 Preferensi Investor Terhadap Risiko

Berdasarkan preferensi investor terhadap risiko, maka risiko investasi dapat dibedakan menjadi tiga, yaitu:

1. Investor yang suka terhadap risiko (*risk seeker*), yaitu investor yang apabila dihadapkan pada dua pilihan alternatif investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka memilih investasi dengan risiko yang lebih besar. Biasanya investor yang mempunyai ciri seperti itu akan bersikap agresif dan spekulatif dalam melakukan pengambilan keputusan investasi.
2. Investor yang netral terhadap risiko (*risk neutrality*), yaitu merupakan ciri dari investor yang akan meminta kenaikan tingkat

return yang sama untuk setiap kenaikan risiko tertentu. Biasanya investor jenis ini cukup fleksibel dan bersikap lebih hati-hati dalam mengambil keputusan investasi.

3. Investor yang tidak suka pada risiko (*risk averter*), yaitu investor jenis ini jika dihadapkan dua pilihan investasi yang mempunyai tingkat pengembalian sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka memilih investasi dengan risiko yang lebih kecil. Biasanya investor jenis ini akan selalu mempertimbangkan secara matang dan terencana dengan sangat hati-hati dalam mengambil keputusan investasi.

2.2.5.3 Sumber-Sumber Risiko

Terdapat beberapa sumber risiko yang bisa mempengaruhi besarnya risiko suatu investasi, antara lain: (1) Risiko suku bunga, timbul akibat adanya perubahan tingkat bunga yang berlaku di pasar. Biasanya risiko ini berjalan berlawanan arah dengan harga-harga instrumen pasar modal. (2) Risiko pasar, timbul akibat adanya kondisi ekonomi negara yang berubah-ubah yang dipengaruhi oleh beberapa faktor, misalnya; resesi, kerusuhan, gejolak politik dan kondisi perekonomian yang lain. (3) Risiko inflasi, timbul akibat adanya pengaruh perubahan tingkat inflasi. (4) Risiko bisnis, timbul akibat adanya penurunan profitabilitas perusahaan emiten. Risiko ini berkaitan dengan karakteristik dari jenis industri yang bersangkutan.

(5) Risiko finansial, dihubungkan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan utang dalam pembiayaan modalnya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan dalam perusahaan, semakin besar risiko finansial yang dihadapi perusahaan. (6) Risiko likuiditas, risiko ini berkaitan dengan kemampuan sekuritas yang bersangkutan untuk segera dapat diperjual-belikan tanpa mengalami kerugian yang berarti. Semakin cepat suatu sekuritas dapat diperdagangkan semakin likuid sekuritas tersebut, demikian pula sebaliknya. (7) Risiko nilai tukar mata uang, timbul akibat adanya pengaruh fluktuasi atau perubahan nilai tukar mata uang domestik dengan mata uang asing. (8) Risiko negara, timbul akibat adanya perubahan kondisi perpolitikan suatu negara.

Berbagai sumber-sumber risiko tersebut, dalam teori portofolio modern telah dipisahkan menjadi dua kelompok yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis (Halim, 2005:43). Risiko sistematis adalah risiko yang dapat mempengaruhi keseluruhan perusahaan akibat adanya perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Sedangkan risiko tidak sistematis adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko tidak sistematis lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas (Tandelilin, 2010).

2.2.5.4 Risiko Individual

Faktor-faktor investasi yaitu *return* dan *risk* merupakan dua hal yang berlawanan, dalam arti investor menyukai *return* yang tinggi dan

tidak menyukai *risk* yang tinggi. Menurut Halim (2005:42), dalam konteks manajemen investasi, risiko merupakan penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan dengan tingkat pengembalian aktual. Investor saham sangat menyadari adanya potensi risiko dari investasi. Para investor banyak yang menyukai adanya risiko yang tinggi karena dalam risiko yang tinggi tersebut cenderung terdapat potensi tingkat return yang tinggi pula. Konsep ini dikenal dengan istilah “*High Return High Risk, Low Return Low Risk*”.

Risiko sering dihubungkan dengan penyimpangan atau deviasi dari outcome yang diterima dengan yang diekspektasi. Van Horne dan Wachowics, Jr (2005) mendefinisikan risiko sebagai variabilitas return terhadap return yang diharapkan. Penyimpangan standar dan varians merupakan alat pengukuran yang digunakan untuk menghitung risiko. Secara matematis, deviasi standar dan varians dengan tingkat probabilitas dapat dituliskan sebagai berikut (Halim, 2005:44-45)

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^n (P_{ij}) \{R_{ij} - E(R_i)\}^2$$

$$\sigma_i = \sqrt{\sum_{j=1}^n (P_{ij}) \{R_{ij} - E(R_i)\}^2}$$

Keterangan:

σ_i^2 : varians dari investasi pada saham i

σ_i : standar deviasi dari saham i

P_{ij} : probabilitas diraihnya return pada kondisi j

R_{ij} : return dari investasi pada saham i pada kondisi j

$E(R_i)$: expected return dari investasi saham

Deviasi standar dan varians dengan tidak diketahui tingkat probabilitasnya dapat dituliskan sebagai berikut (Halim, 2005:46):

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^n \frac{\{R_{ij} - E(R_i)\}^2}{N}$$

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^n \{R_{ij} - E(R_i)\}^2}{N}}$$

Keterangan:

σ_i^2 : varians dari investasi pada saham i

σ_i : standar deviasi dari saham i

R_{ij} : return dari investasi pada saham i pada kondisi j

$E(R_i)$: expected return dari investasi saham

N : jumlah dari kondisi masa depan

2.2.5.5 Risiko Portofolio

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

Tidak seperti halnya return portofolio yang merupakan rata-rata tertimbang dari seluruh return sekuritas tunggal, risiko portofolio tidak merupakan rata-rata tertimbang dari seluruh risiko sekuritas tunggal. Risiko portofolio mungkin dapat lebih kecil dari risiko rata-rata tertimbang masing-masing sekuritas tunggal. Persyaratan utama untuk

dapat mengurangi risiko di dalam portofolio ialah return untuk masing-masing sekuritas tidak berkorelasi secara positif dan sempurna.

Risiko portofolio juga dapat diukur dengan besarnya deviasi standar atau varians dari nilai-nilai return sekuritas-sekuritas tunggal yang ada di dalamnya. Dengan demikian varian return portofolio yang merupakan risiko portofolio dapat dituliskan sebagai berikut (Husnan, 2003:56):

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \sigma_{ij}$$

Keterangan:

σ_p^2 : varians portofolio saham

σ_i^2 : varians saham i

σ_{ij} : covarians saham i dengan saham j

X_i : proporsi dana yang diinvestasikan pada saham i

Kovarian (*covariance*) antar return saham portofolio menunjukkan hubungan arah pergerakan dari nilai-nilai return sekuritas tersebut. Nilai kovarian yang positif menunjukkan nilai-nilai dari dua variabel bergerak ke arah yang sama, yaitu jika satu meningkat, yang lainnya juga meningkat atau jika satu menurun, yang lainnya juga menurun. Nilai kovarian yang negatif menunjukkan nilai-nilai dari dua variabel bergerak ke arah yang berlawanan. Nilai kovarian yang nol menunjukkan nilai-nilai dari dua variabel independen, yaitu pergerakan satu variabel tidak ada hubungannya dengan pergerakan variabel yang lainnya.

Kovarian yang dihitung dengan menggunakan probabilitas dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Jogiyanto,2010):

$$\text{Cov}_{(R_A,R_B)} = \sigma_{R_A,R_B} = \sum_{i=1}^n [R_{Ai} - E(R_A)] \cdot [R_{Bi} - E(R_B)] \cdot P_i$$

Keterangan:

$\text{Cov}(R_A, R_B)$: kovarian return antara saham A dan saham B

R_{Ai} : return masa depan saham A kondisi ke-i

R_{Bi} : return masa depan saham B kondisi ke-i

$E(R_A)$: return ekspektasian saham A

$E(R_B)$: return ekspektasian saham B

P_i : probabilitas terjadinya masa depan untuk kondisi ke-i

n : jumlah dari kondisi masa depan dari $i = 1$

Kovarian yang dihitung dengan menggunakan data historis dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Cov}_{(R_A,R_B)} = \sigma_{R_A,R_B} = \sum_{i=1}^n \frac{[R_{Ai} - E(R_A)] \cdot [R_{Bi} - E(R_B)]}{n}$$

Keterangan:

$\text{Cov}(R_A, R_B)$: kovarian return antara saham A dan saham B

R_{Ai} : return masa depan saham A kondisi ke-i

R_{Bi} : return masa depan saham B kondisi ke-i

$E(R_A)$: return ekspektasian saham A

$E(R_B)$: return ekspektasian saham B

n : jumlah dari observasi data historis untuk sampel besar (minimal 30 observasi) dan untuk sampel kecil digunakan $(n-1)$

Konsep dari kovarian dapat dinyatakan dalam bentuk korelasi (correlation). Koefisien korelasi menunjukkan besarnya hubungan pergerakan antara dua variabel relatif terhadap masing-masing deviasinya. Dengan demikian, nilai koefisien dapat dihitung dengan membagi nilai kovarian dengan deviasi variabel-variabelnya.

$$r_{AB} = \rho_{AB} = \frac{Cov(RA, RB)}{\sigma A \cdot \sigma B}$$

Nilai dari koefisien korelasi berkisar dari +1 sampai dengan -1. Nilai koefisien korelasi +1 menunjukkan korelasi positif sempurna, nilai koefisien korelasi 0 menunjukkan tidak ada korelasi dan nilai koefisien korelasi -1 menunjukkan korelasi negatif sempurna. Koefisien korelasi lebih dapat menjelaskan besarnya diversifikasi yang dapat dicapai oleh portofolio dibandingkan dengan kovarian. Nilai dari kovarian dapat dinyatakan dalam bentuk koefisien korelasi sebagai berikut:

$$Cov(R_A, R_B) = r_{AB} \cdot \sigma_A \cdot \sigma_B$$

2.2.5.6 Risiko Dalam Perspektif Islam

Kondisi pada masa depan yang dihadapi nanti akan terjadi secara tidak pasti. Hal tersebut seperti dinyatakan dalam dua ayat al-Qur'an Surat Luqman ayat 34 sebagai berikut:

... وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا ...

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

وَلَوْ كُنْتَ أَعْلَمُ الْغَيْبِ لَاسْتَكْثَرْتَ مِنَ الْخَيْرِ وَمَا مَسَّنِيَ
الْسُّوءُ

Artinya: "... sekiranya aku mengetahui yang ghaib, tentulah aku membuat kebajikan sebanyak-banyaknya dan aku tidak akan menimpakan kemudharatan" (QS. Al-A'raaf: 188)

Kedua ayat al-Qur'an tersebut antara lain menegaskan tentang adanya ketidakpastian menyangkut sesuatu pada masa depan dan manusia tidak dapat mengetahui dengan pasti apa yang akan diusahakannya besok atau yang akan diperolehnya. Namun demikian, manusia diwajibkan untuk tetap berusaha. *Mainstream* keuangan mengakui pula kenyataan ini. Ekonomi ketika dihadapkan dengan ketidakpastian berusaha melakukan spekulasi, memprediksi atau memahami masa depan dengan informasi yang tersedia dan alat pemroses informasi tersebut.

Dalam bahasa keuangan modern, keberadaan informasi sangat relative meskipun tidak lengkap untuk memahami dan menilai masa depan apa dapat menerjemahkan suatu ketidakpastian menjadi sebuah risiko. Keputusan yang rasional hanya dapat dibuat pada saat informasinya jelas dan lengkap (dalam kondisi yang pasti) atau paling tidak dalam kondisi berisiko. Selanjutnya, harus pula diakui bahwa informasi tidak pernah tersedia secara lengkap sehingga risiko hanya

dapat diperkirakan dan tidak dapat dihitung secara tepat. Pengambilan keputusan yang rasional tidak mungkin terwujud ketika tidak ada informasi atau petunjuk sama sekali tentang masa depan atau dikatakan dalam kondisi ketidakpastian.

2.2.6 Pasar Modal

2.2.6.1 Definisi Pasar Modal

Perkembangan ekonomi suatu negara dapat diukur dengan banyak cara, yaitu salah satunya dengan melihat perkembangan pasar modal di suatu negara. Seperti halnya pasar pada umumnya, pasar modal merupakan tempat atau sarana bertemunya antara permintaan dan penawaran atas instrumen keuangan jangka panjang, umumnya lebih dari satu tahun. Hukum mendefinisikan pasar modal sebagai ‘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’ (Samsul, 2006:43).

Kebutuhan dana jangka pendek umumnya diperoleh di pasar uang (misalnya bank komersial). Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. Saham merupakan bukti kepemilikan sebagian dari perusahaan. Obligasi (*bond*) merupakan suatu kontrak yang mengharuskan peminjam untuk membayar kembali pokok

pinjaman ditambah dengan bunga dalam kurun waktu tertentu yang sudah disepakati.

2.2.6.2 Sejarah Perkembangan Pasar Modal Indonesia

Kehadiran pasar modal di Indonesia memiliki sejarah yang panjang. Bursa di Indonesia berdiri tahun 1912, lebih dahulu dari bursa Singapura yang lahir bulan Juni 1930. Perkembangan bursa efek di Indonesia tidak terlepas dari pasang surutnya iklim politik, ekonomi dan keuangan negara ini. Bursa Efek Indonesia mengalami kemunduran aktivitas pada tahun 1940, ketika negeri Belanda diserang dan diduduki oleh bangsa Jerman. Setelah itu muncul lagi tahun 1952 dan seolah-olah menghilang sejak tahun 1958, kemudian bangkit kembali pada tanggal 10 Agustus 1977 (Fahmi, 2012:52).

Pada tahun 1968 Bank Indonesia membentuk Tim Persiapan Pasar Uang dan Modal yang diketuai Gubernur Bank Indonesia. Pada penghujung tahun 1976, badan inilah yang melahirkan Bapepam (Badan Pelaksana Pasar Modal) dan PT Persero Danareksa.

Sejak dibuka kembali pada tahun 1977, pasar modal diawasi dan dilaksanakan oleh Bapepam, badan yang berada di dalam lingkungan Departemen Keuangan. Pelaku pasar modal selain Bapepam adalah perusahaan-perusahaan efek yang menjadi perantara antara perusahaan yang membutuhkan dana (emiten) dan para pemilik dana (investor), para akuntan, notaris, penasihat hukum dan para penilai yang

menduduki tempat vital dalam konfigurasi pasar modal. Pada tahun 1970 Bapepam mengalami perubahan fungsi dari pembina menjadi pengawas.

Selanjutnya pada tahun 1992 pengelolaannya diserahkan kepada pihak swasta. Perkembangan pasar yang begitu cepat menghendaki adanya efisiensi kerja dan otomatis bursa. Inilah yang melahirkan *Jakarta Automated Trading System* (JATS) pada tahun 1995 yang diperkuat dengan dukungan undang-undang.

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal memberikan pengertian tentang pasar modal, yaitu kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Pasar modal juga mempunyai pengertian yang abstrak yang mempertemukan calon pemodal (investor) dengan emiten yang membutuhkan dana jangka panjang yang *transferable* (Husnan: 2003). Peran yang dilakukan oleh pasar modal adalah menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana, khususnya untuk pembiayaan jangka panjang dari pemilik dana ke perusahaan yang membutuhkan dana atau peminjam. Biasanya dalam menjalankan aktivitasnya pasar modal menggunakan jasa pialang dan penjamin emisi (*underwriter*).

2.2.6.3 Pasar Modal Syariah (Jakarta Islamic Index/ JII)

Dilihat dari sisi syariah, pasar modal adalah salah satu sarana atau produk muamalah. Transaksi didalam pasar modal, menurut prinsip hukum syariah tidak dilarang atau dibolehkan sepanjang tidak terdapat transaksi yang bertentangan dengan ketentuan yang telah digariskan oleh syariah. Diantara yang dilarang oleh syariah adalah transaksi yang mengandung bunga dan riba. Larangan transaksi bunga (riba) sangat jelas, karena itu transaksi dipasar modal yang didalamnya terdapat bunga (riba) tidak diperkenankan oleh syariah.

Syariah juga melarang transaksi yang didalamnya terdapat spekulasi dan mengandung gharar atau ketidakjelasan yaitu transaksi yang didalamnya dimungkinkan terjadinya penipuan (*khida'*). Termasuk dalam pengertian ini: melakukan penawaran palsu (*najsy*); transaksi atas barang yang belum dimiliki (*short selling/bai'u maalaisa bimamluk*); menjual sesuatu yang belum jelas (*bai'ul ma'dum*); pembelian untuk penimbunan efek (*ihtikar*) dan menyebarkan informasi yang menyesatkan atau memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan transaksi yang dilarang (*insider trading*).

Dengan adanya berbagai ketentuan dan pandangan syariah seperti diatas, maka investasi tidak dapat dilakukan terhadap semua produk pasar modal karena diantara produk pasar modal itu banyak yang bertentangan dengan syariah. Oleh karena itu investasi di pasar

modal harus dilakukan dengan selektif dan dengan hati-hati (*ihtiyat*) supaya tidak masuk kepada produk non halal. Sehingga hal inilah yang mendorong islamisasi pasar modal.

Perkembangan produk syariah di pasar modal Indonesia dalam beberapa tahun terakhir memang cukup menggembirakan. Dengan diterbitkannya fatwa-fatwa yang berkaitan dengan pasar modal, telah memberikan dorongan untuk mengembangkan alternatif sumber pembiayaan yang sekaligus menambah alternatif instrumen investasi halal (Sutedi, 2011:15). Di Indonesia, perkembangan instrumen syariah di pasar modal sudah terjadi sejak tahun 1997. Diawali dengan lahirnya reksadana syariah yang diprakarsai danareksa. Selanjutnya BEJ bersama bekerja sama dengan PT Danareksa Invesment Management meluncurkan Jakarta Islamic Index (JII).

Tujuan pembentukan JII adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor dalam melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di Bursa Efek. JII diperbarui tiap 6 bulan sekali, yaitu pada awal bulan Januari dan Juli.

Huda dan Nasution (2007:56) JII merupakan indeks yang berisi dengan 30 saham perusahaan yang memenuhi kriteria investasi berdasarkan syariah Islam, dengan prosedur sebagai berikut ini:

1. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip hukum syariah dan 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 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 reguler selama satu tahun terakhir.

2.2.6.4 Sejarah Bursa Malaysia

Bursa Malaysia, dahulu dikenal sebagai Bursa Saham Kuala Lumpur (KLSE, Kuala Lumpur Stock Exchange), adalah sebuah perusahaan induk bursa yang memberikan layanan berbeda yang berkaitan dengan perdagangan derivatif dan sekuritas dan lain-lain. KLSE dimulai pada tahun 1930 ketika Asosiasi Broker Saham Singapura didirikan sebagai satu lembaga resmi sekuritas di Tanah Melayu. Pada tahun 1937, KLSE terdaftar kembali sebagai Asosiasi Broker Saham Tanah Melayu, tetapi masih tidak memperdagangkan saham-saham publik.

Pada 9 Mei 1960, Bursa Saham Tanah Melayu mulai melakukan perdagangan saham publik. Pada tahun 1961, sistem papan telah diperkenalkan di mana dua buah kamar dagangan, masing-masing satu di Singapura dan Kuala Lumpur, telah terhubung oleh barisan-barisan

online telepon terus menjadi satu pasar tunggal dengan saham-saham serupa dan saham-saham tercantum di satu set harga yang tunggal di kedua papan.

Bursa Saham Malaysia telah dibentuk secara resmi pada tahun 1964 dan pada tahun berikutnya, dengan pemisahan Singapura dari Malaysia, bursa saham terus berfungsi di bawah Bursa Saham Malaysia dan Singapura (SEMS). Pada tahun 1973 SEMS terpisah menjadi dua, Bursa Saham Kuala Lumpur Bhd (KLSEB) dan Bursa Efek Singapura (SES). Bursa Saham Kuala Lumpur menjadi satu perubahan yang mutual dan telah diubah namanya sebagai Bursa Malaysia pada tahun 2004.

2.2.6.5 FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index (FBMHI)

Kehadiran FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index (FBMHI) dan FTSE Bursa Malaysia Emas Shariah Index (FBMES) merupakan respon dari meningkatnya minat investasi syariah. FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index diluncurkan pada tanggal 22 Januari 2007. FTSE Bursa Malaysia Hijrah Index dirancang sebagai salah satu produk investasi syariah yang memenuhi persyaratan investor Islam. Untuk kejelasan prinsipnya, index ini disaring oleh Komisi Sekuritas Malaysia atau Syariah Advisory Council (SAC) dan konsultasi global termuka syariah, Yasaar Ltd.

Anggota FTSE Bursa Malaysia Hijrah Index tidak diizinkan untuk terlibat dalam salah satu kegiatan inti antara lain: perbankan atau kegiatan yang berhubungan dengan kepentingan lain, seperti pemberi pinjaman dan broker, tetapi tidak termasuk lembaga keuangan Islam; alkohol; tembakau; game; manufaktur senjata; asuransi jiwa; dan daging babi dan non-halal produksi, pengemasan dan pengolahan atau kegiatan lainnya yang terkait dengan babi dan makanan non-halal.

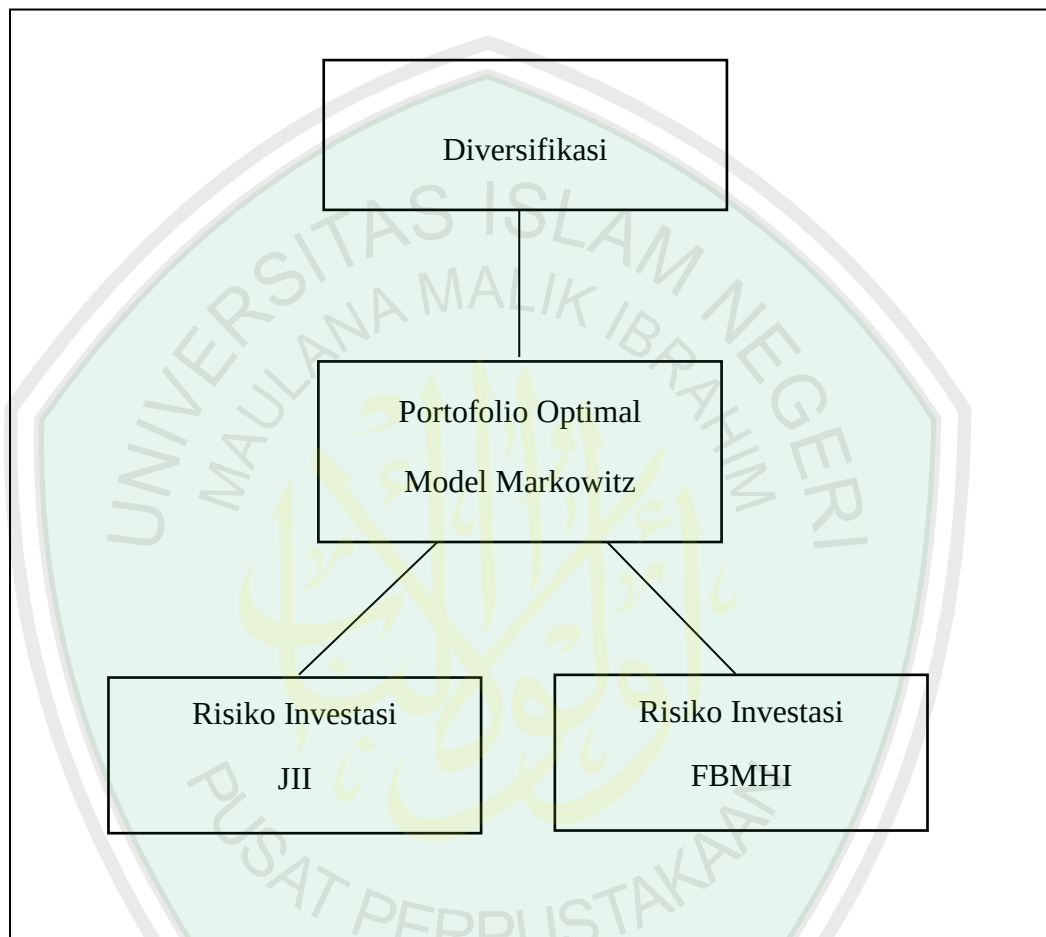
Perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai berikut, yang dinilai berdasarkan prinsip syariah dan filsafat umum diterima, juga dikecualikan dari indeks :

- Rasio utang dan utang dalam kombinasi yang tidak dapat diterima dan indikasi dari penggunaan yang tidak *leverage* relatif terhadap aset perusahaan.
- Aktiva likuid aset likuid yang melebihi persentase yang diizinkan.
- Kas dan setara kas terhadap total aset yang melebihi persentase yang diizinkan.

2.3 Kerangka Berpikir

Gambar 2.3

Model Kerangka Berpikir



Sumber: Gambar diolah peneliti