

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Berbagai metode telah diaplikasikan dalam upaya untuk menentukan portofolio yang optimal salah satu diantaranya adalah penggunaan metode single indeksmodel. Single indeksmodel telah digunakan oleh Elton, Gruber, dan Padberg (1976) untuk menyederhanakan kriteria peringkat (rangking) dalam pemilihan portofolio

Beberapa penelitian yang mengkaji tentang pemilihan saham dan portofolio optimal telah banyak dilakukan oleh para peneliti terdahulu. Diantaranya penelitian Sartono dan Zulaihati (1998) yang menggunakan model indeks tunggal untuk memilih saham dan menentukan portofolio optimal. Dengan menggunakan saham *bluechips* atau LQ-45 untuk membentuk portofolio.

Bawahir dan Sitanggang (1994) menggunakan *Cut-off rate* dalam memilih saham untuk membentuk portofolio optimal dengan batas efisiensi C^* . Sudana dan Janiarti (2000) meneliti tentang pengaruh ukuran portofolio terhadap tingkat diversifikasi saham, membandingkan antara portofolio saham dalam satu industri dengan portofolio saham beragam industri dengan model indeks tunggal.

Muhammad dan Sulaiman (2001) menganalisis manfaat diversifikasi portofolio saham antar industri di BEJ berdasarkan pada besarnya koefisien

korelasi *return* antar saham. Irwin dan Landa (2000) menggunakan teori portofolio untuk menentukan proporsi dana yang paling efisien jika investor ingin berinvestasi pada *real estate, future* dan *gold*.

Hasil penelitian Wahyudi dan Hartini (2000) yang menggunakan model indeks tunggal dengan membentuk indeks pasar sendiri (*securities selection*) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *beta* dengan *return* saham.

Penelitian Indrawati (2005) juga menggunakan model indeks tunggal untuk membentuk portofolio yang efisien, yaitu portofolio yang terdiri dari saham-saham teraktif yang dibagi dalam dua periode dan mempunyai *Excess Return to Beta* tinggi.

Ninik Rahayu Puji Astutik pada tahun 2005 dengan judul Penentuan Portofolio Yang Optimal dengan menggunakan Metode Indeks Tunggal (Studi Pada Saham Yang Listing di Bursa Efek Jakarta Pada Periode Pebruari 2004-Januari 2005).

Sugeng Sulistiono (2006) menganalisis desain proses pembentukan portofolio yang optimal perusahaan yang go public pada PT Bursa Efek Jakarta dengan hasil penelitiannya yaitu bahwa pemilihan portofolio yang optimal dipertimbangkan berdasarkan preferensi investor terhadap risiko yaitu *risk averse, risk neutral*, dan *risk taker*.

Wisnu (2008) menganalisis portofolio saham dengan model indeks tunggal sebagai dasar pengambilan keputusan investasi pada Bursa Efek Jakarta tahun 2004-2006, dengan hasil penelitian yaitu investor dapat menginvestasikan

pada saham ARNA, ACAP,LMSH, EKAD, AUTO, AALI, dan LION, dan perolehan investor yang berinvestasi pada saham ini akan menghasilkan keuntungan pasar sebesar 0.0552 dengan risiko mendekati nol persen.

Secara ringkas penelitian-penelitian di atas dapat dilihat pada tabel 2.1 di bawah ini :



Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

| PENELITI | JUDUL | ALAT ANALISIS | HASIL |
|------------------------------|--|--|---|
| Sartono dan Zulaihati (1998) | Rasionalitas Investor Terhadap Pemilihan Saham Dan Penentuan Portofolio Optimal Dengan Model Indeks Tunggal Di BEJ | Model Indeks Tunggal | Rata-rata frekuensi perdagangan saham yang masuk kandidat portofolio lebih tinggi Investor cukup rasional |
| Indrawati (2005) | Analisis Investasi Portofolio Optimal Pada Saham | Model Indeks Tunggal | Nilai <i>beta</i> dengan frekuensi keaktifan saham tidak berhubungan searah |
| Wahyudi dan Hartini (2000) | Analisis Korelasi Antara Kandidat Portofolio Dan Tingkat Keuntungan Saham: Studi Pada BEJ | Koefisien Korelasi dan <i>Securities Selection</i> | Terdapat hubungan positif antara <i>beta</i> dengan <i>return</i> Terdapat korelasi positif antara <i>excess return to beta</i> saham Dengan <i>return</i> rata-rata saham di masa mendatang |

| | | | |
|--------------------------------------|---|----------------------|--|
| Bawasir dan Sitanggang (1994) | Memilih Saham Untuk Portofolio Optimal | <i>Cut-off Rate</i> | Tidak ada perbedaan antara investor domestik dan asing dalam pemilihan portofolio. Investor domestik dan asing tidak menggunakan C^* untuk membentuk portofolio |
| Sudan dan Janiarti (2000) | Pengaruh Ukuran Portofolio Terhadap Tingkat Diversifikasi Saham: Perbandingan Antara Portofolio Saham Satu Industri Dengan Portofolio Saham Beragam Industri Di BEJ | Model Indeks Tunggal | Strategi diversifikasi pada portofolio saham satu industri maupun beragam industri tidak berpengaruh secara signifikan. Penambahan jumlah saham dalam portofolio tidak menurunkan rata-rata nilai risiko tidak sistematis portofolio |
| Musnadi Muhammad dan Sulaiman (2001) | Analisis Manfaat Diversifikasi Portofolio Saham Antar Industri Di BEJ | Koefisien Korelasi | Diversifikasi saham antar industri di BEJ memberikan manfaat yang signifikan kepada investor karena risiko menurun (korelasi rendah) |

| | | | |
|--------------------------|--|----------------------|--|
| Irwin dan Landa (2000) | Real Estate, Futures and Gold as Portfolio | Proporsi | Kinerja suatu portofolio Dipengaruhi oleh banyak/jumlah Instrument investasi |
| Sugeng Wahyudi (2005) | Aplikasi Metode Single Index Pada Penentuan Portofolio Investasi Tahunan Pada Saham LQ45 di BEJ | Model Indeks Tunggal | Basis Triwulan pertama pada suatu tahun memberikan hasil yang konsisten dengan dasar perhitungan basis tahunan atau perhitungan return saham secara |
| Wisnu (2008) | portofolio saham dengan model indeks tunggal sebagai dasar pengambilan keputusan investasi pada Bursa Efek Jakarta tahun 2004-2006 | Model Indeks Tunggal | Investor dapat menginvest pada saham ARNA, ACAP, LMSH, EKAD, AUTO, AALI, dan LION, dan perolehan investor yang berinvestasi pada saham ini akan menghasilkan keuntungan pasar sebesar 0.0552 dengan risiko mendekati nol persen. |
| Sugeng Sulistiono (2006) | desain proses pembentukan portofolio yang optimal perusahaan yang go public pada PT Bursa Efek Jakarta | Model Indeks Tunggal | pemilihan portofolio yang optimal dipertimbangkan berdasarkan preferensi investor terhadap risiko yaitu <i>risk averse</i> , <i>risk neutral</i> , dan <i>risk taker</i> . |

2. 2. Investasi

Investasi merupakan penggunaan modal untuk menciptakan uang, baik melalui sarana yang menghasilkan pendapatan maupun melalui ventura yang lebih berorientasi ke risiko, yang dirancang untuk mendapatkan perolehan modal (Downes dan Goodman dalam Warsono, 2001;1)”. Sedangkan menurut (Halim, 2005:4) investasi merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang.

Investasi adalah menempatkan dana dengan harapan memperoleh tambahan uang atau keuntungan tersebut.(Rodoni, Othman 1996: 3). Investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan dimasa mendatang. (Halim, 2003: 2).

Dari pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa investasi saham adalah penyaluran sumber dana yang ada sekarang dengan mengharapkan keuntungan dimasa mendatang dengan cara menempatkan uang atau dana dalam pembelian efek berupa saham dengan harapan mendapatkan tambahan atau keuntungan tertentu atas dana yang diinvestasikan dalam perdagangan saham tersebut di bursa efek.

2.2.1 Bentuk Investasi

Secara garis besar ada dua jenis asset yang dapat digunakan sebagai sarana investasi yaitu:

1. *Real asset* yaitu investasi yang dilakukan dalam asset-asset yang berwujud nyata seperti: emas, real estate dan karya seni.
2. *Financial asset* yaitu investasi yang dilakukan pada sektor-sektor financial, seperti: deposito, saham, obligasi, reksadana.

Berinvestasi di *financial asset* bisa dilakukan dengan dua cara yaitu langsung dan tidak langsung. Langsung artinya investor membeli *asset-asset* keuangan perusahaan, tidak langsung membeli saham dari perusahaan investasi yang mempunyai portofolio *asset-asset* keuangan dari perusahaan lain.

Dalam pengelolaan portofolio ada dua pendekatan yaitu strategi pasif dan strategi aktif. (Tandelilin, 2010: 176).

- a. Bentuk investasi aktif (*active investment style*), didasarkan pada asumsi bahwa pasar modal melakukan kesalahan dalam penentuan harga (*mispriced*).
- b. Bentuk investasi pasif (*passive investment style*), didasarkan pada asumsi bahwa harga-harga sekuritas di pasar sudah ditentukan secara tepat sesuai dengan nilai intrinsiknya atau pasar modal tidak melakukan kesalahan dalam penentuan harga.

Berdasarkan pernyataan sebelumnya, para investor yang tergolong dalam melakukan bentuk investasi aktif mungkin menggunakan analisis teknikal, analisis fundamental. Sedangkan pada bentuk investasi pasif

terlalu takut untuk menerima risiko maka langkah preferensi risikonya dengan menyusun portofolio.

Hal yang paling mendasar yang harus diketahui oleh seorang investor adalah adanya risiko yang selalu mengikuti return (*trade off return and risk*). Adapun pengertian masing-masing adalah :

1. Return atau disebut juga imbal hasil yaitu hasil yang diperoleh dari suatu investasi. Return ini dapat berupa return realisasi/ imbal hasil yang sudah terjadi atau return ekspektasi yang terjadi di masa mendatang. Return ini biasanya berupa bunga, capital gain dan dividen.
2. Risk adalah peluang dari tidak tercapainya salah satu tujuan investasi karena adanya ketidakpastian dari waktu ke waktu. Risiko ini ada 2 yaitu risiko sistematis (risiko pasar) dan risiko tidak sistematis (risiko yang timbul dari kebijakan perusahaan)
3. Antara Return dan Risk terdapat hubungan yang searah atau linier, artinya semakin besar risiko yang ditanggung semakin besar pula tingkat return yang diharapkan.

Umumnya investasi dibedakan menjadi dua, yaitu *pertama* investasi pada aset-aset financial (*financial asset*) yang dilakukan di pasar uang, misalnya berupa sertifikat deposito, *commercial paper*, surat berharga pasar uang dan lainnya. Investasi dapat juga dilakukan di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, waran, opsi, dan lain-lain. *Kedua*

investasi pada aset-aset riil (*real assets*) yang berupa pembelian aset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, pembukaan perkebunan dan lainnya.

2.2.1.1 . Proses Investasi

Proses investasi menunjukkan bagaimana seharusnya seorang investor membuat keputusan investasi pada efek-efek yang dapat dipasarkan, dan kapan dilakukan. Beberapa tahapannya adalah sebagai berikut:(Halim, 2005)”

a. Menentukan tujuan investasi

Ada tiga hal yang perlu dipertimbangkan dalam tahap ini, yaitu tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*), tingkat risiko (*rate of risk*), dan ketersediaan jumlah dana yang akan diinvestasikan.

b. Melakukan analisis

Dalam hal ini investor melakukan analisis terhadap suatu efek atau sekelompok efek. Salah satu tujuan penelitian ini adalah untuk mengidentifikasi efek yang salah harga (*mispriced*), apakah harganya terlalu tinggi atautkah terlalu rendah. Untuk itu ada dua pendekatan yang dapat digunakan, yaitu :

- 1) Pendekatan fundamental. Pendekatan ini berdasarkan pada informasi-informasi yang diterbitkan oleh emiten maupun oleh administrator bursa efek.

2) Pendekatan teknikal. Pendekatan ini didasarkan pada data (perubahan) harga saham di masa lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga saham di masa mendatang.

c. Membentuk portofolio

Dalam tahap ini dilakukan identifikasi terhadap efek-efek mana yang akan dipilih dan berapa proporsi dana yang akan diinvestasikan pada masing-masing efek tersebut.

d. Mengevaluasi kinerja portofolio

Dalam tahap ini dilakukan evaluasi atas kinerja portofolio yang telah dibentuk, baik terhadap tingkat pengembalian yang diharapkan maupun terhadap tingkat risiko yang ditanggung.

e. Merevisi kinerja portofolio

Tahap ini merupakan tindak lanjut dari tahap evaluasi kinerja portofolio. Investasi dalam aktiva keuangan dapat dilakukan dengan investasi langsung ataupun investasi tidak langsung (Jogiyanto, 2003:7)".

a. Investasi langsung adalah investasi yang dilakukan dengan pembelian langsung aktiva keuangan suatu perusahaan yang diperjual belikan. Aktiva keuangan bisa berupa tabungan dan deposito. Serta investasi langsung yang dapat diperjual belikan berupa surat berharga pendapatan tetap dan saham.

- b. Investasi tidak langsung adalah suatu investasi yang dilakukan melalui pembelian dari perusahaan investasi dimana perusahaan investasi merupakan perusahaan yang mengelola dana investasi yang mempunyai aktiva-aktiva keuangan dari perusahaan lain. Perusahaan investasi sendiri dapat diklasifikasikan menjadi *Unit Investment Trust*, *Closed-end Investment companies* dan *Open-end Investment Companies* Investasi (Jogiyanto, 2003:10)

2.2.1.2 Investasi menurut perspektif Islam

Investasi adalah merupakan bagian penting dalam perekonomian. Investasi adalah kegiatan usaha yang mengandung risiko karena berhadapan dengan unsur ketidakpastian. Dengan demikian, perolehan kembaliannya (*return*) tidak pasti dan tidak tetap. Investasi berbeda dengan membungakan uang, karena membungakan uang adalah kegiatan usaha yang kurang mengandung risiko karena perolehan kembaliannya berupa bunga yang relatif pasti dan tetap. Investasi dalam ekonomi Islam amat berbeda dengan investasi ekonomi non muslim, perbedaan ini terjadi terutama karena pengusaha Islam tidak menggunakan tingkat bunga dalam menghitung investasi.

Karena itu pula harta atau modal tidak boleh menghasilkan dari dirinya sendiri, tetapi harus dengan usaha manusia. Ini salah satu sebab

mengapa membungakan uang dalam bentuk riba dilarang oleh al-Qur'an. Salah satu hikmah pelarangan riba, serta pengenaan zakat adalah untuk mendorong aktivitas ekonomi, perputaran dana serta sekaligus mengurangi spekulasi serta penimbunan. Dalam konteks ini Al-Qur'an mengingatkan :

يَطَّلِ النَّاسَ أَمْوَالًا لِيَأْكُلُوا وَلِأَلْزُبَانِ الْآحِبَارِ مِنَ الَّذِينَ آمَنُوا الَّذِينَ يَتَأْتِيهَا

يُنْفِقُونَهَا وَلَا وَالْفِضَّةِ وَالذَّهَبِ يَكْتُمُونَ وَالَّذِينَ اللَّهُ سَبِيلٌ عَنْ وَيَصُدُّونَ بِالْب

الْيَمْرِ عَذَابٍ مُّهِينٍ لِّمَنْ كَفَرَ بِاللَّهِ مِنْ بَنِي إِسْرَائِيلَ ۚ وَلَقَدْ نَادَيْنَا الْمَلَائِكَةَ نَهِّنْنَاهُمْ عَنِ الْفَيْسِ وَمَنْعْنَاهُمْ سَبِيلَهُمْ ۚ وَالَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ لَنُدْخِلَنَّهُمْ مِنَ الْجَنَّةِ يُدْخِلُ فِيهَا مِنْ حَيْثُ شَاءَ ۚ وَالَّذِينَ كَفَرُوا لَنُجْزِيَنَّاهُمْ عَذَابًا أَلِيمًا ۚ

Artinya : “ Hai orang-orang yang beriman, Sesungguhnya sebahagian besar dari orang-orang alim Yahudi dan rahib-rahib Nasrani benar-benar memakan harta orang dengan jalan batil dan mereka menghalang-halangi (manusia) dari jalan Allah. dan orang-orang yang menyimpan emas dan perak dan tidak menafkahkannya pada jalan Allah, Maka beritahukanlah kepada mereka, (bahwa mereka akan mendapat) siksa yang pedih ” (Qs At-taubah : 34)

Investasi adalah tindakan yang dianjurkan dalam Islam. Karena dengan investasi berarti seorang muslim mempersiapkan diri untuk pelaksanaan perencanaan masa yang akan datang sekaligus untuk menghadapi hal-hal yang tidak diinginkan. Investasi merupakan salah satu cara yang tepat untuk dilakukan. Dalam Al-Qur'an terdapat ayat ayat yang secara tidak langsung telah memerintahkan kaum muslimin untuk mempersiapkan hari esok secara lebih baik. Ada beberapa ayat dalam Al-Qur'an yang dapat dijadikan sandaran dalam berinvestasi, antara lain :

قُولُوا لِلَّهِ فَلْيَتَّقُوا عَلَيْهِمْ خَافُوا ضِعْفًا ذُرِّيَّةَ خَلْفِهِمْ مَنْ تَرَكُوا الَّذِينَ وَلِيَّ خَشَ

سَدِيدًا قَوْلًا وَلِيَّ

Artinya :“dan hendaklah takut kepada Allah orang-orang yang seandainya meninggalkan dibelakang mereka anak-anak yang lemah, yang mereka khawatir terhadap (kesejahteraan) mereka. oleh sebab itu hendaklah mereka bertakwa kepada Allah dan hendaklah mereka mengucapkan Perkataan yang benar”

2.2.1.3 Kaidah dan Norma Investasi dalam Ekonomi Islam

- a. al Mashru’iyyah; yakni sah menurut hukum shara’. Legalitas shar’i yang diperlukan dalam investasi Islam meliputi objek atau bidang garapan proyek investasi. Dalam hal ini berlaku kaidah shar’iyyah bahwa objek atau bidang garapan proyek itu tidak bertentangan dengan teks-teks al Qur’an dan hadith Nabi SAW yang jelas dan pasti. Pada prinsipnya pada benda objek dan proyek investasi itu halal, tapi bila dijumpai dalil yang menyatakan haram atau terlarang maka investasi itupun haram dan terlarang. Karena investasi yang Islami menghendaki adanya perbedaan yang halal dan yang haram, sebagaimana firman Allah SWT :

الْإِنْجِيلِ التَّوْرَةِ فِي عِنْدَهُمْ مَكْتُوبًا يُحَدِّثُ وَنُهُ الَّذِي الْأُمِّيَّ النَّبِيِّ الرَّسُولِ يَتَّبِعُونَ الَّذِينَ

ضَعُ الْخَبْتِ عَلَيْهِمْ وَحَرَّمَ الطَّيِّبَاتِ لَهُمْ وَحِلُّ الْمُنْكَرِ عَنْ وَيَنْهَاهُمْ بِالْمَعْرُوفِ يَا مَرْهُمُ

رَوَاتَبِعُوا وَنَصَرُوهُ وَعَزَّزُوهُ بِهِ ءَامَنُوا فَالَّذِينَ عَلَيْهِمْ كَانَتْ آتِي وَالْأَغْلَالِ إِصْرَهُمْ عَنْهُمْ وَيَدِ

الْمُفْلِحُونَ هُمُ أَوْلِيَاكُمْ مَعَهُ أَنْزَلَ الَّذِي أَنْزَلَ

Artinya : "(yaitu) orang-orang yang mengikut rasul, nabi yang ummi yang (namanya) mereka dapati tertulis di dalam Taurat dan Injil yang ada di sisi mereka, yang menyuruh mereka mengerjakan yang ma'rif dan melarang mereka dari mengerjakan yang mungkar dan menghalalkan bagi mereka segala yang baik dan mengharamkan bagi mereka segala yang buruk dan membuang dari mereka beban-beban dan belenggu-belenggu yang ada pada mereka."

- b. Memperlihatkan kemaslahatan sosial menurut skala prioritas shar'i. Selaras dengan ruh Islam yang mengarahkan pada kebaikan dan keluhuran akhlak, maka investasi Islami diprioritaskan kepada yang terbaik dan yang terpenting bagi masyarakat. Hal ini tergantung dengan kondisi sosial ekonomi suatu masyarakat. Berbeda dengan investasi kapitalisme yang tidak menghiraukan itu semua, sebab dalam benaknya hanyalah untung dan keuntungan.
- c. Adanya korelasi antara profit dengan kerja dan resiko (mukhatarah). Investasi dalam Islam berarti menggabungkan secara aktif antara kerja dan modal (harta). Kerja di dalam Islam menempatkan posisi yang istimewa, karena itulah Islam selalu mendorong upaya peningkatan kualitas dan profesionalitas kerja dan sumber daya manusia. Resiko yang mungkin terjadi di dalam investasi sebagai salah satu faktor yang

mempengaruhi tingkat profit, dan tidak ada kepastian jaminan secara mutlak bagi investor karena memastikan sesuatu yang belum pasti itu dilarang..Tidak ada jaminan untung atau rugi di dalam menjalankan sebuah usaha, dengan demikian, pembagian hasil berdasarkan pada perolehan yang tidak pasti ini, bukan dengan jalan memastikan sesuatu yang belum pasti.

- d. Berusaha mendapatkan profit dan keuntungan secara adil. Menjadi suatu kewajaran jika investor menginginkan keuntungan yang besar pada setiap kegiatan investasi, karena memang tujuan investasi adalah untuk mengembangkan modal. Akan tetapi keuntungan yang dikehendaki hendaknya dibingkai oleh kata-kata "adil" atau fair profit dan just profit.
- e. Bertambahnya harta berbanding lurus dengan bertambahnya infak. Tujuan utama investasi bukanlah semata bertambahnya harta, tapi juga bertambahnya infak. Investasi bukan hanya bertujuan ekonomi melainkan juga sosial, karena pada dasarnya dalam mencari harta adalah untuk beribadah kepada Allah. Allah SWT telah berfirman sebagai penegasan fungsi sosial harta:

﴿وَالْحَرُومِ لِلسَّائِلِ حَقٌّ مَّوَالِهِمْ وَفِي﴾

Artinya : "Dan pada harta-harta mereka ada hak untuk orang miskin yang meminta dan orang miskin yang tidak mendapat bagian."

Dalam ekonomi Islam telah ditetapkan beberapa prinsip pokok untuk investasi agar mendapatkan keuntungan sejati, yakni keuntungan dunia dan akhirat, yaitu :

1). Rabbani; investasi harus didasari atas keyakinan bahwa pelaku investasi, obyek investasi, keuntungan maupun kerugian yang diperoleh, serta semua pihak yang terlibat adalah kepunyaan Allah SWT, sehingga investasi yang dilakukannya adalah dalam rangka meminta karunia kepada Allah, juga akan dilaksanakan sesuai dengan prosedur dan tata cara yang diizinkan-Nya. Secara prinsip keyakinan tersebut akan memosisikan Allah SWT sebagai saksi dan pengawas dalam setiap kegiatan, sehingga akan melahirkan sikap dan sifat adil, amanah, jujur, disiplin, tawakkal, serta tidak takut pada kerugian dunia dan hanya takut kepada Allah SWT.

2). Halal; aspek kehalalan dalam investasi mencakup pada hal niat atau motivasi, transaksi, prosedur, obyek, dan sarana lain penunjang investasi baik berupa barang maupun jasa. Halal dalam hal motivasi adalah berorientasi pada saling memberikan manfaat bagi pihak yang terlibat dan tidak ada maksud memperdaya pihak lain. Sedangkan halal dalam bertransaksi adalah sesuai dengan akad-akad bisnis menurut ekonomi Islam, diantaranya transaksi dilakukan atas hal dan cara-cara yang jelas, atas dasar saling rela, dan kesadaran akan menanggung resiko maupun kesediaan membagi keuntungan.

3). Masalah; para pihak yang terlibat dalam investasi dan lingkungan sosial harus memperoleh manfaat dari investasi. Manfaat yang diperoleh dalam jangka pendek maupun jangka panjang, maksudnya tidak hanya mendapatkan keuntungan sedikit dalam sementara waktu namun menimbulkan kerugian yang lebih besar di kemudian hari, namun harus secara substansional bermanfaat bagi semua pihak.

2.3. Teori Portofolio

Harry M. Markowitz mengembangkan suatu teori pada dekade 1950-an yang disebut dengan Teori Portofolio Markowitz. Teori Markowitz menggunakan beberapa pengukuran statistik dasar untuk mengembangkan suatu rencana portofolio, diantaranya *expected return*, standar deviasi baik sekuritas maupun portofolio, dan korelasi antar *return*. Teori ini memformulasikan keberadaan unsur return dan risiko dalam suatu investasi, dimana unsur risiko dapat diminimalisir melalui diversifikasi dan mengkombinasikan berbagai instrumen investasi kedalam portofolio. Pada tahun 1952 teori tersebut dipublikasi secara luas pada *Journal of Finance*.

Teori Portofolio Markowitz didasarkan atas pendekatan *mean* (rata-rata) dan *variance* (varian), dimana mean merupakan pengukuran tingkat retur dan varian merupakan pengukuran tingkat risiko. Teori Portofolio Markowitz ini disebut juga sebagai *mean-Varian Model*, yang menekankan pada usahamaksimalkan ekspektasi *return* (mean) dan meminimumkan ketidakpastian/risiko (varian) untuk memilih dan menyusun portofolio

optimal. Markowitz mengembangkan *Index Model* sebagai penyederhanaan dari *Mean-Varian Model*, yang berusaha untuk menjawab berbagai permasalahan dalam penyusunan portofolio, yaitu terdapatnya begitu banyak kombinasi aktivaberisiko yang dapat dipilih dan disusun menjadi suatu portofolio. Dari sekian banyak kombinasi yang mungkin dipilih, investor rasional pasti akan memilih 10 portofolio optimal (*efficient set*). Untuk menentukan penyusunan portofolio optimal dengan menggunakan *Index Model*, yang terutama dibutuhkan adalah penentuan portofolio yang efisien, sebab pada dasarnya semua portofolio yang efisien adalah portofolio yang optimal.

Pada perkembangan berikutnya pada tahun 1963 William F. Sharpe mengembangkan *Single Index Model* (Model Indeks Tunggal) yang merupakan penyederhanaan Index model yang sebelumnya telah dikembangkan oleh Markowitz. Model Indeks Tunggal menjelaskan hubungan antara return dari setiap sekuritas individual dengan *return* indeks pasar. Model ini memberikan metode alternatif untuk menghitung varian dari suatu portofolio, yang lebih sederhana dan lebih mudah dihitung jika dibandingkan dengan metode perhitungan markowitz. Pendekatan alternatif ini dapat digunakan untuk dasar menyelesaikan permasalahan dalam penyusunan portofolio. Sebagaimana telah dirumuskan oleh markowitz, yaitu menentukan *efficient set* dari suatu portofolio, maka dalam Model indeks Tunggal ini membutuhkan perhitungan yang lebih sedikit.

Bukti empiris menunjukkan bahwa semakin banyak jenis saham yang dikumpulkan dalam keranjang portofolio, maka risiko kerugian saham yang

satu dapat dinetralisir dengan keuntungan saham yang lain. Teori portofolio menggunakan asumsi bahwa pasar modal adalah efisien (*efficient market hypothesis*). Pasar modal efisien artinya bahwa harga saham merefleksikan secara menyeluruh semua informasi yang ada di bursa.

2.3.1. *Return Portfolio* (Return Portofolio)

Return merupakan pengembalian pendapatan yang diterima dari investasi ditambah perubahan harga pasar, biasanya dinyatakan sebagai persentase dari harga pasar investasi awal. Return yang diharapkan investor dari investasi yang dilakukannya merupakan kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan return yang terjadi (*realized return*). Return yang diharapkan merupakan tingkat return yang diantisipasi investor di masa yang akan datang. Sedangkan return yang terjadi (*actual return*) merupakan tingkat return yang telah diperoleh investor pada masa yang telah lalu. Ketika investor menginvestasikan dananya, investor tersebut akan mensyaratkan tingkat return tertentu, dan jika periode investasi berlalu, investor tersebut akan dihadapkan pada tingkat return yang sesungguhnya diterima. Antara tingkat return yang diharapkan dan tingkat return actual yang diperoleh investor dari investasi yang dilakukan mungkin saja berbeda.

Perbedaan antara return yang diharapkan dengan return yang benar-benar terjadi merupakan resiko yang harus selalu dipertimbangkan dalam proses kegiatan investasi. *Return* sebagai hasil dari investasi dapat berupa *return* realisasi (*realized return*) maupun *return* yang diharapkan (*expected*

return). *Realized return* merupakan *return* yang telah terjadi, dihitung berdasarkan data historis. *Return* ini penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja suatu perusahaan. Sedangkan *expected return* adalah *return* yang diharapkan diperoleh investor di masa yang akan datang. Pengukuran *realized return* dapat dilakukan dengan menggunakan *return* total, *return* relatif, *return* kumulatif atau *return* yang disesuaikan. *Expected return* dihitung berdasarkan rata-rata yang berasal dari suatu distribusi *return*, merupakan pengukuran rata-rata atau *central tendency* dari suatu distribusi *return* (Elton and Gruber, 1995). Penelitian ini menggunakan *total return* dan *expected return*.

Return Portofolio saham merupakan hasil atau keuntungan yang diperoleh investor dari setiap alternatif investasi, dan dapat berasal dari:

1. *Yield* adalah *return* yang merupakan komponen dasar dari suatu investasi, berupa *cash flow* yang diterima secara periodik dan biasanya disebut dividen. Besarnya *yield* bisa positif, nol atau negatif.
2. *Capital Gain* atau *capital loss* adalah *return* yang diperoleh investor yang berasal dari perubahan harga aset-aset yang dipegangnya. Apabila perubahan harga tersebut positif maka disebut *capital gain*, sedangkan bila perubahan harga tersebut negatif disebut *capital loss*.

2.3. 2. Risk Portfolio (Risiko Portofolio)

Risiko adalah kerugian yang dihadapi oleh para investor (Fabozzi, 1995). Risiko merupakan kemungkinan terjadinya peristiwa yang tidak

menguntungkan (Brigham and Weston, 1990)”. Risiko juga didefinisikan sebagai kemungkinan penyimpangan atau variabilitas *actual return* suatu investasi dengan *expected return* (Elton dan Gruber, 1995)”. Besarnya risiko dipengaruhi oleh faktor-faktor sebagai berikut:

1. *Interest Rate Risk*, adalah variabilitas *return* yang disebabkan oleh perubahan tingkat suku bunga.
2. *Market Risk*, adalah variabilitas *return* yang disebabkan oleh fluktuasi pasar secara keseluruhan.
3. *Inflation Risk*, adalah risiko yang mempengaruhi seluruh saham yang *diquote* dalam mata uang tertentu.
4. *Business Risk*, adalah risiko yang ditimbulkan karena melakukan investasi.
5. *Financial Risk*, adalah risiko yang timbul karena perusahaan menggunakan instrumen uang.
6. *Liquidity Risk*, adalah risiko yang berhubungan dengan pasar sekunder dimana instrumen investasi tersebut diperdagangkan.
7. *Exchange Rate Risk*, adalah risiko yang ditimbulkan karena perubahan nilai tukar mata uang suatu negara terhadap negara lain apabila investor melakukan investasi ke berbagai negara (diversifikasi internasional).
8. *Country Risk*, adalah risiko yang terkait dengan risiko atau keadaan politik suatu negara tempat berinvestasi.

Pada teori investasi modern berbagai risiko tersebut digolongkan menjadi dua, yaitu risiko sistematis (*systematic risk/nondiversiable risk/market risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk/diversifiable risk*). *Systematic risk* adalah risiko yang dipengaruhi oleh kondisi diluar perusahaan seperti ekonomi, politik dan faktor makro lain yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. *Unsystematic risk* adalah risiko yang dipengaruhi oleh kondisi perusahaan atau industri tertentu dan dapat diturunkan dengan melakukan diversifikasi (Brigham and Daves, 2004)".Semakin banyak saham yang dimasukkan dalam portofolio berarti semakin tersebar risikonya. Dan apabila jumlah aset ditambah, maka *variance* akan semakin kecil dan nilainya akan menjadi nol bila jumlah aset pembentuk portofolio berjumlah tak terhingga.

Risiko portofolio dipengaruhi oleh rata-rata tertimbang atas masing - masing risiko aset individual dan *covariance* antar aset yang membentuk portofolio tersebut. Jika jumlah aset ditambah, maka *variance* akan semakin kecil dan nilainya akan menjadi nol bila jumlah aset pembentuk portofolio berjumlah tak terhingga. Risiko yang diartikan sebagai kemungkinan penyimpangan *actual return* terhadap *expected return*, bisa menyimpang lebih kecil atau lebih besar. Risiko diukur berdasarkan penyebaran di sekitar rata-rata atau yang biasa disebut dengan standar deviasi (*deviation standard*), mengukur penyimpangan nilai-nilai *actual return* dengan nilai *mean* atau *expected return*. Standar deviasi digunakan untuk mengukur risiko dari *realized return*, sedangkan risiko dari *expected return* diukur dengan *variance*.

2.3.3. Konsep Return dan Risiko

Tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan return, tanpa melupakan faktor risiko investasi yang harus dihadapinya. Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung resiko investasi yang dilakukan. Hubungan tingkat resiko dan return yang diharapkan merupakan hubungan yang bersifat searah dan linier. Artinya semakin besar resiko suatu aset, semakin besar pula return yang diharapkan atas aset tersebut, demikian sebaliknya.

2.3.4. Portofolio efisien.

Portofolio efisien adalah kombinasi investasi yang memberikan nilai *return* yang sama dengan tingkat risiko yang minimal atau dengan tingkat risiko yang sama akan memberikan *return* yang maksimal (Brigham and Daves, 2004). Pembentukan portofolio optimal dilakukan dengan memilih saham-saham berdasarkan *return* dan risiko yang sesuai dengan profil investor. Menurut Sharpe, Alexander dan Bailey (1995), portofolio dikategorikan efisien apabila memiliki tingkat risiko yang sama, mampu memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi, atau mampu menghasilkan tingkat keuntungan yang sama, tetapi dengan risiko yang lebih rendah. Sedang Elton dan Gruber (1995) mengukur portofolio efisien dengan ukuran theta (θ).

Indifference curve adalah kurva yang menggambarkan tingkat kepuasan yang sama antara *return* dan risiko. Kurva yang lebih curam

mencerminkan profil investor yang *risk taker*, yaitu investor yang berani mengambil risiko. Portofolio efisien adalah portofolio yang mempunyai manfaat tertinggi bagi investor yang terletak pada titik singgung antar *indifference curve* dengan *efficient frontiers* (Reilly and Brown, 2003). *Efficient frontiers* menggambarkan set portofolio yang mempunyai *return* maksimal pada tingkat risiko tertentu atau risiko minimum pada tingkat *return* tertentu (*highest utility for investor*).

Dalam membentuk portofolio efisien harus diperhatikan koefisien korelasi *return* dari masing-masing aset yang membentuk portofolio. Koefisien korelasi tersebut mencerminkan keeratan hubungan antar *return* dari aset-aset yang membentuk portofolio. Apabila koefisien korelasi -1 (negatif sempurna) artinya *return* kedua aset mempunyai kecenderungan perubahan berlawanan arah pada satu periode waktu. Sedangkan koefisien korelasi sebesar $+1$ (positif sempurna) maka *return* kedua aset mempunyai kecenderungan perubahan searah pada satu periode waktu sehingga pembentukan portofolio atau diversifikasi tidak akan mempengaruhi (Brigham and Daves, 2004; Markowitz, 1959). Jadi faktor penting dalam diversifikasi portofolio adalah korelasi yang rendah antar *return* aset pembentuk portofolio. Makin rendah koefisien korelasi maka semakin besar pula potensi manfaat dari diversifikasi tersebut. Ukuran portofolio efisien tidak terlepas dari unsur *return* dan risiko, maka perhitungan secara matematis diperlukan untuk mengukurnya. (Van Horne, 1992)

2.3.5 Portofolio Optimal

Portofolio optimal merupakan portofolio yang dipilih seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada dalam kumpulan portofolio efisien. Portofolio yang dipilih tentunya sesuai dengan preferensi investor bersangkutan terhadap return ataupun risiko yang bersedia ditanggungnya.

(Tandelilin, 2001: 75)

Suatu portofolio dapat ditentukan dengan memilih tingkat keuntungan yang diharapkan dan kemudian meminimumkan risikonya atau memaksimumkan tingkat keuntungan. Jadi suatu portofolio dikatakan efisien apabila:

- a. Dengan risiko yang sama mampu memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi.
- b. Mampu menghasilkan tingkat keuntungan yang sama tetapi dengan risiko yang lebih rendah.

Portofolio yang efisien adalah portofolio yang menawarkan tingkat keuntungan yang lebih besar dengan risiko yang sama atau portofolio yang menawarkan risiko yang kecil dengan tingkat keuntungan yang sama.

(Husnan, 2001:80)

Di sisi lain portofolio yang efisien yang ada akan terbentuk lebih dari satu portofolio efisien, sehingga memberikan pilihan bagi investor dalam memilih portofolio yang terbaik dan sesuai dengan yang diharapkan. Untuk masalah tersebut, investor akan melakukan analisis guna mencari dan

menentukan portofolio yang paling efisien dari berbagai portofolio yang ada dan membentuk portofolio yang optimal.

Dari berbagai pernyataan di atas, maka Portofolio yang optimal adalah Portofolio yang dipilih seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio yang efisien sesuai dengan preferensi investor yang berkaitan dengan return dan risiko dari portofolio tersebut dan memberikan tingkat pengembalian tertinggi di antara portofolio yang ada dengan tingkat risiko yang sama.

Untuk membentuk portofolio yang efisien, terdapat beberapa asumsi yang harus diperhatikan. Asumsi tersebut antara lain:

1. Perilaku Investor

Bahwa semua investor tidak menyukai risiko (*risk averse*). Investor yang dihadapkan pada dua pilihan yaitu investasi yang menawarkan keuntungan (*return*) yang sama dengan risiko yang berbeda, akan memilih investasi yang memiliki risiko yang lebih rendah.

2. Konsep fungsi utilitas dalam kurva indiferen

Fungsi utilitas diartikan sebagai suatu fungsi matematis yang menunjukkan nilai dari semua alternatif pilihan yang ada. Semakin tinggi nilai dari suatu alternatif, semakin tinggi utilitas alternatif tersebut. Sedangkan dalam portofolio, fungsi utilitas ditunjukkan oleh

preferen seorang investor terhadap berbagai macam pilihan investasi dari masing-masing keuntungan (return) dan risiko.

Dalam pendekatan Markowitz, untuk menentukan efisien atau *efficient frontier* dapat diketahui dari *opportunity set* atau *attainable set*. Investor dapat memilih kombinasi dari aktiva-aktiva yang dimilikinya untuk membentuk portofolio. Semua set yang memberikan kemungkinan portofolio baik yang efisien maupun yang tidak efisien yang dapat dipilih oleh investor. Oleh karena tidak semua portofolio yang tersedia di *opportunity set* merupakan portofolio yang efisien. Hanya kumpulan (set) dari seluruh portofolio yang efisien yang disebut efisien set atau *efficient frontier*.

Efficient frontier merupakan kombinasi aset-aset yang membentuk portofolio yang efisien. Pada saat investor menentukan portofolio-portofolio yang efisien yang sesuai dengan preferensi investor, maka portofolio-portofolio yang lain di luar portofolio yang efisien akan diabaikan oleh investor. Dari gambar berikut ini, yang termasuk dalam portofolio yang efisien adalah garis pada titik BCDE, sedangkan garis diluar titik tersebut, seperti AGH bukan merupakan portofolio yang efisien.

Titik-titik kombinasi portofolio yang efisien (titik BCDE) investor dapat memilih salah satu titik untuk menentukan portofolio yang optimal. Namun dalam menentukan pilihan portofolio yang optimal. Namun dalam menentukan pilihan portofolio yang optimal tersebut, investor akan melakukan pertimbangan terhadap preferensinya yaitu terhadap keuntungan

(*return*) yang diharapkan dan risiko yang ditanggung oleh investor. Dari gambar di bawah ini preferensi investor ditunjukkan oleh kurva indifferen (U_1 dan U_2). Portofolio investor adalah portofolio ada titik D, karena menawarkan keuntungan (*return*) yang diharapkan dan risiko yang sesuai dengan preferensi investor. Portofolio dalam islam merupakan salah salah satu ajaran dari konsep Islam yang memenuhi proses *tadrij* (ilmu pengetahuan yang memiliki gradasi). Hal tersebut dapat dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena menggunakan norma syariah, sekaligus merupakan hakikat dari sebuah ilmu dan amal.

Dalam Al-Quran surat Lukman : 34 Allah secara tegas menyatakan bahwa tiada seorang-pun yang dapat mengetahui apa yang akan diperbuat dan diusahakannya, serta peristiwa yang akan terjadi pada esok hari. Sehingga dengan ajaran tersebut seluruh manusia diperintahkan melakukan investasi (*invest* sebagai kata dasar dari *investment* memiliki arti menanam) sebagai bekal dunia dan akhirat.

لَا تَكْسِبُ مَاذَا نَفْسٌ تَدْرِي وَمَا الْأَرْضُ حَامِي وَمَا يَعْلَمُ الْغَيْثَ وَيُنْزِلُ السَّاعَةَ عِلْمٌ عِنْدَهُ وَاللَّهُ إِنَّ

خَيْرٌ عَلِيمٌ اللَّهُ إِنْ تَمُوتُ أَرْضٌ بِأَيِّ نَفْسٍ تَدْرِي وَمَا غ

Artinya :“*Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari Kiamat; dan Dia-lah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok.*⁶ dan tiada seorangpun

yang dapat mengetahui di bumi mana Dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha mengetahui lagi Maha Mengenal.” (QS. Luqman : 34)

Dalam sebuah hadits, Nabi Muhammad Saw bersabda, *”Ketahuilah, Siapa yang memelihara anak yatim, sedangkan anak yatim itu memiliki harta, maka hendaklah ia menginvestasikannya (membisniskannya), janganlah ia membiarkan harta itu idle, sehingga harta itu terus berkurang lantaran zakat”*

Selain itu kegiatan investasi atau perputaran harta dalam Islam tidak boleh hanya dalam satu golongan saja. Hal ini sesuai dengan apa yang tertuang dalam Q.S Al-Hasyr ayat 7 yang artinya: *”Supaya harta itu jangan beredar diantara orang-orang kaya diantara kamu.”*

Seperti yang kita ketahui bersama seringkali seorang investor (konvensional) melakukan spekulasi dalam melakukan transaksi guna mendapatkan *return* yang besar. Hal inilah yang didalam ajaran Islam salah satunya yang dilarang dalam hal muamalah (jual beli), karena di dalamnya mengandung unsur merugikan orang lain. Selain itu dalam praktiknya yang sering terjadi adalah sifat *gambling* (istilah *gambling* identik dengan *maysir* dalam Islam).

Rambu-rambu pokok yang seyogyanya diikuti oleh setiap investor muslim..

1. Terbebas dari unsur riba, Terhindar dari unsur *gharar* (penipuan),
2. Terhindar dari unsur *maysir* (judi),
3. Terhindar dari unsur *subhat* (tercampur antara halal dan haram),
4. Terhindar dari unsur haram.

2.3.6. Model Indeks Dalam Pembentukan Portofolio

2.3.6.1 Model Indeks Tunggal

Model indeks atau model faktor mengasumsikan bahwa tingkat pengembalian suatu efek sensitif terhadap perubahan berbagai macam faktor atau indeks. Sebagai proses perhitungan tingkat pengembalian, suatu model indeks berusaha untuk mencakup kekuatan ekonomi utama yang secara sistematis dapat menggerakkan harga saham untuk semua efek. Secara implisit, dalam konstruksi model indeks terdapat asumsi bahwa tingkat pengembalian antara dua efek atau lebih akan berkorelasi (Halim,2005:82).

Suatu pernyataan formal mengenai hubungan itu adalah model indeks atau model faktor dari tingkat pengembalian efek. Hasilnya, dapat memberikan informasi yang diperlukan untuk menghitung ER, *varians*, dan *covarians* setiap efek sehingga dapat digunakan untuk mengetahui karakteristik sensitivitas portofolio terhadap perubahan faktor atau indeks (Halim,2005:82).

Model indeks tunggal dapat digunakan sebagai alternatif dari model Markowitz untuk menentukan *efficient set* dengan perhitungan yang lebih sederhana. Model Indeks Tunggal merupakan penyederhanaan dari model Markowitz Model Indeks Tunggal dikembangkan oleh William Sharpe (1963) yang disebut dengan *single-index model*, yang dapat digunakan untuk menghitung *return* ekspektasi dan risiko portofolio.

Model indeks tunggal didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks harga pasar, karena *return* dari suatu sekuritas dan *return* dari indeks pasar.

Model ini mengasumsikan bahwa tingkat pengembalian antara dua efek atau lebih akan berkorelasi yaitu akan bergerak bersama dan mempunyai reaksi yang sama terhadap satu faktor atau indeks tunggal yang dimasukkan dalam model. Faktor atau indeks tersebut adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) (Halim,2005:82). Tujuan penggunaan model indeks tunggal adalah untuk menyederhanakan perhitungan portofolio model Markowitz. Pada portofolio model Markowitz dibutuhkan parameter-parameter input berupa:

- 1). Tingkat keuntungan yang diharapkan masing-masing saham.
- 2). *Variance* masing-masing saham.
- 3). *Covariance* antar saham-saham.

Perhitungan portofolio optimal akan sangat dimudahkan jika hanya didasarkan pada sebuah angka yang dapat menentukan apakah suatu sekuritas dapat dimasukkan ke dalam portofolio optimal tersebut. Angka tersebut adalah rasio antara *kses return* dengan beta (*excess return to beta*). *Excess return* dapat didefinisikan sebagai selisih return ekspektasi dengan return aktiva bebas risiko. *Excess return to beta* berarti mengukur kelebihan return relatif terhadap satu unit risiko yang tidak dapat dideversifikasikan yang diukur dengan Beta. Rasio ERB ini juga menunjukkan hubungan antara dua faktor penentu investasi, yaitu *return* dan risiko (Jogiyanto,2000:225).

2.3.7 Resiko Dalam Pandangan Islam

Dalam Islam Resiko disebut dengan istilah *gharar* yang berarti ketidakpastian. Sementara Ibn Qayyim menjelaskan bahwa *gharar* adalah kemungkinan ada dan tidak ada. Sebagaimana Ibn Taymiyah, dinyatakan juga bahwa jual belinya dilarang karena merupakan bentuk masyir atau perjudian. Al-Qur'an sebagai sumber primer dalam hukum Islam menolak dengan tegas, semua bentuk transaksi yang mengandung unsur curang. Dalam artian ketika risiko dari setiap barang yang akan diperdagangkan (dan sejenisnya) menuju kepada hal-hal yang tidak jelas maka Islam akan menolak bentuk transaksi semacam ini.

Kalau resiko ini secara sederhana disamakan dengan ketidakpastian (*uncertainty*), dan ketidakpastian ini dianggap *gharar* dan dilarang maka ini menjadi rumit. Al-Suwailem membedakan resiko menjadi dua tipe. Pertama, resiko pasif, seperti *game of chance*, yang hanya mengandalkan keberuntungan. Kedua, resiko responsif yang memungkinkan adanya distribusi probabilitas hasil keluaran dengan hubungan kausalitas yang logis. Kalau yang pertama disamakan dengan *game of chance*, yang disebut belakangan bisa disebut *game of skill*.

Kesediaan menanggung resiko merupakan hal yang tidak terhindarkan, tetapi resiko yang boleh dihadapi adalah resiko yang melibatkan pengetahuan, sebagai *game of skill* bukannya *game of chance*. Jika *game of skill* dibenarkan, konsekuensi logisnya adalah keharusan penguasaan manajemen risiko. Masing-masing investasi memiliki tingkat resiko yang terbagi dalam

low risk low return, moderat risk medium return dan high risk high return. Oleh karena itu Islam dalam menanggapi masalah resiko dalam berinvestasi menganjurkan umatnya untuk menggunakan prinsip kehati-hatian (*prudent*).

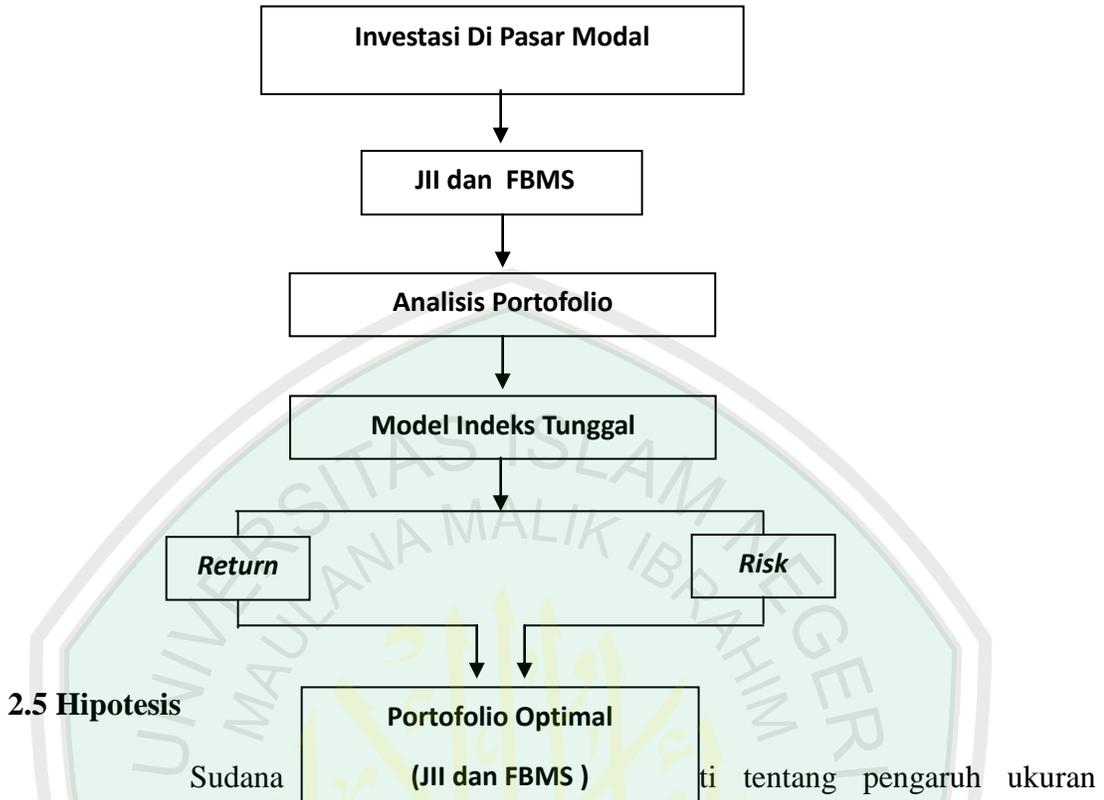
Sikap *wara'* (berhati-hati) adalah tidak menanamkan saham di dalamnya dan menjauhinya karena sebagaimana disebutkan oleh si penanya bahwa yang dominan, ia bertransaksi dengan riba. Akan tetapi, andai misalnya seseorang telah terlanjur menjalani dan menanamkan sahamnya, maka wajib baginya untuk mengeluarkan keuntungan ribawi sesuai dengan prosentasenya; jika kita perkirakan bahwa keuntungan dari riba tersebut sebesar 10%, maka orang tersebut harus mengeluarkan keuntungan yang 10% tersebut, jika kita perkirakan keuntungannya 20%, maka 20% nya yang dikeluarkan, demikian seterusnya. Sedangkan bila seseorang tidak mengetahui berapa persentasenya, maka sebagai sikap hati-hati (preventif), orang tersebut harus mengeluarkan separoh dari keuntungan tersebut.

2.4 Kerangka Berfikir

Kerangka pikir atau disebut juga kerangka konseptual merupakan model konseptual tentang bagaimana teori berhubungan dengan berbagai faktor yang telah diidentifikasi sebagai masalah yang penting. Suatu kerangka pikir akan memberikan penjelasan sementara terhadap gejala yang menjadi masalah penelitian.

Peneliti dalam hal ini mengungkapkan bagaimana proses, logika atau rasionalitas kemungkinan terjadinya portofolio saham yang optimal pada saham-

saham *Jakarta Islamic Index* dan *FBMS*. Seorang investor yang rasional dalam menentukan keputusan investasi pasti akan memilih berinvestasi pada saham portofolio optimal karena saham ini mempunyai tingkat risiko rendah dengan tingkat pengembalian tertentu. Untuk membentuk suatu portofolio saham yang optimal seorang investor dapat menggunakan model indeks tunggal sebagai alternatif dari model Markowitz untuk menentukan efficient set dengan perhitungan yang lebih sederhana. Model ini mengasumsikan bahwa tingkat pengembalian antara dua efek atau lebih akan berkorelasi yaitu akan bergerak bersama dan mempunyai reaksi yang sama terhadap satu faktor atau indeks tunggal yang dimasukkan dalam model. Hasil perhitungan yang didapat dengan menggunakan model indeks tunggal akan menghasilkan saham portofolio optimal yang nantinya dapat digunakan investor sebagai bahan pertimbangan apakah nantinya akan melakukan investasi pada saham tersebut apakah tidak.



ti tentang pengaruh ukuran portofolio terhadap tingkat diversifikasi saham, membandingkan antarportofolio saham dalam satu industri dengan portofolio saham beragam industri dengan model indeks tunggal. Hasil analisis menunjukkan bahwa strategi diversifikasi pada portofolio saham satu industri tidak berpengaruh secara signifikan. Demikian pula portofolio saham beragam industri tidak terpengaruh oleh diversifikasi, kecuali portofolio 8 saham. Terdapat perbedaan yang signifikan antara portofolio saham dalam satu industry dengan beragam industri.

Ftse bursa malaysia emas syariah index (FBMS) atau pasar modal syariah diperkenalkan dalam perekonomian Malaysia. Kehadiran FBMS direfleksikan dengan munculnya Islamic index, reksadana syariah, dan lain-lain. Ciri utama FBMS adalah segala aktifitasnya berdasarkan pada prinsip syariah. Tepatnya,

FBMS merepresentasikan sebuah tuntutan dari hukum Islam di dalam transaksi pasar modal di mana pasar harus bebas dari hal-hal yang dilarang oleh ajaran Islam, seperti riba, maisir (judi atau spekulasi) dan gharar (menipu). Begitupun di *Jakarta Islamic Indeks (JII)* disana juga hanya saham – saham yang sesuai syariah islam saja yang di masukan kedalam indeks JII.

Selain persamaan ada juga perbedaan yaitu di FBMS sudah berdiri sejak tahun 1992 sedangkan JII baru berdiri tahun 2003, di FBMS juga lebih banyak perusahaan dibandingkan dengan JII, jumlah perusahaan yang listing di FBMS sekitar 183 perusahaan yang terdaftar sedangkan di indeks saham syariah hanya sekitar 232 perusahaan saja.

Sudana dan Janiarti (2000) meneliti tentang pengaruh ukuran portofolio terhadap tingkat diversifikasi saham, membandingkan antara portofolio saham dalam satu industri dengan portofolio saham beragam industri dengan model indeks tunggal. Hasil analisis menunjukkan bahwa strategi diversifikasi pada portofolio saham satu industri tidak berpengaruh secara signifikan. Demikian pula portofolio saham beragam industri tidak terpengaruh oleh diversifikasi, kecuali portofolio 8 saham. Terdapat perbedaan yang signifikan antara portofolio saham dalam satu industri dengan beragam industri.

Bawasir dan Sitanggang (1994) menggunakan Cut-off Rate dalam memilih saham untuk membentuk portofolio optimal dengan batas efisiensi C^* . Penelitian memfokuskan pada pengujian perbedaan pilihan portofolio antara investor domestik dengan investor asing. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan antara investor domestik dengan

investor asing dalam pemilihan saham pembentuk portofolio optimal. Investor domestik dan investor asing tidak memilih saham dalam batas efisien C^* untuk membentuk portofolio. Rasionalitas investor dilihat dari cara mereka menentukan portofolio optimal, yang dipengaruhi oleh preferensi investor terhadap return dan risiko.

Berdasarkan penelitian sebelumnya, maka peneliti merumuskan hipotesa di bawah ini :

H0 : tidak ada perbedaan resiko antara FBMS dan JII dengan menggunakan indeks tunggal.

H1 : ada perbedaan resiko antara indeks FBMS dan JII dengan menggunakan indeks tunggal.