

**ANALISIS PORTOFOLIO UNTUK MENENTUKAN
INVESTASI YANG OPTIMAL
(Studi Pada Saham JII (*Jakarta Islamic Index*))**

SKRIPSI

Oleh

**MUHAMMAD SULKANHADI
NIM : 03220093**



**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN) MALANG
2007**

**ANALISIS PORTOFOLIO UNTUK MENENTUKAN
INVESTASI YANG OPTIMAL
(Studi Pada Saham (*Jakarta Islamic Index*))**

SKRIPSI

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

Oleh

MUHAMMAD SULKANHADI
NIM : 03220093



**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN) MALANG
2007**

LEMBAR PERSETUJUAN

ANALISIS PORTOFOLIO UNTUK MENENTUKAN INVESTASI YANG OPTIMAL (Studi Pada Saham JII (*Jakarta Islamic Index*))

SKRIPSI

O l e h

MUHAMMAD SULKANHADI
NIM : 03220093

Telah Disetujui, 9 Juli 2007
Dosen Pembimbing,

Drs. H. ABDUL KADIR USRY, MM. Ak.

Mengetahui :
Dekan,

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

LEMBAR PENGESAHAN

ANALISIS PORTOFOLIO UNTUK MENENTUKAN INVESTASI YANG OPTIMAL

(Studi Pada Saham JII (*Jakarta Islamic Index*))

SKRIPSI

O l e h

MUHAMMAD SULKANHADI

NIM : 03220093

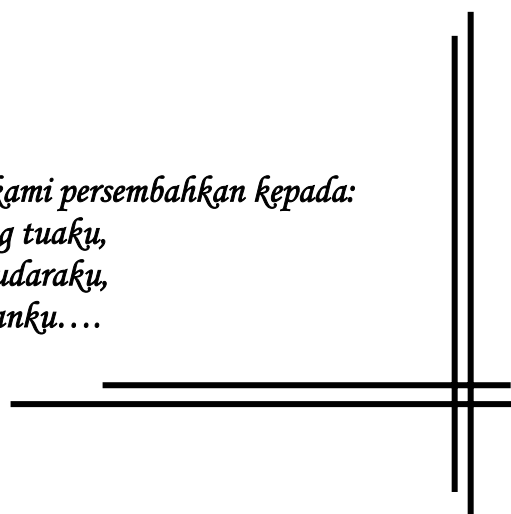
Telah Dipertahankan di Depan Dewan Penguji
Dan Dinyatakan Diterima Sebagai Salah Satu Persyaratan
Untuk Memeroleh Gelar Sarjana Ekonomi (SE)
Pada 21 Juli 2007

Susunan Dewan Penguji	Tanda Tangan
1. Ketua <u>Hj. Ilfi Nurdiana, S.Ag., M.Si.</u> NIP. 150284096	: ()
2. Sekretaris/ Pembimbing <u>Drs. H. Abdul Kadir Usry, MM. Ak.</u>	: ()
3. Penguji Utama <u>Drs. Nur Asnawi, MA.</u> NIP. 150295491	: ()

Disahkan Oleh :
Dekan,

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

*Skripsi ini kami persembahkan kepada:
Kedua orang tuaku,
Saudara-saudaraku,
Teman-temanku. ...*



Motto:

“Untuk menjadi sejahtera dan kaya bukan hanya memiliki uang dalam jumlah banyak, tetapi juga harus memiliki pikiran yang bijaksana dalam mengelola uang. Jadilah orang yang sejahtera, kaya, dan bijaksana maka harta anda akan lebih berkembang pesat”

(Sapto Rahardjo)

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah segala puji syukur kehadirat Allah SWT, karena dengan ridhoNya Skripsi ini dapat terselesaikan. Sholawat dan salam semoga tercurahkan kepada junjungan Nabi Muhammad SAW, yang membimbing umatnya.

Skripsi ini dapat terselesaikan atas bantuan, dukungan dan kerjasama dari berbagai pihak. Untuk itu, penulis menyampaikan terima kasih kepada :

1. Bapak dan Ibu yang dengan penuh kesabaran dan ikhlas telah mengasuh, membiayai serta mengalirkan doa-doanya untuk kebahagiaan putranya.
2. Bapak Prof. DR. H. Imam Suprayogo, selaku Rektor Universitas Islam Negeri (UIN) Malang.
3. Bapak Drs. H.A. Muhtadi Ridwan, MA, Selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Malang.
4. Bapak Drs. Abdul Kadir Usry, MM. Ak selaku Dosen pembimbing yang dengan kesabaran membimbing dan memberi arahan serta masukan yang amat berguna hingga terselesaikan skripsi ini.

5. Saudaraku yang selalu memberi dorongan dan bantuan baik materiil maupun spirituil sehingga skripsi ini terselesaikan dengan baik.
6. Seluruh jajaran Dosen dan Karyawan Fakultas Ekonomi UIN Malang yang membantu proses terselesaikannya skripsi ini.
7. Teman-teman Fakultas Ekonomi angkatan 2003 dan teman-teman Pesma Al-Hijrah yang selalu mengisi hari-hari penulis dalam suka dan duka sampai proses terselesaikannya skripsi ini.
8. Serta semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu-satu, yang telah membantu terselesaikannya skripsi ini

Penulis menyadari sepenuhnya penulisan skripsi ini masih jauh dari kesempurnaan. Maka saran, dan kritikan yang konstruktif dari seluruh pembaca diharapkan demi perbaikan skripsi ini. Semoga skripsi ini dapat menjadi sumber informasi yang bermanfaat bagi semua pihak.

Malang, 9 Juli 2007

Penulis,

Muhammad Sulkanhadi

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
HALAMAN PERSEMBAHAN	iv
MOTTO	v
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR GAMBAR.....	x
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR LAMPIRAN	xii
ABSTRAKSI	xiii
BAB I : PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah	3
C. Tujuan Penelitian	4
D. Manfaat Penelitian	4
E. Sistematika Pembahasan	4
BAB II : KAJIAN PUSTAKA.....	6
A. Penelitian Terdahulu	6
B. Kajian Teori	7
1) Pengertian Investasi.....	7
2) Manajemen Investasi	8
3) Pengertian Saham	10
4) Pengertian Pasar Modal	13
5) Perkembangan Pasar Modal di Indonesia	14
6) Fungsi Pasar Modal	24
7) Efisiensi Pasar Modal	27
8) Teori Portofolio	29
a) Investasi yang Beresiko	29
b) Portofolio	31
c) <i>Return</i> Portofolio	34
d) Resiko Portofolio	35
e) Diversifikasi Portofolio	41
f) Pemilihan Portofolio	44
9) Kerangka Berfikir	46

BAB III : METODE PENELITIAN	49
A. Jenis Penelitian.....	49
B. Jenis Data dan Sumber Data.....	50
C. Tehnik Pengumpulan Data.....	51
D. Tehnik Analisa Data	52
BAB IV : PEMBAHASAN.....	59
A. Diskriptif Data	59
B. Analisis Data	61
1. Menghitung <i>return</i> saham individu	61
2. Menghitung tingkat pengembalian pasar	62
3. Menghitung pengembalian bebas resiko	63
4. Menghitung <i>expected return</i> saham individu	64
5. Menentukan <i>Apha dan beta</i> saham dengan <i>Times Series Regression</i>	65
6. menentukan portofolio optimal berdasarkan <i>Single Indeks Models</i>	67
7. Menghitung proporsi saham yang masuk dalam portofolio.....	71
8. Komposisi dari portofolio.....	71
BAB V : KESIMPULAN.....	74
A. Kesimpulan	74
B. Saran	76
Daftar Pustaka	77

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 : Proses Keputusan Investasi	9
Gambar 2.2 : Grafik <i>Effeciency Frontier</i>	45
Gambar 2.3 : Kerangka Fikir dalam Penelitian	47

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1: Penelitian Terdahulu	6
Tabel 3.1: Emiten Anggota JII (<i>Jakarta Islamic Index</i>)	51
Tabel 4.1: Tingkat Pengembalian Pasar (Rm)	62
Tabel 4.2: Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia	63
Tabel 4.3: <i>Expected Return</i> Saham Individu	64
Tabel 4.4: Perhitungan Nilai <i>Alpha</i> dan <i>Beta</i>	66
Tabel 4.5: <i>Excess Return to Beta</i> (ERB)	68
Tabel 4.6: Perhitungan Ci	70
Tabel 4.7: Komposisi Saham yang Masuk dalam Portofolio	71
Tabel 4.8: Perhitungan <i>Expected Return</i> Portofolio	72
Tabel 4.9: Perhitungan <i>Varians of Portofolio</i>	72

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1: Harga Saham Bulanan, Indeks JII, dan SBI.

Lampiran 2: Return Saham Individu, Return Pasar, dan Pemilihan Portofolio.

Lampiran 3: *Alpha* dan *Beta* Masing-masing Saham

Lampiran 4: Varians Residual.

Lampiran 5: Pemilihan Optimal dan Tidak Optimal Berdasarkan Model Indeks Tunggal.

Lampiran 6: Komposisi Saham yang Masuk Portofolio Berdasarkan Model Indeks Tunggal.

Lampiran 7: Perhitungan *Expected Return* Portofolio.

Lampiran 8: Perhitungan Resiko Portofolio

ABSTRAKSI

Sulkanhadi, Muhammad, 2007 SKRIPSI. Judul: " Analisis Portofolio Untuk Menentukan Investasi Yang Optimal (Studi Pada Saham JII (Jakarta Islamic Index))"
Pembimbing: Drs. Abdul Kadir Usry, MM., Ak.

Kata Kunci: Analisis Portofolio, Investasi, Optimal.

Dalam setiap mengambil keputusan investasi, pemodal (*Investor*) cenderung menghindari resiko (*Risk Averse*). Salah satu usaha yang dapat dilakukan adalah dengan melakukan diversifikasi (*Portfolio*) yang lebih efisien pada investasinya. Hal ini dapat diartikan investor yang jika dihadapkan pada dua investasi dengan pengembalian yang diharapkan sama dengan resiko yang berbeda, maka mereka akan memilih investasi yang memiliki tingkat resiko yang lebih rendah. Namun jika investor memiliki beberapa pilihan portofolio yang efisien, maka mereka akan memilih portofolio yang lebih optimal.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui analisis portofolio untuk menentukan investasi yang optimal pada saham-saham anggota JII (*Jakarta Islamic Index*) di BEJ. Salah satu tujuan yang ingin dicapai dari tujuan penelitian ini adalah memberikan penjelasan yang lebih sistematis, maka metode penelitian yang digunakan adalah deskriptif kuantitatif dengan pendekatan kasus. Dengan tehnik pengumpulan data dari data sekunder, dimana data-data yang diperoleh dari PT. BEJ. Sedangkan alat analisisnya menggunakan alat analisis portofolio.

Berdasarkan hasil analisis diperoleh 8 saham yang membentuk portofolio optimal. Kedelapan saham tersebut mempunyai proporsi (1). BUMI sebesar 15,9% dengan tingkat pengembalian 0,114 dan risiko sebesar 0,0742 (2). INCO sebesar 34,1% dengan tingkat pengembalian 0,7007 dan risiko sebesar 0,293 (3). BLTA sebesar 8,1% dengan tingkat pengembalian 0,0426 dan risiko sebesar 0,0236 (4). UNTR sebesar 29,7% dengan tingkat pengembalian 0,2522 dan risiko sebesar 0,0833 (5). ANTM sebesar 7,4% dengan tingkat pengembalian 0,1398 dan risiko sebesar 0,0402 (6). INDF sebesar 2,8% dengan tingkat pengembalian 0,0288 dan risiko sebesar 0,0077 (7). PTBA sebesar 1,6% dengan tingkat pengembalian 0,0165 dan risiko sebesar 0,0041 (8). LSIP sebesar 0,4% dengan tingkat pengembalian 0,0033 dan risiko sebesar 0,0024.

BAB I

PENDAHULUAN

A. LATAR BELAKANG

Keberadaan pasar modal di Indonesia merupakan salah satu faktor terpenting dalam membangun perekonomian nasional, terbukti banyak perusahaan yang menggunakan institusi pasar modal sebagai media untuk menyerap investasi dan media untuk memperkuat posisi keuangannya. Di sisi lain, merupakan lembaga alternatif investasi di bidang keuangan bagi masyarakat yang ingin menginvestasikan dananya.

Sebagai upaya mendukung terwujudnya pasar modal Indonesia menjadi penggerak ekonomi nasional yang tangguh dan berdaya saing global perlu menyempurnakan dan mengembangkan fasilitas dan instrumen pasar modal Indonesia yang mampu bersaing dengan instrumen pasar modal negara lain. (Tim Studi Investasi Syariah, 2003).

Namun perekonomian konvensional melihat pasar modal sebagai sarana investasi yang bersifat spekulatif untuk mendapatkan keuntungan (*gain*) yang cepat dan besar. Di balik kegiatan spekulatif ini menyebabkan kemerosotan tingkat pertumbuhan ekonomi nasional. Oleh karena itu, industri pasar modal Indonesia mulai melirik pengembangan penerapan prinsip-prinsip syariah islam sebagai alternatif instrumen investasi dalam kegiatan pasar modal.

Berdirinya pasar modal syariah diawali munculnya Reksa Dana Syariah tahun 1997, dan tahun 2000 PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) bekerja sama dengan PT Danareksa Investment Management (DIM) meluncurkan *Jakarta Islamic Index* (JII). Tanggal 14 Maret 2003 secara resmi pemerintah mendirikan pasar modal syariah. (Muttaqin, 2003).

Namun juga harus menerima kenyataan, jika hampir semua investasi baik di lembaga konvensional maupun yang berbasis syariah mengandung unsur ketidakpastian atau resiko. Yang berarti pemodal tidak tahu pasti hasil yang akan diperoleh dari investasi yang dilakukannya. Mereka hanya bisa memperkirakan berapa keuntungan dari hasil yang diharapkan. Salah satu kemudahan dalam investasi sekuritas untuk menghindari resiko dengan melakukan portofolio investasi. Dimana portofolio investasi yang diartikan sebagai diversifikasi investasinya pada berbagai kesempatan investasi. (Husnan. 2001: 47).

Masyarakat sekaligus sebagai pelaku pasar dituntut lebih dapat manajemen harta mereka pada posisi yang lebih menguntungkan. Tentu harus didukung dengan informasi dan perkembangan-perkembangan yang akurat. Namun juga kurang bijaksana bila membiarkan harta yang dimiliki hanya dibiarkan menganggur begitu saja atau tertanam dilahan investasi yang tidak memberikan pengembalian (*return*) yang optimal.

Secara umum investor lebih bersikap untuk menghindari resiko, oleh karena itu mereka akan memilih untuk melakukan diversifikasi investasi karena mereka mengetahui bahwa dengan diversifikasi tersebut mereka bisa mengurangi resiko. Akibatnya resiko yang hilang karena diversifikasi tersebut menjadi tidak relevan dalam perhitungan resiko, kecuali resiko yang diakibatkan oleh resiko pasar.

Oleh karena itu pemantauan (*surveillance*) terhadap bursa saham ini perlu untuk dilakukan, karena untuk memahami bagaimana menghitung tingkat keuntungan yang diharapkan dan deviasi standar kalau mengkombinasikan beberapa investasi. Sehingga penelitian ini didasarkan pada analisis portofolio agar mendapatkan investasi yang optimal agar dapat menurunkan resiko sesuai dengan yang diharapkan oleh para investor.

B. RUMUSAN MASALAH

Untuk mengetahui hasil dari proses investasi pada saham-saham JII (*Jakarta Islamic Index*) yang terdaftar di BEJ. Penelitian ini merumuskan masalah: Bagaimana hasil investasi yang optimal atas portofolio yang dilakukan di pasar saham ?.

C. TUJUAN PENELITIAN

Adapun tujuan dari penelitian yang akan dilakukan adalah menentukan hasil investasi yang optimal atas portofolio yang dilakukan di pasar saham.

D. MANFAAT PENELITIAN

1. Bagi Investor

Dari hasil penelitian ini, diharapkan agar dapat dijadikan pertimbangan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi saham-saham anggota JII (*Jakarta Islamic Indeks*).

2. Bagi Peneliti

Diharapkan dapat menambah wawasan keilmuan, khususnya mengenai saham-saham anggota JII (*Jakarta Islamic Indeks*).

3. Bagi Akademi

Penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi untuk melaksanakan penelitian-penelitian lebih lanjut, khususnya untuk materi permasalahan yang serupa.

E. SISTEMATIKA PEMBAHASAN

Penelitian ini dalam menggambarkan isi dari penulisan hasil penelitian menggunakan sistematika pembahasan sebagai berikut:

- BAB I : Bagian ini membahas tentang pendahuluan yang membahas latar belakang penulisan, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika pembahasan.
- BAB II : Membahas tentang kajian pustaka diantaranya mengenai penelitian terdahulu, tinjauan teori yang relevan dengan penelitian ini, dan kerangka berfikir.
- BAB III : Bagian metodologi penelitian yang membahas mengenai jenis penelitian, jenis dan sumber data, serta tehnik analisis.
- BAB IV : Tentang pembahasan mengenai hasil penelitian yang didapat.
- BAB V : Tentang kesimpulan dan saran membahas kesimpulan dari hasil penelitian, serta pemberian saran-saran.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. PENELITIAN TERDAHULU

Beberapa penelitian yang pernah dilakukan untuk mengetahui relevansi dan perbedaan dengan penelitian yang akan dilakukan, dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Keterangan	Andi Rudyana	Mardiana Fauziah
1	Tahun	2000	2005
2	Judul	Analisis Portofolio Sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Investasi Saham (Studi Kasus Di BES)	Analisis Portofolio sebagai Salah Satu Alat Pengambilan Keputusan Investasi Saham di Pasar Modal (Studi pada Perusahaan Telekomunikasi yang <i>go public</i>).
3	Metode Penelitian	Penelitian ini teknik analisis data yang digunakan yaitu metode kuantitatif dan metode kualitatif	Pada penelitian ini menggunakan <i>Explanatory</i> , dan metode analisisnya adalah kuantitatif dengan alat analisis portofolio
4	Hasil	Hasil Analisisnya Sebagai Berikut: PT. HM. Sampoerna Dengan <i>Expected Return</i> 0,025590 Dan Tingkat Resiko Sebesar 0,378444, Dengan Komposisi Investasi Pada Portofolio Sekuritas Terdiri Dari Saham Indocement Tunggal Perkasa sebesar 87% dan saham HM. Sampoerna sebesar 13%.	Hasil analisisnya sebagai berikut: 1.PT. Indosat Tbk dengan proporsi dana 25%, <i>expected return</i> 0,4% dan resiko 1,68%. 2.PT. Infoasia Teknologi Global Tbk dengan proporsi dana 25%, <i>expected return</i> 0,6% dan resiko 1,7%.

Sumber: Rudyana (2000), dan Fauziah (2005).

Penelitian terdahulu pada tabel 2.1 menjadi acuan penelitian yang akan dilakukan. Dengan persamaan diantaranya sebagai berikut:

1. Alat analisis yang dipergunakan adalah pengukuran hasil yang diharapkan, varian hasil yang diharapkan dari suatu saham, pengukuran standar deviasi, pengukuran beta saham individu, perhitungan koefisien korelasi antar saham, proporsi dana yang akan diinvestasikan untuk tiap-tiap saham, pengukuran hasil dari portofolio, varians hasil portofolio dan perhitungan kovarian antar hasil saham.
2. Populasi yang digunakan saham-saham yang *listing* pada Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Perbedaan penelitian Andi Rudyana terletak pada teknik analisis data dengan menggunakan "Dua Metode Penelitian", dan penelitian Mardiana Fauziah terletak pada "Variabel" penelitiannya. Sedangkan penelitian ini menggunakan "Satu Faktor" untuk mengasumsikan yang mempengaruhi pergerakan saham.

B. KAJIAN TEORI

1. Pengertian Investasi

Jogiyanto (2003: 5) mengatakan "Investasi merupakan penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan didalam produksi yang efisien selama periode tertentu".

Menurut Tandelilin (2001:3) "Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa datang". Dalam hal ini investasi berkaitan dengan pengelolaan aset finansial khususnya sekuritas yang bisa diperdagangkan (*Marketable Securities*). Aset finansial adalah berupa surat berharga atas sejumlah aset-aset pihak penerbit surat berharga tersebut.

Dari uraian di atas dapat diambil kesimpulan bahwa pengertian investasi adalah melakukan penanaman modal di masa sekarang, baik itu berupa aktiva finansial atau aktiva riil untuk di waktu yang akan datang, dan akan memiliki nilai yang lebih dari pada nilai yang telah dikorbankan untuk merealisasikan investasi tersebut sehingga dapat memperoleh keuntungan.

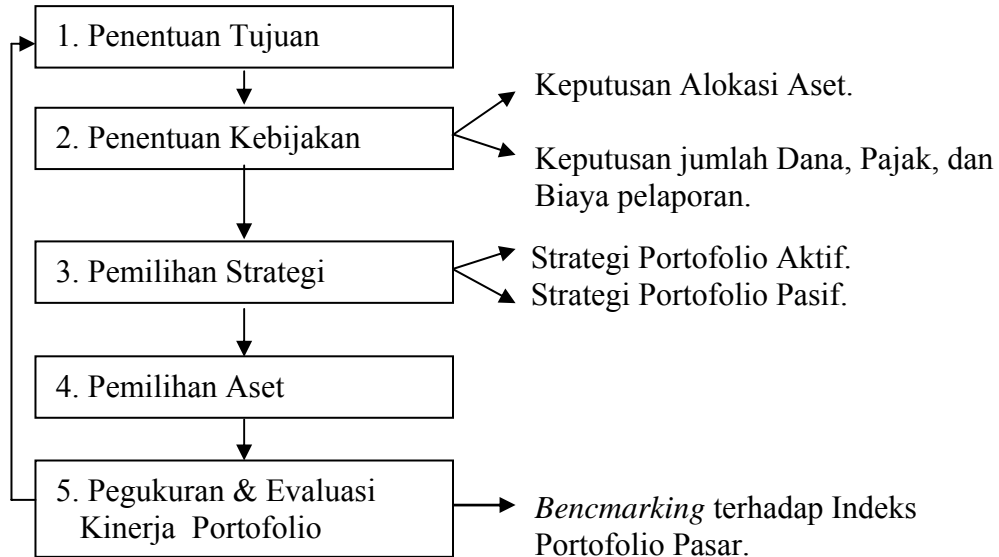
2. Manajemen Investasi

Warsono (2001: 3) mengartikan "Manajemen investasi adalah proses pengelolaan uang". Sehingga di sini, ada dua istilah penting untuk mendiskripsikan proses ini, yaitu manajemen portofolio dan manajemen uang. Individu yang mengelola investasi sering disebut dengan manajer investasi. Tugas utama manajer investasi adalah menginvestasikan dana pada berbagai macam investasi, atau dengan kata lain membentuk portofolio yang optimal.

Menurut Tandelilin (2001: 4) “Manajemen Portofolio atau manajemen investasi merupakan suatu proses bagaimana dana yang dipercayakan kepada manajer investasi, dikelola”. Pengelolaan tersebut dapat dilakukan secara aktif maupun pasif, menggunakan prosedur yang relatif terkontrol atau tidak terkontrol.

Proses pengambilan keputusan investasi merupakan proses yang berkesinambungan (*On Going Process*). Proses keputusan investasi terdiri dari lima tahap keputusan yang berjalan terus-menerus sampai tercapai keputusan investasi yang baik, dan digambarkan sebagai berikut :

Gambar 2.1
Proses Keputusan Investasi



Sumber: Tandelilin, 2001: 8-10.

Strategi portofolio aktif meliputi kegiatan penggunaan informasi yang tersedia dan teknik-teknik peramalan secara aktif untuk mencari kombinasi portofolio yang lebih baik, strategi portofolio pasif meliputi

aktifitas investasi pada portofolio yang seiring dengan kinerja indeks pasar. Asumsi strategi pasif ini adalah bahwa semua informasi yang tersedia akan diserap pasar dan direfleksikan pada indeks saham.

Pengukuran dan evaluasi kinerja meliputi kinerja portofolio dan pebandingan hasil pengukuran tersebut dengan kinerja portofolio lainnya melalui proses *benchmarking*. Proses standar pengukuran (*benchmarking*) dilakukan terhadap indeks portofolio pasar, untuk mengetahui kinerja portofolio yang telah ditentukan dibanding kinerja portofolio lainnya.

3. Pengertian Saham

Berdasarkan Surat Keputusan Menteri Keuangan RI No: 154/KMK.013/ 1990 "Saham sebagai tanda penyertaan modal pada pemilik suatu perseroan terbatas".

Tandelilin (2001: 18) mengartikan "saham sebagai surat bukti bahwa kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham". Dengan memiliki saham suatu perusahaan maka investor akan mempunyai hak terhadap pendapatan dan kekayaan suatu perusahaan, setelah dikurangi dengan pembayaran semua kewajiban perusahaan. Saham merupakan salah satu jenis sekuritas yang cukup populer yang diperjual belikan di pasar modal.

Dalam ajaran Islam, kegiatan berinvestasi dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi sekaligus termasuk kegiatan muamalah yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan antar manusia. Sementara itu

berdasarkan kaidah Fikih, hukum asal dari kegiatan muamalah adalah mubah (boleh), yaitu semua kegiatan dalam pola hubungan antar manusia adalah mubah (boleh) kecuali yang jelas ada larangannya (haram). Ini berarti ketika suatu kegiatan muamalah yang kegiatan tersebut baru muncul dan belum dikenal sebelumnya dalam ajaran Islam maka kegiatan tersebut dianggap dapat diterima kecuali dari Al Qur'an dan Hadist yang melarangnya secara implisit maupun eksplisit.

Dalam beberapa literatur Islam klasik tidak ditemukan adanya terminologi investasi maupun pasar modal, akan tetapi sebagai suatu kegiatan ekonomi, kegiatan tersebut dapat dikategorikan sebagai kegiatan jual beli (*al Bay*). (Tim Studi Investasi Syariah, 2004: 10-11). Hal ini dapat dilihat dalam Al Qur'an beberapa ketentuan mengenai hal tersebut :



Artinya: "Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba" (QS Al Baqarah: 275).

Penyebutan jual beli dari ayat di atas merupakan modal dasar untuk memberikan tatacara melakukan perdagangan. Dalam Hadist Rasulullah saw juga mempertegas:

نَهَارَسُوْلُ اللّٰهُ صَلَّى اللّٰهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ اَنْ اَبِيْعَ مَا لَيْسَ عِنْدِي (الطرمذى: 1154)

Artinya: "Tidak boleh menjual sesuatu hingga kamu memiliki" (HR. Tirmidzi: 1154).

Atas dasar dua sumber hukum Islam di atas, Fiqh modern menunjukkan inovasi yang memandang sekuritas saham sebagai penyertaan - dalam akad perdagangan - *mudharaba partnership* yang merefleksikan kepemilikan perusahaan (*ownership of the enterprise*), bukan saham partnership pribadi (*personal partnership interest*). Kepemilikan perusahaan ini kemudian disamakan dengan kepemilikan terhadap aset perusahaan. (Achsien, 2000: 61).

Menurut Tim Studi Investasi Syariah (2004: 15) produk investasi berupa saham pada prinsipnya sudah sesuai dengan ajaran Islam. Dalam teori percampuran, Islam mengenal akad syirkah atau musyarakah yaitu kerjasama antara dua atau lebih pihak untuk melakukan usaha dimana masing-masing pihak menyetorkan sejumlah dana, barang atau jasa. Adapun jenis-jenis syirkah yang dikenal yaitu; `inan, mufawaddah, wujuh, abdan, mudharabah. Pembagian tersebut didasarkan pada jenis setoran masing-masing pihak dan siapa diantara tersebut yang mengelola kegiatan tersebut.

Dari beberapa pengertian tersebut, dapat disimpulkan bahwa adalah tanda penyertaan modal pada suatu perusahaan. Dengan kata lain, pemegang saham (*Stock Holder*) suatu perusahaan adalah pemilik dari perusahaan yang bersangkutan, dimana mereka berhak memperoleh pembagian keuntungan perusahaan.

4. Pengertian Pasar Modal

Husnan (2001: 3) secara formal “Pasar Modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta”.

Menurut Tandelilin (2001: 13) pengertian “Pasar Modal merupakan pertemuan pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan memperjualbelikan sekuritas”. Dengan demikian, pasar modal juga diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki unsur lebih dari satu tahun. Sedangkan tempat dimana terjadinya jual beli sekuritas disebut dengan *Bursa Efek*. Oleh karena itu, bursa efek merupakan arti dari pasar modal secara fisik.

Sedangkan Jogiyanto (2003: 11) memberikan pengertian, “Pasar modal merupakan tempat bertemu antara pembeli dan penjual dengan resiko untung rugi, serta sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi”.

Dengan demikian dapat dikatakan pasar modal adalah tempat untuk perdagangan surat berharga, baik itu saham atau obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah maupun swasta.

5. Perkembangan Pasar Modal di Indonesia

Perkembangan pasar modal di Indonesia tergolong sangat cepat. Perkembangan itu ditunjukkan adanya perubahan di mulai dari sistem konvensional dan belakangan ini muncul yang memakai sistem syariah. Adapun tahap-tahap perkembangan pasar modal di Indonesia adalah sebagai berikut:

a. Era sebelum Tahun 1976

Kegiatan jual-beli saham dan Obligasi di Indonesia dimulai pada Abad ke-19, yaitu dengan berdirinya cabang bursa efek *Vereniging Voor de Effectenhandel* di Batavia pada tanggal 14 Desember 1912. Kegiatan usaha bursa pada saat itu adalah memperdagangkan saham dan obligasi perusahaan-perusahaan perkebunan Belanda yang beroperasi di Indonesia, Obligasi Pemerintah Kotapraja dan sertifikat saham perusahaan-perusahaan Amerika yang diterbitkan oleh Kantor Administrasi di Belanda. Selain cabang di Batavia, diikuti dengan pembukaan cabang di Semarang dan Surabaya. Sejak terjadi perang dunia ke-2, Pemerintah Hindia Belanda menutup ketiga bursa tersebut tanggal 17 Mei 1940 dan mengharuskan semua efek disimpan pada bank yang telah ditunjuk.

Pasar modal di Indonesia mulai aktif kembali pada saat Pemerintah Republik Indonesia mengeluarkan obligasi pemerintah dan mendirikan bursa efek di Jakarta pada tanggal 31 Juni 1952.

Keadaan ekonomi dan politik yang sedang bergejolak menyebabkan perkembangan bursa berjalan sangat lambat yang diindikasikan oleh rendahnya nilai nominal saham dan obligasi, sehingga tidak menarik bagi investor.

b. Pra-Deregulasi (1976 - 1987)

Presiden melalui Keppres RI No. 52 mengaktifkan kembali pasar modal dengan go publiknya beberapa perusahaan. Pada tahun 1983, telah tercatat 26 perusahaan yang telah go publik dengan dana yang terhimpun sebesar Rp 285,50 miliar. Aktifitas go publik dan kegiatan perdagangan saham di pasar modal pada saat itu masih berjalan sangat lambat, walaupun pemerintah telah memberikan beberapa upaya kemudahan berupa fasilitas perpajakan untuk merangsang kegiatan di bursa efek. Beberapa faktor penyebab kurang bergairahnya aktifitas pasar modal:

- 1) Ketentuan laba minimal sebesar 10% dari modal sendiri sebagai syarat go publik adalah sangat memberatkan emiten;
- 2) Investor asing tidak diijinkan melakukan transaksi dan memiliki saham di bursa efek;
- 3) Batas maksimal fluktuasi harga saham sebesar 4% per hari;
- 4) Belum ada kesempatan bagi perusahaan untuk mencatatkan seluruh saham yang ditempatkan dan disetor penuh di bursa efek.

c. Era Deregulasi (1987 - 1990)

Pemerintah kemudian mengeluarkan beberapa paket deregulasi untuk merangsang seluruh sektor dalam perekonomian termasuk aktifitas di pasar modal, antara lain sebagai berikut:

- 1) Paket Kebijakan Desember 1987 (PAKDES '87), berisi tentang penyederhanaan persyaratan proses emisi saham dan obligasi, penghapusan biaya pendaftaran emisi efek yang ditetapkan oleh Bapepam, kesempatan bagi pemodal asing untuk membeli efek maksimal 49% dari nilai emisi, penghapusan batasan fluktuasi harga saham di bursa efek dan memperkenalkan adanya bursa paralel;
- 2) Paket Kebijakan Oktober 1988 (PAKTO '88), berisi tentang ketentuan *legal lending limit* dan pengenaan pajak atas bunga deposito yang berdampak positif terhadap perkembangan pasar modal;
- 3) Paket Kebijakan Desember 1988 (PAKDES '88) pemerintah memberikan peluang kepada swasta untuk menyelenggarakan bursa.

Beberapa paket kebijakan tersebut telah mampu meningkatkan aktivitas pasar modal sehingga pada akhir tahun 1990 telah tercatat sebanyak 153 perusahaan publik dengan dana yang terhimpun sebesar Rp 16,29 triliun.

d. Masa Konsolidasi (1991)

Pada masa ini, pasar modal di Indonesia mengalami perkembangan yang sangat cepat. Kegiatan *Go Publik* di bursa efek dan aktivitas perdagangan efek semakin ramai. Jumlah emiten meningkat dari 145 perusahaan pada tahun 1991 menjadi 288 perusahaan pada bulan Juli 2000 dengan jumlah saham beredar sebanyak 1.090,41 triliun saham. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bergerak naik sampai angka 600 pada awal tahun 1994 dan pernah mencapai angka 712,61 pada bulan Pebruari 1997.

Setelah swastanisasi bursa efek pada tahun 1992, pasar modal Indonesia mengalami peningkatan kapitalisasi pasar dan jumlah transaksinya. Pada tanggal 22 Mei 1995 diterapkan otomasi sistem perdagangan di Bursa Efek Jakarta yang dikenal dengan JATS (*The Jakarta Automated Trading System*) yang memungkinkan dilakukannya transaksi harian sebanyak 200.000 kali dibandingkan dengan sistem lama yang hanya mencapai 3.800 transaksi per hari. Pada bulan September 1996, Bursa Efek Surabaya memperkenalkan sistem S-MART (*The Surabaya Market Information and Automated Remote Trading*) yang memungkinkan terlaksananya perdagangan jarak jauh.

e. Pendirian Pasar Modal Syariah (1997)

Di bulan Oktober 1997, harga-harga saham pasar modal utama dunia turun drastis. Penurunan harga saham tersebut berawal di Hongkong Jepang, Eropa dan terakhir di Amerika.

Di tengah kemerosotan, skandal dan resiko yang menimpa pasar modal konvensional tersebut, sekarang dunia pasar modal mulai melirik Islam sebagai alternatif. Dengan didahului pendirian bank syariah dan lembaga asuransi syariah di negeri-negeri Islam termasuk di Barat sendiri, upaya untuk menerapkan dan mensosialisasikan pasar modal syariah semakin gencar.

Sebagaimana yang ditulis Muttaqin (2003), Pemerintah yang diwakili Menteri Keuangan Boediono, Bapepam dan MUI tanggal 14 Maret 2003 secara resmi meluncurkan pasar modal syariah. Sebelumnya tahun 2000 PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) bekerjasama dengan PT Danareksa Investment Management (DIM) meluncurkan *Jakarta Islamic Index*, sementara itu Reksa Dana Syariah pertama sudah ada tahun 1997, dan diterbitkan Obligasi Syariah Mudharabah Indosat pada tahun 2002. Di pusat keuangan Kapitalis dunia Wall Street, Dow Jones Februari 1999 meluncurkan *Dow Jones Islamic Market Indexes* (DJIMI).

Ada dua hal utama dalam pasar modal syariah yaitu indeks Islam dan pasar modal syariah itu sendiri. Indeks Islam

menunjukkan pergerakan harga-harga saham dari emiten yang dikategorikan sesuai syariah, sedangkan pasar modal syariah merupakan institusi pasar modal sebagaimana lazimnya yang diterapkan berdasarkan “prinsip-prinsip syariah.”

1). Indeks saham Islam

Indeks Islam tidak hanya dikeluarkan oleh pasar modal syariah saja tetapi juga oleh pasar modal konvensional. Bahkan sebelum berdirinya institusi pasar modal syariah di suatu negeri, bursa efek setempat yang tentu saja berbasis konvensional terlebih dahulu mengeluarkan indeks Islam. Misalnya sebelum pasar modal syariah diresmikan di Bursa Efek Jakarta, PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) bekerja sama dengan PT Danareksa Investment Management (DIM) meluncurkan *Jakarta Islamic Index (JII)*.

Adapun tujuan diadakannya indeks Islam sebagaimana *Jakarta Islamic Index* yang melibatkan 30 saham terpilih, yaitu sebagai tolak ukur (*benchmark*) untuk mengukur kinerja investasi pada saham yang berbasis syariah dan meningkatkan kepercayaan para investor untuk mengembangkan investasi dalam ekuiti secara syariah, atau untuk memberikan kesempatan kepada investor yang ingin melakukan investasi sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Perbedaan mendasar antara indeks konvensional dengan indeks Islam adalah indeks konvensional memasukkan seluruh

saham yang tercatat di bursa dengan mengabaikan aspek halal haram, meskipun saham emiten yang terdaftar (*listing*) sudah sesuai aturan yang berlaku (legal). Akibatnya bukan persoalan jika ada emiten yang menjual sahamnya di bursa bergerak di sektor usaha yang bertentangan dengan Islam atau yang memiliki sifat merusak kehidupan masyarakat.

Secara lebih rinci Dow Jones dalam websitenya membuat kriteria saham yang tidak boleh dimasukkan ke dalam perhitungan Indeks Pasar Islam (*DJ Islamic Market Indexes*), yaitu perusahaan yang bergerak dalam produksi :

- a) Alkohol (minuman keras)
- b) Babi dan yang terkait dengannya
- c) Jasa keuangan konvensional/ Kapitalis, seperti bank dan asuransi
- d) Industri hiburan, seperti hotel, kasino dan perjudian, bioskop, media porno dan industri musik.
- e) Perusahaan yang terkait dengan tembakau dan rokok serta industri senjata pemusnah masal.

Sedangkan FTSE dalam papernya yang berjudul *Ground Rules for the Management of the FTSE Global Islamic Index Series* mengemukakan bahwa saham perusahaan yang dimasukkan ke dalam indeks Islam tidak boleh bergerak dalam bidang :

- a) Perbankan dan bisnis keuangan lainnya yang terkait dengan bunga (*interest*)
- b) Alkohol
- c) Rokok
- d) Judi
- e) Pabrik senjata
- f) Asuransi jiwa
- g) Peternakan babi, pengepakan dan pengolahan atau hal-hal lainnya yang terkait dengan babi.
- h) Sektor/ perusahaan yang signifikan dipengaruhi oleh hal-hal yang disebutkan di atas.
- i) Perusahaan yang memiliki beban utang ribawi dengan persentasinya terhadap aset perusahaan melebihi batas-batas yang diijinkan hukum Islam.

Dari uraian di atas dapat ditarik garis pemisah antara indeks Islam dan indeks konvensional. Pertama, jika indeks Islam dikeluarkan oleh suatu institusi yang bernaung dalam pasar modal konvensional, maka perhitungan indeks tersebut berdasarkan kepada saham-saham yang digolongkan memenuhi kriteria-kriteria syariah sedangkan indeks konvensional memasukkan semua saham yang terdaftar dalam bursa efek tersebut. Kedua, jika indeks Islam dikeluarkan oleh institusi pasar modal syariah, maka indeks tersebut

didasarkan pada seluruh saham yang terdaftar di dalam pasar modal syariah yang sebelumnya sudah diseleksi oleh pengelola.

2). Instrumen

Instrumen pasar modal konvensional yang diperdagangkan adalah surat-surat berharga (*securities*) seperti saham, obligasi, dan instrumen turunannya (*derivatif*) opsi, *right*, waran, dan Reksa Dana. Dalam pasar modal syariah, instrumen yang diperdagangkan adalah sama di pasar modal konvensional. Sedangkan opsi, waran dan *right* tidak termasuk instrumen yang dibolehkan.

3). Mekanisme transaksi

Menurut Alhabshi idealnya pasar modal syariah tidak mengandung transaksi ribawi, transaksi yang meragukan (*gharar*), dan saham perusahaan yang bergerak pada bidang yang diharamkan. Pasar modal syariah harus bebas dari transaksi yang tidak beretika dan amoral, seperti manipulasi pasar, transaksi yang memanfaatkan orang dalam (*insider trading*), menjual saham yang belum dimiliki dan membelinya belakangan (*short selling*).

Sementara Obaidullah dalam mengemukakan etika di pasar modal syariah, yaitu setiap orang bebas melakukan akad (*freedom contract*) selama masih sesuai syariah, bersih dari unsur riba (*freedom from al-riba*), *gharar* (*excessive uncertainty*), al-qimar/judi (*gambling*), al-maysir (*unearned income*), manipulasi dan kontrol harga (*price*

control and manipulation), darar (*detriment*) dan tidak merugikan kepentingan publik (*unrestricted public interest*), juga harga terbentuk secara fair (*entitlement to transact at fair price*) dan terdapat informasi yang akurat, cukup dan apa adanya (*entitlement to equal, adequate, and accurate information*).

Pada intinya menurut Muttaqin (2003), pasar modal syariah harus menghindari setiap transaksi yang berlandaskan spekulasi. Perbedaan dengan pasar modal konvensional yang meletakkan spekulasi saham sebagai cara untuk mendapatkan keuntungan. Meskipun dalam kasus-kasus tertentu seperti insider trading dan manipulasi pasar dan membuat laporan keuangan palsu dilarang dalam pasar modal konvensional.

Irfan Syauqi menjelaskan spekulasi ini, pertama, spekulasi hakikatnya bukan kegiatan investasi, kedua, spekulasi menyebabkan peningkatan pendapatan bagi masyarakat tanpa memberikan kontribusi apapun baik yang bersifat positif maupun produktif, ketiga, spekulasi merupakan sumber penyebab krisis keuangan, dan keempat, spekulasi datang dari mental "ingin cepat kaya".

Sementara itu, Muttaqin (2003) menambahkan transaksi pembelian dan penjualan produk pasar modal syariah tidak boleh dilakukan secara langsung. Dalam pasar modal konvensional investor dapat membeli atau menjual saham secara langsung dengan

menggunakan jasa broker atau pialang. Keadaan ini memungkinkan bagi para spekulasi untuk mempermainkan harga. Akibatnya perubahan harga saham ditentukan oleh kekuatan pasar bukan karena nilai intrinsik saham itu sendiri. Untuk itu dalam proses perdagangan saham, emiten memberikan otoritas kepada agen di lantai bursa, dan pialang tersebut bertugas untuk mempertemukan emiten dengan calon investor tetapi bukan untuk menjual dan membeli saham secara langsung. Kemudian saham tersebut dijual/dibeli karena sahamnya memang tersedia dan berdasarkan prinsip *first come - first served*.

Perkembangan harga saham dalam pasar modal konvensional sudah lepas dari nilai instrinsiknya yang dipicu oleh transaksi spekulatif, juga muncul dari keinginan para pelaku pada umumnya agar harga saham terus meningkat. Kondisi seperti ini merupakan sasaran bagi para spekulasi yang sangat jeli dalam menganalisis perkembangan pasar.

6. Fungsi Pasar Modal

Pasar modal pada dasarnya bertujuan untuk menjembatani aliran dana dari pihak yang memiliki dana (investor), dengan pihak perusahaan yang memerlukan dana (untuk ekspansi usaha atau memperbaiki struktur modal perusahaan). Menurut Tandelilin (2001:

26) untuk mewujudkan tujuan tersebut ada tiga aspek mendasar yang ingin dicapai pasar modal Indonesia adalah:

- a. Mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham-saham perusahaan swasta menuju pemerataan pendapatan masyarakat.
- b. Pemerataan pendapatan masyarakat melalui pemilikan saham.
- c. Lebih menggairahkan partisipasi masyarakat dalam pengerahan dan penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif dalam pembiayaan pembangunan nasional.

Sedangkan menurut Husnan (2000: 4-5) memberikan fungsi pasar modal sebagai berikut, yaitu:

- a. Bagi pemerintah; pasar modal adalah merupakan suatu wahana untuk memobilisasi dana masyarakat, baik dari dalam maupun luar negeri.
- b. Bagi dunia usaha; pasar modal menjadi alternatif penghimpunan dana selain sistem perbankan. Pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan sekuritas yang berupa surat tanda hutang (obligasi) atau surat tanda kepemilikan (saham). Dengan demikian perusahaan perusahaan bisa menghindari diri dari kondisi *debt to equity ratio* yang terlalu tinggi dalam pembiayaan kegiatannya.
- c. Bagi investor; pasar modal memungkinkan para pemodal mempunyai berbagai pilihan investasi yang sesuai dengan

preferensi resiko mereka. Dengan adanya pasar modal, para pemodal dimungkinkan untuk melakukan diversifikasi investasi, membentuk portofolio (gabungan dari berbagai investasi) sesuai dengan resiko yang tersedia dan mereka tanggung dan tingkat keuntungan yang mereka harapkan.

Dengan demikian pasar modal pada dasarnya bertujuan/ berfungsi untuk menjembatani aliran dana dari pihak yang memiliki dana (Investor), dengan pihak perusahaan yang memerlukan dana (untuk ekspansi usaha ataupun untuk memperbaiki struktur modal perusahaan). Pasar modal diharapkan juga mampu memberikan alternatif sumber dana eksternal yang berasal dari masyarakat (Investor) bagi perusahaan, sehingga nantinya kredit sektor perbankan dapat dialihkan untuk pembiayaan usaha industri kecil dan menengah.

Hal ini menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Di samping itu, pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan return yang paling optimal.

7. Efisiensi Pasar Modal

Husnan (2000: 264) menjelaskan pasar modal yang efisien adalah pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut.

Menurut Tandelilin (2001: 112-113) "Pasar modal yang efisien adalah pasar di mana harga semua informasi yang tersedia". Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi semua informasi yang tersedia baik informasi di masa lalu (laba perusahaan tahun lalu), informasi saat ini (rencana kenaikan deviden tahun ini), serta informasi yang bersifat sebagai pendapat/ opini rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga (jika banyak investor di pasar berpendapat bahwa harga saham akan naik, maka informasi tersebut nantinya akan tercermin pada perubahan harga saham yang cenderung naik, demikian juga sebaliknya).

Sehingga menurutnya, ada beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar efisien, yaitu:

- a. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit. Investor-investor tersebut secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai dan melakukan perdagangan saham. Di samping itu mereka juga

merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mampu mempengaruhi harga dari sekuritas.

- b. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang mudah dan murah.
- c. Informasi yang terjadi bersifat random.
- d. Investor bereaksi secara cepat terhadap perubahan informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

Menurut Husnan (2001: 269-270) efisiensi pasar dapat dibagi menjadi 3 bentuk atau tingkatan, yaitu:

- a. Efisiensi Bentuk Lemah (*Weak Form Efficiency*)

Keadaan dimana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu yang lalu. Dalam keadaan seperti ini pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi harga di waktu yang lalu.

- b. Efisiensi Bentuk Setengah Kuat (*Semi Strong Form Efficiency*)

Keadaan dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Dengan kata lain, para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan *public information*.

c. Efisiensi Bentuk Kuat (*Strong Form Efficiency*)

Keadaan dimana harga-harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang biasa diperoleh dari analisa fundamental tentang perusahaan dan perekonomian. Dalam keadaan semacam ini pasar modal akan seperti rumah lelang yang ideal; harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham.

8. Teori Portofolio

a. Investasi yang Beresiko

Dalam dunia yang sebenarnya, hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau resiko. Pemodal tidak tahu dengan pasti hasil yang akan diperoleh dari investasi yang dilakukannya. Yang bisa ia lakukan adalah memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya, dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang diharapkan. Salah satu karakteristik investasi pada sekuritas adalah kemudahan untuk membentuk portofolio investasi. Artinya, pemodal dapat dengan mudah melakukan diversifikasi investasinya pada berbagai kesempatan investasi. Karena itulah, perlu dipahami proses investasi, dimulai

dari perumusan kebijakan investasinya sampai dengan evaluasi kinerja investasi tersebut.

Proses investasi menunjukkan bagaimana pemodal seharusnya melakukan investasi dalam sekuritas; yaitu sekuritas apa yang akan dipilih, seberapa banyak investasi tersebut dan kapan investasi tersebut akan dilakukannya. Menurut Husnan (2001: 48-49) untuk mengambil keputusan tersebut dibutuhkan langkah-langkah sebagai berikut:

1). Menentukan Kebijakan Investasi

Disini pemodal perlu menentukan apa tujuan investasinya dan berapa banyak investasi tersebut akan dilakukan. Pemodal yang bersedia menanggung resiko lebih besar, akan mengalokasikan dananya pada sebagian besar sekuritas yang lebih beresiko. Jumlah dana yang akan diinvestasikan pun mempengaruhi keuntungan yang diharapkan dan resiko yang ditanggung.

2). Analisis Sekuritas

Tahap ini berarti melakukan analisis terhadap sekuritas, yakni analisis teknikal dan analisis fundamental. Analisis teknikal menggunakan data harga dimasa lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga sekuritas di masa yang akan datang. Sedangkan analisis fundamental berupaya mengidentifikasi

prospek perusahaan untuk bisa memperkirakan harga saham di masa yang akan datang.

3). Pembentukan Portofolio

Portofolio berarti sekumpulan investasi. Tahap ini menyangkut identifikasi sekuritas-sekuritas mana yang akan dipilih dan berapa proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas tersebut.

4). Melakukan Revisi Portofolio

Tahap ini merupakan pengulangan terhadap tiga tahap sebelumnya, dengan maksud kalau perlu melakukan perubahan terhadap portofolio yang telah dimiliki. Kalau portofolio yang sekarang tidak lagi optimal, maka dapat dilakukan perubahan.

5). Evaluasi Kinerja Portofolio

Dalam tahap ini pemodal melakukan penilaian terhadap kinerja (*performance*) portofolio, baik dalam aspek tingkat keuntungan yang diperoleh maupun resiko yang ditanggung.

b. Portofolio

Teori portofolio diperkenalkan dan dikembangkan pertama kali oleh Prof. Harry Markowitz pada tahun 1956. Teori ini menjelaskan cara pembentukan portofolio yang optimal dari beberapa pilihan portofolio yang efisien.

Menurut Sikki (2004: vol 1) teori portofolio ini didasarkan atas fenomena bahwa umumnya para investor dalam financial asset (saham, obligasi) menanamkan dananya bukan hanya pada satu jenis saham saja, akan tetapi pada beberapa jenis saham atau melakukan diversifikasi. Jadi "Portofolio mempunyai pengertian sekumpulan *financial asset* (surat berharga) atau sekumpulan kesempatan investasi".

Sedangkan Husnan (2001: 48) mengatakan "Portofolio merupakan sekumpulan investasi yang menyangkut identifikasi saham-saham mana yang akan dipilih dan menentukan proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing saham tersebut". Suatu portofolio dibentuk guna bermanfaat secara optimal situasi dan kondisi yang didasarkan pada pertimbangan resiko dan keuntungan.

Menurut Dowes dan Goodman dalam Warsono (2001: 108) "Portofolio adalah gabungan pemilikan lebih dari satu saham, obligasi, komoditas, investasi real estate, ekuivalen kas/ tunai, atau aktiva lain oleh seseorang atau investor kelembagaan".

Sehingga tujuan dari suatu portofolio adalah untuk mengurangi resiko dengan mengadakan diversifikasi. Filosofi portofolio yang digunakan adalah "*Wise Investors Do Not Put All Their Eggs Into Just One Basket*". Intinya, jika dana yang dimiliki oleh

investor semuanya ditanamkan pada satu jenis investasi, maka investasi tersebut jika mengalami kegagalan, kerugian yang akan ditanggung investor sangat besar. Tetapi jika dana tersebut ditanamkan pada berbagai macam investasi, jika salah satu investasi mengalami kegagalan, mungkin yang lain masih dapat menguntungkan, sehingga dengan penghasilan tersebut, dapat menutup kerugian yang diderita oleh investasi yang gagal tersebut.

Sedangkan menurut Fabozzy (1999: 63) dalam pembentukan portofolio, investor berusaha memaksimalkan pengembalian yang diharapkan dari investasi dan tingkat resiko tertentu yang diterima. Dengan kata lain, investor berusaha meminimalkan resiko yang dihadapi untuk sasaran tingkat pengembalian tertentu.

Pandangan Jones yang dikutip oleh Warsono (2001: 109) untuk membangun suatu portofolio aset keuangan, investor dapat mengikuti tahap-tahap tertentu, yaitu:

- 1) Mengidentifikasi kombinasi pengembalian risiko optimal yang tersedia dari sekumpulan asset berisiko yang dipertimbangkan dengan menggunakan analisis *Efficient Frontier* Markowitz. Yaitu pengembalian varian dan kovarian yang diharapkan untuk suatu kumpulan sekuritas.
- 2) Pertimbangan pengaruh aset bebas resiko pada *Efficient Frontier* Markowitz. Pengenalan kemungkinan meminjam dan

meminjamkan mengarah pada suatu portofolio optimal dari asset-aset berisiko dan mempunyai pengaruh signifikan pada cara berfikir investor tentang proses investasinya.

- 3) Memilih portofolio akhir, berisi asset bebas risiko dan portofolio optimal dari asset-aset berisiko, berdasarkan pada preferensi investor.

Setelah mengetahui cara pembentukan portofolio secara umum maka kita perlu tela`ah cara pemebentukan portofolio yang efisien. Portofolio yang efisien adalah portofolio yang bila dibandingkan portofolio lainnya, memenuhi salah satu kriteria berikut:

- 1) Dengan resiko yang sama, mampu memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi.
- 2) Mempunyai tingkat keuntungan yang sama, tetapi dengan resiko yang lebih rendah.

c. Return Portofolio

1). *Retrun* Realisasi Portofolio

Menurut Jogiyanto (2003: 148) "Return realisasi portofolio adalah rata-rata tertimbang dari return-return realisasi dari tiap-tiap sekuritas tunggal di dalam portofolio". Secara matematis dapat ditulis sebagai berikut:

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

dimana:

R_p : Return realisasi portofolio

W_i : Porsi dari sekuritas I terhadap seluruh sekuritas di portofolio

R_i : Return realisasi dari sekuritas i

N : Jumlah dari sekuritas tunggal

2). *Return* Ekspektasi Portofolio

Menurut Jogiyanto (2003: 148) "Return ekspektasi portofolio adalah rata-rata tertimbang dari return-return ekspektasi tiap-tiap sekuritas tunggal di dalam portofolio". Secara matematis dapat dinatakan sebagai berikut:

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

dimana:

$E(R_p)$: Return ekspektasi dari portofolio

W_i : Porsi sekuritas i terhadap seluruh sekuritas di Portofolio.

$E(R_i)$: Return ekpektasi dari sekurits ke-i

N : Jumlah dari sekuritas tunggal

d. Resiko Portofolio

Konsep dari resiko portofolio pertama kali diperkenalkan secara formal oleh Harry M. Markowitz di tahun 1950-an.

Kemudian dia memenangkan hadiah nobel di bidang ekonomi di tahun 1990 untuk hasil karyanya tersebut. Dia menunjukkan bahwa secara umum, resiko mungkin dapat dikurangi dengan menggabungkan beberapa sekuritas tunggal ke dalam portofolio. Resiko portofolio adalah varian return sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio tersebut.

Sedangkan kasimpulannya, resiko merupakan kerugian yang dihadapi. Sehubungan dengan investasi, para pemodal/investor menggunakan berbagai definisi untuk menjelaskan makna resiko. Prof. Harry Markowitz mengubah pandangan kaum investor mengenai resiko dengan jalan memperkenalkan konsep resiko secara kuantitatif. Beliau mendefinisikan resiko sebagai ukuran statistik yang disebut varians. Secara khusus, Markowitz menguatifisir resiko sebagai varians pengembalian aktiva yang diharapkan.

Bisnis adalah suatu pengambilan risiko yang terdapat dalam aktivitas ekonomi. Dimana risiko secara sederhana banyak kalangan mengakui disebabkan oleh ketidakpastian. Karena dalam aktivitas bisnis antara keuntungan yang mereka harapkan dan kerugian yang mereka harus tanggung belum ada kepastian. Maka kemudian resiko disamakan dengan ketidakpastian (*uncertainty*), dan ketidakpastian ini dianggap *gharar* dan dilarang.

Sebagian menganggap ketidakpastian sebagai perjudian, termasuk jenis lain memperoleh harta dengan cara spekulasi. Sehingga semacam ini sangat ditentang dan dilarang. Dimana perjudian dapat menimbulkan permusuhan dalam hubungan sosial. Secara jelas Allah SWT telah Berfirman dalam QS. al Maidah: 90-91 sebagai berikut:



Artinya: "Hai orang-orang yang beriman, Sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah, adalah termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan. Sesungguhnya syaitan itu bermaksud hendak menimbulkan permusuhan dan

kebencian di antara kamu lantaran (meminum) khamar dan berjudi itu, dan menghalangi kamu dari mengingat Allah dan sembahyang; Maka berhentilah kamu (dari mengerjakan pekerjaan itu)". (QS. Al Maidah: 90-91)

Hadist Nabi SAW memberi keterangan lebih lanjut:

نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ الْغَرَرِ (ابن ماجه: 3186)

Artinya: "Rasulullah saw melarang jual beli (yang mengandung penipuan) *gharar*" (HR Ibnu Majah: 3186).

Dalam dunia bisnis sesungguhnya tidak semua ketidakpastian tersebut tersebut merupakan bersifat keberuntungan, dalam mendapatkan hasil dimasa yang akan datang dapat kita harapkan dengan memprediksi beberapa faktor yang mempengaruhinya.

Menurut al Suwailem yang dikutip Achsien (2000: 50-51) untuk melakukan pembedaan pengertian tentang *gharar*, resiko, dan ketidakpastian. Untuk membedakan risiko terdapat dua tipe resiko. Pertama, resiko pasif, seperti *game of chance*, yang hanya mengandalkan keberuntungan. Kedua, resiko responsif yang memungkinkan adanya distribusi probabilitas hasil dengan hubungan kausalitas yang logis. Hal semacam ini dapat diasosiasikan sebagai *game of skill*.

Dari uraian di atas dapat disimpulkan, ketidakpastian secara intrinsik terkandung dalam setiap aktivitas ekonomi yang

dikategorikan *gharar* adalah muncul pada kasus resiko yang tidak diketahui faktor-faktor penyebab sebelumnya (*Unknowbles*). Sedangkan ketidakpastian yang kejadiannya tetap mengikuti suatu kausalitas atau sebab-akibat yang logis yang bisa mempengaruhi probabilitas disebut aktivitas jual beli berdasarkan *skill*.

Husnan (2001: 199-200) juga membedakan dua jenis resiko yang dikenal dalam pasar modal, yaitu:

1). Resiko Sistematis (*Systematis Risk*)

Merupakan resiko yang mempengaruhi semua (banyak) perusahaan yang dipengaruhi faktor-faktor seperti; tingkat bunga, pengumuman tentang angka pertumbuhan GNP.

2). Resiko Tidak Sistematis (*Unsystematis Risk*)

Merupakan resiko yang mempengaruhi satu (sekelompok kecil) perusahaan yang dipengaruhi faktor-faktor seperti; pengumuman tentang penjualan perusahaan yang meningkat lebih tinggi dari yang diharapkan, produk pesaing yang mengalami gangguan.

Pembagian resiko semacam itu dalam sebuah manajemen resiko menurut Ahmad (1996: 115-116) membawa implikasi pembedaan sifat-sifat resiko sendiri. Karena itu, ada yang *Undiversifiable risk* atau resiko yang dapat dihindarkan yang merupakan bagian total *risk* yang munculnya disebabkan oleh

perubahan yang terjadi secara sistematis, dimana perubahan tersebut mempunyai pengaruh yang sama terhadap semua surat berharga. Sehingga *Undiversifiable risk* disebut juga *systematic risk*.

Dan *Diversifiable risk* merupakan bagian dari total risk yang besarnya berbeda-beda antara surat berharga dengan surat berharga lainnya. Biasanya resiko ini muncul dari perubahan yang tidak sistematis (*Unsystematic Change*), karena itu resiko ini sering juga disebut *Unsystematic risk*. Perubahan tidak sistematis dimaksudkan adalah perubahan yang pengaruhnya tidak sama terhadap perubahan satu dengan yang lain.

1). Varians Sebagai Alat Ukur Resiko

Menurut Fabozzy (1999: 67) "Varians adalah ukuran penyimpangan penghasilan yang mungkin bagi tingkat pengembalian di sekitar pengembalian yang diharapkan".

Persamaan varians adalah:

$$Var(R_i) = p_1[r_1 - E(R_i)]^2 + p_2[r_2 - E(R_i)]^2 + \dots + p_n[r_n - E(R_i)]^2$$

$$Var(R_i) = \sum_{n=1}^N p_n[r_n - E(R_i)]^2$$

Namun jika probabilitasnya belum diketahui dan hanya diperoleh data selama periode pengamatan, rumusnya (Halim, 2001: 45-46):

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

Di mana

N : periode pengamatan

r : tingkat pengembalian yang mungkin bagi aktiva 1

r : tingkat pengembalian yang mungkin bagi aktiva

Pn : probabilitas tingkat pengembalian aktiva 1 dan 2

n : jumlah hasil yang mungkin bagi tingkat pengembalian

2). *Deviasi Standar*

Karena varians dinyatakan dalam unit kuadrat, maka varians diubah menjadi deviasi standar atau kuadrat dari varians (Fabozzy, 1999: 69):

$$SD(R_i) = \sqrt{Var(R_i)}$$

Deviasi standar dan varians memiliki konsep yang sama, yaitu semakin besar varian atau deviasi standar, semakin besar resiko investasi.

e. Diversifikasi Portofolio

Seringkali terdengar investasi membicarakan mengenai diversifikasi portofolio yang dimiliki investor. Karena prediksi Sikki (2004: vol 11) investor kebanyakan bersikap menolak resiko, maka mereka akan memilih diversifikasi apabila mereka

mengetahui bahwa dengan diversifikasi tersebut mereka bisa mengurangi resiko.

Menurut Fabozzy (1999: 73) "Diversifikasi portofolio diartikan sebagai pembentukan portofolio sedemikian rupa sehingga dapat mengurangi resiko portofolio tanpa mengorbankan pengembalian yang dihasilkan". Sedangkan menurut Jogiyanto (2003: 173-177) investor dapat melakukan diversifikasi dengan beberapa cara, yaitu:

1). Diversifikasi dengan Banyak Aktiva

Mengikuti hukum statistik bahwa semakin besar ukuran sampel, maka semakin dekat nilai rata-rata sampel dengan nilai ekspektasi dari populasi. Hukum ini disebut juga dengan Hukum Jumlah Besar (*Law of large Number*). Asumsi yang digunakan disini bahwa tingkat hasil (*rate of return*) untuk masing-masing sekuritas secara statistik adalah independen. Hal ini berarti bahwa *rate of return* sekuritas lainnya.

2). Diversifikasi Secara Random

Diversifikasi secara random merupakan pembentukan portofolio dengan memilih sekuritas-sekuritas secara acak tanpa memperhatikan karakteristik dari investasi yang relevan seperti misalnya *return* dari sekuritas itu sendiri. Diversifikasi dapat dicapai hanya dengan sekuritas yang tidak terlalu banyak, yaitu

kurang dari 15 sekuritas sudah dapat mencapai diversifikasi optimal.

3). Diversifikasi secara Markowitz

Diversifikasi secara Markowitz dapat didefinisikan sebagai diversifikasi dengan mengkombinasikan sekuritas-sekuritas yang memiliki korelasi bernilai rendah. Diversifikasi ini bisa mengurangi resiko sistematis. Suatu portofolio yang mempertimbangkan korelasi antara dua aktiva bernilai rendah dapat menghasilkan portofolio yang beresiko rendah.

Sementara itu, menurut Fabozzy (1999: 75-76) diversifikasi dibagi menjadi 2 macam, yakni:

1). Diversifikasi Naif

Strategi diversifikais naif dapat dicapai pada saat investor melakukan investasi pada sejumlah saham yang berbeda atau kelompok aktiva yang berbeda dan berharap bahwa varians dari pengembalian diharapkan atas portofolio dapat diperkecil. Sebagai contoh, aturan penginvestasian saham yang terkenal menyatakan bahwa portofolio seharusnya didiversifikasikan pada berbagai industri yang berbeda. Diversifikasi naif berhubungan erat dengan praktik yang oleh Francis dan Alexander disebut dengan "Penataan interior keuangan". Menurut pendekatan ini, konsultan investasi berusaha

merancang suatu portofolio yang sesuai dengan kepribadian investor.

2). Diversifikasi Markowitz

Diversifikasi secara Markowitz terutama berhubungan dengan tingkat kovarians antara pengembalian aktiva dalam portofolio. Diversifikasi Markowitz berusaha menggabungkan aktiva-aktiva dalam portofolio dengan pengembalian yang memiliki korelasi positif kurang dari sempurna dengan tujuan mengurangi pengembalian. Diversifikasi ini lebih efektif karena mempertahankan pengembalian yang ada, dan mengurangi resiko melalui analisis kovarians antara pengembalian aktiva.

f. Pemilihan Portofolio

Investor selalu ingin memaksimalkan return yang diharapkan dengan tingkat resiko tertentu yang bersedia ditanggungnya, atau mencari investasi yang menawarkan resiko terendah dengan tingkat return tertentu. Karakteristik investasi seperti ini disebut sebagai portofolio yang efisien. Jika terdapat beberapa macam portofolio yang efisien, maka investor akan memilih portofolio yang optimal.

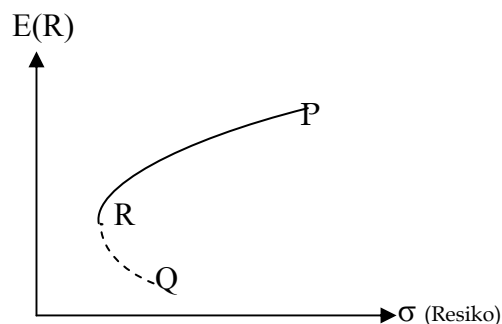
Jogiyanto (2000: 180) mengatakan portofolio yang efisien (*efficient portfolio*) adalah "portofolio yang memberikan *return* ekspektasi terbesar dengan resiko yang sudah tertentu atau

memberikan resiko yang terkecil dengan *return* ekspektasi yang sudah tertentu". Sedangkan menurut Fabozzy (1999: 80) portofolio efisien Markowitz adalah "Portofolio yang memberikan tingkat pengembalian tertinggi diantara portofolio yang ada. Dengan tingkat resiko yang sama".

Menurut Tandelilin (2001: 74) "Portofolio yang efisien adalah portofolio yang memberikan return yang diharapkan dengan tingkat resiko tertentu yang tersedia ditanggung atau portofolio yang menawarkan resiko rendah dengan tingkat return tertentu".

Suatu portofolio dikategorikan sebagai portofolio yang efisien (*Efficient Portfolio*) apabila portofolio tersebut terletak pada permukaan yang efisien (*Efficient Frontier*). *Efficient Frontier* adalah kurva yang menghubungkan *Efficient Portfolio* yang memiliki deviasi standar terendah dengan *Efficient Portfolio* yang memiliki *Expected Return* tertinggi.

Gambar 2.2
Grafik *Efficiency Frontier*



Sumber: Husnan. 2003: 81

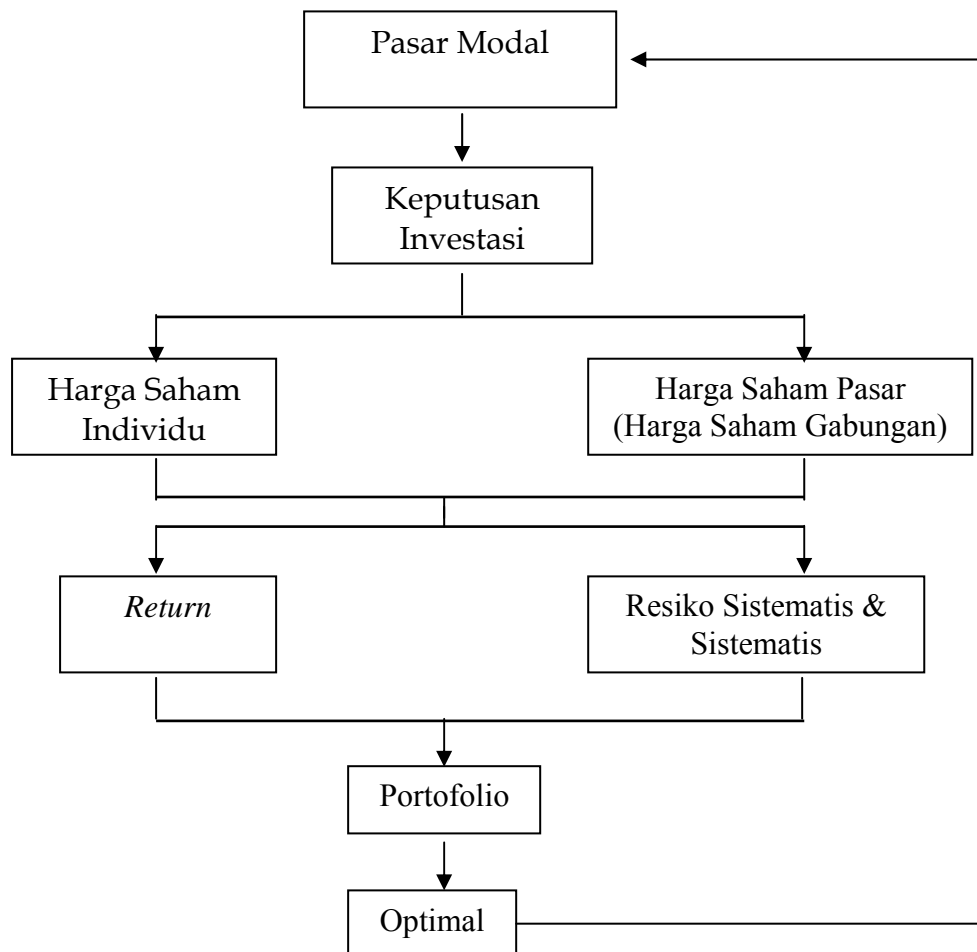
Husnan (2003: 80-81) mengatakan “Portofolio yang efisien adalah portofolio yang memberikan tingkat keuntungan yang sama, dengan resiko yang lebih rendah; atau dengan resiko yang sama, memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi”. Sehingga portofolio Q dan R adalah portofolio yang tidak efisien. Hal ini karena portofolio P mampu memberikan tingkat keuntungan yang sama, tetapi dengan resiko yang lebih rendah (jika dibandingkan dengan portofolio Q). Di pihak lain, portofolio P juga menjanjikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi, tetapi dengan resiko yang sama (jika dibandingkan dengan portofolio R). Dalam hal ini portofolio P dikatakan mendominasi portofolio Q dan R.

Investor dapat memilih kombinasi dari aktiva-aktiva untuk membentuk portofolionya. Seluruhnya set yang memberikan kemungkinan portofolio yang dapat dibentuk dari kombinasi aktiva yang tersedia disebut dengan *opportunity set* atau *attainable set*. Semua titik *attainable set* menyediakan semua kemungkinan portofolio baik yang efisien maupun tidak efisien yang dapat dipilih oleh investor. Kumpulan (*set*) dari portofolio yang efisien disebut dengan *Efficient set* atau *Efficient Frontier*.

10. Kerangka Fikir

Untuk lebih memudahkan dalam memahami penelitian ini maka dalam penelitian memakai kerangka berfikir seperti pada gambar 2.3 berikut ini:

Gambar 2.3
Kerangka Fikir dalam Penelitian.



Dari gambar 2.3 di atas, dapat diketahui kerangka berfikir penelitian ini yang didasarkan pada proses investasi agar dapat menentukan investasi yang optimal. Proses investasi meliputi pemahaman dasar-dasar serta mengorganisir aktivitas-aktivitas keputusan investasinya. Hal mendasar dalam keputusan investasi adalah pemahaman hubungan antara return yang diharapkan dengan resiko investasi.

Hubungan return yang diharapkan dan resiko merupakan hubungan yang searah atau *linier*. Artinya semakin besar return yang diharapkan, semakin besar pula resiko yang dihadapi oleh investor. Mereka dapat mendiversifikasi (*portfolio*) dananya pada berbagai aset. Mereka memilih atas aset-aset tersebut tergantung dari sejauhmana preferensi terhadap resiko. Mereka semakin enggan terhadap resiko, maka pilihan investasinya akan cenderung lebih banyak pada aset-aset yang bebas resiko.

Investor selalu ingin memaksimalkan return yang diharapkan dengan tingkat resiko tertentu yang bersedia ditanggungnya, atau mencari investasi yang menawarkan resiko terendah dengan tingkat return tertentu. Sehingga tercapai tujuan untuk mengoptimalkan investasi dananya.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. JENIS PENELITIAN

Penelitian ini merupakan studi diskriptif (*Descriptive Study*), yaitu penelitian terhadap fenomena atau populasi tertentu yang diperoleh peneliti dari subyek berupa: individu, organisasi, industri atau perspektif yang lain. Penelitian ini juga berusaha untuk mendeskripsikan secara sistematis suatu keadaan secara faktual dan aktual. Tujuan studi ini menjelaskan aspek-aspek yang relevan dengan fenomena yang diamati. Studi ini membantu peneliti untuk menjelaskan karakteristik subjek yang diteliti, mengkaji berbagai aspek dalam fenomena tertentu dan menawarkan ide masalah untuk pengujian dan penelitian selanjutnya. (Indiartoro dan Supomo, 1999: 88).

Studi ini dilakukan untuk memberikan gambaran tentang bagaimana menganalisis terhadap perusahaan anggota JII (*Jakarta Islamic Indeks*), hal ini agar para investor dapat memprediksi saham-saham yang akan diambil.

Studi ini juga diharapkan agar dijadikan masukan dan bahan pertimbangan bagi investor serta dapat memberikan gambaran tentang saham-saham yang termasuk dalam JII (*Jakarta Islamic Indeks*) yang aktif *listing* di BEJ.

B. JENIS DATA DAN SUMBER DATA

1. Jenis Data

Data yang diambil dalam penelitian ini adalah data dokumenter. Menurut Indriartoro dan Supomo (1999: 146) "Data dokumenter adalah jenis data penelitian yang antara lain berupa faktur, jurnal, surat-surat, notulen hasil rapat, memo atau dalam bentuk laporan program". Data dokumenter menurut apa dan kapan suatu kejadian atau transaksi, serta siapa yang terlibat dalam suatu kejadian.

2. Sumber Data

Sumber data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, menurut Indriartoro dan Supomo (1999: 147) "Data Sekunder merupakan data yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui perantara (diperoleh dan dicatat oleh pihak lain)".

Data sekunder umumnya berupa bukti, catatan atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumentasi) yang dipublikasikan dan yang tidak dipublikasikan. Data yang dikumpulkan, diolah dan disajikan oleh pihak lain dalam bentuk:

- a. Harga saham individu bulanan perusahaan yang masuk *listing* di BEJ dan secara periode pergantian secara berturut-turut termasuk dalam JII (*Jakarta Islamic Index*).
- b. Harga Indeks JII bulanan periode April 2006 – Maret 2007.
- c. Suku bunga SBI sebagai indikator *Risk Free*.

Berikut daftar Emiten aktif yang termasuk anggota *Jakarta Islamic Index* selama periode penelitian:

Tabel 3.1
Emiten anggota JII (*Jakarta Islamic Index*)
Periode April 2006 - Maret 2007

NO	Nama Emiten	NO	Nama Emiten
1	Adhi Karya (Persero)	13	International Nickel Ind
2	Aneka Tambang (Persero)	14	Kalbe Farma
3	Astra International	15	Kawasan Industri Jababeka
4	Berlian Laju Tanker	16	PP London Sumatra
5	Bakrie & Brothes	17	Medco Energi International
6	Bumi Resources	18	Persh. Gas Negara (persero)
7	Energi Mega Persada	19	Holcim Indonesia
8	Gajah Tunggal	20	Tambang Batubara Bukit Asam
9	Indah Kiat Pulp & Paper	21	Telekomunikasi Indonesia
10	Indocement Tunggal Prakrsa	22	Bakrie Sumatra Plantation
11	Indofood Sukses Makmur	23	Unilever Indonesia
12	Indosat	24	United Tractors

Sumber: *fact book* perpustakaan PIPM.

Data yang dibutuhkan di atas diperoleh dari *Fact Book* dan JSX statistik selama April 2006 sampai Maret 2007 yang tersedia di Perpustakaan Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Malang.

C. TEHNIK PENGUMPULAN DATA

Usaha mengumpulkan data penyusunan skripsi ini menggunakan tehnik dokumentasi. Menurut Arikunto (2002: 206) "Metode Dokumentasi yaitu mencari data mengenai hal-hal atau variabel yang berupa catatan, transkrip, buku, surat kabar, majalah, prasasti, notulen rapat, laporan, agenda dan sebagainya".

Metode dokumentasi yang dipakai yaitu dengan cara mengumpulkan data-data sekunder. Sedangkan obyek yang diteliti merupakan literatur-literatur Perpustakaan Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Malang.

D. TEHNIK ANALISIS DATA

Tehnik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini dengan analisis kuantitatif. Metode kuantitatif adalah suatu data yang merupakan uraian keterangan berupa laporan yang akan dikumpulkan untuk dianalisis, untuk mendapatkan suatu kesimpulan. Alat analisis yang digunakan adalah metode portofolio, yaitu:

1. Menghitung *Return* saham individu

Untuk mengukur *Return* saham individu dapat menggunakan formula sebagai berikut (Jogiyanto, 2003: 110):

$$R_{it} = \frac{P_{i_t} - P_{i_{(t-1)}}}{P_{i_{(t-1)}}}$$

Dimana:

R_{it} : Tingkat pengembalian saham individu

P_{i_t} : Harga saham pada periode t

$P_{i_{(t-1)}}$: Harga saham periode t-1

2. Menghitung Tingkat Pengembalian Pasar

Dalam mencari tingkat pengembalian pasar yang diharapkan dari suatu saham dapat dihitung dengan menggunakan dengan rumus sebagai berikut (Jogiyanto, 2003: 232):

$$R_{mt} = \frac{JII_t - JII_{t-1}}{JII_{t-1}}$$

R_{mt} : Tingkat pengembalian saham pasar

JII_t : Harga saham JII periode t

$JII_{(t-1)}$: Harga saham JII periode t-1

3. Menghitung Tingkat Bunga Bebas Resiko

Menentukan tingkat pengembalian bebas resiko (*Risk Free*) dapat menggunakan rata-rata suku bunga dari tingkat bunga bulanan pada

periode penelitian. Adapun rumus yang digunakan dalam menghitung tingkat bunga bebas resiko adalah:

$$R_f = \frac{SBI \text{ April } 2006 - \text{Maret } 2007}{12}$$

4. Menghitung *Expected Return* saham individu

Expected Return dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Suad Husnan, 2001: 51):

$$E(R_i) = \frac{\sum R_{it}}{N}$$

Dimana:

$\sum(R_i)$: *Expected Return* dari investasi saham i

N : Jumlah periode

5. Menentukan *Beta* saham individu dengan *Times Series Regression*

Untuk menentukan *Beta* saham individu dapat dihitung dengan menggunakan *Times Series Regression* (Jogiyanto, 2003: 51):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

R_{it} : Tingkat pengembalian saham individu

e_{it} : Elemen acak dari tingkat keuntungan pasar yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar.

α_i :Konstanta tingkat pengembalian yang tidak dipengaruhi oleh tingkat pengembalian pasar

β_i :Koefisien *Beta* yang menunjukkan kepekaan saham individu terhadap perubahan pasar

R_{mt} :Tingkat pengembalian saham pasar

Menentukan *Beta* saham dengan *Times Series Regression* yang diregresikan adalah bertujuan untuk mengetahui saham-saham yang mempunyai $E(R_i) > R_f$, sedangkan untuk saham yang tidak memenuhi kriteria tidak diregresikan dan tidak diikutsertakan dalam analisis berikutnya.

6. Penentuan portofolio optimal berdasarkan *Single-Indeks Models*

a). Menghitung *Excess Return to Beta*

Excess Return to Beta ini menunjukkan hubungan antara dua faktor penentu investasi, yaitu *Return* dan resiko (Jogiyanto, 2003: 253):

$$ERB = \frac{E(R_i) - R_f}{\beta_i}$$

ERB : *Excess Return to Beta*

$E(R_i)$: Tingkat pengembalian yang diharapkan

R_f : Tingkat pengembalian investasi bebas resiko

β_i : Resiko sistematis saham

b). Menghitung nilai *Cut Off Point* atau Titik Pembatas

Perhitungan *Cut Off Point* ini bertujuan untuk menyeleksi kembali saham-saham yang akan yang memiliki kualifikasi dalam perhitungan ERB dengan membandingkan nilai *Cut Off Point* terhadap saham yang dinilai memiliki nilai ERB positif. Jika nilai ERB lebih besar atau sama dengan nilai *Cut Off Point*, untuk saham tersebut dimasukkan dalam portofolio, dimana C_i yang dijadikan *Cut Off Point* adalah C_i terbesar (C^*) (Jogiyanto, 2003: 255):

$$C_i = \frac{\sigma_m^2 \sum_{i=1}^n \frac{[E(R_i) - R_f] \beta_i}{\sigma_{ei}^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{i=1}^n \frac{\sigma_i^2}{\sigma_{ei}^2}}$$

C_i : *Cut Off Point*

R_f : Tingkat pengembalian investasi terhadap aset tak beresiko

$E(R_i)$: Tingkat pengembalian yang diharapkan dari saham i

σ_m^2 : Varians pada Indeks pasar

σ_{ei}^2 : Varians dari saham yang tidak dipengaruhi pergerakan indeks pasar, merupakan resiko yang tidak sistematis. C^* merupakan C_i terbesar, ketentuan:

$$C^* = \left[\frac{E(R_i) - R_f}{\beta_i} \right] > C_i.$$

Untuk mempermudah perhitungan, terlebih dahulu masing-masing akan dihitung nilai A_i dan B_i untuk masing-masing sekuritas. Rumus yang digunakan adalah (Jogiyanto, 2003: 254):

$$A_i = \frac{\left[\frac{E(R_i) - R_f}{\beta_i} \right]}{\sigma_{ei}^2}$$

$$B_i = \frac{\beta_i^2}{\sigma_{ei}^2}$$

7. Menghitung komposisi masing-masing saham yang masuk dalam portofolio. Dilakukan dengan rumus (Jogiyanto, 2003: 258):

$$W_i = \frac{X_i}{\sum_{i=1}^x X_i}$$

Dengan nilai X_i adalah sebesar:

$$X_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2} (ERB_i - C^*)$$

Keterangan:

W_i : Proporsi sekuritas ke- i

K : Jumlah sekuritas di portofolio optimal

β_i : *Beta* sekuritas ke- i

σ_{ei}^2 : Varians dari kesalahan residu sekuritas ke- i

ERB_i : *Excess return to Beta* sekuritas ke- i

C^* : Nilai *Cut Off Point* yang merupakan C_i terbesar.

8. *Expected Return* dari Portofolio

Untuk menghitung *Expected Return* dan resiko portofolio dapat digunakan Rumus sebagai berikut (Halim, 2005, 83):

$$E(R_p) = \alpha_p + \beta_p (R_m)$$

Dimana:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n X_i (\beta_i)$$

$$\alpha_p = \sum_{i=1}^n X_i (\alpha_i)$$

Sedangkan untuk menentukan resiko portofolio dapat dihitung dengan menggunakan Rumus sebagai berikut ini (Halim, 2005: 83):

$$\sigma_p^2 = \beta_i^2 (\sigma_m^2) + X_i^2 (\sigma_{ei}^2)$$

σ_p^2 : Varians portofolio

σ_m^2 : Resiko Pasar

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

BAB IV

PEMBAHASAN

A. DESKRIPSI DATA

Di dalam sebuah efek terdapat beberapa pengelompokan pasar dari saham yang ditransaksikannya. Pengelompokan pasar tersebut, Bursa Efek Jakarta (BEJ) mempunyai beberapa Indeks, yaitu: Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Indeks Harga Saham Individu (ISHI), Index Liquiditas LQ-45 (Index LQ-45), *Jakarta Islamic Index* (JII), dan Indeks

Harga Saham Sektoral (IHSS). (Wahyudi, www.suaramerdeka.com, 17/01/06).

Sementara itu, *Jakarta Islamic Index* (JII) merupakan satu-satunya indeks di BEJ yang memiliki saham-saham yang sesuai ketentuan syariah. JII diluncurkan pada tanggal 3 Juli 2000 dan menggunakan tahun 1 Januari 1995 sebagai *base date* dengan nilai 100. Perusahaan yang terdaftar di JII minimal telah memenuhi penyaringan syariah dan kriteria untuk Indeks. Penyaringan secara syariah difatwakan oleh Dewan Syariah Nasional No. 20 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah. Kriteria untuk Indeks adalah Kapitalisasi Pasar (*Market Capitalization*) saham JII menggunakan kapitalisasi pasar harian rata-rata selama satu tahun.

Dari kedua penilaian tersebut, untuk perusahaan emiten dapat digolongkan dalam daftar JII melalui prosedur teknis, yaitu saham dari emiten yang tidak bertentangan dengan syariah dan telah *listing* minimum 3 bulan, kecuali saham-saham tersebut termasuk 10 besar kapitalisasi pasar. Saham dipilih dengan kapitalisasi pasar tertinggi sejumlah 60 saham. Saham dipilih dengan nilai transaksi rata-rata tertinggi harian sejumlah 30 saham. Evaluasi terhadap komponen indeks dilakukan 6 bulan sekali (Widodari, www.republika.co.id, 16/04/2007).

Data penelitian ini adalah data-data mengenai harga saham yang diperoleh dari IMQ *indostock*, data indeks JII yang diambil dari *daily stock price* indeks JII pada JSX statistic, dan Suku Bunga Bank Indonesia (SBI) yang diambil dari situs www.bi.go.id dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Periode data yang digunakan adalah data bulanan selama dua periode JII (satu tahun), yaitu mulai April 2006 – Maret 2007. Data dari saham-saham JII terdapat 24 saham yang terpilih menjadi sampel sebagaimana terdapat di lampiran 1.

Adapun variabel yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Harga bulanan saham perusahaan JII

Data dari harga saham yang digunakan adalah harga saham bulanan. Data ini diperoleh dari IMQ *indostock* pada BEJ.

2. Indeks Harga saham JII

Indeks harga saham JII menggunakan saham yang terpilih berdasarkan likuiditas perdagangan saham sebagai cerminan perusahaan yang sesuai syariah.

3. Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia (SBI)

Tingkat Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia digunakan untuk mengukur tingkat *risk free*, yaitu pengembalian yang akan diperoleh apabila menanamkan dana pada investasi bebas resiko.

B. ANALISIS DATA

1. Menghitung *return* saham individu

Pengembalian (*rate of return*) diperoleh dari perbandingan antara selisih kekayaan di akhir periode dengan kekayaan di awal periode. Apabila harga investasi akhir periode lebih tinggi dari harga investasi awal periode ini berarti investor mengalami keuntungan modal (*capital gain*), dan jika sebaliknya terjadi kerugian (*capital loss*).

Dari hasil pengukuran tingkat pengembalian saham individu seperti di lampiran 2, didapatkan nilai tertinggi sebesar 0,4778 yang dimiliki saham Tambang Batubara Bukit Asam (PTBA) pada bulan April 2006, sedangkan nilai terendah sebesar -0,005 yang dimiliki oleh saham Astra International (ASII) pada bulan Juni 2006.

2. Menghitung tingkat pengembalian pasar

Tingkat pengembalian pasar merupakan *return* yang diperoleh seluruh investor diukur dari penentuan yang terjadi pada indeks harga saham periode tertentu, mengingat dari penelitian ini adalah JII, maka indeks harganya menggunakan indeks harga JII. Dari hasil analisis perhitungan tingkat pengembalian pasar selengkapnya tampak pada lampiran 2. Sedangkan untuk masing-masing bulan tampak pada tabel 4.1 berikut:

Tabel 4.1
Tingkat pengembalian Pasar (Rm)
Periode April 2006 - Maret 2007

Obs	Periode Pengamatan	Rm
1	April `06	0,113
2	Mei `06	-0,088
3	Juni `06	-0,017
4	Juli `06	0,026
5	Agustus `06	0,05
6	September `06	0,048
7	Oktober `06	0,021
8	Nopember `06	0,098
9	Desember `06	0,0535
10	Januari `07	-0,046
11	Februari `07	-0,01
12	Maret `07	0,072
Total		0,3205

Sumber: Diolah dari Lampiran 2.

Tingkat pengembalian pasar mengimplikasikan pergerakan saham bersama-sama. Berdasarkan hasil perhitungan didapatkan saham bergerak dengan nilai tertinggi sebesar 0,113 pada April 2006, dan bergerak dengan nilai terendah -0,01 terjadi pada Februari 2007.

3. Menghitung Tingkat Pengembalian Bebas Resiko

Tingkat pengembalian bebas resiko merupakan tingkat pengembalian yang dimiliki investor jika menginvestasikan dananya pada investasi bebas resiko diukur dengan tingkat bunga bebas resiko. Tingkat pengembalian diukur dengan tingkat dengan tingkat bunga bebas resiko, dengan didasarkan pada rata-rata harian suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Tingkat *risk free* digunakan sebagai

ukuran pengembalian minimum, sehingga return idealnya adalah $R_f = E(R_i)$.

Hasil perhitungan SBI pada lampiran diperoleh sebesar 0,0091, seperti yang terdapat dalam tabel 2 berikut:

Tabel 4.2
Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI)
Periode April 2006 - Maret 2007

Obs.	Tanggal dikeluarkan	SBI
1	04/05/2006	0,1273
2	04/26/2006	0,1274
3	05/10/2006	0,1250
4	07/12/2006	0,1225
5	08/09/2006	0,1175
6	09/06/2006	0,1125
7	10/11/2006	0,1075
8	11/08/2006	0,1025
9	12/13/2006	0,0975
10	01/10/2007	0,0950
11	02/07/2007	0,0925
12	03/07/2007	0,0900
	Rf (Risk free)	0,0091

Sumber: Data diolah dari Lampiran 1.

4. Menghitung *Expected Return* Saham Individu

Pengembalian diharapkan (*Expected Return*) berkaitan dengan perkiraan investor secara subjektif (didasarkan faktor-faktor yang mempengaruhi investasinya) tentang pengembalian yang akan diperoleh di masa akan datang. Dari analisis perhitungan didapat nilai seperti yang tercantum tabel 4.3:

Tabel 4.3
***Expected Return* Saham Individu**

Periode April 2006 - Maret 2007

No	Nama Perusahaan	E(Ri)	Keterangan
1	Adhi Karya (Persero)	-0,0013	Tidak Terpilih
2	Aneka Tambang (Persero)	0,0975	Terpilih
3	Astra International	0,0185	Terpilih
4	Berlian Laju Tanker	0,0270	Terpilih
5	Bakrie & Brothes	0,0129	Terpilih
6	Bumi Resources	0,0369	Terpilih
7	Energi Mega Persada	-0,0231	Tidak Terpilih
8	Gajah Tunggal	-0,0161	Tidak Terpilih
9	International Nickel Indonesia	0,1058	Terpilih
10	Indofood Sukses Makmur	0,0537	Terpilih
11	Indah Kiat Pulp & Paper	-0,0144	Tidak Terpilih
12	Indocement Tunggul Prakrsa	0,0153	Terpilih
13	Indosat	0,0208	Terpilih
14	Kawasan Industri Jababeka	0,0464	Terpilih
15	Kalbe Farma	-0,0054	Tidak Terpilih
16	PP London Sumatra	0,0448	Terpilih
17	Medco Energi International	-0,0091	Tidak Terpilih
18	Persh. Gas Negara (persero)	-0,0001	Tidak Terpilih
19	Tambang Batubara Bukit Asam	0,0535	Terpilih
20	Holcim Indonesia	0,0072	Tidak Terpilih
21	Telekomunikasi Indonesia	0,0326	Terpilih
22	Bakrie Sumatra Plantation	0,0506	Terpilih
23	United Tractors	0,0438	Terpilih
24	Unilever Indonesia	0,0289	Terpilih

Sumber: Data diolah dari lampiran 2.

Bila saham memiliki nilai $E(R_i)$ lebih besar dari R_f maka saham tersebut layak untuk dipilih, karena kemungkinan termasuk dalam kandidat portofolio. Dari tabel 4.3 di atas diperoleh keterangan bahwa dari 24 saham portofolio terdapat 16 saham yang layak untuk dipilih, sedangkan sisanya 8 saham tidak layak untuk dipilih karena memiliki nilai $E(R_i)$ yang lebih kecil *Risk Free* (0,0091).

5. Menentukan *Alpha* dan *Beta* dengan *Times Series Regression*.

Times Series Regression dimaksudkan untuk memperoleh nilai *Beta* yang mencerminkan sensitivitas saham terhadap harga pasar. Karena *beta* suatu sekuritas menunjukkan estimasi risiko sistematisnya yang tidak dapat dihilangkan karena diversifikasi. Koefisien *beta* diperoleh dengan meregresikan tingkat pengembalian saham individual (R_i) sebagai variabel dependen terhadap tingkat pengembalian pasar (R_m) sebagai variabel independen.

Times Series Regression dilakukan pada semua perusahaan selama periode April 2006 – Maret 2007. Hal ini diharapkan dapat diketahui nilai *Beta* masing-masing saham. Sehingga setelah mengetahui *Beta* masing-masing sekuritas, digunakan untuk pertimbangan mengetahui resiko sekuritas kedalam portofolio yang akan dibentuk. Dari hasil analisis regresi berdasarkan lampiran 3 nilai *Alpha* dan *Beta* tampak dalam tabel 4.4 berikut:

Tabel 4.4
***Alpha* dan *Beta* Masing-Masing Saham**
Periode April 2006 – Maret 2007

No	Kode	Nama Perusahaan	Alpha	Beta
1	ADHI	Adhi Karya (Persero)	-0,0381	1,37456
2	ANTM	Aneka Tambang (Persero)	0,0491	1,80498
3	ASII	Astra International	-0,0156	1,27344
4	BLTA	Berlian Laju Tanker	0,022	0,118496
5	BNBR	Bakrie & Brothes	0,0222	-0,3451
6	BUMI	Bumi Resources	0,0344	0,09335
7	ENRG	Energi Mega Persada	-0,0219	-0,0449
8	GJTL	Gajah Tunggal	-0,0398	0,88506

9	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper	0,083	0,84988
10	INTP	Indocement Tunggal Prakrsa	0,0291	0,92137
11	INDF	Indofood Sukses Makmur	-0,036	0,80537
12	ISAT	Indosat	-0,0124	1,0446
13	INCO	International Nickel Indonesia	-0,0121	1,23109
14	KLBF	Kalbe Farma	0,013	1,24774
15	KIJA	Kawasan Industri Jababeka	-0,0167	0,42038
16	LSIP	PP London Sumatra	0,0217	0,86291
17	MEDC	Medco Energi International	-0,0331	0,89418
18	PGAS	Persh. Gas Negara (Persero)	-0,0287	1,06613
19	SMCB	Holcim Indonesia	0,0273	0,9768
20	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam	-0,0138	0,78529
21	TLKM	Telekomunikasi Indonesia	0,0032	1,09681
22	UNSP	Bakrie Sumatra Plantation	0,0516	-0,0361
23	UNVR	Unilever Indonesia	0,0302	0,50871
24	UNTR	United Tractors	-0,0078	1,37174

Sumber: Data diolah dari Lampiran 3.

Nilai *Alpha* digunakan untuk mengukur tingkat keuntungan masing-masing saham yang tidak terkait dengan return pasar. Dari tabel di atas ada 11 saham perusahaan yang memiliki nilai *Alpha* negatif, hal ini disebabkan karena pada perhitungan sebelumnya ($E(R_i)$) sudah tidak masuk dalam kategori terpilih dan 13 saham perusahaan yang memiliki nilai positif.

Sedangkan untuk nilai *Beta* terdapat 3 saham perusahaan yang memiliki nilai *Beta* negatif, hal ini besar kemungkinan tidak masuk dalam kategori optimal, sementara 21 saham perusahaan yang mempunyai nilai *Beta* positif.

Saham dengan beta negatif tidak berarti saham tersebut tidak memiliki resiko, nilai negatif pada resiko disebabkan hubungan negatif antara tingkat pengembalian pasar dengan tingkat

pengembalian individual. Saham yang memiliki *beta* negatif berarti jika tidak terjadi peningkatan tingkat pengembalian pasar, justru akan terjadi penurunan pengembalian saham pasar rendah, saham tersebut menghasilkan tingkat pengembalian saham individual lebih tinggi.

6. Menentukan portofolio optimal berdasarkan Model Indeks Tunggal.

a. *Excess Return to Beta* (ERB).

Excess Return to Beta (ERB) merupakan selisih antara tingkat pengembalian saham dengan tingkat pengembalian aset bebas resiko. Dengan kata lain, ERB menunjukkan kelebihan return relatif terhadap suatu resiko yang tidak didiversifikasikan, yang diukur dengan beta. ERB juga menunjukkan hubungan antara dua faktor penentu investasi, yaitu tingkat pengembalian dan resiko. Semakin tinggi nilai ERB semakin tinggi pula kemampuan saham dalam memberikan tingkat pengembalian. ERB mempertimbangkan rasio antara tingkat pengembalian dengan resiko yang dihadapi. Seorang investor tentu akan mempertimbangkan kedua faktor tersebut. Investor mengharapkan tingkat resiko yang lebih tinggi diimbangi tingkat pengembalian yang memuaskan. Pada tabel 4.5 berikut disajikan nilai ERB selama periode penelitian dan digunakan sebagai dasar seleksi saham:

Tabel 4.5
Excess Return to Beta (ERB)
Periode April 2006 - Maret 2007

No	KODE	ERBi
1	BUMI	0,29681
2	BLTA	0,09646
3	INCO	0,11373
4	UNTR	0,06814
5	INDF	0,04839
6	PTBA	0,04542
7	ANTM	0,04894
8	LSIP	0,04129
9	KIJA	0,02987
10	TLKM	0,02138
11	UNVR	0,01444
12	ISAT	0,00950
13	INTP	0,00597
14	ASII	0,00735
15	BNBR	-0,01092
16	UNSP	-1,15104

Sumber: data diolah dari Lampiran 5.

Dari perhitungan ERB saham-saham JII selama periode penelitian ini terdapat 14 saham yang mempunyai nilai ERB positif, nilai positif inilah yang menjadi pertimbangan seleksi awal dalam penelitian saham pembentuk portofolio. Nilai positif menunjukkan tingginya tingkat pengembalian dibandingkan dengan investasi bebas resiko. Selain itu, menunjukkan akan perolehan hasil lebih jika investasi dilakukan pada saham tersebut.

Sebaliknya saham yang memiliki nilai negatif (ada 2 saham) dari hasil selisih tingkat pengembalian saham dengan tingkat

pengembalian bebas resiko, menunjukkan rendahnya kemampuan pengembalian saham. Untuk itu dalam saham yang memiliki ERB yang negatif diabaikan karena tidak layak sebagai pembentuk portofolio.

b. Menghitung nilai *Cut Off Point* atau titik pembatas.

Portofolio optimal terdiri dari dari saham-saham yang mempunyai nilai resiko ERB yang tinggi. Saham dengan rasio yang rendah tidak akan dimasukkan dalam portofolio optimal. Dengan demikian diperlukan titik pembatas (*Cut Off Point*) yang menentukan batas nilai ERB, maka saham yang memiliki nilai ERB positif akan menjadi kandidat pembentuk portofolio, setelah itu dilakukan penyelesaian kembali, dengan dibandingkan nilai *Cut Off Point*. Saham yang memiliki ERB lebih besar dari *Cut Off Point* adalah saham yang masuk dalam portofolio, dimana C_i yang dijadikan *Cut Off Point* adalah C_i yang terbesar (C^*). Dan hasil perhitungan akan diperoleh nilai C_i pada periode penelitian yang terdapat di lihat dalam tabel (lampiran 5) perhitungan C_i :

Tabel 4.6
Perhitungan C_i
Periode April 2006 - Maret 2007

No	Kode	C_i	Keterangan
----	------	-------	------------

1	BUMI	0,00106	Optimal
2	INCO	0,02297	Optimal
3	BLTA	0,02392	Optimal
4	UNTR	0,03309	Optimal
5	ANTM	0,03888	Optimal
6	INDF	0,03953	Optimal
7	PTBA	0,03989	Optimal
8	LSIP	0,03996	Optimal
9	KIJA	0,03871	Tidak Optimal
10	TLKM	0,03096	Tidak Optimal
11	UNVR	0,02674	Tidak Optimal
12	ISAT	0,02477	Tidak Optimal
13	ASII	0,0231	Tidak Optimal
14	INTP	0,02227	Tidak Optimal
15	BNBR	0,0203	Tidak Optimal
16	UNSP	0,02026	Tidak Optimal

Sumber: data diolah dari Lampiran 5.

Saham-saham yang membentuk portofolio adalah saham yang memiliki nilai ERB lebih besar, atau sama dengan C^* . Berdasarkan tabel di atas, diketahui bahwa terdapat 8 saham yang merupakan saham-saham kandidat portofolio dengan *Cut Off Point* (C^*) terbesar adalah 0,03996 yang dimiliki oleh saham LSIP.

7. Menghitung Proporsi Saham Yang Masuk Portofolio.

Setelah mengetahui saham portofolio optimal, selanjutnya ditentukan besarnya komposisi masing-masing saham tersebut, sehingga diketahui besarnya proporsi dana yang akan diinvestasikan.

Hasil perhitungan yang dilakukan selama periode April 2006 – Maret 2007 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.7
Komposisi Saham yang Masuk Portofolio
Periode April 2006 – Maret 2007

No	Kode	X_i	W_i
1	BUMI	3,094	15,9%
2	INCO	6,623	34,1%
3	BLTA	1,577	8,1%
4	UNTR	5,757	29,7%
5	ANTM	1,434	7,4%
6	INDF	0,536	2,8%
7	PTBA	0,309	1,6%
8	LSIP	0,0773	0,4%
Total		19,4	100%

Sumber: Data dari Lampiran 6.

Dari tabel 4.7 dapat diketahui bahwa proporsi dana terbesar terdapat pada saham INCO yaitu sebesar 34,1% sedangkan proporsi dana terkecil adalah saham LSIP yaitu sebesar 0,4%.

8. Komposisi dari Portofolio

Berdasarkan lampiran 7 dapat diketahui *Expected return of Portfolio* yang diringkas dalam tabel 4. 8 berikut ini:

Tabel 4.8
Perhitungan *Expeced Return* Portofolio
Periode April 2006 – Maret 2007

No	Kode	B_p	α_p	$E(R_p)$
----	------	-------	------------	----------

1	BUMI	0,2888	0,1063	0,114
2	INCO	5,6283	0,5499	0,7007
3	BLTA	0,2916	0,0347	0,0426
4	UNTR	2,9288	0,1738	0,2522
5	ANTM	2,589	0,0705	0,1398
6	INDF	0,494	0,0156	0,0288
7	PTBA	0,3018	0,0084	0,0165
8	LSIP	0,0628	0,0016	0,0033
Total		12,585	0,9608	1,2979
Rata-rata		1,5732	0,1201	0,1622

Sumber: Data diolah dari lampiran 7.

Sedangkan untuk mengetahui resiko portofolio dapat diketahui dengan mencari *variance* portofolio. Dengan *variance of portofolio* dapat diketahui variabel acak penyimpangan dari penghasilan yang mungkin di sekitar nilai yang diharapkan, hasilnya sebagai berikut:

Tabel 4.9
Perhitungan Varians of Portfolio
Periode April 2006 - Maret 2007

No	Kode	σ_p
1	BUMI	0,0742
2	INCO	0,293
3	BLTA	0,0236
4	UNTR	0,0833
5	ANTM	0,0402
6	INDF	0,0077
7	PTBA	0,0041
8	LSIP	0,0024
Total		0,5285
Rata-rata		0,0661

Sumber: data dari Lampiran 8.

Dari tabel 4.8 dan 4.9 diketahui bahwa besarnya *Alpha* portofolio adalah sebesar 0,9608 dan *Beta* portofolio sebesar 12,585, sedangkan *Expected Return of portofolio* total sebesar 1,2979 dan total

varians portofolio sebesar 0,5285 yang menunjukkan seberapa besar resiko portofolio.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Pemilihan awal saham optimal melalui tingkat pengembalian bebas resiko. Saham-saham yang memiliki pengembalian bebas resiko (*Risk Free*) merupakan tingkat pengembalian dana investasi yang diukur dengan tingkat Suku Bunga Bank Indonesia (SBI). Tingkat *Risk Free* digunakan sebagai ukuran pengembalian (*return*) minimum. Perhitungan tingkat rata-rata SBI perbulan selama periode penelitian sebesar 0,0091. Maka saham yang memiliki tingkat pengembalian di atas tingkat SBI dipilih untuk investasi, sedangkan pengembaliannya yang lebih rendah dari tingkat SBI tidak dipilih untuk investasi.

Dari penelitian saham-saham anggota JII (*Jakarta Islamic Index*) terdapat delapan saham yang termasuk dalam portofolio optimal. Saham-saham yang masuk dalam portofolio optimal menunjukkan saham yang memiliki tingkat efisiensi dalam alokasi dana sesuai dengan tingkat keuntungan yang diharapkan dan resiko yang dihadapi. Artinya semakin besar keuntungan yang diharapkan dan resiko yang dihadapi semakin besar pula dana yang dialokasikannya. Sebaliknya, semakin kecil keuntungan yang diharapkan dan resiko yang dihadapi semakin kecil pula dana yang dialokasikannya.

B. Saran

1. Bagi Investor

Investor dalam investasi diharapkan memperhitungkan *return* maupun risiko dalam investasinya, sebaiknya juga tidak berspekulasi untuk mengejar keuntungan saja tanpa memperitungkan risikonya. Untuk itu salah satu cara untuk meminimalkan risiko maka membentuk portofolio terhadap dana yang diinvestasikan di pasar modal.

2. Bagi Peneliti Selanjutnya.

Bagi yang tertarik pada penelitian tentang analisis portofolio, sebaiknya selain memasukkan indeks pasar dalam mengukur portofolio dimasukkan juga faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham seperti tingkat pertumbuhan penjualan, tingkat pertumbuhan laba, kurs mata uang, inflasi, perubahan tingkat suku bunga, serta informasi yang relevan lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

Al Qur`anul Karim

Achsien, Iggi H. 2000. *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*. Cetakan Pertama, PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.

Ahmad, Kamaruddin. 1996. *Dasar-Dasar Manajemen Investasi*. Cetakan Pertama, PT. Rineka Cipta, Jakarta.

Arikunto, Suharsimi. 2002. *Prosedur Penelitian suatu Pendekatan Praktek*. Edisi Revisi V, Penerbit PT. Rineka Cipta, Jakarta.

Indonesia, Bank. *Suku Bunga Bank Indonesia*. www.bi.go.id, Diakses 16 April 2007.

Fabozzy, Frank J. 1999. *Manajemen Investasi*. Alih Bahasa Oleh Tim Penerjemah Salemba Empat, Salemba Empat. Jakarta.

Fauziah, Mardiana. 2005. *Analisis Portofolio sebagai Salah Satu Alat Pengambilan Keputusan Investasi Saham Di Pasar Modal (Studi pada Perusahaan Telekomunikasi yang Go Pulic)*. Skripsi tidak dipublikasikan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Malang.

Jogiyanto. H. M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua, Penerbit BPFE. Yogyakarta.

Halim, Abdul. 2005. *Analisis Investasi*. Edisi kedua Salemba Empat. Jakarta.

Husnan, Suad, 2001. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga, Penerbit UPP AMP YKPN, Yogyakarta.

Indriartoro, Nur dan Bambang Supomo. 1999. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akutansi dan Manajemen*, Edisi Pertama, Penerbit BPPE, Yogyakarta.

Rudiyana, Andi. 2000. *Analisis Portofolio Sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Investasi Saham (Studi Kasus Di BES)*. Skripsi tidak dipublikasikan Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.

Sikki, Alfatih. 2004. *Membentuk Portofolio yang Efisien dari Portofolio yang Optimal*. Arthavidya, Tahun 5, Nomor 2.

Sunan At Tirmidzi

Sunan Ibnu Majjah

Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. BPFE. Yogyakarta.

Tim Studi tentang Investasi Syariah. 2004. *Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia*. Proyek Peningkatan Efisiensi pasar Modal. BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal). Departemen Keuangan Republik Indonesia.

Wahyudi, Sugeng. 2006. *Saham Pilihan Pada Bursa Islami*. www.suamerdeka.com, direkam 9 Apr 2007.

Warsono. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio (Keputusan Investasi (pada Sektor Sekuritas dan Pasar Modal)*. UM Press.

Widodari, Gendis W. 2006. *Jakarta Islamic Index*. www.republika.co.id, direkam pada 16 Apr 2007.

SURAT PERNYATAAN

Yang bertandatangan di bawah ini saya :

Nama : MUHAMMAD SULKANHADI
NIM : 03220093
Alamat : Rt 24 Rw 06 Desa Bendoagung Kecamatan Kampak
Kabupaten Trenggalek

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

“ANALISIS PORTOFOLIO UNTUK MENENTUKAN INVESTASI YANG OPTIMAL (STUDI PADA SAHAM JII (*JAKARTA ISLAMIC INDEX*))”.

Adalah hasil karya saya sendiri, bukan “duplikasi” dari karya orang lain.

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

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

Malang, 7 Juli 2007

Hormat saya,

MUHAMMAD SULKANHADI
NIM : 03220093