

I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal menjadi alternatif bagi investor yang ingin menanamkan modalnya dengan harapan mendapatkan keuntungan dan menjadi fasilitas bagi emiten yang ingin memperoleh dana tambahan untuk operasional perusahaan serta pengembangan usaha. Berbagai macam jenis instrumen keuangan yang terdapat di pasar modal dapat dimanfaatkan oleh investor, salah satu yang paling diminati adalah saham. Investor akan mendapatkan imbal hasil berupa *capital gain* maupun dividen yang berasal dari emiten karena perusahaan tersebut memperoleh keuntungan apabila investor berinvestasi pada saham.

Pada dasarnya, investor tidak hanya mengharapkan *return* yang maksimal dari investasinya, namun harus mempertimbangkan faktor lain yaitu risiko, antara *return* dan risiko terdapat hubungan yang searah atau linier, artinya semakin besar risiko yang ditanggung, maka semakin besar pula tingkat *return* yang diharapkan (*trade off return and risk*). Suatu investasi yang mengandung risiko lebih tinggi seharusnya memberikan *return* yang diharapkan yang juga lebih tinggi (Samsul, 2006).

Menurut Husnan (1994), karena pemodal menghadapi kesempatan investasi yang berisiko, pilihan investasi tidak dapat hanya mengandalkan pada tingkat

keuntungan yang diharapkan. Apabila pemodal mengharapkan untuk memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi, maka ia harus bersedia menanggung risiko yang tinggi pula.

Risiko pada investasi dapat dikurangi dengan cara melakukan penyebaran risiko ke beberapa aktiva atau biasa disebut dengan diversifikasi. Apabila investor ingin mengurangi risiko pada investasi sahamnya, ia dapat melakukan diversifikasi dengan membentuk portofolio saham. Terdapat dua macam risiko dalam berinvestasi, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis merupakan risiko yang terjadi karena adanya kejadian di luar perusahaan, contohnya seperti inflasi, sedangkan risiko tidak sistematis adalah risiko yang terjadi karena adanya kejadian buruk yang terjadi di dalam perusahaan. Menurut Jogiyanto (2014), diversifikasi tidak dapat menghilangkan semua risiko di portofolio. Diversifikasi hanya dapat menghilangkan risiko tidak sistematis pada portofolio.

Konsep portofolio pertama kali diperkenalkan oleh Markowitz pada tahun 1952 (Jogiyanto, 2014). Dalam membentuk portofolio, investor berusaha memaksimalkan *return* yang diharapkan dari investasi dengan tingkat risiko tertentu yang dapat diterima. Portofolio yang dapat mencapai tujuan tersebut adalah portofolio yang efisien. Perlu dibuat beberapa asumsi mengenai perilaku investor untuk membuat keputusan investasi dalam membentuk portofolio yang efisien. Asumsi yang wajar adalah investor cenderung menghindari risiko (*risk-averse*). Investor penghindar risiko adalah investor yang jika dihadapkan pada dua investasi dengan pengembalian diharapkan yang sama dan risiko yang berbeda, maka ia akan memilih investasi dengan tingkat risiko yang lebih rendah. Jika

seorang investor memiliki beberapa portofolio yang efisien, maka portofolio yang paling optimal yang akan dipilihnya (Fabozzi, 1999). Portofolio efisien adalah portofolio yang baik, tetapi bukan yang terbaik. Di antara kumpulan beberapa portofolio efisien, terdapat portofolio dengan kinerja terbaik yang disebut dengan portofolio optimal. Oleh karena itu, secara khusus portofolio optimal adalah portofolio yang memberikan hasil kombinasi *return* tertinggi dengan risiko terendah (Jogiyanto, 2014).

Kesulitan untuk membentuk portofolio yang optimal menjadi salah satu kendala yang sering dihadapi oleh investor. Perlu digunakan sejumlah data sebagai input dalam perhitungan untuk membentuk portofolio. Analisis perhitungan portofolio optimal salah satunya adalah dengan menggunakan Model Indeks Tunggal. Menurut Jogiyanto (2014), Model Indeks Tunggal yang dikembangkan oleh Sharpe (1963) digunakan untuk menyederhanakan perhitungan di model Markowitz. Kerumitan model Markowitz disebabkan karena model ini melibatkan banyak varian dan kovarian dalam menghitung risiko portofolionya. Cara menyederhanakannya adalah dengan mengganti kovarian *return* antar aktiva dengan kovarian *return* aktiva dengan *return* indeks pasar. Jadi, *return* suatu aktiva tidak boleh dipengaruhi oleh *return* aktiva lain. *Return* suatu aktiva hanya boleh dipengaruhi oleh sebuah *return* indeks pasar.

Menurut Husnan (1994), apabila kita melakukan pengamatan maka akan nampak bahwa pada saat pasar membaik (yang ditunjukkan oleh indeks pasar yang tersedia) harga saham-saham individual juga meningkat. Demikian pula sebaliknya, pada saat pasar memburuk, maka harga saham-saham akan turun

harganya. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat keuntungan suatu saham nampaknya berkorelasi dengan perubahan pasar.

Indonesia sebagai negara dengan penduduk muslim terbesar di dunia mempunyai peranan dalam meningkatkan industri keuangan syariah. Banyak investor yang ingin membentuk portofolio yang terdiri dari saham-saham yang sesuai dengan prinsip syariah. Bapepam-LK yang tugas dan wewenangnya berpindah kepada Otoritas Jasa Keuangan juga telah mengeluarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang berisi kumpulan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal. Daftar tersebut akan semakin mempermudah investor yang ingin berinvestasi sesuai dengan prinsip syariah untuk mengetahui saham-saham mana yang termasuk ke dalam saham syariah.

Sesuai dengan fatwa DSN MUI No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, efek syariah adalah surat berharga yang akad, pengelolaan perusahaannya, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah. Kriteria emiten yang menerbitkan efek syariah juga tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah seperti kegiatan perjudian, lembaga keuangan konvensional (*ribawi*), memproduksi makanan dan minuman yang haram, menyediakan barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *mudarat*, serta melakukan investasi pada emiten yang pada saat transaksi tingkat (*nisbah*) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan *ribawi* lebih dominan dari modalnya. Selain itu, saham syariah adalah saham yang memenuhi kriteria sesuai dengan prinsip syariah tersebut dan tidak termasuk saham yang memiliki hak-hak istimewa. Tabel 1.1 berikut

menggambarkan perkembangan jumlah saham syariah dari tahun 2007 sampai dengan 2014.

Tabel 1.1 Jumlah Saham Syariah dalam Daftar Efek Syariah (DES)

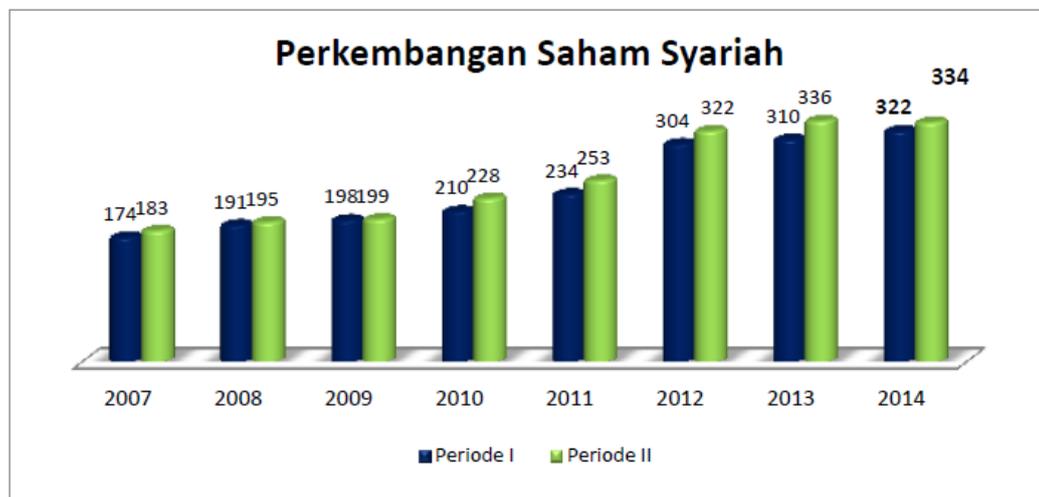
Tahun	Periode	Saham				Jumlah
		Emiten	Perusahaan Publik	Emiten Tidak Listing	IPO	
2007	I	169	5			174
	II	164	5	3	11	183
2008	I	180	5	3	3	191
	II	185	5	3	2	195
2009	I	181	5	3	9	198
	II	186	4	6	3	199
2010	I	194	3	6	7	210
	II	211	3	9	5	228
2011	I	217	3	9	5	234
	II	238	3	9	3	253
2012	I	280	5	9	10	304
	II	302	5	10	4	321
2013	I	288	5	9	8	310
	II	313	5	10	8	336
2014	I	301	4	12	5	322
	II	331	4	14	5	334

*) Per 28 November 2014

Sumber : Otoritas Jasa Keuangan.

Tabel 1.1 di atas menunjukkan peningkatan yang cukup besar pada jumlah saham syariah di Indonesia mulai dari tahun 2007 sampai dengan 2014. Pada akhir tahun 2007, jumlah saham syariah yang terdapat di Bursa Efek Indonesia berjumlah 183 saham. Jumlah tersebut meningkat setiap tahunnya sampai dengan tahun 2012. Hingga pada tahun 2013 periode I terdapat penurunan 11 saham syariah dibandingkan dengan periode sebelumnya. Akan tetapi pada periode selanjutnya terjadi peningkatan yang melebihi jumlah saham syariah yang ada pada periode terakhir tahun 2012, sehingga jumlah saham syariah yang terdapat di dalam Daftar

Efek Syariah sampai akhir tahun 2013 mencapai 336 saham. Kemudian pada akhir tahun 2014, jumlah saham syariah juga mengalami penurunan tetapi tidak signifikan karena hanya berkurang sebanyak dua saham syariah jika dibandingkan dengan jumlah saham pada akhir tahun 2013. Perkembangan yang cukup signifikan tersebut diharapkan dapat meningkatkan semangat para investor yang ingin berinvestasi sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Berikut disajikan Gambar 1 yang menggambarkan perkembangan saham syariah dari tahun 2007 sampai dengan 2014.



Gambar 1. Perkembangan Saham Syariah

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan

Gambar 1 di atas menggambarkan grafik perkembangan saham syariah yang terus mengalami peningkatan setiap tahunnya. Perkembangan tersebut dapat dinilai cukup menggembirakan, mengingat banyaknya investor muslim di Indonesia yang ingin melakukan investasi sesuai dengan prinsip-prinsip syariah yang berlaku.

Sesuai dengan Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Tahun 2013, OJK juga menyebutkan bahwa apabila dibandingkan dengan total saham emiten dan

perusahaan publik, maka proporsi jumlah saham syariah sampai dengan akhir Desember 2013 mencapai 57,47% dari total jumlah emiten sebanyak 576. Jumlah saham syariah tahun 2013 meningkat 2,79% dibanding jumlah saham syariah pada tahun sebelumnya. Dengan demikian, peningkatan tersebut diharapkan dapat membantu kegiatan pasar modal syariah di Indonesia untuk semakin berkembang.

Terdapat dua macam indeks saham syariah yang ada di Bursa Efek Indonesia, yaitu *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Penelitian ini akan menggunakan salah satu dari indeks tersebut, yaitu *Jakarta Islamic Index* (JII). Bursa Efek Indonesia bekerja sama dengan PT.Danareksa Investment Management telah mengembangkan *Jakarta Islamic Index* sejak tanggal 3 Juli 2000 dan diluncurkan pertama kali pada tanggal 14 Maret 2003.

Tujuan dibentuknya JII adalah untuk memandu investor yang ingin menginvestasikan dananya secara syariah. *Jakarta Islamic Index* memiliki keunggulan karena saham syariah yang menjadi konstituen JII adalah 30 saham syariah yang paling likuid dan memiliki kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir. Berikut Tabel 1.2 yang menggambarkan perkembangan JII dan perbandingannya dengan indeks LQ45 pada tahun 2010 sampai dengan 2014.

Tabel 1.2 Perkembangan *Jakarta Islamic Index* dan Perbandingan dengan Indeks LQ45 Tahun 2010-2014

Tahun	<i>Jakarta Islamic Index</i>			Indeks LQ45		
	Penutupan Indeks Akhir Tahun	Perubahan Dari Tahun Sebelumnya	<i>Return Pasar</i>	Penutupan Indeks Akhir Tahun	Perubahan Dari Tahun Sebelumnya	<i>Return Pasar</i>
2010	532.901 Dec 30	115.719 27.74%	-	661.378 Dec 30	163.090 32.73%	-
2011	537.031 Dec 30	4.130 0.78%	0,007750032	673.506 Dec 30	12.128 1.84%	0,018337471
2012	594.789 28-Des	57.758 10.76%	0,107550588	735.042 Dec 28	61.536 9.14%	0,091366669
2013	585.110 30-Des	(-9.679) (-1.63%)	-0,016272998	711.135 Dec 30	(-23.907) (-3.25%)	-0,032524672
2014	691.039 Dec 30	105.929 18.10%	0,181041172	898.581 Dec 30	187.446 26.36%	0,263587083

Sumber : Bursa Efek Indonesia, data diolah.

Tabel 1.2 di atas menunjukkan perkembangan indeks JII yang cukup mengembirakan. *Jakarta Islamic Index* (JII) dapat menggambarkan kinerja indeks saham syariah yang tidak kalah dengan kinerja indeks saham konvensional yang diukur dalam indeks LQ45. Pada tahun 2010 dan 2011, peningkatan indeks JII tidak dapat melebihi peningkatan yang diperoleh indeks LQ45, tetapi pada tahun 2012 peningkatan indeks JII melebihi peningkatan yang dicapai oleh indeks LQ45. Pada tahun 2013, indeks JII dan indeks LQ45 sama-sama mengalami penurunan dari tahun sebelumnya. Namun, indeks JII hanya menurun sebesar 1,63% dibandingkan dengan indeks JII pada penutupan bursa tahun 2012, sedangkan indeks LQ45 menurun sebesar 3,25% jika dibandingkan pada penutupan bursa tahun 2012. Kemudian pada tahun berikutnya, indeks JII kembali mengalami peningkatan hingga mencapai 18,10% dengan penutupan pada level 691.039 poin.

Berdasarkan Tabel 1.2 di atas juga dapat dilihat perbandingan *return* pasar indeks JII dan indeks LQ45 untuk menilai kinerja dari masing-masing indeks tersebut. *Return* pasar yang diperoleh indeks JII berdasarkan penutupan indeks pada akhir tahun 2011 tidak dapat melebihi *return* pasar yang diperoleh indeks LQ45. Akan tetapi, pada tahun 2012 dan 2013 *return* pasar indeks JII dapat mengungguli *return* pasar indeks LQ45, sedangkan pada tahun 2014 indeks LQ45 menghasilkan *return* yang lebih besar daripada *return* indeks JII. Adanya fluktuasi penutupan indeks maupun *return* pasar yang diperoleh indeks JII tersebut menarik untuk dilakukan penelitian lebih lanjut dengan membentuk portofolio kemudian dapat dianalisis *return* maupun risiko yang diperoleh dari portofolio tersebut. Pembentukan portofolio menggunakan indeks JII tersebut diharapkan dapat memberikan kombinasi *return* dan risiko portofolio yang optimal, sehingga dapat dijadikan pertimbangan bagi investor yang ingin membentuk portofolio sesuai dengan prinsip syariah.

Adanya perbedaan beberapa hasil penelitian terdahulu mengenai pembentukan portofolio dengan model indeks tunggal juga menjadi alasan disusunnya penelitian ini. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Eko (2008) memberikan hasil bahwa portofolio yang dibentuk dengan menggunakan model indeks tunggal terdiri dari 13 saham yang memberikan imbal hasil yang bervariasi dengan proporsi saham terbesar dalam portofolio terdapat pada saham TLKM sebesar 2,1255% dan proporsi terkecil terdapat pada saham INCO sebesar 0,2806%.

Di samping itu, penelitian yang dilakukan oleh Wisambudi et al. (2014) menunjukkan hasil bahwa terdapat empat saham pembentuk portofolio optimal sesuai dengan model indeks tunggal. Saham-saham tersebut diantaranya adalah PT. Unilever Indonesia Tbk (UNVR), PT. Kalbe Farma Tbk (KLBF), PT. Alam Sutera Realty Tbk (ASRI), dan PT. Charoen Pokphan Indonesia Tbk (CPIN). Penelitian ini juga menggunakan indeks JII sebagai sampel observasinya, tetapi memiliki perbedaan pada periode penelitian dan hanya menggunakan *capital gain* pada perhitungan *return* sahamnya.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Winarto (2009) memberikan kesimpulan yang menunjukkan penemuan portofolio model indeks tunggal terdiri atas enam jenis saham yang mampu memberikan keuntungan tertentu dengan risiko investasi yang minimum. Jenis saham tersebut adalah saham Matahari Putra Prima, Mulia Industrindo, HM. Sampoerna, Gajah Tunggal, Ramayana Sentosa dan Indofood Sukses Makmur.

Sementara itu, penelitian yang dilakukan oleh Larasati et al. (2013) memberikan hasil bahwa pembentukan portofolio optimal menggunakan model indeks tunggal terhadap 19 saham-saham sampel penelitian, terdapat 9 saham yang mempunyai nilai ERB lebih besar dari *unique cut off Point*. Penelitian ini memilih lima saham yang memiliki nilai ERB terbesar dan mewakili sektor berbeda sebagai saham-saham pembentuk portofolio optimal sesuai dengan prinsip diversifikasi. Kelima saham tersebut adalah Astra Internasional Tbk (sektor *miscellaneous industry*), United Tractor Tbk (sektor *trade, service, and investment*), Astra Agro Lestari Tbk (sektor *agriculture*), Indofood Sukses Makmur Tbk (sektor *consumer good industry*), dan Bank Negara Indonesia Tbk (sektor *finance*).

Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Panjaya (2014) bahwa dari 47 saham yang konsisten dalam indeks Kompas 100 selama sembilan periode, hanya terdapat tujuh saham yang dapat digunakan untuk membentuk portofolio yang optimal beserta proporsi dana yang dapat diinvestasikan investor.

Adanya perbedaan hasil penelitian terdahulu memberikan peluang untuk melakukan penelitian lanjutan mengenai hasil optimal yang dapat diberikan dalam membentuk portofolio dengan model indeks tunggal. Berdasarkan uraian di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan mengambil judul **“Pembentukan Portofolio Optimal Dengan Model Indeks Tunggal Pada Saham Jakarta Islamic Index Periode 2012-2014”**.

1.2 Perumusan Masalah

Penerapan analisis portofolio dilakukan untuk dapat memaksimalkan *return* dan meminimalkan risiko dalam membentuk saham-saham terpilih sebagai pertimbangan investasi dengan menggunakan model indeks tunggal. Pembentukan portofolio optimal difokuskan pada saham yang cenderung stabil, yaitu saham-saham yang mudah diperjualbelikan atau termasuk dalam kelompok saham yang likuid, sehingga portofolio yang dihasilkan dapat menunjukkan hasil *trade-off* yang optimal antara risiko dan *return* yang diharapkan oleh investor. Saham-saham tersebut adalah saham pada Bursa Efek Indonesia (BEI) yang termasuk dalam saham *Jakarta Islamic Index* (JII). Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan, maka yang menjadi pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah ; Saham-saham syariah apakah yang memenuhi kriteria pembentukan portofolio optimal berdasarkan model indeks tunggal?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan dan pertanyaan penelitian yang diajukan, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui saham-saham syariah apa saja yang memenuhi kriteria pembentukan portofolio optimal berdasarkan model indeks tunggal.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diperoleh dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi investor, penelitian ini dapat menjadi pedoman dalam melakukan analisis saham yang ada di pasar modal dan membentuk portofolio optimal menggunakan model indeks tunggal.
2. Bagi manajemen perusahaan dapat dijadikan pertimbangan dalam pengelolaan investasi saham di Indonesia.
3. Bagi penelitian selanjutnya dapat digunakan sebagai dasar pengembangan penelitian, terutama yang berhubungan dengan analisis portofolio dengan model indeks tunggal.

1.5 Kerangka Penelitian

Melakukan diversifikasi dengan menanamkan modal pada beberapa jenis saham dapat menjadi salah satu cara untuk mengurangi risiko pada investasi.

Diversifikasi saham dapat dilakukan dengan membentuk portofolio saham, dengan berinvestasi pada dua saham saja, investor sudah dapat membentuk sebuah portofolio. Hal yang menjadi tantangan bagi seorang investor adalah

bagaimana membuat portofolio optimal yang dapat memberikan *return* terbesar dengan risiko terkecil.

Penelitian ini menggunakan model indeks tunggal untuk membentuk portofolio yang optimal. Untuk menilai suatu sekuritas dapat dimasukkan ke dalam portofolio optimal sesuai dengan model indeks tunggal adalah dengan membandingkan *excess return to beta* (ERB) dengan *cut-off-rate* (Ci) dari masing-masing saham tersebut. Nilai Ci terbesar merupakan *cut-off point* (C*) batas saham dimasukkan ke dalam portofolio optimal. Saham yang memiliki nilai ERB lebih besar atau sama dengan nilai ERB di titik C* dapat dijadikan kandidat portofolio optimal (Jogiyanto, 2014).

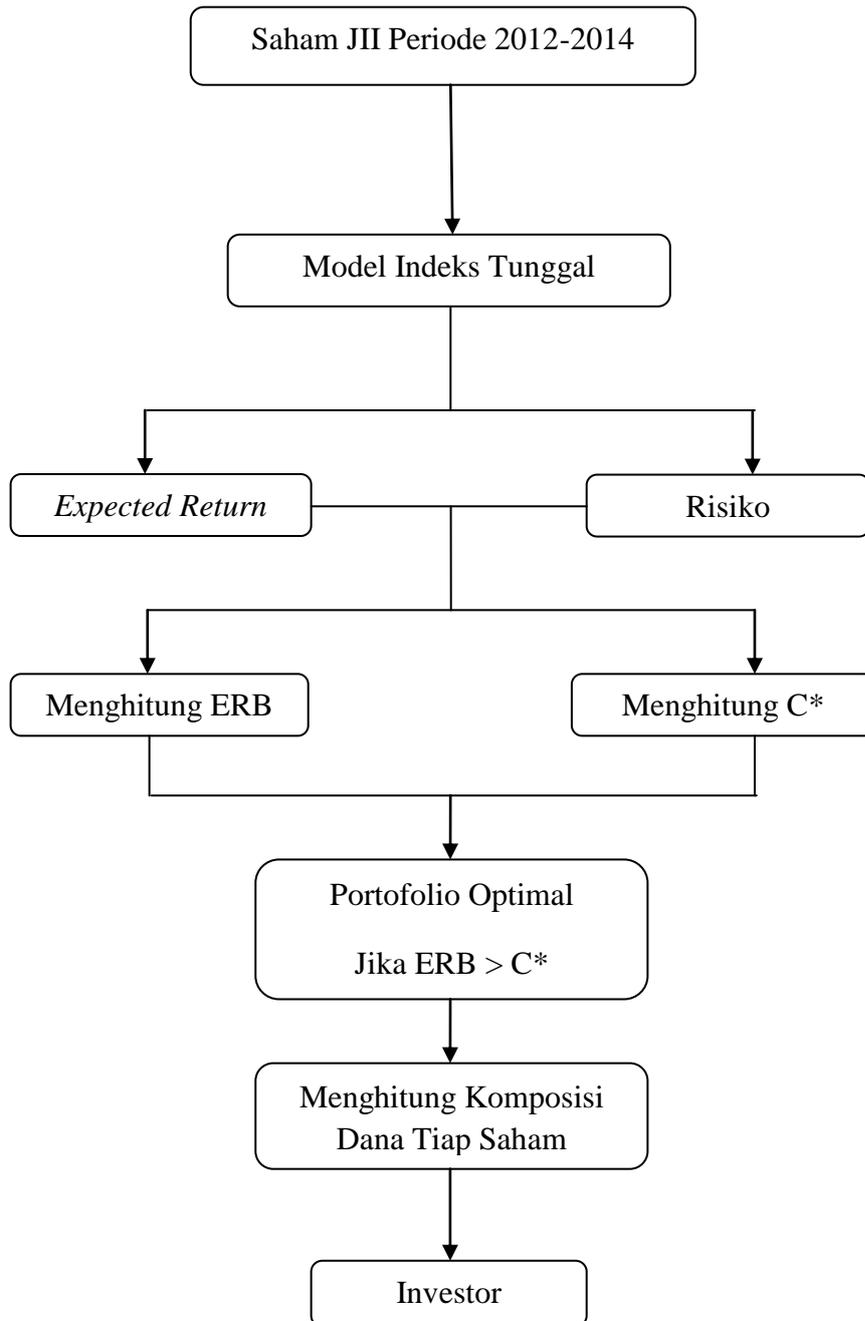
Model indeks tunggal menjadi salah satu metode yang banyak digunakan para peneliti dalam membentuk portofolio yang optimal. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Ridwan (2013) dengan menggunakan Metode Markowitz, Metode Graham, dan Metode Indeks Tunggal. Hasil penelitiannya menunjukkan metode markowitz dan metode indeks tunggal memberikan kinerja portofolio yang paling baik. Murhadi (2013) juga memberikan hasil bahwa model indeks tunggal dapat memberikan risiko yang lebih kecil apabila dibandingkan dengan portofolio optimal yang dibentuk menggunakan metode z. Selain itu, penelitian dari Khotim et al. (2014) memberikan kesimpulan bahwa portofolio optimal dengan model indeks tunggal mampu menghasilkan *return* portofolio yang lebih tinggi (0,0311 atau 3,11%) dibandingkan *return* portofolio optimal dengan *stochastic dominance* (0,02432 atau 2,43%). Menurut Eko (2008), Sharpe mengembangkan suatu teknik yang lebih sederhana dan membuat teori portofolio lebih aplikatif meskipun

digunakan untuk mengelola sekuritas dalam jumlah yang besar yang dikenal dengan model indeks tunggal.

Model indeks tunggal juga telah banyak dipakai oleh peneliti lain di luar Indonesia dalam membentuk portofolio optimal. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Kam (2006) memberikan hasil bahwa model indeks tunggal dapat memberikan risiko paling rendah apabila dibandingkan dengan tiga model lain, yaitu *constant correlation model*, *multi group model*, dan *multi-index model*. Beberapa hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa model indeks tunggal dapat digunakan dalam menghasilkan portofolio yang optimal baik di Indonesia maupun luar negeri.

Saham-saham yang termasuk dalam *Jakarta Islamic Index* dapat menjadi sampel dalam pembentukan portofolio yang optimal. Karena kriteria pemilihan saham yang menjadi konstituen dalam JII adalah saham yang likuid dan memiliki kapitalisasi pasar tertinggi serta harus sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Berdasarkan penjelasan yang telah dikemukakan di atas, maka dapat disusun kerangka penelitian yang menggambarkan tentang analisis pembentukan portofolio optimal dengan model indeks tunggal pada saham *Jakarta Islamic Index* periode 2012-2014.



Gambar 2. Kerangka Penelitian