



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

1 PENDAHULUAN

Latar Belakang

Pasar modal memiliki peran penting dalam perekonomian suatu negara. Keberadaan pasar modal memungkinkan terjadinya aliran dana dari pihak yang tidak memiliki akses penggunaan produktif terhadap dana tersebut kepada pihak yang memilikinya sehingga kegiatan produksi bisa berjalan. Selain itu pasar modal juga menjadi sarana distribusi kesejahteraan kepada masyarakat melalui kegiatan investasi. Adanya kegiatan produksi yang diikuti oleh distribusi kesejahteraan tersebut pada akhirnya ikut mendorong tercapainya efisiensi dan pertumbuhan ekonomi. Oleh sebab itu kondisi pasar modal di suatu negara pada umumnya mampu mencerminkan kondisi perekonomiannya. Kondisi pasar modal yang baik mengindikasikan perekonomian negara tersebut juga baik. Begitu pula sebaliknya.

Adanya peran yang dimiliki tersebut membuat pasar modal menjadi penting untuk terus dikembangkan. Hal yang dapat dilakukan untuk mendorong perkembangan pasar modal diantaranya adalah melalui peningkatan keterlibatan masyarakat domestik untuk berinvestasi di dalamnya. Keterlibatan masyarakat yang semakin tinggi akan meningkatkan kapasitas pasar modal karena semakin banyaknya dana yang tersedia untuk digunakan.

Sebagai negara dengan pertumbuhan kelas menengah yang cukup tinggi, Indonesia sebenarnya memiliki potensi besar untuk itu. Sejak tahun 2003 hingga 2011, pertumbuhan kelas menengah meningkat dari 81 juta menjadi 134 juta jiwa, atau meningkat sekitar 60% (Pradityo 2013). Meski demikian, laporan dari Bapepam-LK (kini Otoritas Jasa Keuangan) pada tahun 2011 masih menunjukkan tingkat keterlibatan masyarakat yang cukup minim dalam berinvestasi di pasar modal, yakni hanya sebesar 0,1% dari total keseluruhan penduduk. Nilai ini tergolong rendah apabila dibandingkan dengan negara tetangga seperti Malaysia dan Singapura yang tingkat keterlibatannya berturut-turut mencapai 12% dan 60%. Oleh karena itu peningkatan minat masyarakat untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia dinilai masih perlu untuk terus dikembangkan.

Keikutsertaan masyarakat dalam berinvestasi di pasar modal tidak dapat dilepaskan dari ekspektasi terhadap imbal hasil yang bisa diperoleh sekaligus risiko yang melekat pada instrumen investasi. Karena instrumen investasi di pasar modal bukanlah sarana satu-satunya yang bisa diakses untuk berinvestasi, masyarakat akan membandingkan kedua faktor tersebut pada setiap sarana kemudian menjadikannya bahan pertimbangan untuk menentukan pilihan. Dengan demikian, upaya untuk menarik minat masyarakat berinvestasi perlu diiringi oleh upaya mensosialisasikan pilihan apa saja yang tersedia di pasar modal itu sendiri disertai peluang mengenai besaran imbal hasil dan risiko yang dapat diperoleh.

Di antara instrumen investasi di pasar modal, saham merupakan yang paling sering diperdagangkan (Ichsan dan Taqwa 2013). Ada beberapa alasan mengapa saham memiliki intensitas perdagangan yang besar, di antaranya adalah, pertama, sebagian besar emisi yang diterbitkan emiten di pasar modal adalah dalam bentuk saham (OJK 2013) sehingga memungkinkan investor memiliki lebih banyak alternatif pilihan. Kedua, tidak seperti obligasi, saham tidak memiliki *maturity*



IPB-IPB
Sekolah Bisnis - Institut Pertanian Bogor

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



date atau batas waktu kepemilikan sehingga membuat *holding period* saham bagi para investor lebih fleksibel. Ketiga, tersedia berbagai indeks yang secara khusus memantau pergerakan harga saham sehingga investor lebih memiliki informasi untuk mendukung keputusan investasinya. Keempat, saham mampu menawarkan imbal hasil yang lebih tinggi dibandingkan obligasi, sukuk, atau instrumen derivatif lain.

Meskipun demikian, investasi pada saham juga diikuti risiko berupa volatilitas imbal hasil yang relatif tinggi dibandingkan instrumen lainnya. Secara umum risiko tersebut dapat dibagi menjadi risiko sistematis dan risiko spesifik. Risiko sistematis adalah risiko yang berasal dari kondisi makro dan mempengaruhi seluruh aset keuangan yang ada di pasar modal. Sedangkan risiko spesifik adalah risiko yang berasal dari internal perusahaan atau industri sehingga pengaruhnya relatif terbatas. Baik risiko sistematis maupun risiko spesifik, keduanya mempengaruhi instrumen saham secara simultan.

Risiko pada investasi saham dapat diminimalisir dengan mereduksi risiko spesifik sampai ke titik minimal melalui proses diversifikasi. Diversifikasi tersebut dilakukan dengan menyusun saham-saham individual ke dalam portofolio. Dengan kata lain, alih-alih berinvestasi pada satu saham individual, investor dapat berinvestasi pada kumpulan saham dengan proporsi tertentu. Apabila proses diversifikasi berjalan dengan baik, portofolio investasi saham akan hanya memiliki risiko sistematis saja. Portofolio seperti ini adalah portofolio yang efisien.

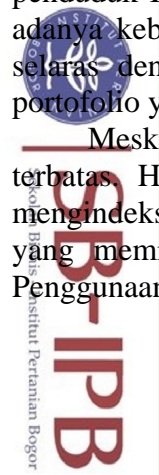
Portofolio saham yang efisien adalah portofolio yang memberikan imbal hasil tertinggi untuk tingkat risiko tertentu. Atau sebaliknya, memberikan risiko paling rendah untuk tingkat imbal hasil tertentu. Oleh karena itu, portofolio efisien mengacu pada kumpulan alternatif alih-alih satu portofolio tunggal. Investor dapat memilih satu di antara portofolio yang efisien yang paling sesuai dengan kepentingannya. Meski demikian, di antara portofolio yang efisien ada portofolio tunggal yang memiliki *trade-off* imbal hasil-risiko paling rendah. Portofolio ini menawarkan imbal hasil yang paling tinggi untuk setiap satuan risiko yang melekat padanya. Dalam dunia investasi, portofolio seperti ini dianggap sebagai portofolio optimal.

Perumusan Masalah

Upaya untuk meningkatkan keikutsertaan masyarakat dalam berinvestasi di pasar modal tidak dapat dilepaskan dari kenyataan bahwa sebagian besar penduduk Indonesia adalah muslim (BPS 2010). Kenyataan tersebut mendorong adanya kebutuhan bahwa mekanisme yang berjalan di pasar modal selayaknya selaras dengan prinsip-prinsip syariah, termasuk dalam hal jenis saham dan portofolio yang dapat dijadikan instrumen investasi.

Meskipun demikian saat ini portofolio saham syariah yang tersedia sangat terbatas. Hal tersebut ditandai dengan minimnya indeks yang secara khusus mengindeks saham-saham syariah di Indonesia. Tidak seperti saham konvensional yang memiliki banyak indeks, saham syariah hanya memiliki JII dan ISSI. Penggunaan kedua indeks tersebut sebagai acuan portofolio dinilai belum mampu

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.





Hak cipta dilindungi Undang-Undang

memberikan kepuasan kepada investor karena tidak disusun dalam kerangka portofolio yang efisien. Keterbatasan ini dinilai memicu keengganan sebagian masyarakat untuk menanamkan modalnya pada saham syariah.

Sebenarnya telah ada upaya untuk membentuk portofolio alternatif saham-saham syariah seperti yang dilakukan oleh Talakua (2008), Rosdiana (2012), Morina (2012) dan Triharyanto (2013). Namun pada penelitian tersebut portofolio optimal dibentuk dari JII yang hanya terdiri dari 30 saham saja. Penyesuaian tertentu dalam metodologi kemudian membuat kandidat saham yang disertakan dalam pembentukan portofolio menjadi semakin kecil jumlahnya. Dalam penelitian Rosdiana (2012), dari 30 saham yang tersedia di JII hanya 2 hingga 6 saham saja yang pada akhirnya dapat digunakan sebagai pembentuk portofolio. Hasil yang mirip juga diperlihatkan pada penelitian Triharyanto (2013) dimana dari 30 saham dalam JII, terpilih 4 saham yang diikutertakan dalam perhitungan. Hasil akhir perhitungan menunjukkan hanya 3 saham saja yang terdapat dalam portofolio optimal. Demikian pula dengan portofolio yang dihasilkan pada penelitian Talakua (2008) dan Morina (2012).

Portofolio yang dihasilkan dari kumpulan tersebut diduga belum cukup efisien karena hanya terdiri dari sedikit saham. Portofolio yang terdiri dari sedikit saham berpeluang besar menyisakan risiko spesifik yang cukup signifikan. Dalam penelitian Statman (1987) disampaikan bahwa portofolio yang terdiversifikasi dengan baik membutuhkan sedikitnya 40 buah saham. Sementara itu menurut Tandelilin (2010), untuk pasar modal Indonesia setidaknya dibutuhkan 15 saham untuk mengurangi risiko secara efektif.

Pembentukan portofolio yang efisien dinilai dapat lebih baik dilakukan apabila berbasis pada indeks yang mengakomodasi saham lebih banyak seperti Indeks Saham Syariah Indonesia. Hingga akhir tahun 2013, jumlah emiten yang terdaftar pada indeks ini mencapai 312 saham (BEI 2013). Ini berarti sepuluh kali lipat dibandingkan emiten yang terdaftar di JII. Menjadikan indeks dengan jumlah emiten yang lebih besar untuk membentuk portofolio dinilai lebih memungkinkan untuk terdiversifikasinya risiko spesifik secara maksimal.

Penelitian mengenai pembentukan portofolio optimal dari ISSI belum banyak ditemukan dalam bentuk artikel akademis. Salah satu penyebabnya adalah meski pengelompokan saham syariah dari DSN sudah muncul pada tahun 2008, ISSI tersebut baru dibentuk pada tahun 2011. Hal tersebut menyebabkan periode pengamatan menjadi terlalu singkat apabila data pengamatan yang digunakan berupa data (imbal hasil) bulanan. Penyebab lainnya adalah karena sebagian masyarakat belum mengenal indeks ini dengan baik dan masih menganggap bahwa JII adalah satu-satunya instrumen yang mengindeksasi saham syariah. Penelitian ini mencoba mengelaborasi kondisi tersebut dengan menggunakan data imbal hasil harian. Meskipun pada umumnya penelitian sejenis menggunakan data bulanan karena adanya variabel *risk free* pada pemodelan yang tersedia secara bulanan, penggunaan data imbal hasil harian untuk membentuk portofolio optimal tetap dimungkinkan (Bodie *et al.* 2014).

Penelitian mengenai pembentukan portofolio optimal dari ISSI menjadi penting untuk mengetahui apakah proses diversifikasi risiko bisa dilakukan dengan baik. Selain itu, informasi yang nantinya diperoleh diharapkan mampu menjadi pembanding terhadap portofolio investasi syariah lainnya, terkait apakah



Sekolah Bisnis - Institut Pertanian Bogor
SB-IPB

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



ia mampu memberikan imbal hasil yang lebih besar dengan risiko yang lebih kecil. Hasil dari penelitian ini diharapkan menjadi pemicu berkembangnya penelitian selanjutnya, khususnya yang mampu mendorong kegiatan investasi masyarakat di pasar modal syariah.

Pertanyaan Penelitian

Dari perumusan masalah yang dijabarkan sebelumnya, diperoleh pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Seperti apa portofolio optimal yang dibentuk dari saham-saham pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)?
2. Bagaimana karakteristik dari portofolio tersebut?
3. Apakah portofolio terdiri dari saham-saham dengan kondisi fundamental yang baik?
4. Bagaimana strategi investasi yang harus dipilih?

Tujuan

Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Membentuk portofolio optimal saham-saham yang terdapat pada Indeks Saham Syariah Indonesia.
2. Menganalisis karakteristik portofolio optimal yang dihasilkan.
3. Menganalisis konsistensi portofolio yang terbentuk dengan kondisi fundamental saham-saham penyusunnya.
4. Merumuskan strategi investasi sesuai dengan karakteristik portofolio.

Ruang Lingkup

Dalam pembentukan portofolio, beberapa asumsi yang dijadikan batasan adalah sebagai berikut: 1) Portofolio hanya terdiri dari saham, 2) Saham yang digunakan hanya berupa saham yang terindeks dalam ISSI tanpa pernah keluar dari indeks tersebut selama rentang waktu pengamatan, 3) Aktivitas jual pendek (*short selling*) tidak diperkenankan, sehingga proporsi aset dalam portofolio selalu bernilai positif.

Manfaat Penelitian

Penelitian ini dinilai dapat memberikan manfaat bagi beberapa pihak, di antaranya:

1. Bagi investor maupun calon investor, portofolio yang dihasilkan dapat menjadi tambahan alternatif sarana berinvestasi di pasar modal, khususnya terkait saham syariah.

Hak cipta dilindungi Undang-Undang

© Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang 2016



SDB-IPB
Sekolah Bisnis - Institut Pertanian Bogor

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

© *Hak Cipta milik IPB, tahun 2015*

Untuk Selengkapnya Tersedia di Perpustakaan SB-IPB

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



SB-IPB
Sekolah Bisnis - Institut Pertanian Bogor