

EVALUASI KINERJA PORTOFOLIO ANTARA SAHAM SYARIAH DENGAN SAHAM KONVENSIONAL DI BURSA EFEK INDONESIA

Oleh:
Ari Noviastry¹

ABSTRACT

Efficient portfolio is achieved by combining several securities with the right proportions that maximize return and minimize risk. Optimal portfolio even advisable formed to know the best one stock alternatives, are next to be done that portfolio performance estimation so that investors can know whether the investments made to line with expectations. The results of this research are, there was no differences optimal portfolio stock return based on single index model between index Kompas100 with LQ45, There was no difference in the optimal portfolio on stock return based single index model between Kompas100 index with JII index, There was no difference in the optimal portfolio stock return based on single index model between the LQ45 index with JII index, Performance Optimum portfolio of shares JII not better than the Compass 100 and LQ45.

Keywords: *Evaluation Stock Portfolio Performance, Kompas100, JII, LQ-45 Index*

¹ Dosen STIE Tamansiswa Banjarnegara

PENDAHULUAN

Secara luas, pasar modal berperan dalam pembangunan ekonomi sebagai institusi yang membantu berlangsungnya pembentukan modal dan mobilisasi sumber daya secara efisien. Jika dilihat dari sisi perusahaan yang memerlukan dana, pasar modal memberikan alternatif pendanaan eksternal untuk memenuhi kebutuhan jangka panjang dengan biaya yang lebih rendah daripada perbankan. Dalam sudut pandang investor, pasar modal adalah alternatif keuangan sehingga investor mempunyai pilihan investasi yang akan memberikan keuntungan berupa *return* (tingkat pengembalian).

Dalam dunia investasi, pada dasarnya hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau resiko. Investor tidak mengetahui dengan pasti hal yang diperoleh dari investasinya. Dalam keadaan semacam itu dapat dikatakan bahwa investor tersebut menghadapi resiko dalam investasi yang dilakukannya. Karena investor menghadapi kesempatan investasi yang beresiko, pilihan investasi tidak dapat hanya mengandalkan pada tingkat keuntungan yang diharapkan. Karena, apabila pemodal mengharapkan untuk memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi, maka ia harus bersedia menanggung resiko yang tinggi pula.

Resiko dapat timbul karena pemodal tidak tahu dengan pasti atas hasil yang diperolehnya dari investasi yang dilakukannya. Husnan (1996) mendefinisikan resiko sebagai kemungkinan adanya penyimpangan antara tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat keuntungan yang diperoleh (*actual return*). Dari hasil studi empiris yang dilakukan oleh beberapa ahli telah dibuktikan bahwa antara tingkat keuntungan dengan resiko terdapat hubungan positif. Sudana dan Janiarti (2000) menyatakan bahwa pemodal yang tertarik berinvestasi dalam saham mempertimbangkan dua hal yaitu keuntungan dan besarnya resiko yang ditanggung oleh investor. Investor yang rasional selalu menghindari resiko, sehingga semakin besar resiko yang ditanggung maka semakin besar pula *return* yang digarapkan.

Pada umumnya investor tidak menyukai resiko (*Risk Averse*) oleh karena itu berusaha untuk mengurangi atau menekan resiko tersebut sekecil mungkin. Menurut Sartono dan Zulaihati (1998) resiko yang akan dihadapi investor dalam pasar modal dapat diminimalkan melalui strategi diversifikasi atas investasi yang dimiliki dengan membentuk portofolio sesuai dengan preferensi investor, yang terdiri dari berbagai sekuritas surat berharga (saham) yang memberikan *return* maksimal dengan resiko tertentu atau saham yang memberikan *return* tertentu pada tingkat resiko minimal. Bawazier dan Sitanggang (1994) menyatakan bahwa investor sebagai pemilik dana secara rasional akan memilih saham-saham yang dinilai efisien, sebagai bentuk investasi dana yang dimiliki di dalam pasar modal.

Salah satu alat yang dapat dipergunakan untuk membentuk portofolio saham yang optimal adalah dengan menggunakan model indeks tunggal. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Bawazier dan Sitanggang (1994), Elton dan Gruber (1995) serta Sartono dan Zulaihati (1998), yaitu dengan membandingkan antara *excess return to beta* (ERB) masing-masing saham dengan nilai *cut of rate* (c^*) saham-saham yang memiliki ERB menghasilkan output yang lebih besar dari C^* dijadikan kandidat portofolio. Pemilihan saham dan penentuan portofolio optimal yang dilakukan oleh Bawazier dan Sitanggang (1994) didasari penelitian yang dilakukan oleh Markowitz (1959) melalui pengumpulan data historis masing masing saham yang akan dijadikan input dan dianalisis sehingga menghasilkan output yang dapat membentuk portofolio saham (Sartono dan Zulaihati, 1998).

Selanjutnya dalam pemilihan portofolio optimal, investor rasional hanya akan memilih portofolio optimal yaitu portofolio yang dipilih dari beberapa portofolio yang efisien. Portofolio efisien adalah portofolio yang memberikan tingkat resiko terkecil pada tingkat *return* tertentu. Portofolio yang efisien dicapai dengan mengkombinasikan beberapa sekuritas dengan proporsi yang tepat yang memaksimalkan *return* dan meminimalkan resiko. Portofolio yang optimalpun sebaiknya dibentuk untuk mengetahui alternatif-alternatif saham yang terbaik, yang kemudian dilakukan penilaian kinerja portofolio tersebut sehingga investor dapat mengetahui apakah investasi yang dilakukan dapat sesuai dengan harapan.

Dalam mengevaluasi kinerja suatu portofolio ada beberapa faktor yang perlu diperhatikan yaitu tingkat resiko, periode waktu, penggunaan patok duga (*benchmark*) yang sesuai, dan tujuan investasi. Pengabaian terhadap beberapa faktor tersebut akan bisa mengakibatkan hasil evaluasi kinerja portofolio yang kurang tepat, yang bisa menyebabkan pengambilan keputusan yang merugikan investor.

Penelitian tentang penilaian kinerja portofolio pernah dilakukan sebelumnya oleh beberapa peneliti. Ayatullah (2003), meneliti perbandingan kerja JII dengan Indeks saham konvensional di BEJ, mengukur *Risk Adjustment Return Index* melalui *Sharpe index*, *Treynor index*, *Jensen Index*. Penelitian ini menunjukkan hasil pergerakan yang konsisten terhadap kinerja JII yang mampu bersaing dan berada di posisi ke dua setelah kinerja LQ45, namun lebih tinggi dibanding IHSG dan indeks lainnya yang keberadaannya telah lama di BEI. Hasil ini menunjukkan anggapan semula yang diduga bahwa pembatasan investasinya pada saham-saham akan mengurangi kesempatan mencapai kinerja yang lebih baik, tetapi pandangan *screening process* justru menghasilkan kinerja baik dan perlu dipertimbangkan sebagai salah satu bentuk investasi syariah.

Penelitian Millah (2008) dengan menggunakan sampel sebanyak 48 sampel untuk masing-masing indeks dalam penelitian tersebut, hasil analisis menyatakan bahwa, tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara return JII dan LQ45 dalam kondisi pasar *bullish* maupun *bearish*.

Awaludin (2005) meneliti aplikasi metode Indeks Tunggal untuk penentuan portofolio optimal saham-saham Syariah di BEJ, hasil penelitian menyebutkan bahwa portofolio optimal syariah mempunyai kinerja yang lebih baik dari pada portofolio pembandingnya yaitu JII, ILQ45 dan IHSG. Walaupun demikian, dari 32 saham syariah yang masuk ke dalam portofolio optimal, ternyata hanya 5 saham yang masuk secara konsisten ke dalam kelompok JII. Hal ini membuktikan bahwa JII tidak layak dijadikan acuan bagi investor yang ingin melakukan investasi sesuai syariah.

Kurnia (2008) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa Hasil perhitungan Sharpe, Treynor dan Jensen Index, memperlihatkan adanya keunggulan kinerja portofolio syariah dibandingkan kinerja konvensional, lebih lanjut hasil uji statistik (*Paired Simple T Test*) menunjukkan bahwa kinerja portofolio syariah tidak berbeda signifikan dari kinerja portofolio konvensional. Namun hal yang berbeda seperti disebutkan Nuraini (2007) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa dari hasil analisa data didapatkan bahwa tidak ada perbedaan antara kinerja portofolio optimal saham JII dengan saham non-JII baik dilihat dari indeks Sharpe, Treynor maupun Jensen. Hal ini ditunjukkan dengan nilai t-hitung yang tidak signifikan. Selain itu, kinerja portofolio optimal saham JII tidak lebih baik daripada saham non-JII yang ditunjukkan dengan nilai t-hitung yang tidak signifikan.

Setelah JII terbentuk pada 3 Juli 2000, selanjutnya pada tanggal 13 Juli 2007 dan bertepatan dengan ulang tahun pasar modal ke 30, BEJ meluncurkan Indeks Kompas 100.

Adapun proses pemilihan 100 saham yang masuk dalam perhitungan indeks Kompas 100 ini memperhitungkan faktor likuiditas, kapitalisasi pasar dan kinerja fundamental dari saham-saham tersebut.

Munculnya Kompas 100 sebagai indeks terbaru diharapkan dapat memberi manfaat bagi para investor, pengelola portofolio serta *fund manager*, sehingga dapat digunakan sebagai acuan dalam menciptakan kreatifitas (inovasi) pengelolaan dana yang berbasis saham, yakni adanya acuan (*benchmark*) baru bagi investor untuk melihat ke arah mana pasar bergerak dan kinerja portofolio investasinya.

Selama tiga tahun terakhir pelaku pasar di BEI memiliki respon yang cukup positif terhadap indeks JII. Salah satu faktor penting yang dijadikan pertimbangan oleh para investor adalah aspek fundamental saham JII dinilai sangat baik dan konsisten pertumbuhannya. Sekalipun terkena imbas krisis ekonomi global, ketiga puluh anggota JII relatif menunjukkan kinerja yang memuaskan kendati sempat terpukul pada dua kuartal pertama 2009.

Berdasarkan penjelasan seperti pada latarbelakang masalah tersebut diatas dan belum konsistennya hasil penelitian ini, sehingga penelitian ini menjadi penting untuk dilakukan dan ditemukan solusi pemecahan permasalahan investasi pada portofolio optimal.

METODE ANALISIS

Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah saham-saham *go public* yang *listed* di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian. Penarikan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan *purposive sampling*.

Adapun kriteria penarikan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Saham perusahaan tersebut telah tercatat di BEI
2. Secara berturut-turut selalu masuk ke dalam kelompok masing-masing indeks selama periode penelitian.
3. Perusahaan tersebut selama periode penelitian tidak melakukan *stock split* dan *right issue* yang dapat mempengaruhi harga saham.

Definisi Operasional Variabel

1. Harga saham (Pt) yang digunakan dalam perhitungan adalah harga penutupan (*closing price*) pada perdagangan hari terakhir pada bulan yang diamati.
2. Saham yang tergolong dalam saham JII, LQ 45, dan Kompas 100 adalah saham yang berturut-turut berada dalam indeks dalam setiap periode sesuai dengan kriteria masing-masing indeks
3. Indeks harga saham (JII, LQ 45, Kompas100 dan IHSG) adalah indeks harga saham pada penutupan perdagangan terakhir bulan yang diamati.
4. Dalam penelitian ini yang dijadikan sebagai indeks pasar adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

5. *Return* Aktiva bebas resiko (*Rf*) dalam penelitian ini diwakilkan oleh rata-rata suku bunga SBI tahunan jangka waktu 1 bulan periode Januari 2009 sampai dengan Juli 2010.
6. Kinerja portofolio dinilai dengan memperhitungkan indeks *return* yang disesuaikan dengan resiko (*risk adjusted return index*) yang diukur dengan *index Sharpe*, *index Treynor*, dan *index Jensen*.

Teknik Analisis Data

1. Jenis Penelitian

Penelitian ini menganalisis data sekunder dengan menekankan pada penentuan portofolio optimal dan mengukur kinerja ortofolio optimal yang sudah terbentuk dan membandingkannya dengan portofolio yang menjadi tolok ukur (*benchmark*).

2. Pengujian hipotesis

Untuk menguji hipotesis kedua dilakukan dengan membandingkan *Risk-Adjusted Return Index* dari tiap-tiap portofolio dengan pembanding-nya. Hipotesis diterima apabila secara nominal nilai *Risk-Adjusted Return Index* portofolio optimal JII yang sudah dibentuk lebih besar dari pembandingnya, dirumuskan sebagai berikut :

Tabel 1. *Alpha*, *Beta* dan varian *residual error*

No	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan	α	β_i	σ_{ie}^2
1	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	0.12788	0.653979	0.046193
2	GGRM	Gudang Garam Tbk	0.09549	0.645655	0.017996
3	GJTL	Gajah Tunggal Tbk	0.0718	0.829215	0.019604
4	ADRO	Adaro Energy Tbk.	0.06915	0.353093	0.01978
5	KLBF	Kalbe Farma Tbk	0.06468	0.976873	0.019037
6	HEXA	Hexindo Adiperkasa Tbk	0.0622	1.423619	0.012524
7	BYAN	Bayan Resources Tbk	0.02496	2.448033	0.037992
8	TMPI	Agis Tbk	0.00436	2.700776	0.228566
9	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	0.03155	1.374934	0.007697
10	SMRA	Summarecon Agung Tbk	0.01146	2.049746	0.00613
11	ASII	Astra International Tbk	0.02936	1.359559	0.004532
12	UNTR	United Tractor Tbk	0.02921	1.287079	0.00459
13	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	0.01415	1.679058	0.023271
14	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	-0.0004	2.07679	0.01703
15	CTRS	Ciputra Surya Tbk	0.02687	1.225307	0.021838
16	GZCO	Gozco Plantation Tbk	0.00562	1.751817	0.013384
17	SMCB	Holcim Indonesia Tbk	0.01634	1.422768	0.013172
18	INTP	Indocement Tunggal Prakasa Tbk	0.03101	0.950693	0.004756
19	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk	-0.011	1.981539	0.009455
20	ELSA	Elnusa Tbk	-0.0256	2.25354	0.029968
21	BBKP	Bank Bukopin Tbk	0.00177	1.588295	0.013269
22	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk	0.04318	0.583818	0.007768

Hipotesis diterima apabila :

$$S_{p1} > [S_{p2}; S_{p3}]$$

$$T_{it} > [T_{p2}; T_{p3}]$$

$$J_{it} > [J_{p2}; J_{p3}]$$

$$a_{it} > [a_{i2}; a_{i3}]$$

Keterangan :

S_p = Sharpe index portofolio I [1 = portofolio optimal JII, 2 = portofolio LQ 45, 3 = portofolio optimal Kompas 100]

T_i = Treynor risk-adjusted return portofolio i

J_i = Jensen risk-adjusted return portofolio i

a_i = Average incremental rate of return portofolio i

Tabel 2. Nilai *cut of rate* pada saham Kompas100

No	Kode	Nama Perusahaan	ERBi	Ai	Bi	$\sum_{j=1}^i A_j$	$\sum_{j=1}^i B_j$	Ci
1	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	0.135635	1.256	9.259	1.256	9.259	0.052
2	GGRM	Gudang Garam Tbk	0.086631	2.007	23.165	3.263	32.424	0.069 C*
3	GJTL	Gajah Tunggal Tbk	0.049066	1.721	35.075	4.984	67.498	0.061
4	ADRO	Adaro Energy Tbk.	0.045707	0.288	6.303	5.272	73.802	0.060
5	KLBF	Kalbe Farma Tbk	0.041308	2.071	50.127	7.342	123.929	0.053
6	HEXA	Hexindo Adiperkasa Tbk	0.041044	6.642	161.818	13.984	285.747	0.047
7	BYAN	Bayan Resources Tbk	0.027902	4.401	157.741	18.385	443.488	0.040
8	TMPI	Agis Tbk	0.021968	0.701	31.913	19.086	475.401	0.039
9	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	0.018575	4.562	245.598	23.648	720.999	0.032
10	SMRA	Summarecon Agung Tbk	0.017803	12.202	685.396	35.850	1406.395	0.025
11	ASII	Astra International Tbk	0.016656	6.793	407.818	42.643	1814.213	0.023
12	UNTR	United Tractor Tbk	0.01488	5.370	360.880	48.013	2175.093	0.022
13	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	0.013175	1.596	121.150	49.609	2296.243	0.021
14	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	0.012481	3.161	253.258	52.770	2549.502	0.021
15	CTRS	Ciputra Surya Tbk	0.011408	0.784	68.752	53.554	2618.254	0.020
16	GZCO	Gozco Plantation Tbk	0.009672	2.218	229.299	55.772	2847.553	0.019
17	SMCB	Holcim Indonesia Tbk	0.008802	1.353	153.674	57.125	3001.227	0.019
18	INTP	Indocement Tunggal Prakasa Tbk	0.005765	1.096	190.053	58.221	3191.281	0.018
19	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk	0.005484	2.277	415.282	60.498	3606.563	0.017
20	ELSA	Elnusa Tbk	0.003917	0.664	169.463	61.161	3776.026	0.016
21	BBKP	Bank Bukopin Tbk	0.003508	0.667	190.116	61.828	3966.142	0.016
22	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk	0.001338	0.059	43.879	61.887	4010.021	0.015

HASIL ANALISIS

1. Menghitung α (α), risiko sistematik atau β (β) dan varian $residual\ error$ (σ_{ei}^2) masing-masing saham.

Hasil perhitungan dapat disajikan pada tabel di atas ;

Berdasarkan tabel di atas dapat dijelaskan bahwa α (α) tertinggi adalah Charoen Pokphand Indonesia Tbk dan nilai α (α) terendah dimiliki oleh Elnusa Tbk, β tertinggi di miliki oleh Agis Tbk. kemudian β terendah dimiliki oleh Adaro Energy Tbk.. Lebih lanjut varian $residual\ error$ paling tinggi dimiliki oleh AGIS Tbk. sedangkan varian $residual\ error$ terendah dimiliki oleh Astra International Tbk. Semakin tinggi β maka semakin besar pula risiko pengaruh pergerakan pasar terhadap saham.

2. Menghitung nilai Ci (Ci terbesar akan dijadikan *cut off rate*) dan mengidentifikasi saham yang mempunyai nilai $ERBi > C^*$

Selanjutnya setelah sekuritas-sekuritas telah diurutkan berdasarkan nilai $ERBi$ terbesar ke nilai $ERBi$ yang terkecil kemudian dilakukan perhitungan nilai Ci, Ci adalah nilai C untuk sekuritas ke-i yang merupakan perbandingan antara varian return pasar dengan sensitivitas *return* individual terhadap *return* varian saham. Berdasarkan model indeks tunggal dapat disajikan hasil perhitungan Ci seperti pada Tabel 2.

Tabel 3 Nilai *cut of rate* pada saham LQ45

No	Kode	Nama Perusahaan	ERBi	Ai	Bi	$\sum_{j=1}^i A_j$	$\sum_{j=1}^i B_j$	Ci
1	ADRO	Adaro Energy Tbk.	0.045707	0.288	6.303	0.288	6.303	0.014
2	KLBF	Kalbe Farma Tbk	0.041308	2.071	50.127	2.359	56.431	0.033
3	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	0.018575	4.562	245.598	6.921	302.029	0.022
4	ASII	Astra International Tbk	0.016656	6.793	407.818	13.713	709.846	0.019
5	UNTR	United Tractor Tbk	0.01488	5.370	360.880	19.083	1070.726	0.018
6	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk	0.012481	3.161	253.258	22.244	1323.985	0.017
7	SMCB	Holcim Indonesia Tbk	0.008802	1.353	153.674	23.597	1477.659	0.016
8	INTP	Indocement Tunggul Prakasa Tbk	0.005765	1.096	190.053	24.693	1667.713	0.015
9	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk	0.005484	2.277	415.282	26.970	2082.995	0.013
10	ELSA	Elnusa Tbk	0.003917	0.664	169.463	27.634	2252.458	0.012

Tabel 2 menunjukkan bahwa Gudang Garam Tbk adalah perusahaan yang berdasarkan urutan terbesar memiliki nilai *Excess Return to Beta* ERB lebih besar terakhir dibandingkan dengan Ci, selanjutnya C^* adalah yang dijadikan *cut of rate* dalam pembentukan portofolio berdasarkan emiten yang masuk dalam indeks *kompas100*. Hasil menunjukkan terdapat dua perusahaan yang dapat dievaluasi lebih lanjut, yaitu Gudang Garam Tbk, Charoen Pokphand Indonesia Tbk, perusahaan-perusahaan tersebut bergerak dalam industri yang berbeda.

Menunjukkan hasil yang berbeda dibandingkan dengan indeks Kompas100, nilai *cut of rate* pada portofolio yang dibentuk berdasarkan indeks LQ45 adalah sebesar 0,033 dengan ERB sebesar 0.041308, yang dihasilkan dari emiten Kalbe Farma Tbk, hasil menunjukkan hanya terdapat dua perusahaan yang dapat dievaluasi lebih lanjut yaitu Kalbe Farma Tbk dan Adaro Energy Tbk.

Nilai *cut of rate* yang dibentuk portofolio berdasarkan model indeks tunggal pada indeks *Jakarta Islamic Indeks* (JII) adalah sebesar 0,032 dengan ERB sebesar 0,041308 yang dihasilkan dari emiten Kalbe Farma Tbk. Hanya satu-satunya perusahaan yang dapat dilakukan evaluasi lebih lanjut adalah Kalbe Farma Tbk

Tabel 4 Nilai *cut of rate* pada saham JII

No	Kode	Nama Perusahaan	ERBi	Ai	Bi	$\sum_{j=1}^i A_j$	$\sum_{j=1}^i B_j$	Ci	
1	KLBF	Kalbe Farma Tbk	0.041308	2.071	50.127	2.071	50.127	0.032	C*
2	ASII	Astra International Tbk	0.016656	6.793	407.818	8.863	457.945	0.019	
3	INTP	Indocement Tunggal Prakasa Tbk	0.005765	1.096	190.053	9.959	647.999	0.015	
4	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk	0.005484	2.277	415.282	12.236	1063.281	0.011	
5	ELSA	Elnusa Tbk	0.003917	0.664	169.463	12.900	1232.744	0.010	

Pengujian Hipotesis

Perbandingan kinerja portofolio optimal saham JII, LQ45 dan Kompas100 dapat disimpulkan seperti pada tabel diatas. Hipotesis yang menyatakan bahwa kinerja portofolio optimal saham JII lebih baik dari Kompas100 dan LQ45 adalah ditolak. Hal ini dibuktikan dengan nilai indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jensen saham Kompas100 lebih besar dari saham JII dan LQ45.

Nilai indeks Sharpe untuk saham Kompas100 sebesar 3.121, ini lebih besar bila dibandingkan dengan saham JII sebesar 0.031 dan LQ45 sebesar 1.650. Hasil tersebut menunjukkan bahwa portofolio optimal saham Kompas100 mempunyai kinerja yang lebih

Tabel 5 Perbandingan Kinerja Portofolio

Keterangan	Portofolio		
	Kompas100	LQ45	JII
<i>Return</i>	0.142	0.098	0.101
<i>Rf</i>	0.069	0.069	0.069
<i>Beta</i>	0.650	0.665	1.168
Standar Deviasi	0.023	0.017	1.000
<i>Sharpe index</i>	3.121	1.650	0.031
<i>Treynor index</i>	0.111	0.042	0.027
<i>Jensen index</i>	0.042	-0.002	-0.022

baik dibandingkan dengan portofolio saham LQ45 dan JII. Sedangkan nilai indeks Treynor untuk Kompas100 sebesar 0.111, ini lebih besar bila dibandingkan dengan saham JII sebesar 0.027 dan LQ45 sebesar 0.042, hasil tersebut menunjukkan bahwa portofolio optimal saham Kompas 100 mempunyai kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan saham JII dan saham LQ45.

PEMBAHASAN

Hasil analisis data menunjukkan terdapat 2 saham yang memiliki nilai ERB yang lebih besar dari Ci yaitu Charoen Pokphand Indonesia Tbk, dan Gudang Garam Tbk. Saham tersebut terbentuk oleh portofolio Kompas100, sementara itu berdasarkan saham LQ45 terdapat dua perusahaan yang dapat dijadikan portofolio berdasarkan model indeks tunggal yaitu Kalbe Farma Tbk dan Adaro Energy Tbk. Hasil yang sedikit berbeda dalam pembentukan portofolio optimal berdasarkan model indeks tunggal pada *Jakarta Islamic Index* (JII) hanya menghasilkan satu perusahaan yaitu Kalbe Farma Tbk.

Pembentukan portofolio berdasarkan tiga indeks yang berbeda menghasilkan hasil pembentukan portofolio yang berbeda, hal ini didasarkan pada perusahaan yang masuk dalam kategori indeks yang dipersyaratkan, serta hasil pembentukan portofolio optimal berdasarkan model indeks tunggal. Lebih lanjut ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan *return* saham pada saham-saham yang masuk dalam portofolio optimal berdasarkan tiga indeks Kompas100, LQ45 maupun JII. Hal ini dibuktikan dengan hasil Uji *Mann-Whitney* menunjukkan nilai sigifikansi lebih besar dari 0,05.

Hal ini sejalan dengan penelitian Sudaryanto, 2001. Penelitian ini membandingkan *Single Index Model* dengan *Mean Varian Model* pada pemilihan portofolio optimal saham LQ45 Bursa Efek Indonesia, hasil menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* dan risiko yang dihasilkan terhadap portofolio yang dihasilkan baik dengan *Single Index Model* maupun *Mean Varian Model*.

Berdasarkan analisis terhadap kinerja portofolio dihasilkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa kinerja portofolio optimal saham JII lebih baik dari Kompas100 dan LQ45, adalah ditolak. Hasil serupa diperoleh dalam penelitian Kurniawan dan Purnama, 2001 meneliti perbandingan kinerja portofolio pada LQ 45 dan non LQ 45 menggunakan *t-test* memperlihatkan hasil bahwa Indeks *Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen* selalu konsisten menunjukkan bahwa portofolio dari LQ45 bekerja lebih efisien dibandingkan dengan saham non LQ45.

Hasil penelitian sejenis menyebutkan dari hasil analisa data didapatkan bahwa tidak ada perbedaan antara kinerja portofolio optimal saham JII dengan saham non-JII baik dilihat dari indeks *Sharpe*, *Treynor* maupun *Jensen*. Hal ini ditunjukkan dengan nilai *t-hitung* yang tidak signifikan. Selain itu, kinerja portofolio optimal saham JII tidak lebih baik daripada saham non-JII yang ditunjukkan dengan nilai *t-hitung* yang tidak signifikan (Nuraini, 2010).

Evaluasi kinerja mempunyai dua masalah mendasar

1. Banyaknya observasi yang dibutuhkan untuk mencapai hasil yang signifikan meskipun ketika rata-rata dan variansnya konstan.
2. Perubahan parameter ketika portofolio dikelola secara aktif menyebabkan evaluasi kinerja secara akurat sepenuhnya tidak mungkin.

Meskipun kesulitan kesulitan tujuan ini tidak dapat diatasi sepenuhnya, jelas sekali bahwa untuk mendapatkan ukuran kinerja yang dapat diandalkan kita perlu melakukan hal-hal berikut ini:

1. Memaksimalkan jumlah observasi dengan mengambil sumber imbal hasil yang lebih sering.
2. Menentukan susunan portofolio yang tepat untuk mendapatkan estimasi risiko yang lebih baik pada setiap periode observasi.

Berdasarkan hasil penelitian ini dapat direkomendasikan bahwa, untuk mengetahui komposisi portofolio yang pasti dapat dilakukan evaluasi setiap hari, karena imbal hasil harian dari setiap sekuritas tersedia, maka imbal hasil harian total atas portofolio dapat dihitung. Selanjutnya, komposisi portofolio yang pasti memungkinkan evaluator untuk membuat estimasi karakteristik risiko (*varians, beta, varians residu*) setiap hari. Sehingga, imbal hasil yang disesuaikan terhadap risiko setiap hari tersedia didapatkan. Meskipun ukuran statistik satu hari, secara statistik tidak akan dapat diandalkan, jumlah hari dengan data yang kaya seperti itu dapat diakumulasikan dengan cepat. Evaluasi kinerja yang memperhitungkan seringnya revisi di dalam komposisi portofolio adalah lebih unggul, sejauh untuk evaluasi yang mengasumsikan karakteristik yang konstan selama periode pengukuran.

KESIMPULAN

Hasil perbandingan kinerja portofolio optimal antara portofolio optimal yang terbentuk berdasarkan saham tergolong indeks Kompas 100, Indeks LQ 45 dan Jakarta Islamic Indeks (JII) menunjukkan hasil bahwa kinerja portofolio optimal saham JII tidak lebih baik dari Kompas100 dan LQ45.

Dalam berinvestasi sebaiknya investor melakukan analisis portofolio terlebih dahulu untuk memutuskan saham yang menjadi target investasi, sehingga tujuan berinvestasi untuk memperoleh keuntungan maksimal dapat tercapai. Investor dapat memilih saham yang masuk dalam portofolio optimal Kompas100 untuk berinvestasi hal ini selain portofolio tersebut memiliki kinerja yang baik, saham yang masuk indeks Kompas100 memiliki fundamental yang kuat serta kinerja perusahaan yang baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Awaludin, Amin. 2005. *Aplikasi metode Indeks Tunggal untuk Penentuan Portofolio Optimal pada saham-saham syariah di Bursa efek Jakarta*. Skripsi. Fakultas Ekonomi, Universitas Jenderal Soedirman, Purwokerto. (Tidak Dipublikasikan).
- Ayatullah, Agam. 2003. *Analisa Perbandingan Kinerja Jakarta Islamic Index dengan Indeks saham Konvensional di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis, IPB, Bogor. (Tidak Dipublikasikan).
- Bursa Efek Indonesia, 2008. *Buku Panduan Indeks Harga saham Bursa Efek Indonesia*. Bursa Efek Indonesia, Jakarta.

- Fakhrudin, M dan Hadiano, S. P. 2001. *Perangkat dan Model Analisis Investasi di Pasar Modal*. Buku 1, PT. Elexmedia Computindo, Jakarta.
- Husnan, Suad. 1993. *Dasar-Dasar Teori Portofolio; Analisis Sekuritas di Pasar Modal*. Edisi Pertama, Cetakan Pertama, Penerbit UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Istiqomah, Nur, Lana. 2008. Analisis Portofolio Optimal Pada Saham LQ 45 Dengan Menggunakan Indeks Tunggal. www.google.co.id.
- Indriantoro, Nur dan Supomo, Bambang. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*. Edisi Pertama, Cetakan Kedua. BPFE, Yogyakarta.
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga, Cetakan Pertama, Penerbit BPFE, Yogyakarta.
- Kurnia, Sari. 2008. Analisis Kinerja Portofolio Syariah dan Konvensional (Perbandingan Indeks Syariah dan Konvensional). PFEUGM. Yogyakarta
- Lestari, Sri. 2003. *Analisa Tingkat Rasionalitas Investor dalam Pemilihan Saham dan Penentuan Portofolio Model Indeks Tunggal di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Program Pascasarjana, Universitas Jenderal Soedirman, Purwokerto. (Tidak Dipublikasikan).
- Millah, Iffatal. 2008. Analisis Perbandingan Kinerja Investasi Portofolio Pasar Modal Syari'ah dengan Pasar Modal Konvensional. Tesis Program Pascasarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (Tidak dipublikasikan).
- Muttaqin. 2008. *Telaah Kritis Pasar Modal Syariah*. www.google.co.id
- Nuraini, Inayati. 2007. Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio Optimal antara Saham JII dengan Saham Non JII Berdasarkan Model Indeks Tunggal. Fakultas Syariah UIN Sunan Kalijaga. Yogyakarta.
- Risnawati, Yeprimar. 2007. *Analisis Investasi dan Penentuan Portofolio Saham Optimal di Bursa Efek Indonesia (Studi Komparatif Penggunaan Model Indeks Tunggal dan Model Random pada Saham LQ 45)*. www.google.co.id.
- Sunariyah. 2000. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi ke-dua, Penerbit UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Suryantini, Santi. 2007. *Perbedaan Kinerja Portofolio Berdasarkan Strategi Portofolio Aktif dan dan Pasif Pada Saham LQ 45 di BEJ*. Buletin Studi Ekonomi. Vol. 12 No. 3 Tahun 2007.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama, Cetakan Pertama, Penerbit BPFE, Yogyakarta.

Todi, Kurniawan. 2008. *Volatilitas Saham Syariah (Analisa atas Jakarta Islamic Index)*, KARIM Bussiness Consulting (Special Edition).