

Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio Saham - Saham *Jakarta Islamic Index* Pada Pasar *Bullish* Dan *Bearish*

Jose Hadita

Alumnus Program Studi Bisnis dan Manajemen Islam
STEI Tazkia

M. Rizal Taufikurohman, M.Si,

Staf Pengajar Program Studi Bisnis dan Manajemen Islam
STEI Tazkia

Abstrak

Perkembangan ekonomi yang berbasis syariah Islam di Indonesia merupakan suatu realita yang menggembirakan bagi umat muslim. PT. BEI telah mewadahi sarana investasi syariah dalam Jakarta Islamic Index (JII). Sebagaimana indeks yang lain, JII dalam perjalanannya juga mengalami fluktuasi dan dapat dikatakan mengalami kondisi bullish dan kondisi bearish. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui apakah dalam setiap perubahan kondisi pasar perlu disusun portofolio saham baru agar mempunyai kinerja yang optimal. Dengan menggunakan portofolio optimal berbasis single index model disusunlah 3 buah portofolio saham untuk 3 kondisi pasar yang berbeda, yaitu: (1) portofolio yang disusun untuk menghadapi kondisi pasar apapun, (2) portofolio yang disusun untuk menghadapi kondisi pasar bullish, dan (3) portofolio yang disusun untuk menghadapi kondisi pasar bearish. Kinerja ketiga portofolio saham diukur dalam Treynor Index. Dari uji beda rata-rata kinerja yang dilakukan pada tiga periode yang berbeda ternyata untuk menghadapi kondisi pasar yang berubah (bullish/bearish) perlu dilakukan penyesuaian portofolio agar diperoleh kinerja yang optimal. Portofolio saham yang dipersiapkan untuk menghadapi pasar bullish mempunyai kinerja yang lebih baik dibanding 2 portofolio lainnya. Kondisi paradok terjadi justru ketika portofolio yang dipersiapkan untuk menghadapi pasar bearish ternyata tidak mempunyai kinerja yang superior ketika kondisi pasar bearish. Model portofolio optimal berbasis single index model dapat menghasilkan portofolio optimal dengan kinerja yang baik ketika diterapkan untuk pasar bullish, namun tidak cocok untuk membuat portofolio yang digunakan untuk menghadapi pasar bearish.

JEL Classification : G10, G11

Kata kunci: pasar bullish, pasar bearish, portofolio optimal, kinerja portofolio, Treynor Index.

1. Pendahuluan

1.1 Latar Belakang

Di dunia pasar modal, kegairahan umat Islam Indonesia dalam berkegiatan ekonomi yang berbasis syariah semakin terwadahi dengan diluncurkannya *Jakarta Islamic Index* (JII) oleh PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada pertengahan 2000. *Jakarta Islamic Index* (JII) mencakup seluruh

emiten yang kegiatan usahanya memenuhi ketentuan tentang hukum syariah (Aruzzi dan Bandi, 2003). Kriteria-kriteria saham-saham emiten yang masuk dalam JII ditetapkan oleh Dewan Pengawas Syariah (DPS).

Pada dasarnya investasi syariah merupakan investasi yang *profit/loss sharing* karena Islam melarang praktek bunga (*riba*) yang selalu menuntut imbal hasil tanpa memandang debitor untung atau rugi. Dengan semakin maraknya industri investasi syariah, baik di Indonesia maupun di Malaysia, banyak pula cara untuk melakukan investasi keuangan yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah Islam. Salah satunya adalah membeli Efek Syariah. Efek Syariah mencakup Saham Syariah, Obligasi Syariah, Reksadana Syariah, Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Asset (KIK EBA) Syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip syariah. Investasi dengan pemilikan Efek Syariah dapat dilakukan di pasar modal baik secara langsung pada saat penawaran perdana, maupun melalui transaksi perdagangan sekunder di bursa. Dalam melakukan investasi di pasar modal setidaknya investor harus memperhatikan dua hal yaitu: keuntungan yang diperoleh dan risiko yang mungkin terjadi.

Portofolio saham dimaksudkan untuk menghilangkan risiko yang tidak sistematis agar diperoleh *return* yang maksimal pada tingkat risiko tertentu. Namun informasi yang dihasilkan dari analisis portofolio bersifat jangka pendek, oleh sebab itu membutuhkan analisis yang berkelanjutan agar mendapatkan informasi yang relevan. Dengan kata lain, ungkapan tersebut menyarankan adanya analisis portofolio dilakukan secara berkelanjutan dengan mempertimbangkan kondisi pasar. Hal ini sesuai dengan sifat rasional investor yang cenderung menjadi *risk averse*, yaitu menghindari risiko dalam berinvestasi.

Dalam rangka menjawab masalah portofolio yang dikaitkan dengan perubahan kondisi pasar maka diperlukan adanya ukuran kinerja untuk mengukur seberapa baik kinerja portofolio yang telah disusun dibanding dengan kinerja portofolio lain yang dijadikan *benchmark*. Meskipun beberapa teknik pengukuran kinerja portofolio bersifat relatif, namun hasilnya dapat dijadikan acuan dalam membuat keputusan pemilihan investasi selanjutnya. Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio saham optimal yang disusun dengan mempertimbangkan kondisi pasar *bullish* dan kondisi pasar *bearish* dibanding dengan kinerja portofolio saham yang disusun tanpa membedakan kondisi pasar di JII dan perbedaan yang signifikan antara kinerja portofolio saham optimal.

2. Tinjauan Pustaka

2.1. Pasar Modal Syariah Indonesia

Pasar modal syariah adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek dimana seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya

dipandang telah sesuai dengan syariah apabila telah memenuhi prinsip-prinsip syariah dan ditunjukkan dengan mempunyai surat pernyataan kesesuaian syariah yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional Indonesia (fatwa no: 40/DSN-MUI/X/2003). Adapun fungsi dari keberadaan pasar modal syariah Metwally (1995) dalam Sula dan Mufti (2008) adalah:

1. Memungkinkan bagi masyarakat beradaptasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan risikonya.
2. Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas.
3. Memungkinkan perusahaan meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya.
4. Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pada pasar konvensional.
5. Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.

2.2 Saham Syariah

Fatwa DSN Indonesia telah memutuskan untuk membolehkan transaksi saham setelah dikeluarkannya fatwa DSN-MUI No.40/DSN-MUI/2003 Lembaga Pengkajian Fiqh yang mengikut Rabithah al Alam al-Islami telah merinci dan menetapkan hukum masing-masing transaksi itu pada pertemuan ketujuh mereka yang diadakan pada tahun 1404 H di Makkah al-

Mukarramah. Sehubungan dengan persoalan ini, majelis telah memberikan keputusan sebagai berikut: Sesungguhnya transaksi instan terhadap saham-saham perusahaan dan badan usaha kalau saham-saham itu memang berada dalam kepemilikan penjual boleh-boleh saja menurut syariat, selama perusahaan atau badan usaha tersebut dasar usahanya tidak haram, seperti bank riba, perusahaan minuman keras dan sejenisnya. Bila demikian, transaksi jual beli saham tersebut menjadi haram. Berikut ketentuan utama saham syariah:

1. Bahwa transaksi instan maupun berjangka terhadap kuitansi piutang dengan sistem bunga yang berbagai macam bentuknya tidaklah dibolehkan menurut syariat, karena semua itu adalah aktivitas jual beli yang didasari oleh riba yang diharamkan.
2. Bahwa transaksi berjangka dengan segala bentuknya terhadap barang gelap, yakni saham-saham dan barang-barang yang tidak berada dalam kepemilikan penjual dengan cara yang berlaku dalam pasar bursa tidaklah dibolehkan menurut syariat, karena termasuk menjual barang yang tidak dimiliki, dengan dasar bahwa ia baru akan membelinya dan menyerahkannya kemudian hari pada saat transaksi. Cara ini dilarang oleh syariat berdasarkan hadits shahih dari Rasulullah, bahwa beliau bersabda: "Janganlah engkau menjual sesuatu yang tidak engkau miliki."

2.3 Jakarta Islamic Index (JII)

Menurut Sula dan Mufti (2008), JII adalah surat-surat yang mewakili kesamaan bagian dalam sebuah perusahaan. Kesamaan yang dimaksud bisa dilakukan dalam perusahaan yang aktivitas bisnisnya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip Islam seperti usaha perjudian, usaha yang mengandung ketidakpastian, dan memproduksi barang-barang yang dilarang dalam hukum Islam seperti bir, dan lain sebagainya. JII dibuat sebagai *benchmark* untuk menghitung performa bagian investasi berbasis syariah sehingga bisa lebih meyakinkan investor tentang ekuitas syariah.

Adapun komponen yang menjadi pedoman *Jakarta Islamic Index* menurut Huda dan Nasution (2007) adalah sebagai berikut:

1. Memilih saham yang jenis usahanya tidak bertentangan dengan prinsip hukum syariah dan sudah tercatat selama tiga bulan (kecuali termasuk ke dalam 10 saham berkapitalisasi besar)
2. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahunan berakhir yang memiliki kewajiban terhadap aktiva maksimal 90%.
3. Memilih 60 saham dari susunan diatas berdasarkan kepada unsur rata-rata kapitalisasi pasar (*market capitalization*) terbesar selama satu tahun terakhir.
4. Memilih 30 saham berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata tingkat perdagangan satu tahun terakhir. Evaluasi terhadap komponen indeks dilakukan enam bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan Juli setiap tahunnya. Sedangkan perubahan pada jenis usaha emiten akan di-*monitoring* secara terus-menerus berdasarkan data publik yang tersedia.

2.4 Pengukuran Kinerja Portofolio Saham

Jobson dan Korkie (1988:74) mendefinisikan pengukuran kinerja (*performance measurement*) sebagai menempatkan suatu nilai ordinal pada informasi marginal yang dimiliki oleh *informed trader*, yang berpartisipasi dalam suatu *atomistic market*, dengan *trader* lain yang mempunyai sedikit informasi dibanding informasi-informasi yang dimanfaatkan oleh *informed trader*. Effendi dan Muafi (2001:5) mengutip Suad Husnan yang menyatakan terdapat empat parameter yang bisa digunakan sebagai ukuran kinerja portofolio, baik yang selalu dikaitkan dengan risiko total maupun risiko sistematis. Parameter tersebut adalah :

1. *excess return to variability measure*;
2. *differential return* dengan deviasi standar sebagai risiko;
3. *excess return to beta*;
4. *differential return* dengan beta sebagai ukuran risiko.

Semakin tinggi nilai Treynor Index suatu portofolio mengindikasikan semakin tinggi kinerjanya. Secara matematis Treynor indeks dirumuskan :

$$TI_p = \frac{(R_p - R_f)}{\beta_p}$$

TIP = *Treynor Index*

RP = *Return* portofolio

Rf = *Return* bebas risiko

β P = beta portofolio

2.5 Kondisi Pasar *Bullish* dan *Bearish*

Jones dalam Tandelilin (2001:261) mendefinisikan pasar *bullish* sebagai suatu kecenderungan pergerakan naik (upward trend) yang terjadi di pasar modal. Hal ini ditandai dengan kecenderungan peningkatan harga-harga saham (indeks pasar) yang mampu menembus nilai di atas harga (indeks pasar) sebelumnya, ataupun kalau ada penurunan harga tidak sampai melewati batas harga (indeks) terbawah yang terjadi sebelumnya. Sedangkan istilah pasar *bearish* diartikan sebaliknya, yaitu kecenderungan pergerakan turun (downward trend) yang terjadi di pasar modal. Indikasinya adalah jika harga (indeks) baru gagal menembus batas tertinggi harga sebelumnya, atau jika penurunan harga (indeks) yang terjadi mampu menembus batas bawah harga (indeks) yang terjadi sebelumnya. Clinebell et.al (1993:16) memberikan beberapa alternatif definisi pasar *bullish* dan *bearish* dari beberapa literatur, yaitu :

1. Bull and Bear Markets (BB), yaitu bulan dimana harga-harga saham meningkat dikelompokkan sebagai *bullish*, sedangkan sebaliknya bulan dimana harga-harga saham turun diartikan sebagai *bearish*. Klasifikasi ini sensitif terhadap kecenderungan pasar.
2. Up and Down Markets (UD). Bulan-bulan dimana tingkat *return* pasar menunjukkan nilai negatif dikelompokkan sebagai down markets. Up markets adalah bulan dimana tingkat *return* pasar tidak menunjukkan nilai negative (nonnegative). Pendekatan ini mengabaikan kecenderungan pasar dan memperlakukan setiap bulan secara independen.
3. Substantial Up and Down Months (SUD). Pendekatan ini menggunakan ukuran standar deviasi *return* pasar sebagai pembatas antara substantial up movement dan substantial down movement.

2.6 Penelitian Terdahulu

Hasil penelitian terdahulu dapat dirangkum sebagaimana dalam Tabel 2.1. berikut:

Tabel 2.1. Hasil Penelitian Terdahulu

<i>Peneliti</i>	<i>Judul</i>	<i>Variabel</i>	<i>Hasil Penelitian</i>
Yaacob dan Yakob (2002)	A Study on Portfolio Diversification Using Islamic- Approved Stocks in Malaysia	Beta dan <i>Return</i> Saham Alat analisis yang digunakan Treynor Index, Jensen Index untuk mengevaluasi kinerja portofolio optimal	Portofolio optimal yang dibentuk dari Islamic Stocks menunjukkan kinerja yang lebih baik dibanding kinerja pasar. Hasil studi mungkin akan berbeda apabila menggunakan periode yg lebih lama dan sample yg lebih banyak
Harmono (1999)	Analisis Portofolio Saham Untuk Menentukan <i>Return</i> Optimal dan Risiko Minimal (Studi Kasus di PT. Bursa Efek Surabaya 1999)	Beta dan <i>Return</i> Saham. Dengan Menggunakan <i>Single index model</i> untuk membentuk portofolio optimal. Periode penelitian 1999	<i>Single index model</i> dapat digunakan untuk menyusun portofolio optimal. Analisis portofolio berjangka pendek, shg perlu analisis yg berkelanjutan.
Ibrahim, Ahmad dan Shahnnon (2002)	KLSE Syariah Index: A Study of Performance and Impact of Delisting	Beta dan <i>return</i> saham dalam KLSE dan KLSE CI. Mengukur Kinerja KLSE SI dan Kinerja KLSE CI dengan alat ukur Sharpe Index, Treynor Index dan Jensen Index	membandingkan kinerja KLSE SI dengan KLSE CI pada tiga periode, yaitu sepanjang periode pengamatan, periode pertumbuhan dan periode penurunan. Tidak ada beda antara kinerja KLSE SI dan KLSE CI, dan tidak ada abnormal <i>return</i> saat delisting dari KLSE SI
Lubatkin dan Chatterjee	Extending Modern Portofolio Theory Into The Domain of Corporate Diversification: Does It Apply?	Risiko Sistematis, Risiko Tidak Sistematis, Diversifikasi Perusahaan dan Kondisi Pasar/Siklus Pasar	Pada kondisi pasar <i>bull</i> investasi dilakukan secara agresif sedangkan saat pasar <i>bear</i> cenderung menghindari risiko.
Tandelilin (2001)	Beta Pada Pasar <i>Bullish</i> dan <i>Bearish</i> : Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta	<i>Return</i> dan beta portofolio. Dengan menggunakan model 2 faktor untuk estimasi beta saham	Estimasi beta yang dilakukan dengan dualbeta model menunjukkan hubungan yang signifikan antara beta dengan <i>return</i> dibanding dengan menggunakan <i>single index model</i> .
Conover; H.	An Analysis of the Cross Section of	EREITS <i>Returns</i> , Beta. Menggunakan varying-	Tidak ditemukan adanya relasi yang signifikan antara <i>return</i>

Friday Dan Howton (2000)	<i>Return</i> for EREITS Using a Varying-Risk Beta Model	risk beta model	dengan beta yang konstan. Beta dapat menjelaskan secara signifikan hanya pada pasar kondisi <i>bullish</i> .
Clinebell, Squires dan Stevens (1993)	Investment Performance Over Bull and Bear Markets: Fabozzi and Francis Revisited	<i>Return</i> , alpha dan beta portofolio. Dengan Menggunakan model 2 faktor untuk estimasi beta saham.	Berbeda dengan temuan Fabozzi dan Francis, beta ternyata tidak stabil pada kedua kondisi pasar. Stabilitas Alpha sesuai dengan temuan Fabozzi dan Francis.

2.7 Hipotesis Penelitian

Adapun pada penelitian ini terdapat buah hipotesis tentang kinerja portofolio saham, yaitu

$$H_0 : t_A = t_B = t_C$$

Perbandingan Portofolio saham A, B, dan C mempunyai kinerja yang sama baik disusun dengan mempertimbangkan periode kondisi pasar overall, *bullish* dan *bearish*,

$$H_1 : t_A \neq t_B$$

Perbandingan Portofolio saham A dan B mempunyai kinerja yang berbeda secara signifikan yang disusun dengan mempertimbangkan periode kondisi pasar overall, *bullish* dan *bearish*,

$$H_2 : t_A \neq t_C$$

Perbandingan Portofolio saham A dan C mempunyai kinerja yang berbeda secara signifikan yang disusun dengan mempertimbangkan periode kondisi pasar overall, *bullish* dan *bearish*,

$$H_3 : t_B \neq t_C$$

Perbandingan Portofolio saham B dan C mempunyai kinerja yang berbeda secara signifikan yang disusun dengan mempertimbangkan periode kondisi pasar overall, *bullish* dan *bearish*,

3. Metodologi Penelitian

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis Data

Data yang dipergunakan untuk penelitian ini merupakan data sekunder. Data yang dikumpulkan untuk penelitian ini yang terdiri atas :

1. Data harga saham pada penutupan akhir bulan pada *Jakarta Islamic Index* (JII) tahun 2007 - 2009 yang masuk dalam kriteria sampel;

2. Data akhir bulan *Jakarta Islamic Index* (JII) periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2009 guna mengukur *return* pasar.

Sumber Data

Data yang diperlukan untuk diolah dalam penelitian ini diambil dari beberapa sumber, yaitu:

1. Data transaksi harian BEI pada situs www.idx.co.id;
2. Data suku bunga SBI pada situs www.bi.go.id;
3. IDX Statistics terbitan PT. Bursa Efek Jakarta.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi

Pada dasarnya obyek penelitian ini adalah saham-saham yang masuk dalam *Jakarta Islamic Index* (JII), dengan demikian populasi penelitian ini adalah emiten-emiten yang masuk kategori JII dalam kurun waktu 36 bulan pengamatan (6 periode) sejak Januari 2007 sampai dengan Desember 2009. Ada 66 emiten yang pernah masuk dalam JII selama kurun waktu tersebut.

Sampel

Untuk menghindari bias penelitian karena masuknya saham-saham yang *infrequent trading* mengingat banyaknya saham-saham yang tidur di Bursa Efek Jakarta, maka digunakan metode purposive sampling, yaitu metode pemilihan sampel dengan kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

1. Masuk kategori JII minimal dalam 4 periode dalam kurun waktu antara Januari 2007 sampai dengan Desember 2009;
2. Tidak melakukan *company action* (*stock split*, *stock dividend* dan *right issue*) selama Januari 2007 sampai dengan Desember 2009. Berdasarkan kriteria di atas, maka diperoleh 19 saham sebagai sampel dari 66 saham populasinya.

3.3 Definisi Operasional Variabel

- 1) Kondisi Pasar; Kondisi pasar adalah kondisi pasar sebagaimana dimaksud oleh Jones (1996) yang dibedakan menjadi dua jenis, yaitu kondisi pasar *bullish* dan kondisi pasar *bearish*.
- 2) Penyusunan Portofolio
- 3) Kinerja Portofolio; Pengukuran kinerja portofolio yang digunakan dalam penelitian ini adalah Treynor Index.

3.4 Analisis Dan Uji Hipotesis

Setelah data diolah, maka disusunlah tiga buah portofolio saham dari saham-saham yang masuk kelompok sampel, yaitu:

1. Portofolio saham optimal yang disusun tanpa membedakan kondisi pasar;
2. Portofolio saham optimal yang disusun dengan mempertimbangkan kondisi pasar *bullish*;
3. Portofolio saham optimal yang disusun dengan mempertimbangkan kondisi pasar *bearish*.

4. Hasil Dan Pembahasan

4.1. Analisis Deskriptif

Berdasarkan hasil analisis, menyajikan statistik deskriptif *return* dari Portolio Saham A, Portofolio Saham B, Portofolio Saham C dan Pasar (JII). Dengan melakukan perbandingan *return* pada 3 (tiga) periode pengamatan yang berbeda ternyata secara umum menghasilkan *return* rata-rata portofolio saham yang lebih baik dibandingkan *return* rata-rata pasar (JII).

Analisis Faktual

Hal ini sesuai dengan ungkapan “the high risk the high *return*”. Hasil ini sejalan dengan pendapat Speidel et.al (Yacoob dan Yakob, 2002:66) yang menyatakan bahwa semakin tinggi risiko suatu portofolio akan semakin tinggi *return* yang akan diperoleh dalam jangka panjang. Total risiko terendah dimiliki oleh Portofolio Saham B sebesar 9,155 dengan *return* maximum sebesar 22,298% dan *return* minimum –15,803%. Meskipun portofolio ini mempunyai total risiko yang relatif rendah tetapi diimbangi dengan mean *return* yang relatif rendah pula dibanding dengan mean *return* Portofolio Saham A.

Sedangkan Portofolio Saham C mempunyai total risiko tertinggi sebesar 12,669. Nilai tersebut juga melebihi total risiko pasar yang sebesar 7,431. Kondisi paradoks terjadi pada portofolio ini dimana risiko yang besar ternyata hanya menghasilkan mean *return* terkecil dibanding mean *return* portofolio pembanding dan pasar.

Analisis Deskriptif Periode Pengamatan Pasar *Bullish*

Secara umum, bulan *bullish* dapat dikatakan sebagai bulan keuntungan, karena investor sedang optimis terhadap kinerja pasar dan selayaknya semua saham maupun portofolio saham memperoleh *return* positif pada pasar *bullish* tersebut. *Return* pasar (JII) selalu menghasilkan nilai positif, kondisi ini menggambarkan sebagian besar saham JII memberikan keuntungan positif bagi investornya dengan *return* rata-rata pasar sebesar 9,682%. Namun kondisi pasar yang bagus ini tidak dapat dinikmati oleh seluruh portofolio saham hasil eksperimen.

Tabel 4.1

**Hasil Analisis Deskriptif Data *Return* Portofolio Saham
(Periode Pengamatan Bulan *Bullish*) Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
PORTOFOLIO A	16	1,873	26,090	11,522	7,512	56,427
PORTOFOLIO B	16	2,333	22,298	10,613	6,075	36,908
PORTOFOLIO C	16	-4,627	24,252	8,734	7,981	63,704
JII	16	3,396	17,157	9,682	4,728	22,353
Valid N (listwise)	16					

Sumber : Data sekunder yang sudah diolah

Analisis Faktual

Dari analisis deskriptif menunjukkan bahwa portofolio saham yang disusun dengan mempertimbangkan kondisi pasar *bullish* tidaklah memberikan *return* tertinggi apabila dibandingkan dengan portofolio saham lainnya.

Analisis Deskriptif Periode Pengamatan Pasar *Bearish*

Ketika pengamatan dilakukan pada periode *bearish* (20 bulan), ketiga portofolio hasil eksperimen yang disusun memberikan mean *return* yang negatif, namun mean *return* ketiga portofolio tersebut masih lebih baik dibanding mean *return* pasar yang sebesar -2,294%.

**Tabel 4.2 Hasil Analisis Deskriptif Data *Return* Portofolio Saham
(Periode Pengamatan Bulan *Bearish*)
Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
PORTOFOLIO A	20	-11,117	12,051	-0,326	7,256	52,652
PORTOFOLIO B	20	-15,803	10,988	-1,945	7,174	51,460
PORTOFOLIO C	20	-18,216	27,068	-1,490	12,265	150,432
JII	20	-13,059	2,881	-2,294	4,118	16,961
Valid N (listwise)	20					

Sumber : Data sekunder yang sudah diolah

Pengukuran Kinerja Portofolio Saham dengan Treynor Index Selama 36 Bulan

Tabel 4.3 Rata-Rata dan Beta Portofolio Saham Periode Pengamatan 36 Bulan (*Overall period*)

	Portofolio A	Portofolio B	Portofolio C	JII
Return Rata-Rata	4,940	3,637	3,372	3,028
Beta Portofolio	1,077	0,933	0,668	1,000

Sumber : Data sekunder yang telah diolah

Data Tabel 4.8 tersebut menunjukkan bahwa beta portofolio (β P) terbesar dimiliki oleh Portofolio Saham A sebesar 1,077 diikuti oleh Portofolio Saham B dengan beta sebesar 0,933 dan terakhir Portofolio Saham C dengan beta terkecil sebesar 0,668.

Uji Hipotesis

Atas dasar hasil pengujian hipotesis-hipotesis dapat dirangkum hasil uji ketiga hipotesis yang diaplikasikan dalam 3 periode pengamatan yang berbeda sebagaimana tersaji dibawah ini:

Tabel 4.4 Rangkuman Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Periode Pengamatan	Nilai t_{hitung}	Nilai t_{tabel} <i>Two-tail</i>	P(T ≤ t) <i>Two-tail</i>	Keterangan
H₁	<i>Overall period</i>	1,08752	2,03011	0,28424	H ₁ ditolak
	<i>Bullish Period</i>	4,84660	2,13145	0,00011	H ₁ diterima
	<i>Bearish Period</i>	2,02398	2,09302	0,05727	H ₁ ditolak (marjinal)
H₂	<i>Overall period</i>	-0,04852	2,03011	0,98157	H ₂ ditolak
	<i>Bullish Period</i>	2,84651	2,13145	0,01225	H ₂ diterima
	<i>Bearish Period</i>	-0,78915	2,09302	0,43979	H ₂ ditolak
H₃	<i>Overall period</i>	-0,35676	2,03011	0,72341	H ₃ ditolak
	<i>Bullish Period</i>	7,78703	2,13145	1,099E-06	H ₃ diterima
	<i>Bearish Period</i>	1,03360	2,09302	0,31430	H ₃ ditolak

Sumber : Data sekunder yang telah diolah.

Ketika pengujian kinerja portofolio saham dilakukan sepanjang periode pengamatan (36 bulan) ternyata dari ketiga portofolio tidak memberikan perbedaan kinerja (dalam *Treynor Index*) yang signifikan. Pengujian kinerja portofolio saham yang dilakukan selama periode bulan *bullish* memberikan hasil sebagaimana diperkirakan. Portofolio Saham B mampu menunjukkan kinerja (dalam *Treynor Index*) yang lebih baik dibanding dengan kinerja 2 portofolio saham pembanding.

Ketika pengujian kinerja portofolio dilakukan pada saat pasar kondisi *bearish* ternyata ketiga portofolio saham tidak menunjukkan perbedaan kinerja (dalam Treynor Index) yang signifikan sehingga ketiga hipotesis ditolak.

Analisis Faktual

Secara umum, masalah yang dihadapi oleh investor dalam menentukan kandidat portofolio untuk dua kondisi pasar yang berbeda dapat terjawab dari hasil penelitian ini. Meskipun pasar dalam kondisi *bullish*, investor tetap harus menentukan portofolio optimal yang sesuai dengan kondisi pasar tersebut agar diperoleh hasil yang optimal pula. Sedangkan dalam menghadapi pasar *bearish*, investor sebaiknya bersikap menunggu karena pada pasar kondisi *bearish* tidak dapat dibentuk suatu portofolio optimal yang berbasiskan *single index model*.

5. Kesimpulan Dan Saran

5.1 Kesimpulan

1. Penyusunan portofolio optimal berbasiskan *single index model* menyajikan model yang sama dengan perilaku investor secara umum. Hal ini terlihat pada jumlah saham pembentuk portofolio saham sesuai dengan kondisi pasar. Pada kondisi pasar sedang *bullish*, jumlah saham kandidat portofolio relatif banyak (12 saham) dibanding dengan jumlah portofolio saham yang disusun tanpa membedakan kondisi pasar sebanyak 8 saham dan 2 saham ketika pasar bearish.
2. Pengujian Hipotesis 1 (H1) membuktikan bahwa terdapat perbedaan kinerja secara signifikan antara portofolio saham yang disusun tanpa membedakan kondisi pasar (Portofolio Saham A) dibanding dengan portofolio saham yang disusun untuk menghadapi pasar *bullish* (Portofolio Saham B) ketika pengujian dilakukan pada periode bulan-bulan *bullish*.
3. Pengujian Hipotesis 2 (H2) membuktikan bahwa kinerja portofolio saham yang dipersiapkan untuk menghadapi pasar *bearish* (Portofolio Saham C) ternyata tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan dibanding dengan kinerja portofolio saham yang disusun tanpa membedakan kondisi pasar (Portofolio Saham A) apabila pengujian dilakukan pada periode 36 bulan dan periode bearish.
4. Pengujian Hipotesis 3 (H3) membuktikan bahwa ketika pengujian dilakukan pada bulan *bullish* ternyata terdapat perbedaan kinerja yang signifikan antara kinerja portofolio saham yang dipersiapkan untuk pasar *bullish* (Portofolio saham B) dibanding kinerja portofolio saham yang dipersiapkan untuk pasar bearish (Portofolio Saham C).

5.2 Saran

1. Model pembentukan potofolio optimal selain model yang berbasis *single index model*, misalnya portofolio optimal model *expected utility*. Dalam pengukuran kinerja portofolio disarankan juga menggunakan *Treynor Index* dengan *confidence interval*.

2. Disarankan dalam penelitian mendatang menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang sehingga pengaruh kondisi pasar bisa lebih signifikan terhadap kinerja portofolio optimal.
3. Memperluas populasi, tidak hanya sebatas saham-saham yang masuk kategori JII saja tetapi juga saham-saham di luar JII namun memenuhi syarat secara syariah Islam.
4. Untuk memperbanyak saham-saham yang dapat dijadikan kandidat portofolio disarankan seluruh populasi dijadikan sampel penelitian.

Daftar Pustaka

- Achsien, H. Iggi. 2003, *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*, PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Aruzi, M. Iqbal dan Bandi, 2003, *Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Rasio Profitabilitas, dan Beta Akuntansi Terhadap Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta*, Proceeding Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya.
- Atta, Hajara, 2000, *Ethical Rewards: An Examination of The Effect of Islamic Ethical Screens on Financial Performance and of Conditioning Information on Performance Measures*, MSc Dissertation University of Durham
- Auliyah, Robiatul dan Ardi Hamzah, 2006, *Analisa Karakteristik Perusahaan Industri dan Ekonomi Makro Terhadap Return dan Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta*, Simposium Nasional Akuntansi 9, Padang 23-26 Agustus 2006.
- Bank Indonesia, 2004, www.bi.go.id, 14 Juli 2010.
- Brown, Stephen J.; William N. Goetzmann; and Alok Kumar, 1998, *The Dow Theory: William Peter Hamilton's Track Record Reconsidered*, The Journal of Finance, Vol. LII, No. 4, August 1998
- Campbell, John Y. and Luis M. Viceira, 1999, *Consumption and Portfolio Decisions When Expected Returns Are Time Varying*, The Quarterly Journal of Economics, May
- Chen, Zhiwu and Peter J. Knez, 1996, *Portfolio Performance Measurement: Theory and Applications*, The Review of Financial Studies, Summer 1996, Vol.9, No.2
- Clinebell, John M.; Jan R Squires and Jerry L. Stevens, 1993, *Investment Performance Over Bull and Bear Markets: Fabozzi and Francis Revisited*, Quarterly journal of Business and Economics, Autumn, Vol. 31 No. 4
- Conover, Mitchell C.; H. Swint Friday and Shelly W. Howton, 2002, *An Analysis of the Cross Section of Returns for EREITs Using a Varying-Risk Beta Model*, Real Estate Economics, Vol 28 No. 1

- Elton, Edwin J. and Martin J. Gruber, 1995, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis 5th Edition*, John Wiley & Sons, Inc; New York
- Effendi, M. Irhas dan Muafi, 2001, *CAPM: Berbagai Kajian Terhadap Model dan Peranannya dalam Pengukuran Kinerja Portofolio*, Usahawan No. 07 Th. XXXX, Juli 2001
- Faaf, R.W. and R.D. Brooks, 1998, *Time-Varying Beta Risk for Australian Insdustry Portfolios: An Exploratory Analysis*, Journal of Business
- Finance & Accounting, 25(5) & (6), June/July 1998 Harmono, 1999, *Analisis Portofolio Saham untuk Menentukan Return Optimal dan Risiko Minimal (Studi Kasus di PT Bursa Efek Surabaya 1999)*,
- Simposium Nasional Akuntansi II Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution, 2007, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, Jakarta: Penerbit Prenada Media Group.
- Husnan, Suad, 1998, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi ketiga, Cetakan Pertama, Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Ibrahim, Haslindar; Zamri Ahmad and Suhaimi Shahnnon, 2002, *KLSE Syariah Index: A Study of Performance and Impact of Delisting*, Proceedings for The Fourth Annual Malaysian Finance Association Sympisiom
- Jobson, J.D. and Bob M. Korkie, 1988, *The Trouble with Performance Measurement: Comment*, The Journal of Portfolio Management, Winter
- Jogiyanto, 2003, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Edisi 3)*, BPFE, Yogyakarta
- Jones, Charles P, 2000, *Investment Analysis and Management*, Tenth Edition, New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Laila, Dina Nur Amalia, 2008, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Harga Saham Pada Jakarta Islamic Index*, Skripsi Program Studi Bisnis dan Manajemen Syariah STEI TAZKIA Bogor: Tidak diterbitkan.
- Lubatkin, Michael and Sayan Chatterjee, 1994, *Extending Modern Portfolio Theory into The Domain of Corporate Diversification: Does It Apply?*, Acdemy of Management Journal, Vol. 37 No. 1
- McGowan Jr, Carl B.; Henry W. Collier; and Colin M. Young, 1992, *Optimal Portfolio Selection: A Pedagogical Note*, Manajerial Finance, Vo. 18 No.2
- Morey, Matthew R. and Ricard C. Morey, 2000, *An Analytical Confidence Interval for the Treynor Index: Formula, Conditions and Properties*, Journal of Business Finance & Accounting, 27 (1) & (2), January/March 2000
- Nafik, Muhammad, 2009, *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, PT. Serambi Ilmu Semesta, Jakarta.
- Santoso, Singgih, 2001, *Buku Latihan SPSS Parametrik*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta

- Sugiyono, 1999, *Statistika untuk Penelitian*, CV. Alfabeta, Bandung
- Sula, Muhammad Syakir dan Aries Mufti, 2008, *AMANAHA BAGI BANGSA “Konsep Sistem Ekonomi Syariah”* Jakarta: Penerbit Masyarakat Ekonomi Syariah.
- Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, Cetakan Pertama, Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- _____, 2001, *Beta pada Pasar Bullish dan Bearish: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 16, No.3
- Vasilellis, George A. and Nigel Meade, 1996, *Forecasting Volatility for Portfolio Selection*, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 23 No. 1
- Wulan, 2005, *Pengaruh Variabel-variabel Fundamental dan Teknikal Terhadap Harga Saham*, Jurusan Ekonomi Pembangunan FE-UM.
- Yaacob, Mohd Hasimi and Noor Azuddin Yakob, 2002, *A Study on Portfolio Diversification Using Islamic-Approved Stocks in Malaysia*, Proceedings for The Fourth Annual Malaysian Finance Association Symposium