

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Ibadah haji merupakan salah satu rukun Islam yang hukumnya wajib dilakukan bagi setiap Muslim yang mampu. Kemampuan melaksanakan ibadah haji diukur dari beberapa hal seperti mampu secara fisik atau dalam keadaan yang sehat, serta dari aspek keuangannya mulai dari persiapan sebelum, saat di embarkasi tanah air, saat di tanah suci (bekal berupa ongkos penginapan, makan, dan kebutuhan insidental lainnya), hingga kepulangan kembali ke tanah air. Selain itu, kemampuan keuangan pribadi calon jemaah juga dilihat dari kecukupan nafkah bagi keluarganya selama ditinggal berhaji.

Pemerintah melalui Undang-Undang Nomor 34 Tahun 2014 membentuk Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) sebagai lembaga yang memiliki mandat untuk melakukan pengelolaan keuangan haji yang bertujuan untuk memberikan nilai manfaat optimal bagi jemaah haji dan kemaslahatan umat. Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) hadir sebagai bagian integral ekosistem haji untuk mendukung aspirasi jemaah dan calon jemaah haji Indonesia untuk menyempurnakan ibadah haji, utamanya dari sisi pengelolaan keuangan haji. Keuangan haji itu sendiri merupakan semua hak dan kewajiban pemerintah yang dapat dinilai dengan uang terkait penyelenggaraan ibadah haji serta semua kekayaan dalam bentuk uang atau barang yang dapat dinilai dengan uang sebagai akibat pelaksanaan hak dan kewajiban tersebut, baik yang bersumber dari jemaah

haji maupun sumber lain yang sah dan tidak mengikat (UU 34, 2014). Pengelolaan keuangan haji berasaskan prinsip syariah, prinsip kehati-hatian, manfaat, nirlaba, transparan, dan akuntabel agar menghasilkan nilai manfaat optimal bagi jemaah dan calon jemaah.

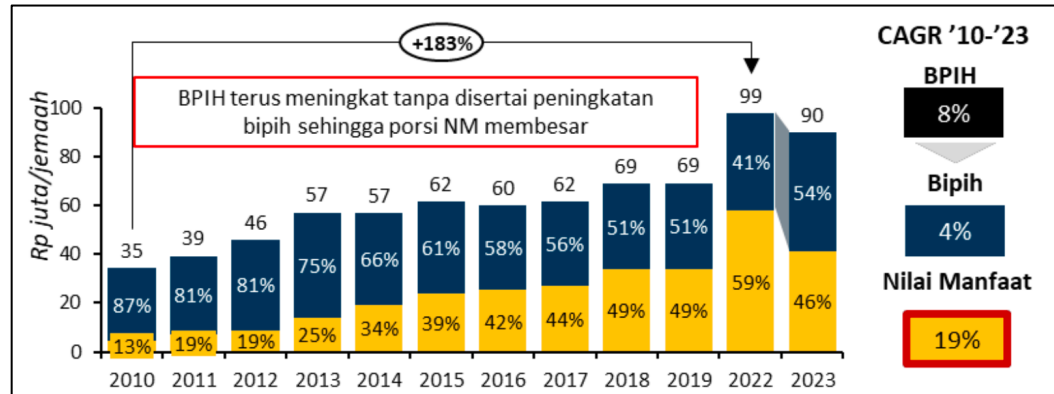
Terdapat 2 istilah kunci terkait biaya haji, yang pertama adalah Biaya Penyelenggaraan Ibadah Haji (BPIH) yang merupakan biaya yang digunakan untuk operasional biaya penyelenggaraan ibadah haji, atau disebut biaya riil keseluruhan per jemaah. Istilah kedua adalah Biaya Perjalanan Ibadah Haji (Bipih) yang merupakan biaya yang terdiri dari setoran awal dan setoran lunas yang harus dibayarkan calon jemaah haji. Adapun Bipih yang dibayarkan jemaah tersebut belum mencakup keseluruhan biaya yang ada.

Sumber pemenuhan BPIH adalah dari setoran awal dan setoran lunas (Bipih), dan dari nilai manfaat/hasil *return* investasi dari kegiatan pengelolaan keuangan haji yang dilakukan oleh BPKH.

BPIH	Dibayarkan oleh Jemaah (Bipih)	Setoran Awal	Setoran awal senilai Rp 25 Juta rupiah untuk mendapatkan porsi haji
		Setoran Lunas	Setoran Lunas dbayarkan sebelum keberangkatan oleh calon Jemaah haji. Besaran Setoran Lunas baru dapat ditetapkan setelah total Biaya Penyelenggaraan Ibadah Haji (BPIH) ditetapkan.
	Dibayarkan dari hasil <i>return</i> investasi BPKH	Nilai Manfaat Virtual Account (NMVA)	NMVA berasal dari hasil pengelolaan keuangan haji oleh BPKH. NMVA didistribusikan kepada calon Jemaah haji melalui rekening VA. NMVA dapat menjadi pengurang Setoran Lunas calon Jemaah haji.
		Nilai Manfaat (NM)	NM dari hasil pengelolaan keuangan haji oleh BPKH untuk menutupi selisih biaya BPIH dengan Bipih (SA+SL+NMVA)

Gambar 1. 1 Sumber Pemenuhan Biaya Penyelenggaraan Ibadah Haji (BPIH)
Sumber : bpkh.go.id, diolah

Dalam menjalankan amanahnya, BPKH perlu memperhatikan kemampuan dana haji untuk mendukung pelaksanaan ibadah haji secara berkelanjutan. Aspek keberlanjutan tersebut menjadi perhatian serius di tengah fakta dan data yang ada bahwa sejak 10 tahun terakhir, tidak ada kenaikan setoran awal jemaah haji, sedangkan secara total biaya, BPIH selalu mengalami kenaikan yang signifikan dengan *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) tahun 2010 - 2023 sebesar 8%, naik hampir 3 kali lipat dari tahun 2010 yang sebesar Rp 35.000.000 menjadi sekitar Rp 90.000.000 di tahun 2023, bahkan sempat mencapai angka Rp 99.000.000 di tahun 2022. BPIH terus meningkat tanpa disertai peningkatan setoran awal yang dibayarkan jemaah, sedangkan jika dilihat dari sisi total yang dibayar jemaah (setoran awal dan setoran lunas), kenaikannya hanya memiliki CAGR sebesar 4% dari tahun 2010 - 2023. Sehingga porsi nilai manfaat yang diperlukan untuk menutup BPIH semakin besar, dengan CAGR sebesar 19% dari tahun 2010 - 2023.



Gambar 1. 2 Peningkatan BPIH, Bipih, dan Nilai Manfaat BPKH

Sumber : BPKH, 2023.

Data di atas menunjukkan adanya indikasi disrupsi / gangguan terhadap aspek keberlanjutan keuangan haji. Belum pernah dilakukannya penyesuaian setoran awal jemaah meskipun di sisi lain BPIH selalu meningkat, menyebabkan porsi nilai manfaat di dalam BPIH mengalami tren kenaikan untuk menutupi selisih antara BPIH dengan Bipih dan mencapai titik tertingginya pada tahun 2022 sebesar 59%. Porsi nilai manfaat yang semakin besar mengakibatkan jumlah dana yang diambil dari akumulasi nilai manfaat juga semakin besar. Akumulasi nilai manfaat yang dikonsentrasikan kepada jemaah haji yang akan berangkat di tahun berjalan berisiko mengurangi cadangan akumulasi nilai manfaat untuk memenuhi biaya bagi jemaah haji tunggu yang berangkat di masa mendatang yang mana biaya tersebut diprediksi terus meningkat seiring dengan kenaikan komponen-komponen biaya haji.

Meski memiliki tanggung jawab untuk menjamin keberlanjutan keuangan haji, di beberapa sisi strategis BPKH justru tidak memiliki kewenangan yang cukup, seperti

halnya pada persoalan penetapan besaran setoran awal dan setoran lunas jemaah haji, serta perhitungan usulan BPIH yang merupakan bagian kewenangan dari Kementerian Agama dengan melalui persetujuan dari Dewan Perwakilan Rakyat Republik Indonesia (DPR RI).

Berdasarkan uraian di atas, jelas bahwa *return* investasi BPKH merupakan hal yang sangat perlu untuk ditingkatkan, karena berbeda dengan regulasi penentuan BPIH dan besaran setoran Biph yang berada di luar kendali BPKH, upaya peningkatan *return* investasi masih berada dalam lingkup kendali BPKH, meski tentu saja dalam melakukan kegiatan investasi, terdapat beberapa ketentuan dan regulasi yang mengatur. Berdasarkan laporan keuangan BPKH, pada tahun 2023 BPKH mencatatkan nilai manfaat / *return* sebesar 10.93 Triliun atau sebesar 6.55% dari total dana kelolaan. Sedangkan jika melihat data 5 tahun terakhir, *average return* BPKH berada di angka 6.04%. Tingkat *return* tersebut relatif rendah dan masih memiliki potensi peningkatan terutama jika BPKH mencoba mencari pendekatan / strategi lain dalam pengelolaan investasinya. Tanpa peningkatan *return* investasi yang cukup, BPKH akan terus menghadapi tantangan dalam menutupi kenaikan Biaya Penyelenggaraan Ibadah Haji (BPIH) yang terus meningkat setiap tahun.

Salah satu cara untuk mencapai peningkatan *return* investasi adalah dengan pengelolaan portofolio yang optimal. Pengelolaan portofolio yang optimal akan memungkinkan BPKH untuk mengalokasikan dananya secara lebih efisien, sehingga dapat menghasilkan imbal hasil yang lebih tinggi dengan risiko yang

terkelola dengan baik. Dalam hal ini, diversifikasi portofolio menjadi sangat penting. Diversifikasi portofolio memungkinkan pengelolaan dana yang lebih baik dengan menggabungkan berbagai instrumen investasi yang memiliki korelasi rendah atau negatif satu sama lain. Dengan cara ini, risiko total portofolio dapat dikurangi tanpa mengorbankan imbal hasil yang diharapkan. Dalam portofolio yang terdiversifikasi, risiko yang tersisa adalah risiko sistematis, yaitu risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Risiko sistematis disebut juga dengan risiko pasar karena mempengaruhi seluruh sekuritas/instrumen investasi. Risiko ini dapat berupa tingkat bunga, keadaan pasar, ataupun tingkat inflasi. Ukuran dari risiko sistematis itu sendiri adalah beta (β). Semakin besar beta suatu sekuritas, makin tinggi risiko sistematis dari sekuritas tersebut (Taliawo & Atahau, 2007).

Untuk menghasilkan nilai manfaat yang lebih baik, BPKH dapat mempertimbangkan investasi pada instrumen saham syariah. Seiring dengan potensi *return*-nya yang lebih tinggi, instrumen ini juga memiliki risiko yang lebih besar. Untuk mengantisipasi hal tersebut, diperlukan identifikasi yang lebih mendalam terhadap potensi *return* dan risiko dengan mengklasifikasikan saham berdasarkan tingkat risiko dan nilai beta-nya. Portofolio yang terdiri dari saham-saham beta tinggi memiliki risiko tidak sistematis yang lebih besar dibandingkan dengan saham-saham yang beta-nya rendah (Taliawo & Atahau, 2007).

Perhatian khusus terhadap risiko investasi sangat relevan mengingat terdapat aturan UU Nomor 34 tahun 2014 dalam pasal 53 ayat (1) yang menyebutkan adanya

ketentuan tanggung renteng atas kerugian akibat penempatan dan/atau investasi keuangan haji yang timbul akibat kelalaian dalam pengelolaannya. Mendalami potensi *return* instrumen saham dengan tetap memperhatikan risikonya diharapkan dapat menjadi solusi. Pengklasifikasian tingkat risiko saham (saham dengan risiko tinggi/rendah) dapat membantu dalam menyeimbangkan alokasi aset secara lebih efektif, sehingga portofolio mampu mengurangi potensi kerugian dan mengoptimalkan imbal hasil. Sejalan dengan itu, beta saham juga berperan penting dalam mengukur sensitivitas suatu saham terhadap pergerakan pasar secara keseluruhan. Saham dengan beta rendah cenderung lebih stabil dan kurang responsif terhadap fluktuasi pasar, sehingga dapat memberikan perlindungan bagi portofolio di saat volatilitas pasar meningkat. Di sisi lain, saham dengan beta tinggi memiliki potensi *return* yang lebih besar namun disertai risiko yang lebih tinggi. Oleh karena itu, dengan mempertimbangkan diversifikasi saham berdasarkan beta dan tingkat risikonya, BPKH diharapkan dapat membangun portofolio yang seimbang yang dapat mencapai imbal hasil optimal namun tetap sesuai dengan prinsip kehati-hatian dalam pengelolaan dana haji.

Melalui pendekatan kuantitatif dan metode analisis data sekunder, penelitian ini akan merumuskan portofolio yang optimal bagi BPKH dengan mengevaluasi instrumen saham sebagai salah satu komponen pembentuk portofolio berdasarkan pengklasifikasian beta dan tingkat risikonya. Dengan pendekatan ini, peneliti diharapkan dapat mengidentifikasi alokasi aset yang optimal dan merumuskan strategi investasi yang lebih tepat.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi bagi BPKH dalam merumuskan kebijakan investasi yang lebih baik, sehingga mampu memberikan nilai manfaat yang lebih besar bagi jemaah haji. Hal ini tidak hanya akan membantu dalam menutupi kenaikan biaya haji yang terus meningkat, tetapi juga memastikan keberlanjutan pengelolaan keuangan haji yang lebih baik di masa depan.

1.2 Rumusan Masalah

Menentukan alokasi aset yang optimal untuk membentuk portofolio yang dapat memberikan imbal hasil maksimal dengan risiko yang terkelola merupakan salah satu tantangan utama BPKH, terlebih dengan fakta yang dihadapi seperti peningkatan biaya penyelenggaraan ibadah haji dan fluktuasi nilai tukar.

Portofolio investasi BPKH saat ini didominasi oleh aset-aset berisiko rendah seperti deposito syariah dan sukuk negara. Meskipun aset-aset ini menawarkan stabilitas, imbal hasil yang dihasilkan mungkin tidak cukup optimal untuk mengimbangi kenaikan biaya haji dan risiko inflasi. Oleh karena itu, perlu dipertimbangkan diversifikasi ke instrumen saham syariah yang memiliki potensi *return* lebih tinggi. Namun, diversifikasi ini harus dilakukan dengan hati-hati mengingat instrumen saham umumnya memiliki risiko yang lebih tinggi.

Salah satu strategi yang dapat diterapkan adalah dengan membentuk portofolio investasi yang optimal dengan mempertimbangkan karakteristik saham

berdasarkan tingkat risiko maupun beta yang dimiliki. Langkah ini dilakukan untuk memastikan bahwa portofolio memiliki kombinasi aset yang seimbang antara saham berisiko tinggi ataupun saham beta tinggi dengan potensi imbal hasil yang lebih besar, dan saham berisiko rendah ataupun saham beta rendah yang relatif memberikan stabilitas dalam menghadapi fluktuasi pasar.

Terdapat beberapa penelitian terdahulu terkait yang terkait di antaranya :

- Penelitian oleh Suhadji Lestiadi pada tahun 2021 berjudul Strategi Alokasi Aset Dana Haji yang Optimal di BPKH menyatakan bahwa Instrumen sukuk negara dan korporasi menjadi alternatif utama dalam strategi alokasi aset dana haji karena lebih stabil dan aman, namun untuk meningkatkan hasil *return* portofolio, perlu dipertimbangkan instrumen lainnya seperti investasi langsung.
- Penelitian oleh Taliawo dan Atahau pada tahun 2007 berjudul Beta dan Implikasinya terhadap Hasil Diversifikasi Saham di Bursa Efek Jakarta menyatakan bahwa investasi dalam portofolio saham dengan beta rendah dapat memberikan manfaat dalam mengurangi risiko portofolio secara keseluruhan dan mengurangi dampak penurunan pasar.
- Penelitian oleh Nurul Reskyana pada tahun 2022 berjudul Estimasi Portofolio Beta Rendah pada Saham-Saham LQ45 menyatakan bahwa Portofolio beta rendah adalah portofolio terbaik dibandingkan dengan portofolio seleksi acak dan portofolio optimal sudut terbesar.

Penelitian sebelumnya terkait portofolio BPKH lebih berfokus pada aset berisiko rendah dan stabil. Di sisi lain terdapat penelitian terkait portofolio saham dengan beta rendah, namun hanya berfokus pada saham konvensional. Penelitian ini bertujuan untuk mengisi *gap* penelitian dengan mengeksplorasi pembentukan portofolio optimal BPKH yang mengintegrasikan saham syariah berdasarkan klasifikasi tingkat risiko dan beta-nya. Dengan mengatasi masalah ini, BPKH diharapkan dapat mengembangkan strategi investasi yang lebih efektif, sehingga mampu mengoptimalkan pengelolaan dana haji di masa depan.

1.3 Pertanyaan Penelitian

Penelitian ini berfokus pada pembentukan portofolio optimal bagi Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) dengan mempertimbangkan klasifikasi risiko dan beta pada instrumen saham syariah. Berdasarkan rumusan masalah yang telah diidentifikasi, pertanyaan penelitian yang akan dijawab melalui penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pembentukan portofolio optimal bagi BPKH dengan menggunakan klasifikasi risiko dan beta pada instrumen saham syariah?
2. Bagaimana kinerja portofolio yang terbentuk dengan mempertimbangkan saham syariah berdasarkan tingkat risiko dan beta-nya?

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan spesifik dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis pembentukan portofolio optimal bagi BPKH dengan menggunakan klasifikasi risiko dan beta pada instrumen saham syariah. Penelitian ini bertujuan untuk merancang portofolio optimal bagi BPKH dengan melakukan analisis terhadap berbagai instrumen investasi seperti sukuk, deposito, emas dan saham. Analisa pada instrumen saham akan dilakukan dengan pengklasifikasian instrumen saham berdasarkan tingkat risiko dan beta yang dimiliki untuk mendapatkan gambaran yang lebih baik bagaimana instrumen saham dapat berkontribusi dalam pembentukan portofolio yang optimal.
2. Mengevaluasi kinerja portofolio yang terbentuk dengan mempertimbangkan saham syariah berdasarkan tingkat risiko dan betanya. Penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi kinerja portofolio yang telah dirancang dengan klasifikasi saham berdasarkan tingkat risiko dan betanya serta menilai sejauh mana portofolio mampu memberikan imbal hasil yang optimal sesuai dengan besaran risiko yang ditanggung.

1.5 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dapat tercapai dari penelitian ini adalah :

1. Teoritis:

Penelitian ini diharapkan dapat menambah literatur mengenai manajemen portofolio dengan fokus pada klasifikasi risiko dan beta pada instrumen saham syariah serta dapat menambah referensi terkait strategi pembentukan portofolio optimal dalam konteks pengelolaan dana haji.

2. **Praktis:** Penelitian ini dapat menjadi referensi praktis bagi pelaku industri keuangan, khususnya BPKH, dalam menyusun portofolio yang optimal. Selain itu, dapat menjadi acuan bagi penelitian selanjutnya terkait manajemen portofolio.

1.6 Lingkup Penelitian

Penelitian ini akan menggunakan data historis *return* dan risiko instrumen dalam 10 tahun terakhir untuk mengevaluasi kinerja berbagai instrumen investasi. Penelitian ini akan dibatasi pada instrumen-instrumen yang diperbolehkan sesuai dengan peraturan perundang-undangan, khususnya Undang-Undang Nomor 34 Tahun 2014 tentang Pengelolaan Keuangan Haji dan Peraturan Pemerintah Nomor 5 Tahun 2018 tentang Pelaksanaan Pengelolaan Keuangan Haji. Fokus penelitian adalah pada pembentukan portofolio optimal bagi Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) dengan mempertimbangkan klasifikasi risiko dan beta pada saham syariah.

1.7 Sistematika Penulisan

Penelitian tesis ini disajikan dalam 5 bagian utama yang saling berkaitan, sebagai berikut:

BAB I : PENDAHULUAN

Bab ini menguraikan latar belakang, rumusan masalah, pertanyaan penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta lingkup penelitian, dengan fokus pada pembentukan portofolio optimal bagi Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) dengan menggunakan klasifikasi risiko dan beta pada instrumen saham syariah.

BAB II : LANDASAN TEORI

Bab ini menjelaskan landasan teori yang digunakan dalam penelitian, termasuk Investasi syariah, Teori Diversifikasi dan Teori Portofolio Modern (*Modern Portfolio Theory*) Markowitz, Teori Capital Asset Pricing Model (CAPM), serta Rasio Sharpe. Teori-teori ini digunakan untuk mendukung analisis dan pengembangan strategi portofolio yang optimal bagi BPKH.

BAB III : METODE PENELITIAN

Bab ini mendeskripsikan pendekatan kuantitatif dengan metode analisis data sekunder yang digunakan dalam penelitian. Langkah-langkah penelitian meliputi deskripsi data yang diperlukan, sumber data, metode pengumpulan data, teknik analisis data seperti Model Markowitz, analisis beta saham, dan rasio Sharpe.

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan menyajikan hasil analisis data yang telah dikumpulkan dan diolah. Hasil penelitian akan dibandingkan dengan teori-teori yang telah dijelaskan di bab landasan teori. Pembahasan akan mencakup pemetaan data *return*, risiko, dan korelasi tiap instrumen investasi yang diteliti, analisis portofolio optimal, dan simulasi atau pengujian kinerja portofolio.

BAB V : KESIMPULAN

Bab ini akan menyajikan temuan utama / kesimpulan dari penelitian, implikasi teoritis dan praktis yang dihasilkan, penjelasan terkait keterbatasan penelitian, serta saran baik bagi BPKH, peneliti selanjutnya, dan juga regulator.