



Apakah Kinerja Saham Syariah Lebih Baik Dibandingkan Saham Non-Syariah pada Tahun 2018-2019?

Eka Maya Sari [✉], Tri Gunarsih
Universitas Teknologi Yogyakarta
e-mail: 02emayasar@gmail.com

Abstrak

Terdapat dua hal yang perlu dipertimbangkan oleh investor jika ingin berinvestasi di pasar modal, yaitu return dan risiko. Investor perlu melakukan diversifikasi dengan pembentukan portofolio saham optimal untuk meraih keuntungan, mengoptimalkan return dan meminimalkan risiko. Penelitian ini menganalisis perbedaan kinerja pembentukan portofolio saham syariah (berdasarkan indeks JII) dan non-syariah (berdasarkan indeks LQ45) dengan menggunakan model indeks tunggal. Saham yang dianalisis adalah saham yang secara konsisten terdaftar pada indeks saham JII dan LQ45 pada bulan Januari 2018-Desember 2019, yaitu sebanyak 35 saham LQ45 dan 25 saham JII. Dari kedua indeks saham tersebut, terdapat tiga saham yang termasuk dalam portofolio optimal saham syariah dan empat saham yang membentuk portofolio optimal saham non-syariah. *Independent sample t-test* pada perhitungan rasio Sharpe, Rasio Jensen, dan Rasio Treynor dilakukan untuk mengetahui perbedaan kinerja kedua portofolio saham. Hasil analisis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan kinerja portofolio saham syariah (JII) dan non-syariah (LQ45).

Kata Kunci: Saham syariah, saham non syariah, indeks tunggal

Abstract

There are two considerations that investors need to notice if they want to invest in the capital market, namely, return and risk. An investor needs to diversify to gain benefits and minimize risk by forming the optimal stock portfolios. This research analyzes the differences between Islamic stock (based on JII) and non-Islamic stock (based on LQ45) stock portfolio investment using the single index model. The samples were consistently listed on the JII and LQ45 stock indices in January 2018-December 2019. There are 35 stocks for the LQ45 stock index and 25 stocks on the JII stock index. Sharia stocks' optimal portfolio comprises three stocks, while the optimal portfolio of non-Islamic stocks shall consist of four stocks. The Independent Sample T-Test was implemented to analyze the differences between the Islamic (JII) and non-Islamic (LQ45) optimal stock portfolios based on the Sharpe Ratio, Jensen Ratio, and Treynor Ratio. The results show that there is no significant difference between Islamic and non-Islamic stocks.

Keywords: Islamic stocks, non-islamic stocks, single index

PENDAHULUAN

Pada era industri 4.0, masyarakat Indonesia perlahan mulai memiliki kesadaran bahwa menabung di bank lebih baik digunakan untuk tujuan jangka pendek dan digunakan sebagai dana darurat karena memiliki likuiditas yang tinggi. Maka dari itu, masyarakat mulai mencari alternatif lain untuk menggerakkan dana mereka demi mendapatkan keuntungan di masa depan, salah satunya melalui investasi. Berdasarkan data dari Globalreligiousfutures (2019), jumlah penduduk Indonesia yang beragama Islam sebesar 209,1 juta jiwa atau 87,2% dari total penduduk Indonesia. Jumlah tersebut merupakan 13,1% dari seluruh umat muslim di dunia. Dengan adanya jumlah penduduk muslim terbanyak, persoalan mengenai halal, haram, dan riba merupakan suatu hal yang dianggap penting bagi kelangsungan hidup masyarakat. Adanya ketidakhalalan suatu produk atau jasa dapat menimbulkan reaksi keras dan sensitif bagi penganut keyakinan tersebut. Reaksi keras yang ditunjukkan oleh masyarakat tersebut tentunya dapat menjadi tolok ukur di mana masyarakat telah memiliki kesadaran yang tinggi terhadap pemilihan produk dan jasa halal di negara mereka.

Menurut Brama & Dewi (2019), jumlah investor retail saham syariah mencapai 61.130 investor per September 2019. Data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) menunjukkan pada Semester 1 tahun 2019, pasar modal tumbuh signifikan dengan jumlah *Single Investor Identification* (SID) non-syariah mencapai 851.622 orang. Jumlah SID tersebut meningkat 17,64% dari kuartal sebelumnya pada tahun 2018. Jumlah SID ini lebih besar 14 kali lipat dibandingkan dengan investor saham syariah. Dalam hal apakah dapat dikatakan bahwa saham Syariah memiliki kinerja lebih buruk dibandingkan saham Non-Syariah, ada beberapa penelitian mengenai kinerja saham syariah dan non-syariah. Penelitian tersebut menghasilkan empat kesimpulan

yang berbeda. Abidin (2010), Mubarak dkk. (2017), dan Kasanah & Worokinasih (2018) menyatakan bahwa kinerja portofolio saham syariah tidak berbeda dengan saham non-syariah. Noviasuty (2011) menyatakan bahwa portofolio saham syariah tidak dapat mengungguli kinerja portofolio saham non-syariah. Djohan dkk. (2014) dan Huda dkk. (2017) menyatakan portofolio saham syariah dapat mengungguli kinerja portofolio saham non-syariah.

Dengan adanya inkonsistensi hasil penelitian sebelumnya, penulis tertarik untuk mengetahui bagaimana komposisi portofolio optimal kedua saham, berapa besarnya proporsi dana tiap saham, dan bagaimana kinerja dari masing-masing portofolio saham. Pembentukan portofolio optimal merupakan salah satu bagian dari usaha diversifikasi dalam menurunkan risiko untuk mengetahui komposisi saham terbaik pada periode waktu tersebut. Penelitian ini menggunakan model indeks tunggal. Hal ini dikarenakan hasil portofolio dalam perhitungan model indeks tunggal tidak jauh berbeda dengan metode *data envelopment analysis* (Kurniawan, 2019). Tujuan dari penelitian ini yaitu untuk mengajak investor dan calon investor berinvestasi dan menaruh minat bukan hanya pada saham non-syariah tetapi juga saham syariah yang mengedepankan prinsip-prinsip islami. Hasil penelitian ini nantinya penting untuk memberikan informasi bagi investor dan meyakinkan mengenai saham terbaik yang dapat mereka jadikan pilihan investasi.

Investasi

Menurut PSAK No.13 per 1 Oktober 2004, investasi merupakan suatu aktiva yang digunakan perusahaan untuk pertumbuhan kekayaan (*acceleration of wealth*) melalui distribusi hasil investasi (seperti bunga, *royalty*, dividen, dan uang sewa), untuk apresiasi nilai investasi atau untuk manfaat lain bagi perusahaan yang berinvestasi seperti manfaat yang diperoleh melalui

hubungan perdagangan (Kurniawan, 2019). Ada dua faktor yang dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan investasi, yaitu tingkat pengembalian (*return*) dan risiko. Investasi dapat dilakukan dalam bentuk aktiva nyata (emas, perak, *real estate*, tanah, dan mesin pabrik) atau investasi dalam bentuk surat berharga atau sekuritas (deposito, saham, dan obligasi).

Saham

Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2011) saham dapat diartikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Investor yang rasional tentunya akan memilih saham yang memiliki risiko terendah dengan *return* tertentu atau *return* tertinggi dengan risiko tertentu. Menurut Hadi (2013), risiko didefinisikan sebagai kemungkinan hasil yang diperoleh menyimpang dari yang diharapkan, sedangkan *return* adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. Risiko saham dibagi menjadi dua, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis portofolio dapat diperoleh dari perkalian antara beta portofolio kuadrat (β_p^2) dengan varian pasar (σ_m). Beta portofolio adalah rata-rata tertimbang dari beta masing-masing saham. Risiko tidak sistematis portofolio (σ_R) dapat diketahui dengan menghitung rata-rata tertimbang varian residu masing-masing saham.

Portofolio Model Indeks Tunggal

Portofolio merupakan kombinasi atau gabungan atau sekumpulan aset, baik berupa *real assets* maupun *financial assets* yang dimiliki oleh investor (Syahyunan, 2015). Ada banyak cara dalam pembentukan portofolio salah satunya yaitu teori portofolio Markowitz yang lebih menekankan pada usaha untuk memaksimalkan *return* ekspektasi (*mean*) dan juga meminimalkan ketidakpastian atau risiko (*variance*). Teori ini digunakan untuk memilih dan menyusun

portofolio optimal. Namun, banyak terjadi masalah dalam perjalanan teori ini seperti terdapat begitu banyak kombinasi aktiva berisiko yang dapat dipilih dan disusun menjadi suatu portofolio. Pada tahun 1963, William F. Sharpe mengembangkan model indeks tunggal (*single index model*) yang merupakan penyederhaan atas model yang dikembangkan oleh Markowitz.

Menurut Hartono (2017) *Excess Return to Beta* (ERB) adalah selisih *return* ekspektasi dengan *return* bebas risiko. ERB digunakan sebagai alat untuk mengukur kelebihan *return* relatif terhadap satu unit risiko yang tidak dapat didiversifikasikan yang diukur menggunakan beta. C_i merupakan perhitungan pembagian antara varian pasar dan *return* premium terhadap *variance error* saham, serta varian pasar dan sensitivitas saham individual terhadap *variance error* saham. Saham-saham yang memiliki ERB lebih besar daripada C_i akan dijadikan kandidat portofolio optimal. Selain itu, ada alternatif model perhitungan portofolio lainnya yang sedang marak digunakan, yaitu model *Data Envelopment Analysis* (DEA). Model ini mempunyai prinsip kerja dengan membandingkan data *input* dan *output* dari suatu organisasi data (*Decision Making Unit*, DMU) dengan data *input* dan *output* lainnya pada DMU yang sejenis. Adanya perbandingan tersebut akan menghasilkan suatu nilai efisiensi. Menurut Kurniawan (2019), tidak terdapat perbedaan *return* portofolio yang signifikan antara pemilihan saham dengan model indeks tunggal dan DEA. Dengan kata lain, tidak ada perbedaan berarti ketika menghitung portofolio optimal menggunakan salah satu model saja.

Kinerja Saham

Perkembangan dari konsep pengukuran kinerja portofolio dimulai sejak tahun 1960-an yang dipelopori oleh William F. Sharpe, Treynor, dan Michael Jensen. Ketiga ukuran ini dikenal dengan istilah *composite* (*risk-*

adjusted) *measure of portfolio performance* karena mengombinasikan risiko dan *return* dalam suatu perhitungan. Penelitian mengenai kinerja saham syariah dan non-syariah telah dilakukan sebelumnya namun menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda. Menurut Muamar (2020), kinerja indeks saham JII dan LQ45 tahun 2019 masih memasuki posisi 13 besar indeks terbaik. Hal ini juga diperkuat dengan penelitian dari Abidin (2010), Mubarak dkk. (2017), dan Kasanah & Worokinasih (2018) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan antara kinerja portofolio saham syariah dan non-syariah yang menggunakan indeks JII dan LQ45 sebagai sampel penelitian. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut.

H: Tidak terdapat perbedaan antara kinerja portofolio optimal saham syariah dengan saham non-syariah

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam perusahaan yang terdaftar dalam LQ45 dan JII pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2018-2019. Sampel dipilih dengan metode *judgement sampling* yang merupakan salah satu bentuk dari *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan adalah (1) perusahaan yang konsisten masuk indeks saham LQ45 dan JII selama periode 2018-2019 dan (2) perusahaan memiliki data yang dibutuhkan dalam penelitian.

Data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan data sekunder. Data tersebut berupa (1) data saham LQ45 dan JII periode 2018-2019 yang diperoleh dari website BEI, (2) *closing price* saham JII, LQ45, dan IHSG bulanan periode 2018-2019 yang diperoleh dari *website* Yahoo! Finance, dan (3) data BI 7-Day (Reverse) Repo Rate yang diperoleh dari *website* Bank Indonesia sebagai *risk-*

free rate. Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini dilakukan dengan studi dokumentasi, yakni teknik pengumpulan data yang tidak langsung ditujukan kepada objek penelitian melainkan dari dokumen.

Untuk menghitung risiko portofolio model indeks tunggal, hanya membutuhkan perhitungan beta dan varian *error* atau residu untuk masing-masing sekuritas serta varian *return* dari *market index*. Sama seperti saham, portofolio juga memiliki ketidakpastian dalam hal risiko dan *return*. Tahapan-tahapan model indeks tunggal yang dilakukan dalam penelitian ini dijabarkan pada bagian selanjutnya.

Menghitung Return Realisasi Masing-masing Saham

Menurut Hartono (2017), *return* realisasi (*realized return*) terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield*. Persamaan (1) menunjukkan formula perhitungan *return* realisasi (R_i).

$$R_i = \frac{\text{Closing Price Saham Bulan Ini} - \text{Closing Price Saham Bulan Sebelumnya}}{\text{Closing Price Saham Bulan Sebelumnya}} \quad (1)$$

Menghitung Return Ekspektasi Masing-masing Saham

Return eskpektasi (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan. (Hartono, 2017). Penelitian ini menggunakan bantuan perangkat lunak Microsoft Excel untuk menghitung *return* ekspektasi.

$$E(R_i) = \text{Average}(\sum R_i) \quad (2)$$

Menghitung Return Realisasi IHSG

Return realisasi IHSG (*return* pasar) merupakan perkiraan tingkat pengembalian investasi yang dicerminkan melalui Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). *Return* pasar dihitung dengan menggunakan Persamaan (3).

$$R_m = \frac{\text{Closing Price IHSG bulan ini} - \text{Closing Price IHSG Bulan Sebelumnya}}{\text{Closing Price IHSG Bulan Sebelumnya}} \quad (3)$$

Menghitung Return Ekspektasi IHSG

Penelitian ini menggunakan bantuan perangkat lunak Microsoft Excel untuk menghitung *return* ekspektasi IHSG.

$$E(R_m) = \text{Average}(\sum R_m) \quad (4)$$

Menghitung Return Aset Bebas Risiko

Return atas aset bebas risiko atau *risk-free rate* (R_f) dicari dan dihitung dari data suku bunga BI 7-Day (Reverse) Repo Rate. Dalam penelitian ini, karena menggunakan data saham bulanan, maka suku bunga BI 7-Day (Reverse) Repo Rate harus dibagi menjadi 12 bulan.

$$R_f = \frac{\sum \text{Tingkat Suku Bunga BI-7 Days Repo Rate Tahunan}}{12} \quad (5)$$

Menghitung Standar Deviasi Masing-masing Saham

Menurut Hartono (2017), standar deviasi (risiko) adalah variabilitas *return* terhadap *return* yang diharapkan. Standar Deviasi (SD) yang digunakan sebagai pengukuran risiko dari *return* realisasi yang dapat dihitung menggunakan program Excel STDEV dari masing-masing saham yang menjadi objek penelitian.

$$\sigma_i = \text{STDEV}(\sum R_i) \quad (6)$$

Menghitung Varian Masing-masing Saham

Varian (σ_i^2) digunakan sebagai pengukuran risiko dalam *return* ekspektasi saham i . Varian dihitung dengan program Excel menggunakan fungsi VAR atau dengan mengkuadratkan standar deviasi.

$$\text{Varian} = \sigma_i^2 \quad (7)$$

Menghitung Beta Saham

Beta merupakan gambaran sensitivitas *return* saham individual terhadap *return* pasar. Penelitian ini menggunakan bantuan perangkat lunak Microsoft Excel untuk menghitung beta saham.

$$\beta_i = \text{Slope}(\sum R_i, \sum R_m) \quad (8)$$

Menghitung Alpha Saham

Alpha menunjukkan besaran *return* saham yang tidak di pengaruhi oleh *return* pasar. Penelitian ini menggunakan bantuan perangkat lunak Microsoft Excel untuk menghitung *alpha* saham.

$$\alpha_i = \text{Intercept}(\sum R_i, \sum R_m) \quad (9)$$

Menghitung Varian Residu Masing-masing Saham

Varian residu merupakan ukuran untuk menilai *error* antara *expected return* dan *actual return* pada masing-masing saham (Hartono, 2017).

$$\sigma_R^2 = \text{Varian Saham} - (\text{Varian Pasar} \times \alpha_i^2) \quad (10)$$

Menghitung Excess Return to Beta

Hartono (2017) menyatakan bahwa *Excess Return to Beta* (ERB) digunakan untuk mengukur kelebihan *return relative* terhadap satu unit risiko yang tidak dapat didiversifikasikan yang diukur dengan beta.

$$\text{ERB}_i = \frac{E(R_i) - R_f}{\beta_i} \quad (11)$$

Menghitung A_j Masing-masing Saham

A_j merupakan suatu aspek perhitungan yang membantu dalam menghitung *Cut off rate* (C_i). Perhitungan A_j membutuhkan nilai perhitungan dari *Expected Return*, *risk-free rate* (R_f), beta saham dan varian residu dari masing-masing saham dengan persamaan sebagai berikut:

$$A_j = \frac{[E(R_i) - R_f] \times \beta_i}{\sigma_R^2} \quad (12)$$

Menghitung B_j Masing-masing Saham

Perhitungan B_j juga merupakan aspek untuk menghitung *Cut off rate* (C_i) yang membutuhkan nilai perhitungan beta saham dan varian residu dengan persamaan sebagai berikut:

$$B_j = \frac{\beta_i^2}{\sigma_R^2} \quad (13)$$

Menghitung *Cutt off Rate*

Cutt off rate (C_i) merupakan titik yang menjadi pembatas atas *return* maksimal yang ingin diperoleh investor untuk menghindari risiko fluktuasi harga saham, sedangkan *Cutt off point* (C^*) yaitu titik batas suatu saham yang masih memiliki nilai ERB yang lebih besar dibandingkan C_i setelah diurutkan nilai ERB dari yang terbesar sampai yang terkecil. Nilai C_i diukur menggunakan formula pada Persamaan (14).

$$C_i = \frac{\text{Varian IHSG} \times \sum A_j}{1 + (\text{Varian IHSG} \times \sum B_j)} \quad (14)$$

Menghitung Proporsi Dana Masing-masing Saham

Proporsi dana (Z_i) masing-masing saham dalam portofolio optimal dapat dihitung dengan program Excel menggunakan fungsi IF atau dengan rumus yang membutuhkan nilai ERB dan C^* seperti pada Persamaan (15).

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma_R^2} (\text{ERB}_i - \text{Cutt off point}) \quad (15)$$

Menghitung Persentase Proporsi Dana

Persentase proporsi dana (W_i) merupakan bobot yang digunakan sebagai pengkali aspek-aspek yang berkaitan dengan portofolio seperti *return* realisasi, *return* ekspektasi, beta, *alpha* dan standar deviasi portofolio. Perhitungan W_i membutuhkan nilai perhitungan proporsi dana yang dapat dilihat pada Persamaan (16).

$$W_i = \frac{Z_i}{\sum Z_i} \quad (16)$$

Teknik Analisis Penilaian Kinerja Portofolio Saham

Pengukuran kinerja portofolio saham pada penelitian ini menggunakan rasio Sharpe, Jensen, dan Treynor. Pengukuran memerlukan data berupa *return* ekspektasi portofolio, standar deviasi, *return* pasar, dan *risk-free rate*. Ketiga ukuran ini dikenal

dengan istilah *composite (risk-adjusted) measure of portfolio performance* karena menggabungkan antara risiko dan *return* dalam suatu perhitungan.

Rasio Sharpe

Rasio Sharpe digunakan untuk membantu investor dalam memahami pengembalian investasi dibanding risikonya. Persamaan (17) menampilkan formula perhitungan rasio Sharpe.

$$R_S = \frac{E(R_{\text{Portofolio}}) - R_f}{\sigma_{\text{Portofolio}}} \quad (17)$$

Rasio Jensen

Rasio Jensen dihitung dari perbedaan antara *return* ekspektasi portofolio yang telah dikurangi *risk-free rate* pada suatu tingkatan risiko sistematis. Persamaan (18) merupakan formula perhitungan rasio Jensen.

$$R_J = (E(R_{\text{Portofolio}}) - R_f) - \beta_{\text{Portofolio}} \times (E(R_m) - R_f) \quad (18)$$

Rasio Treynor

Tujuan dari rasio Treynor adalah untuk menentukan berapa banyak kelebihan pengembalian yang diharapkan akan dihasilkan untuk setiap unit risiko yang diambil oleh portofolio. Persamaan (18) menunjukkan formula perhitungan rasio Treynor.

$$R_T = \frac{E(R_{\text{Portofolio}}) - R_f}{\beta_{\text{Portofolio}}} \quad (19)$$

Independent Sample t-Test

Independent sample t-test dilakukan untuk mengetahui perbedaan *return* ekspektasi dan risiko portofolio saham syariah dan non-syariah. Pengujian ini dilakukan ketika data *return* dan risiko portofolio berdistribusi normal dan memiliki varian yang homogen. Cara menginterpretasikannya adalah dengan melihat nilai signifikansi. Jika nilai signifikansi (Sig.) lebih dari 0,05, maka tidak terdapat perbedaan pada kedua indeks saham. Sebaliknya, jika nilai Sig. kurang dari

0,05, maka terdapat perbedaan antara kinerja saham syariah dan non-syariah.

Uji Kruskal-Wallis

Uji Kruskal-Wallis merupakan uji non-parametrik berbasis peringkat dengan tujuan untuk menentukan adakah perbedaan signifikan secara statistik antara dua atau lebih kelompok sampel independen yang berskala data numerik. Pengujian ini digunakan dalam penelitian untuk menganalisis adanya perbedaan kinerja saham syariah dan non-syariah. Pengujian dilakukan pada rasio Sharpe, Jensen, dan Treynor yang sudah ditransformasi menggunakan *Z-score*. Cara menginterpretasikan uji Kruskal-Wallis sama dengan *independent sample t-test*, di mana hipotesis nol gagal ditolak saat nilai signifikansi lebih dari 0,05.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Komposisi Portofolio Saham Optimal

Perusahaan yang dijadikan sampel penelitian merupakan keseluruhan saham yang merupakan konstituen indeks saham JII dan LQ45 periode 2018-2019. Sampel yang diambil juga berdasarkan kriteria mentoleransi adanya *stock split* dan kesamaan saham antarindeks. Dari sampel 25 saham syariah konstituen indeks JII, hanya tiga saham yang masuk dalam komposisi portofolio optimal. Dari sampel 35 saham non-syariah konstituen indeks LQ45, ditemukan empat komposisi saham terbaik dalam pembentukan portofolio optimal. Tabel 1 menampilkan komposisi portofolio optimal dan proporsi dana saham syariah dan non-syariah.

Tabel 1 menunjukkan bahwa ada beberapa saham yang sama yang masuk ke portofolio optimal saham namun memiliki proporsi dana yang berbeda. Proporsi saham

dari indeks saham non-syariah adalah 27% BRPT, 12% TPIA, 19% ICBP, dan BBKA sebesar 42%. Besarnya proporsi saham dari indeks saham syariah adalah 50% BRPT, 47% ICBP, dan EXCL sebesar 3%.

Tabel 1. Komposisi Portofolio Optimal dan Proporsi Dana

Saham Syariah			Saham Non-Syariah		
Kode Saham	Zi	Wi	Kode Saham	Zi	Wi
BRPT	2,593789	50%	BRPT	2,490924	27%
ICBP	2,434458	47%	TPIA	0,124612	12%
EXCL	0,177919	3%	ICBP	1,722387	19%
			BBKA	3,802351	42%

Perhitungan *Alpha*, *Beta*, *Standar Deviasi*, *Total Risiko*, dan *Return Portofolio*

Return ekspektasi portofolio saham non-syariah sebesar 0,028 per bulan dengan risiko portofolio sebesar 0,012 per bulannya. *Return* ekspektasi portofolio saham syariah sebesar 0,033 per bulan dengan risiko portofolio sebesar 0,014. Hal ini sesuai dengan prinsip “*high risk high return*” sehingga investor dapat mempertimbangkan portofolio mana yang akan dipilih. Berdasarkan Tabel 2, dapat diketahui bahwa hasil *return* saham syariah tidak kalah bagus dengan saham non-syariah.

Tabel 2. Hasil Perhitungan Aspek-Aspek Pendukung Kinerja Saham

Keterangan	Portofolio	
	Saham Syariah	Saham Non-Syariah
<i>Alpha</i>	0,034	0,029
<i>Beta</i>	0,528	0,789
Standar Deviasi	0,096	0,080
Risiko Sitematik ($\beta_p \times \sigma_m$)	0,003	0,004
Risiko Tidak Sistemik ($W_i \times \sigma_R$)	0,011	0,008
Total Risiko	0,014	0,012
Total <i>Return</i>	0,033	0,028

Tabel 3. Hasil Perhitungan Rasio Sharpe, Jensen dan Treynor

Keterangan	Saham Syariah	Saham Non-Syariah
Rasio Sharpe	0,294	0,289
Rasio Treynor	0,054	0,029
Rasio Jensen	0,026	0,019
Hasil Transformasi Z-score		
Rasio Sharpe	1,30450	1,26733
Rasio Treynor	-0,47943	-0,66526
Rasio Jensen	-0,68756	-0,73959

Perhitungan Kinerja Saham Syariah dan Non-Syariah

Kinerja portofolio saham memiliki dasar angka relatif yang tidak dapat dibandingkan secara langsung satu dan lainnya. Hal ini dikarenakan metode pengukurannya berbeda-beda. Oleh karena itu, peneliti mencoba membakukan nilai angka indeks dari ketiga rasio pengukuran kinerja tersebut. Nilai baku akan dihitung dengan masing-masing angka relatif menggunakan metode *standardized* (transformasi *z-score*). Transformasi *z-score*

adalah cara mengonversi nilai data menjadi skor *standardized* yang memiliki nilai *means* sama dengan nol dan standar deviasi sama dengan satu.

Hasil Pengujian *Return* dan Risiko Portofolio Menggunakan *Independent Sample t-Test*

Independent sample t-test digunakan untuk mengetahui apakah nilai *return* dan risiko portofolio memiliki perbedaan secara signifikan atau tidak dengan syarat data penelitian memiliki distribusi normal dan homogen. Tabel 4 menunjukkan hasil bahwa nilai signifikansi *return* dan risiko portofolio masing-masing lebih dari 0,05. Dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan antara *return* ekspektasi dan risiko portofolio saham syariah dan non-syariah periode 2018-2019. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi *return* eskpektasi, sebesar 0,618 dan 0,678, serta risiko portofolio, sebesar 0,587 dan 0,650, yang masing-masing lebih dari 0,05.

Tabel 4. Hasil *Independent Sample t-Test*

Levene's Test for Equality of Variances		Levene's Test for Equality of Variances						
F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% CI of the Difference	
							Lower	Upper
Variabel: <i>Return</i> Ekspektasi (<i>Equal variances assumed</i>)								
4,368	0,091	-0,531	5	0,618	-0,0041233	0,0077642	-0,0240820	0,01583535
Variabel: <i>Return</i> Ekspektasi (<i>Equal variances not assumed</i>)								
		-0,468	2,487	0,678	-0,0041233	0,0088181	-0,0357645	0,02751788
Variabel: Risiko (<i>Equal variances assumed</i>)								
4,703	0,082	-0,580	5	0,587	-0,0016058	0,0027708	-0,0087284	0,00551676
		-0,512	2,522	0,650	-0,0016058	0,00313713	0,1274984,-	0,00953818

Catatan: Pengujian ini sudah diuji normalitas Shapiro-Wilk dan homogenitas dengan hasil data normal dan homogen.

Hasil Pengujian Kinerja Saham Melalui Rasio Sharpe, Treynor dan Jensen

Tabel 5 menunjukkan bahwa nilai *mean rank* rasio Jensen pada saham syariah sebesar 11,67 diikuti oleh rasio Treynor dan Jensen saham non-syariah sebesar 11,25. *Mean rank* terkecil ditemukan pada rasio Sharpe saham syariah dengan nilai 10,33. Selanjutnya, dilakukan uji Kruskal-Wallis untuk mengetahui apakah ada perbedaan di antara enam kategori rasio. Enam kategori rasio ini terdiri dari rasio Sharpe, Treynor, dan Jensen yang dipisahkan antara saham syariah dan non-syariah. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan antara saham syariah dan saham non-syariah. Hal ini terbukti dengan uji Kruskal-Wallis yang memiliki nilai signifikansi lebih dari 0,05. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan dalam hal ini yaitu harga atau nilai statistik yang terdapat dalam perhitungan harus diabaikan dan dianggap tidak ada, berapapun besarnya jumlah harga tersebut.

Tabel 5. Hasil Uji Kruskal-Wallis

Kategori	N	Mean Rank
Rasio Sharpe LQ45	4	10,75
Rasio Treynor LQ45	4	11,25
Rasio Jensen LQ45	4	11,25
Rasio Sharpe JII	3	10,33
Rasio Treynor JII	3	10,67
Rasio Jensen JII	3	11,67
Total	21	
Test Statistics		
Chi-Square	0,097	
Df	5	
Asymp. Sig.	1,000	

Catatan: Pengujian ini sudah diuji normalitas Shapiro-Wilk dan homogenitas dengan hasil data normal dan homogen.

SIMPULAN DAN SARAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk memberikan pertimbangan bagi investor dan calon investor untuk berinvestasi dan

menaruh minat bukan hanya pada saham non-syariah tetapi pada saham syariah yang mengedepankan prinsip-prinsip islami yang di mana keyakinan anti riba dipercayai oleh mayoritas masyarakat Indonesia. Berdasarkan hasil analisis portofolio optimal menggunakan model indeks tunggal yang telah dilakukan, maka dapat diperoleh beberapa kesimpulan.

1. Pada saham syariah, terdapat tiga saham yang termasuk dalam portofolio optimal yaitu BRPT sebesar 50%, ICBP 47%, dan EXCL 3%. Pada saham non-syariah, terdapat empat saham pembentuk portofolio optimal dengan proporsi dana yaitu 42% BBKA, 27% BRPT, 19% ICBP, dan TPIA sebesar 12%. Hasil tersebut menunjukkan bahwa terdapat kesamaan beberapa saham pembentuk portofolio optimal dikarenakan kinerja saham tersebut tergolong bagus dan konsisten masuk pada kedua indeks saham.
2. *Return* ekspektasi portofolio saham non-syariah sebesar 0,028 per bulan dengan risiko portofolio sebesar 0,012 per bulannya. *Return* ekspektasi portofolio saham Syariah sebesar 0,033 per bulan dengan risiko portofolio sebesar 0,014 per bulan. Hal ini sesuai dengan prinsip "*high risk high return*." Investor dapat mempertimbangkan saham Syariah dalam menempatkan dana mereka dalam berinvestasi karena memiliki *return* yang relatif besar. Adanya tambahan minat masyarakat untuk menginvestasikan dana mereka pada saham syariah tentunya dapat membantu menaikkan SID saham syariah. Selain itu juga membantu pembentuk pilar Kawasan Industri Halal Indonesia dengan berkembangnya aspek keuangan syariah.
3. Tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* dan risiko portofolio saham syariah dan non-syariah. Hal ini ditunjukkan dengan hasil pengolahan data menggunakan *independent sample*

t-test dan uji Kruskal-Wallis dengan bantuan SPSS. Hasilnya menunjukkan bahwa nilai Asymp. Sig. (2-tailed) lebih dari α (0,05). Dapat disimpulkan bahwa hipotesis penelitian diterima. Tidak ada perbedaan yang signifikan antara kinerja saham syariah dengan saham non-syariah. Temuan ini menguatkan penelitian sebelumnya oleh Abidin (2010), Mubarak dkk. (2017), dan Kasanah & Worokinasih (2018) bahwa memang tidak ada perbedaan yang signifikan antara kinerja saham Syariah dengan saham Non-Syariah.

Keterbatasan dan saran dalam penelitian ini dijabarkan sebagai berikut.

1. Sampel saham syariah dan non-syariah relatif kecil, yaitu hanya menggunakan indeks saham JII dan LQ45. Selain itu, periode penelitian juga terbatas, yaitu periode 2018-2019. Dalam hal ini akan lebih baik jika sampel yang digunakan lebih banyak untuk menghasilkan penelitian yang lebih spesifik dan akurat.
2. Penelitian ini terbatas pada sampel penelitian yang relatif kecil, yaitu 35 sampel saham konstituen indeks LQ45 dan 25 saham konstituen indeks JII selama periode 2018-2019. Hal ini tentunya akan lebih baik apabila jumlah sampel penelitian diperbanyak. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan keseluruhan saham yang pernah menjadi konstituen indeks LQ45 dan JII selama periode waktu penelitian. Selain itu, juga dapat menambah indeks saham lainnya yang saat ini memiliki kinerja baik.
3. Model pembentukan portofolio hanya menggunakan indeks tunggal. Tentunya akan lebih baik saat peneliti melakukan analisis kecocokan alat uji sehingga nantinya dapat diketahui alat uji mana yang paling cocok untuk menentukan portofolio optimal.
4. Para investor dan calon investor diharapkan untuk turut serta menginvestasikan dana pada saham syariah maupun non-syariah sesuai dengan preferensi investor masing-masing. Penulis juga menyarankan masyarakat untuk turut serta menginvestasikan dana pada *financial asset* pada sektor keuangan syariah. Hal ini dikarenakan dari penelitian ditemukan hasil bahwa *return* yang diperoleh investor saham syariah dan non-syariah tidak berbeda secara signifikan. Diharapkan nantinya sektor keuangan syariah dapat dipercaya oleh masyarakat sebagai wadah untuk menjalankan harapan investasi yang menguntungkan.
5. Penelitian ini dilakukan dengan mengambil sampel dari tahun 2018-2019. Hasil penelitian ini masih efektif untuk diterapkan terutama dalam penentuan proporsi saham sampai pada tahun 2020 dengan catatan tidak terdapat perubahan kondisi internal dan eksternal suatu negara secara signifikan.

REFERENSI

- Abidin, R. (2010). Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio Saham LQ 45 dengan Kinerja Portofolio Saham JII (Jakarta Islamic Index) Periode Januari 2007-November 2009. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada.
- Brama, A., & Dewi, H. K. (2019). Semester I-2019, jumlah single investor identification KSEI mencapai 2 juta orang. *Kontan.co.id*, <https://investasi.kontan.co.id/news/semester-i-2019-jumlah-single-investor-identification-ksei-mencapai-2-juta-orang>.
- Darmadji, T., & Fakhruddin, H. M. (2011). *Pasar Modal di Indonesia*. Edisi Ketiga. Jakarta: Salemba Empat.

- Djohan, N. V., Murhadi, W. R., & Ernawati, E. (2014). Kinerja Portofolio Syariah dan Portofolio Non Syariah di Indonesia. *Proceedings Forum Manajemen Indonesia 6: Entrepreneurial Management*.
- Globalreligiousfutures. (2019). Berapa Jumlah Penduduk Muslim Indonesia? <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2019/09/24/berapa-jumlah-penduduk-muslim-indonesia>.
- Hadi, N. (2013). *Pasar Modal: Acuan Teoritis dan Praktis Investasi di Instrumen Keuangan Pasar Modal*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Hartono, J. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kesepuluh. Yogyakarta: BPFE.
- Huda, N., Nazwirman, N., & Hudori, K. (2017). Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Saham Syariah dan Non-syariah Periode 2012-2015. *Iqtishadia: Jurnal Kajian Ekonomi dan Bisnis Islam STAIN Kudus*, 10(2), 184-209.
- Kasanah, H. R., & Worokinasih, S. (2018). Analisis Perbandingan Return dan Risk Saham Syariah dengan Saham Non-syariah (Studi pada Jakarta Islamic Index (JII) dan IDX30 Periode 2014-2016). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 58(2), 46–55.
- Kurniawan, S. (2019). Pembentukan Portofolio Optimal Menggunakan Metode Data Envelopment Analysis (DEA) dan Indeks Tunggal (Single Index Model). *Skripsi*. Universitas Teknologi Yogyakarta.
- Muamar, Y. (2020). BEI Buka Hari Ini, Indeks Paling Cuan Tahun 2019 Adalah... CNBC Indonesia, <https://www.cnbcindonesia.com/market/20200101150452-17-126933/bei-buka-hari-ini-indeks-paling-cuan-tahun-2019-adalah>.
- Mubarok, F. K., Darmawan, A. R., & Luailiyah, Z. (2017). Optimalisasi Portofolio Nilai Saham: Studi Komparasi Kinerja Saham Syariah dan NonSyariah. *Economica: Jurnal Ekonomi Islam*, 8(2), 309–336.
- Noviastuty, A. (2011). Evaluasi Kinerja Portofolio antara Saham Syariah dengan Saham Non-syariah di Bursa Efek Indonesia. *Performance: Jurnal Personalia, Financial, Operasional, Marketing dan Sistem Informasi*, 14(2), 1–12.
- Syahyunan. (2015). *Analisis Investasi*. Medan: USU Press.

