

Analisis Perbandingan Kinerja Investasi Portofolio Pasar Modal Syariah Dengan Pasar Modal Konvensional (Studi Kasus Pada Jakarta Islamic Index dan IDX30)

Siti Wardani Bakri Katti¹, Mutmainah²

¹Program Studi Manajemen, Universitas Merdeka Madiun, Jl. Serayu No.79, Madiun, 63133
E-mail: sitiwardani@unmer-madiun.ac.id

²Program Studi Manajemen, Universitas Merdeka Madiun, Jl. Serayu No.79, Madiun, 63133
E-mail: mutmainah@unmer-madiun.ac.id

Abstract— *The general difference between conventional capital markets and Islamic capital markets can see in the instruments and transactio mechanism, while the difference of Sharia stock index value with conventional stock index value lies in the criteria of the issuer's shares that must meet the basic principles of sharia. The aim of this research is 1) to know average difference of return between Jakarta Islamic Index (JII) with IDX30 in bullish and bearish period, 2) to know the difference of return between Jakarta Islamic Index (JII) with IDX30 in bullish and bearish period through Sharpe Index approach. The research type is explanatory research. This research use all of go public companies on Indonesia Stock Exchange (BEI) from 2014-2018. Sampling in this research use purposive sampling. The classic assumption test uses normality and homogeneity test. Data analysis method use independent sample T-test. The research result show that no average difference of return of portfolio investment performance in the 2014-2018 period between Jakarta Islamic Index (JII) with IDX30 in the bullish and bearish period. Portfolio investment performance in the 2014-2018 period show no average difference of return between Jakarta Islamic Index (JII) with IDX30 through Sharpe index approach in the bullish and bearish period.*

Keywords—: Islamic Capital Markets; Conventional Capital Markets; Jakarta Islamic Index; IDX30; Indonesia Stock Exchange.

I. PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan sarana pembentuk modal dan akumulasi dana yang diarahkan, untuk meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pengarahana dana guna menunjang pembiayaan pembangunan nasional. Dalam kegiatannya, pemerintah telah memberikan berbagai fasilitas kepada perusahaan yang menawarkan saham atau obligasi kepada masyarakat, dengan memberikan kemudahan-kemudahan dan juga memberikan peraturan-peraturan agar kepentingan masyarakat terjamin, sehingga setiap perusahaan yang akan go public diteliti kelayakannya.

Pasar modal secara umum dapat diidentikkan dengan sebuah tempat dimana modal diperdagangkan antara pihak yang memiliki kelebihan modal (*investor*) dengan orang yang membutuhkan modal (emiten) untuk mengembangkan investasi. Keberadaan pasar modal di Indonesia merupakan salah satu faktor terpenting dalam membangun perekonomian nasional yang tangguh dan berdaya saing global dengan tersedianya fasilitas dan instrumen pasar modal Indonesia yang mampu bersaing dengan instrumen pasar modal negara-negara lain. Sehubungan dengan itu, ditengah kemerosotan tingkat pertumbuhan ekonomi nasional, yang juga berimbas ke sektor pasar modal selaku subsistem dari perekonomian nasional Indonesia, kini industri pasar modal Indonesia mulai melirik pengembangan penerapan prinsip-prinsip syariah sebagai alternatif instrumen investasi dalam kegiatan pasar modal di Indonesia.

Perbedaan secara umum antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dapat dilihat pada instrumen dan mekanisme transaksinya, sedangkan perbedaan nilai indeks saham syariah dengan nilai indeks saham konvensional terletak pada kriteria saham emiten yang harus memenuhi prinsip-prinsip dasar syariah. Secara umum konsep pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional tidak jauh berbeda meskipun dalam konsep pasar modal syariah disebutkan bahwa saham yang diperdagangkan harus berasal dari perusahaan yang bergerak dalam sektor yang memenuhi kriteria syariah dan terbebas dari unsur ribawi, serta transaksi saham dilakukan dengan menghindari berbagai praktik spekulasi.

Pasar modal merupakan alternatif investasi jangka panjang dan sebagai media investasi bagi pemodal. Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu panjang dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa-masa yang akan datang (Sunariyah, 2006).

Alasan utama orang berinvestasi adalah untuk memperoleh keuntungan yaitu *return*. Suatu hal yang sangat wajar jika *investor* menuntut tingkat *return* tertentu atas dana yang telah diinvestasikan. *Return* yang diharapkan *investor* dari investasi yang dilakukan merupakan kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan risiko penurunan daya beli akibat adanya pengaruh inflasi.

Dalam manajemen investasi, dibedakan antara *return* yang diharapkan (*expected return*) dengan *return* yang terjadi (*realized return*). *Return* yang diharapkan merupakan tingkat *return* yang diantisipasi *investor* di masa datang, sedangkan *return* yang terjadi atau *return* actual merupakan tingkat *return* yang telah diperoleh *investor* pada masa lalu.

Investor yang menanamkan dana di pasar modal harus mampu memanfaatkan semua informasi untuk menganalisa pasar dan investasinya dengan harapan memperoleh keuntungan yang maksimal atau meminimalkan risiko. Suatu kondisi pasar tertentu akan mempengaruhi keputusan yang sebaiknya harus diambil oleh *investor*. Kondisi pasar tersebut dapat dibedakan menjadi dua yaitu kondisi pasar *bullish* dan kondisi pasar *bearish*.

Kondisi pasar *bullish* dan *bearish* akan menimbulkan ekspektasi yang berbeda dari *investor* yang pada akhirnya mempengaruhi pengambilan keputusan investasi. Kondisi pasar disebut tengah berada dalam kondisi *bullish* jika harga-harga surat berharga atau efek meningkat, dan *investor* berharap harga-harganya akan meningkat lebih tinggi lagi. Istilah ini bisa diterapkan untuk semua instrumen yang diperdagangkan, seperti obligasi, mata uang, maupun komoditi. Tapi, yang paling umum diterapkan di pasar saham.

Pada saat pasar *bullish* *investor* akan beranggapan bahwa harga saham akan terus mengalami peningkatan, termasuk saham-saham undervalued, karena saat *bullish*, pasar umumnya dipenuhi optimisme dan *investor* juga sangat yakin. Tapi, tentu saja, pasar tidak akan selamanya *bullish*. Cepat atau lambat pasar akan mulai turun dan memasuki kondisi *bearish*. Ini adalah kondisi pasar pada saat harga-harga surat berharga merosot atau akan merosot. Meskipun angka penurunannya bisa bervariasi, jika indeks sudah turun sekitar 15%-20%, biasanya analis mengatakan pasar sudah mulai memasuki masa *bearish* yang ditandai dengan semakin sulitnya *investor* memperoleh capital gain, fenomena tersebut berdampak pada ekspektasi bahwa harga akan cenderung mengalami penurunan.

Akibat selanjutnya adalah panic selling, yang menyebabkan harga terus merosot. Secara statistik kedua kondisi pasar ini menghasilkan pendapatan saham yang berbeda, pasar *bullish* menghasilkan pendapatan saham positif, sedangkan pasar *bearish* menghasilkan pendapatan saham negatif. Namun, hampir tidak mungkin, bisa menebak dengan tepat kapan tren pergerakan pasar itu akan berubah dari *bullish* ke *bearish* atau sebaliknya.

Salah satu sebabnya adalah faktor psikologi *investor* dan spekulasi kadang kala sangat mempengaruhi pergerakan pasar keuangan. Pada titik ekstrem, pasar yang *bullish* akan mengarah ke harga-harga yang terlalu mahal atau *bubble*. Sementara, kondisi *bearish* akan mengarah ke kehancuran pasar atau crash.

Untuk mencapai tujuan investasi, *investor* membutuhkan suatu proses dalam pengambilan keputusan, sehingga keputusan tersebut sudah mempertimbangkan ekspektasi *return* yang didapatkan dan juga risiko yang akan dihadapi. Tahap yang penting dalam proses keputusan investasi adalah evaluasi kinerja portofolio saham. Dalam mengevaluasi kinerja portofolio saham, *investor* harus memperhatikan apakah tingkat *return* portofolio yang diperoleh sudah cukup memadai untuk menutup risiko yang harus ditanggung.

Dengan kata lain, penilaian kinerja portofolio saham harus didasarkan pada ukuran yang bersifat *risk-adjusted*. Ukuran kinerja portofolio yang bersifat *risk-adjusted* berarti bahwa pengukuran kinerja portofolio tidak hanya dilihat dari besarnya *return* portofolio, tetapi juga harus memperhatikan besarnya risiko yang harus ditanggung untuk memperoleh besarnya *return* tersebut. Di pihak lain, setiap *investor* mempunyai persepsi yang berbeda mengenai risiko sehingga ada kendala dalam mengukur kinerja portofolio saham. *Investor* yang tidak menyukai risiko (*risk aversion*) mempunyai preferensi yang berbeda mengenai suatu kinerja portofolio dengan seorang *investor* yang menyukai risiko (*risk taker*). Preferensi ini akan diterima berbeda oleh *investor* dalam melihat kinerja portofolio saham. Akan tetapi, patokan yang pasti adalah apabila portofolio tersebut berada di atas *Capital Market Line* atau *Security Market Line* yang diistilahkan sebagai *beat the market*.

Pada perkembangan selanjutnya muncul indeks pengukuran kinerja portofolio yang dikembangkan oleh Sharpe (1964), Treynor (1965), dan Jensen (1966) dari model tersebut. Konsep pengukuran ini didasarkan pada gabungan antara *return* dan risiko, yang kemudian disebut dengan risk adjusted performance. Sharpe mengukur kinerja portofolio dengan total risiko sebagai indikator, sedangkan Treynor dan Jensen mengukur kinerja portofolio dengan risiko sistematis (beta) sebagai indikator.

Secara prinsip ekonomi, tidak ada yang membedakan antara investasi dalam konsep syariah dengan investasi konvensional. High *return* dan high risk tetap menjadi patokan utama. Patokan lainnya yang dijadikan pertimbangan dalam investasi adalah pengorbanan sekarang untuk mendapat manfaat di masa yang akan datang. Walaupun secara prinsip ekonomi tidak berbeda, tetapi dalam investasi syariah selain bernilai fisik material juga perlu ditetapkan suatu kriteria tentang investasi yang sesuai syariah.

Sesuai dengan latar belakang tersebut, peneliti ingin melakukan penelitian dengan judul “Analisis Perbandingan Kinerja Investasi Portofolio Pasar Modal Syariah dengan Pasar Modal Konvensional (Studi Kasus Pada Jakarta Islamic Index dan IDX30)”.

II. TINJAUAN PUSTAKA

A. Pasar Modal

Undang-undang No. 8 Tahun 1995 Pasal 13 Tentang Pasar Modal mendefinisikan *pasar modal* 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.

Pasar modal konvensional instrumen yang diperdagangkan (Muttaqin, 2008), adalah:

1. Saham (*stock*) merupakan surat tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan terhadap perusahaan yang menerbitkan saham tersebut.
2. Obligasi (*bond*) merupakan bukti pengakuan utang dari perusahaan kepada para pemegang obligasi yang bersangkutan.
3. Instrumen turunan (*derivative*)
 - a. Opsi (*option*) merupakan produk turunan dari efek (saham dan obligasi). Opsi adalah kontrak resmi yang memberikan hak (tanpa adanya kewajiban) untuk membeli atau menjual sebuah aset pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu.
 - b. Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu/HMETD (*right issues*) adalah efek yang memberikan hak kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang akan dikeluarkan emiten pada proporsi dan harga tertentu.
 - c. Waran (*warrant*) merupakan turunan dari saham biasa yang bersifat jangka panjang dan memberikan hak kepada para pemegangnya untuk membeli saham atas nama dengan harga tertentu.
 - d. Reksa Dana (*mutual fund*) adalah perusahaan investasi yang mengelola investasi saham, obligasi, dan lain-lainnya, dengan menerbitkan surat berharga tersendiri yang ditujukan kepada para *investor*, sehingga para *investor* tersebut tidak perlu lagi melakukan investasi langsung terhadap berbagai surat berharga yang diperdagangkan di bursa efek tetapi cukup membeli surat berharga yang diterbitkan Reksa Dana tersebut.

B. Pasar Modal Syariah

Ada dua hal utama dalam pasar modal syariah yaitu indeks Islam dan pasar modal syariah itu sendiri. Indeks Islam menunjukkan pergerakan harga-harga saham dari emiten yang dikategorikan sesuai syariah, sedangkan pasar modal syariah merupakan institusi pasar modal sebagaimana lazimnya yang diterapkan berdasarkan prinsip-prinsip syariah (Muttaqin, 2008). Investasi di pasar modal syariah harus didasarkan pada tiga prinsip utama syariah, yaitu dilarangnya (Nadjib dkk, 2008: 23) *riba*, *gharar*, dan *maysir*.

Tabel 1. Perbedaan Investasi di Pasar Modal Syariah dan Konvensional

SYARIAH	KONVENSIONAL
Investasi terbatas pada sektor-sektor tertentu yang tidak dilarang atau masuk dalam <i>negative list</i> investasi syariah dan tidak atas dasar utang (<i>debt-bearing investment</i>)	<i>Investor</i> bebas untuk memilih investasi antara <i>debt-bearing investment</i> dengan <i>profit-bearing investment</i> di seluruh sektor
Melarang berbagai bentuk bunga, spekulasi dan judi	Memperbolehkan spekulasi dan judi yang pada gilirannya akan mendorong fluktuasi pasar yang tidak terkendali
Adanya syariah <i>guideline</i> yang mengatur berbagai aspek seperti alokasi aset, praktek investasi, perdagangan dan distribusi pendapatan	<i>Guideline</i> investasi secara umum pada produk hukum pasar modal
Terdapat mekanisme <i>screening</i> perusahaan yang harus mengikuti prinsip syariah	

Sumber: Nadjib dkk (2008)

C. Indeks Harga Saham

Indeks saham atau Indeks Harga Saham adalah ukuran statistik perubahan gerak harga dari kumpulan saham yang dipilih berdasarkan kriteria tertentu dan digunakan sebagai sarana tujuan investasi.

Saat ini Bursa Efek Indonesia (BEI) memiliki 24 jenis indeks saham. Bursa Efek Indonesia tidak bertanggung jawab atas produk yang diterbitkan oleh pengguna yang mempergunakan indeks-indeks di Bursa Efek Indonesia sebagai acuan (*benchmark*). Bursa Efek Indonesia juga tidak bertanggung jawab dalam bentuk apapun atas keputusan investasi yang dilakukan oleh siapapun pihak yang menggunakan indeks-indeks di Bursa Efek Indonesia sebagai acuan (*benchmark*).

D. Indeks IDX30

Indeks IDX30 adalah indeks yang mengukur performa harga dari 30 saham-saham yang memiliki likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar besar serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik (www.idx.co.id).

E. Jakarta Islamic Index (JII)

Jakarta Islamic Index (JII) adalah indeks yang mengukur performa harga dari 30 saham-saham syariah yang memiliki kinerja keuangan yang baik dan likuiditas transaksi yang tinggi (www.idx.co.id).

F. Bearish dan Bullish Markets

Bearish market merupakan suatu situasi dimana harga saham mengalami penurunan dan hampir terjadi pada semua jenis saham (analogi dengan cakar yang menghadap ke bawah). Dalam suatu *bearish market*, semua beranggapan bahwa harga saham telah kelewat mahal, sehingga orang berlomba-lomba untuk menjual, yang menyebabkan harga turun. Namun pada saat harga saham sudah berada titik yang cukup rendah, maka orang-orang membeli sahamnya, yang akan menyebabkan harga naik kembali.

Bullish market merupakan suatu situasi dimana harga saham mengalami peningkatan terus dan hampir terjadi pada semua jenis saham (analogi dengan tanduk yang menghadap ke atas). Dalam suatu *bullish market*, semua beranggapan bahwa harga saham telah kelewat murah, sehingga orang berlomba-lomba untuk membeli, yang menyebabkan harga naik. Namun pada saat harga saham sudah berada titik yang cukup tinggi, maka orang-orang menjual sahamnya, yang akan menyebabkan harga turun kembali.

G. Kinerja Portofolio

Ukuran kinerja investasi dengan dua parameter risiko dan *return* yang diawali oleh Markowitz telah direduksi menjadi sebuah parameter tunggal (*one-parametre performance measures*). Metode ini mengukur kinerja portofolio dengan menggunakan satu parameter atau ukuran tertentu. Parameter dan ukuran tersebut dikaitkan dengan risiko, baik risiko total maupun risiko sistematis.

Konsep ini didasarkan pada gabungan antara *return* dan risiko (*risk adjusted performance*). Sharpe (1966) mengukur kinerja portofolio dengan total risiko sebagai indikator, sedangkan Treynor (1965) dan Jensen (1968) mengukur kinerja portofolio dengan risiko sistematis (beta) sebagai indikator.

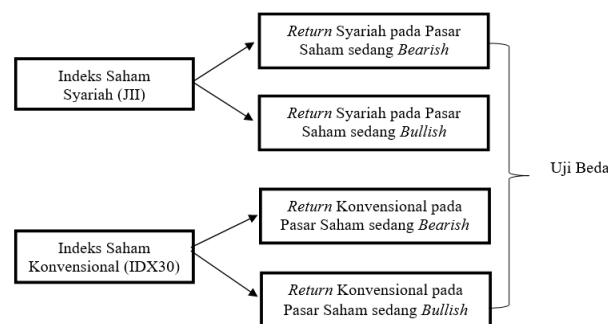
Secara teoretis, ukuran *risk-adjusted performance* tersebut memungkinkan dilakukannya perbandingan secara langsung portofolio dengan tingkat risiko dan *return* yang berbeda-beda.

H. Indeks Sharpe (The Sharpe Index)

Indeks Sharpe mengukur seberapa besar penambahan hasil investasi yang diperoleh (*risk premium*) untuk tiap unit risiko yang diambil. Peringkat kinerja portofolio dapat dilakukan dengan menggunakan indeks Sharpe ini. Semakin tinggi Indeks Sharpe suatu portofolio dibandingkan dengan portofolio lainnya, maka semakin baik kinerja portofolio tersebut.

Secara matematis indeks Sharpe diformulasikan sebagai berikut:

I. Kerangka pemikiran



Gambar II.1
Kerangka Pemikiran

J. Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini adalah:

1. Ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* Jakarta Islamic Index dengan IDX30 pada periode *bullish*
2. Ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* Jakarta Islamic Index dengan IDX30 pada periode *bearish*
3. Ada perbedaan *return* menggunakan pendekatan Indeks Sharpe antara Jakarta Islamic Index dengan IDX30 pada periode *bullish*
4. Ada perbedaan *return* menggunakan pendekatan Indeks Sharpe antara Jakarta Islamic Index dengan IDX30 pada periode *bearish*

III. METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan *eksplanatory research* yang bertujuan untuk menguji suatu hipotesis. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2014-2018. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Kriteria pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

1. Data indeks saham pada JII untuk *closing price* bulanan yang mengalami *trend* kenaikan dan *trend* penurunan tahun 2014-2018.
2. Data indeks saham pada IDX30 untuk *closing price* bulanan yang mengalami *trend* kenaikan dan *trend* penurunan tahun 2014-2018.

Definisi operasional variable:

1. Variabel independen yaitu indeks syariah dan konvensional, masing-masing indeks tersebut merupakan suatu wadah yang mewakili saham yang sesuai dengan ketentuan syariah dan saham terpilih liquiditasnya dalam perdagangan di bursa. Indeks syariah dan indeks konvensional tersebut diukur dengan *closing price* bulanan. *Closing price* bulanan merupakan perubahan terakhir harga saham yang dicatat setiap akhir bulan perdagangan.

2. Variabel dependen adalah *return* syariah dari JII dan *return* konvensional dari IDX30. *Return* dapat berupa *actual return* yang dihitung berdasarkan data historis dan *expected return* yang akan diperoleh *investor* di masa mendatang. *Return* tersebut dapat dihitung dengan variabel-variabel sebagai berikut:

a. Rata-rata *return* (R_i)

$$R_i = \frac{1}{N} + \sum_{t=1}^t \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

P_t = level indeks pada waktu t

P_{t-1} = level indeks pada waktu $t-1$

N = jumlah hari

Pertama menghitung *return* JII dan IDX30, dibandingkan menggunakan t-test. Kemudian *risk-adjusted return* kedua indeks tersebut dinilai menggunakan *The Sharpe Index*.

b. *The Sharpe Index* (Indeks Sharpe)

Secara matematis indeks Sharpe diformulasikan sebagai berikut:

$$S_{pi} = \frac{R_{pi} - R_f}{\sigma_i}$$

Keterangan:

S_{pi} = Indeks Sharpe portofolio i

R_{pi} = Rata-rata *return* portofolio i (JII atau IDX30)

R_f = Rata-rata atas bunga investasi bebas risiko

σ_i = Standar deviasi dari *return* portofolio i (JII atau IDX30)

Uji asumsi klasik dilakukan dengan uji normalitas dan homogenitas. Untuk menguji hipotesis menggunakan *independent sample T-test* (uji beda).

IV. PEMBAHASAN

A. Uji Asumsi Klasik

1. Normalitas

Tabel 2. Uji Normalitas Data

	Return JII					Return IDX30				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
Sig	0.995	0.836	0.717	0.538	0.754	0.939	0.848	0.935	0.331	0.564

Sumber: Data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan Tabel 2 terlihat bahwa data *Return* JII dan *Return* IDX30 tingkat signifikansinya diatas 5%. Hal ini menunjukkan bahwa H_a diterima atau berdistribusi normal.

2. Homogenitas

Berikut kesimpulan hasil uji homogenitas:

Table 3. Hasil Uji Homogenitas

	Periode	Sig	Keterangan	Tindakan pengujian hipotesis	Nilai t (Equal Variance Assumed)	Nilai t (Equal Variances Not Assumed)
Rata-rata <i>Return</i> JII & IDX30	Bullish	0.581	Varian sama	Melihat nilai t pada <i>Equal Variances Assumed</i>	-0.267	
	Bearish	0.000	Varian berbeda	Melihat nilai t pada <i>Equal Variances Not Assumed</i>		-4.189
<i>Return</i> dengan Pendekatan Indeks Sharpe	Bullish	0.466	Varian sama	Melihat nilai t pada <i>Equal Variances Assumed</i>	-1.008	
	Bearish	0.000	Varian berbeda	Melihat nilai t pada <i>Equal Variances Not Assumed</i>		-1.828

Sumber: Data sekunder diolah, 2020

B. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan uji beda *Independent Sample T-Test*. Uji ini digunakan untuk menguji rata-rata *Return JII* dan *IDX30* pada periode *bullish* dan *bearish* terdapat perbedaan atau tidak. Pengujian ini dengan melihat pada output SPSS *Independent Sample T-Test* pada kolom nilai *t*. Berikut pengujian hipotesis:

1. Ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* Jakarta Islamic Index dengan *IDX30* pada periode *bullish*.
2. Berdasarkan Tabel 3 menunjukkan nilai *t* hitung sebesar -0.267 dengan probabilitas 0.803. Dengan pengujian dua sisi (signifikansi 0.025), probabilitas menjadi 0.401 (0.803 : 2). Sehingga didapat $0.401 > 0.025$, maka hipotesis awal tidak terbukti. Artinya, tidak ada perbedaan signifikan antara rata-rata *return* Jakarta Islamic index dengan *IDX30* pada periode *bullish*.
3. Ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* Jakarta Islamic Index dengan *IDX30* pada periode *bearish*.
4. Berdasarkan Tabel 3 menunjukkan nilai *t* hitung sebesar -4.189 dengan probabilitas 0.104. Dengan pengujian dua sisi (signifikansi 0.025), probabilitas menjadi 0.052 (0.104 : 2). Sehingga didapat $0.052 > 0.025$, maka hipotesis awal tidak terbukti. Artinya, tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* Jakarta Islamic Index dengan *IDX30* pada periode *bearish*.
5. Ada perbedaan *return* menggunakan pendekatan Indeks Sharpe antara Jakarta Islamic Index dengan *IDX30* pada periode *bullish*.
6. Berdasarkan Tabel 3 menunjukkan nilai *t* hitung sebesar -1.008 dengan probabilitas 0.370. Dengan pengujian dua sisi (signifikansi 0.025), probabilitas menjadi 0.185 (0.370 : 2). Sehingga didapat $0.185 > 0.025$, maka hipotesis awal tidak terbukti. Artinya, tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* Jakarta Islamic Index dengan *IDX30* dengan pendekatan Indeks Sharpe pada periode *bullish*.
7. Ada perbedaan *return* menggunakan pendekatan Indeks Sharpe antara Jakarta Islamic Index dengan *IDX30* pada periode *bearish*.
8. Berdasarkan Tabel 3 menunjukkan nilai *t* hitung sebesar -1.828 dengan probabilitas 0.244 (pada *Equal Variances Not Assumed*). Dengan pengujian dua sisi (signifikansi 0.025), probabilitas menjadi 0.122 (0.244 : 2). Sehingga didapat $0.122 > 0.025$, maka hipotesis awal tidak terbukti. Artinya, tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* Jakarta Islamic Index dengan *IDX30* dengan pendekatan Indeks Sharpe pada periode *bearish*.

C. Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil analisis data didapatkan bahwa:

1. Analisis rata-rata *return* periode *bullish*
Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return Jakarta Islamic Index* (JII) dengan *IDX30* pada periode *bullish*. Artinya, rata-rata *return* portofolio saham JII dan *return* portofolio saham *IDX30* pada kondisi pasar *bullish* yang akan dihasilkan tidak berbeda jauh atau sama bila *investor* menanamkan modalnya dipasar modal syariah (JII) maupun konvensional (*IDX30*). Sedangkan standar deviasi yang paling besar terdapat pada *IDX30* yaitu 12,51 dibandingkan standar deviasi JII sebesar 8,801. Hal ini mengindikasikan bahwa risiko *IDX30* lebih tinggi dibandingkan JII, karena semakin besar standar deviasi maka semakin besar risikonya.
2. Analisis rata-rata *return* periode *bearish*
Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return Jakarta Islamic Index* (JII) dengan *IDX30* pada periode *bearish*. Artinya, *return* portofolio saham JII dan *return* portofolio saham *IDX30* pada kondisi pasar *bearish* yang akan dihasilkan tidak berbeda jauh atau sama bila *investor* menanamkan modalnya dipasar modal syariah (JII) ataupun pasar modal konvensional (*IDX30*). Sedangkan standar deviasi yang paling besar untuk periode *bearish* terdapat pada JII yaitu 24,22 dibandingkan standar deviasi pada *IDX30* sebesar 22,62. Hal ini mengindikasikan bahwa risiko JII lebih tinggi dibandingkan *IDX30*.
3. Analisis rata-rata *return* dengan pendekatan *Sharpe Index* periode *bullish*
Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan rata-rata *return* pada *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan *IDX30* menggunakan pendekatan *Sharpe Index* pada periode *bullish*. Artinya, kinerja portofolio saham syariah (JII) pada kondisi pasar *bullish* tidak berbeda jauh atau sama dengan kinerja portofolio saham konvensional (*IDX30*).
4. Analisis rata-rata *return* dengan pendekatan *Sharpe Index* periode *bearish*
Penelitian ini menghasilkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan rata-rata *return* pada *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan *IDX30* menggunakan pendekatan *Sharpe Index* pada periode *bearish*. Artinya, kinerja portofolio saham syariah (JII) pada kondisi pasar *bearish* tidak berbeda jauh atau sama dengan kinerja portofolio saham konvensional (*IDX30*).

V. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa:

1. Kinerja investasi portofolio pada periode penelitian tahun 2014-2018 menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan rata-rata *return* antara *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan *IDX30* pada periode *bullish*
2. Kinerja investasi portofolio pada periode penelitian tahun 2014-2018 menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan rata-rata *return* antara *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan *IDX30* pada periode *bearish*

3. Kinerja investasi portofolio pada periode penelitian tahun 2014-2018 menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan rata-rata *return* antara *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan IDX30 menggunakan pendekatan *Sharpe Index* pada periode *bullish*
4. Kinerja investasi portofolio pada periode penelitian tahun 2014-2018 menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan rata-rata *return* antara *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan IDX30 menggunakan pendekatan *Sharpe Index* pada periode *bearish* .

VI. DAFTAR PUSTAKA

- Nadjib, Mochammad, dkk. 2008. *Investasi Syari'ah*. Yogyakarta: Kreasi Wacana
- Muttaqin, Hidayatullah. 2008. *Telaah Kritis Pasar Modal Syariah*. Diambil melalui internet <http://jurnal-ekonomi.org/2003/12/20/telaah-kritis-pasar-modal-syariah/>. Diakses pada tanggal 28 Juli 2019
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Undang-undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal
www.idx.co.id