

BAB IV

PEMBAHASAN DATA HASIL PENELITIAN

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

4.1.1 Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah merupakan bagian dari *ethical investment* yang dirujuk pada ajaran agama Islam. Saham syariah merupakan bagian dari pasar modal syariah yang tidak boleh bertentangan dengan ajaran Islam melalui fikih muamalat. Seleksi (*screening*) terhadap aktivitas perusahaan merupakan wujud implementasi prinsip fikih muamalat agar perusahaan yang dikategorikan syariah dapat diakses oleh umat Islam. Proses seleksi akan memberikan keyakinan dan kenyamanan investor muslim dan investor pada umumnya dalam berinvestasi.

Seleksi kriteria perusahaan syariah mencakup dua hal, kriteria obyek usaha dan kriteria kuantitatif (akuntansi). Produksi senjata, hotel, restoran, dan pornografi merupakan obyek usaha yang dikategorikan haram. Kriteria kualitatif bermuara pada halal-haramnya sebuah inti perusahaan.

Kriteria kuantitatif lebih didasarkan pada kinerja keuangan perusahaan yang berkaitan dengan jumlah maksimal utang perusahaan, jumlah maksimal pendapatan non halal, jumlah maksimal piutang dan penempatan pada surat berharga. Penetapan kriteria ini didasarkan pada pendapat para ulama setempat dengan melihat kondisi

perusahaan masing-masing Negara. Perbedaan kriteria masing-masing indeks merujuk pada pendapat *fuqaha* yang beragam (Hanafi : 2011).

4.1.2 Saham Syariah di Indonesia

Di Indonesia, indeks syariah pertama diluncurkan pada tanggal 3 Juni 2000 yang dikenal dengan *Jakarta Islamic Index* (JII). Saham syariah tersebut merupakan sekumpulan saham yang telah diseleksi oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ) bekerjasama dengan PT. Danareksa Investama Management. Saham yang tergabung dalam JII merupakan saham unggulan, aktif dengan kapitalisasi pasar tertinggi (30 saham). Kumpulan saham JII tersebut dievaluasi setiap enam bulan sekali berdasarkan laporan keuangan dan inti usaha dari emiten (*core business*).

Secara umum, investasi pada pasar modal di Indonesia mengacu pada keputusan DSN-MUI yang ditindak lanjuti dengan keputusan ketua Bapepam-LK. Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia no: 40/DSN-MUI/X/2003, tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.

Saham-saham yang masuk dalam Daftar Efek Syariah adalah saham-saham yang telah lolos melalui kriteria obyek usaha maupun rasio-rasio yang telah ditetapkan. Penilaian terhadap kriteria tersebut dilakukan dua kali dalam satu tahunnya itu berdasar laporan setiap enam bulan dan laporan akhir tahun secara periodic (Hanafi, 2011)

Selama kurun waktu 10 tahun, Pasar Modal Syariah Indonesia telah mengalami perkembangan yang cukup menggembirakan. Regulasi yang secara khusus memberikan panduan bagi pengembangan pasar modal syariah pertama kali diterbitkan pada November tahun 2006. Regulasi tersebut meliputi Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A13 tentang Penerbitan Efek Syariah dan Nomor IX.A.14 tentang akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal. Selanjutnya, pada tanggal 31 Agustus 2007 Bapepam-LK menerbitkan Peraturan Bapepam dan LK Nomor 11.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah dan diikuti dengan peluncuran Daftar Efek Syariah untuk pertama kali oleh Bapepam dan LK pada tanggal 12 September 2007.

Pada tanggal 27 Desember 2012 *Jakarta Islamic Index* (JII) meningkat sebesar 9.95% dibandingkan pada akhir Desember 2011 sebesar 537,03 poin. Sementara itu, kapitalisasi pasar untuk saham-saham yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) pada 27 Desember 2012 adalah sebesar 40,54% dari total kapitalisasi pasar seluruh saham sebesar Rp 4.092,23 triliun. Selanjutnya, kapitalisasi pasar saham yang tergabung dalam JII pada 27 Desember 2012 tersebut mengalami peningkatan sebesar 17,23% jika dibandingkan kapitalisasi saham JII pada akhir Desember 2011 sebesar Rp 1.414,98 triliun (Siaran Pers Bapepam-LK, 2012).

4.1.3 Saham Syariah di Malaysia

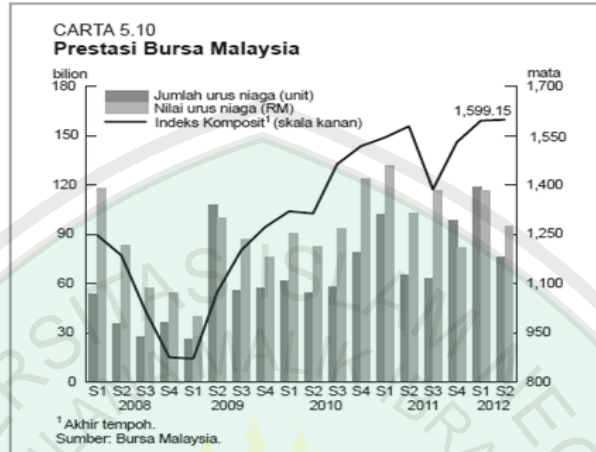
Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI) adalah pasar modal syariah Malaysia yang didirikan oleh pemerintah Malaysia pada tanggal 17 April 1999. KLSI ini

adalah index rata-rata tertimbang (*weigthed-average index*) dan terdiri dari saham-saham yang tercatat pada papan utama Kuala Lumpur Composite Index (KLCI). Saham-saham tersebut telah mengalami penyaringan sesuai ketentuan yang ditetapkan oleh Majlis Penasehat Syariah (*Syariah Advisory Council / SAC*) dari Komisi Sekuritas Malaysia (SC). Peluncuran tersebut didasarkan pada permintaan investor local maupun asing yang menginginkan investasi pada saham yang didasarkan pada syariah.

Indeks ini sudah menyajikan suatu platform yang kuat untuk pertumbuhan saham dan manajemen dana Islami dan *industry broker* saham di Malaysia. KLSE Syariah Indeks telah menunjukkan performa yang baik pada tahun 2001 dengan keuntungan 2.3 persen (Hanafi : 2011).

Perkembangan kinerja saham syariah Malaysia pada bulan Agustus 2012, prestasi pasar modal terus berkembang positif dan mencatatkan harga baru yang tertinggi yaitu 1.653,78 pada 15 Agustus, dirangsang oleh pertumbuhan ekonomi yang lebih kuat sebanyak 5,4% pada suku kedua 2012. Harga saham di Bursa Malaysia jatuh sedikit pada 1.646,11 pada akhir Agustus 2012 disebabkan oleh timbulnya ketidakpastian dalam pertumbuhan ekonomi global dan investor yang mengambil sikap kehati-hatian dalam menunggu pengumuman dalam menangani krisis hutang kawasan euro serta merangsang pertumbuhan ekonomi. Perkembangan Bursa Malaysia dapat dilihat pada gambar berikut :

Gambar 4.1
Prestasi Bursa Malaysia



Sumber : Securities Commission Malaysia, 2012.

Pada gambar 4.1 diatas dapat dilihat bahwa perkembangan bursa Malaysia dari tahun 2009 hingga tahun 2012 selalu mengalami peningkatan. Meskipun pada tahun 2008 mengalami penurunan akibat krisis ekonomi global, tetapi pergerakan saham bisa menguat kembali sampai pada tahun 2012.

4.2 Paparan Data Hasil Penelitian

Seperti yang telah dipaparkan dalam uraian sebelumnya, penelitian ini dilakukan melalui tiga tahap analisis. Tahap pertama adalah analisis untuk mengetahui kandidat saham yang masuk dalam portofolio optimal dengan membandingkan rasio *excess return to beta* dengan *cut off rate*. Tahap kedua adalah menganalisis kinerja portofolio optimal tersebut dengan menggunakan tiga metode yaitu indeks Sharpe, Treynor dan Jansen. Tahap ketiga adalah menguji hipotesis, yaitu untuk mengetahui perbedaan kinerja saham syariah Indonesia dan Malaysia

dengan menggunakan uji beda *independent sample t-test*. Berikut disajikan paparan data selengkapnya.

4.2.1 Tahap Pertama :

Dalam tahap pertama ini, peneliti menganalisis tentang penyeleksian kandidat portofolio optimal pada masing-masing saham syariah yang ada di Indonesia dan Malaysia. Penyeleksian kandidat portofolio optimal ini menggunakan perbandingan rasio *excess return to beta* dengan *cut off rate*. Jika rasio *excess return to beta* suatu saham lebih besar dibandingkan *cut off rate* nya, maka saham tersebut termasuk dalam kandidat portofolio optimal. Berikut hasil Perhitungan seleksi portofolio optimal pada saham syariah di Indonesia.

Tabel 4.1
Tabel Perhitungan Seleksi Kandidat Portofolio Saham Syariah Indonesia Tahun 2009-2012

NO	SAHAM JII	ERBi		Ci	KETERANGAN
1	UNVR	0.1235	>	0.0012	Optimal
2	INTP	0.0352	>	0.0123	Optimal
3	SMGR	0.0219	>	0.0166	Optimal
4	ITMG	0.0216	>	0.0179	Optimal
5	AALI	0.0164	>	0.0177	Optimal
6	PTBA	0.0104	<	0.0157	Tidak Optimal
7	ANTM	0.0023	<	0.0132	Tidak Optimal
8	TLKM	0.0022	<	0.0127	Tidak Optimal

Sumber : data diolah peneliti

Pada tabel perhitungan kandidat portofolio optimal saham syariah Indonesia diatas, dapat diketahui peringkat dari rasio *Excess Return to Beta* (ERB) dari yang paling tinggi hingga yang paling rendah. Dan juga dapat disimpulkan saham-saham

syariah Indonesia yang masuk dalam kandidat portofolio optimal pada tahun 2009-2013.

Saham yang mempunyai ERB paling tinggi adalah PT. Unilever Indonesia Tbk dengan nilai ERB sebesar 0.1235 dan tingkat *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0012. Sedangkan pada peringkat kedua adalah PT. Indocement Tungal Prakasa Tbk. yang mempunyai nilai ERB sebesar 0.0352 dengan *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0123. Kemudian pada peringkat ketiga adalah PT. Semen Gresik Tbk. yang mempunyai nilai ERB sebesar 0.0219 dengan *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0166. Pada peringkat keempat adalah PT. Indo Tambangraya Megah Tbk. yang mempunyai nilai ERB sebesar 0.0216 dengan *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0179. Dan pada peringkat kelima adalah PT. Astra Agro Lestari Tbk. yang mempunyai nilai ERB sebesar 0.0164 dengan *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0177. Tiga perusahaan lain mempunyai ERB yang lebih kecil dari *cut off rate* nya. Untuk masuk dalam kandidat portofolio optimal, perusahaan harus mempunyai ERB yang lebih besar dari *cut off rate*. Jadi, kelima saham yang masuk dalam kandidat portofolio optimal pada saham syariah Indonesia yaitu PT. Unilever Indonesia Tbk., PT. Indocement Tungal Prakasa Tbk., PT. Semen Gresik Tbk., PT. Indo Tambangraya Megah Tbk., dan PT. Astra Agro Lestari Tbk.

Tabel 4.2
Tabel Perhitungan Seleksi Kandidat Portofolio Saham Syariah Malaysia
Tahun 2009-2012

NO	SAHAM FBMS	ERBi		Ci	KETERANGAN
1	4863	0.0356	>	0.0006	Optimal
2	2445	0.0331	>	0.0012	Optimal
3	6947	0.0285	>	0.0020	Optimal
4	6033	0.0205	>	0.0027	Optimal
5	6888	0.0114	>	0.0029	Optimal
6	5347	0.0107	>	0.0033	Optimal
7	4197	0.0091	>	0.0044	Optimal
8	1961	0.0061	>	0.0046	Optimal

Sumber : data diolah peneliti

Pada tabel perhitungan kandidat portofolio optimal saham syariah Malaysia diatas, dapat diketahui peringkat dari rasio *Excess Return to Beta* (ERB) dari yang paling tinggi hingga yang paling rendah. Dan juga dapat disimpulkan saham-saham syariah Malaysia yang masuk dalam kandidat portofolio optimal pada tahun 2009-2013.

Saham yang mempunyai ERB paling tinggi adalah Telekom Malaysia Bhd dengan nilai ERB sebesar 0.0356 dan tingkat *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0006. Sedangkan pada peringkat kedua adalah Kuala Lumpur Kepong Bhd yang mempunyai nilai ERB sebesar 0.0331 dengan *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0012. Kemudian pada peringkat ketiga adalah Digi.Com Bhd yang mempunyai nilai ERB sebesar 0.0285 dengan *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0020. Pada peringkat keempat adalah Petronas Gas Bhd yang mempunyai ERB sebesar 0.0205

dengan *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0027. Dan peringkat kelima adalah Axiata Group Bhd yang mempunyai ERB sebesar 0.0114 dengan *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0029. Pada peringkat keenam adalah Petronas Gas Bhd yang mempunyai ERB sebesar 0.0107 dengan *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0033. Diperingkat ketujuh adalah Sime Darby Bhd yang mempunyai ERB sebesar 0.0091 dengan *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0044. Dan diperingkat terakhir adalah IOI Corporation Bhd yang mempunyai ERB sebesar 0.0061 dengan *cut off rate* yang lebih kecil yaitu 0.0046.

Untuk masuk dalam kandidat portofolio optimal, perusahaan harus mempunyai ERB yang lebih besar dari *cut off rate*. Jadi, saham yang masuk dalam kandidat portofolio optimal pada saham syariah Malaysia adalah semua saham yang masuk dalam sampel penelitian ini yaitu Telekom Malaysia Bhd, Kuala Lumpur Kepong Bhd, Digi.Com Bhd, Petronas Gas Bhd, Axiata Group Bhd, Tenaga Nasional Bhd, Sime Darby Bhd, dan IOI Corporation Bhd.

4.2.2 Tahap Kedua :

1. Perhitungan kinerja dengan metode indeks Sharpe

Dalam perhitungan kinerja saham dengan menggunakan metode indeks Sharpe, kinerja saham syariah diukur dengan cara membandingkan antara premi risiko portofolio (yaitu selisih rata-rata tingkat pengembalian dengan rata-rata tingkat bunga bebas risiko) dengan risiko yang dinyatakan dengan standar deviasi (total

risiko). Berikut hasil untuk perhitungan kinerja saham syariah Indonesia dan saham syariah Malaysia dengan menggunakan metode indeks sharpe.

Tabel 4.3
Tabel Perhitungan Rata-Rata Kinerja dengan Metode Indeks Sharpe

No	Kode Saham Syariah Indonesia	<i>Sharpe Model</i>	Kode Saham Syariah Malaysia	<i>Sharpe Model</i>
1	UNVR	0.2308	4863	0.8100
2	INTP	0.3485	2445	1.2910
3	SMGR	0.5818	6947	0.9215
4	ITMG	0.1864	6033	0.7728
5	AALI	0.1746	6888	0.5779
6			5347	1.0055
7			4197	0.1454
8			1961	0.0878

Sumber : data diolah peneliti

Pada tabel hasil perhitungan metode indeks Sharpe saham syariah Indonesia diatas, terdapat lima saham yang masuk dalam kandidat portofolio optimal dan perhitungan kinerjanya dengan menggunakan model sharpe.

Perusahaan dengan kinerja tertinggi jika dihitung menggunakan metode indeks Sharpe adalah PT. Semen Gresik Tbk. dengan nilai sebesar 0.5818 atau sebesar 58,2%. Kemudian PT. Indocement Tunggul Prakasa Tbk. dengan nilai sebesar 0.3485 atau sebesar 34,9% dan PT. Unilever Indonesia Tbk. dengan nilai sebesar 0.2308 atau sebesar 23,1%. Kemudian diurutan keempat adalah PT. Indo Tambangraya Megah Tbk. dengan nilai sebesar 0.1864 atau sebesar 18,6% dan terakhir adalah PT. Astra Agro Lestari Tbk. dengan nilai sebesar 0.1746 atau sebesar 17,5%

Sedangkan pada tabel hasil perhitungan metode indeks Sharpe saham syariah Malaysia diatas, terdapat delapan saham yang masuk dalam kandidat portofolio optimal dan perhitungan kinerjanya dengan menggunakan model sharpe.

Perusahaan dengan kinerja tertinggi jika dihitung menggunakan metode indeks Sharpe adalah Kuala Lumpur Kepong Bhd dengan nilai sebesar 1,2910. Kemudian Tenaga Nasional Bhd dengan nilai sebesar 1.0055. Setelah itu Digi.com Bhd dengan nilai sebesar 0.9215. Berikutnya adalah Telekom Malaysia Bhd dengan nilai sebesar 0.8100. Peringkat kelima adalah Petronas Gas Bhd dengan nilai sebesar 0.7728. Selanjutnya adalah Axiata Group Bhd dengan nilai sebesar 0.5779. Kemudian Sime Darby Bhd dengan nilai sebesar 0.1454 dan terakhir yaitu IOI Corporation Bhd dengan nilai sebesar 0.0878.

2. Perhitungan kinerja dengan metode indeks Treynor

Dalam perhitungan kinerja saham dengan menggunakan metode indeks Treynor, kinerja saham syariah diukur dengan cara membandingkan antara premi risiko (yaitu selisih rata-rata tingkat pengembalian dengan rata-rata bunga bebas risiko) dengan risiko yang dinyatakan dengan beta (risiko pasar atau risiko sistematis). Berikut hasil perhitungan kinerja dengan menggunakan metode indeks Treynor pada saham syariah Indonesia dan Malaysia.

Tabel 4.4
Tabel Perhitungan Kinerja dengan Metode Indeks Treynor

No	Kode Saham Syariah Indonesia	<i>Treynor Model</i>	Kode Saham Syariah Malaysia	<i>Treynor Model</i>
1	UNVR	0.0563	4863	0.2046
2	INTP	0.0440	2445	0.1439
3	SMGR	0.0715	6947	0.0342
4	ITMG	-0.0445	6033	0.0204
5	AALI	0.0032	6888	0.0213
6			5347	0.0160
7			4197	0.0051
8			1961	0.0111

Sumber : data diolah peneliti

Pada tabel hasil perhitungan metode indeks Treynor saham syariah Indonesia diatas, terdapat lima saham yang masuk dalam kandidat portofolio optimal dan perhitungan kinerjanya dengan menggunakan model Treynor.

Perusahaan dengan kinerja tertinggi jika dihitung menggunakan metode indeks Treynor adalah PT. Semen Gresik Tbk. dengan nilai sebesar 0.0715 atau sebesar 7,1%. Kemudian PT. Unilever Indonesia Tbk. dengan nilai sebesar 0.0563 atau sebesar 5,6% dan PT. Indocement Tunggal Prakasa Tbk. dengan nilai sebesar 0.0440 atau sebesar 4,4%. Berikutnya adalah PT. Astra Agro Lestari Tbk. dengan nilai sebesar 0.00323 dan terakhir adalah PT. Indo Tambangraya Megah Tbk. yang mempunyai kinerja negative yaitu sebesar -0.0445.

Sedangkan pada tabel hasil perhitungan metode indeks Treynor saham syariah Malaysia diatas, terdapat delapan saham yang masuk dalam kandidat portofolio optimal dan perhitungan kinerjanya dengan menggunakan model Treynor.

Perusahaan dengan kinerja tertinggi jika dihitung menggunakan metode indeks Treynor adalah Telekom Malaysia Bhd dengan nilai sebesar 0.2046 atau sebesar 20,4%. Kemudian Kuala Lumpur Kepong Bhd dengan nilai sebesar 0.1439 atau sebesar 14,4%. Setelah itu Digi.com Bhd dengan nilai sebesar 0.0342 atau sebesar 3,4%. Berikutnya Axiata Group Bhd dengan nilai sebesar 0.0213 atau sebesar 2,1%. Dan Petronas Gas Bhd dengan nilai sebesar 0.0204 atau sebesar 2,04%. Diperingkat keenam adalah Tenaga Nasional Bhd dengan nilai sebesar 0.0160 atau sebesar 1,6% dan kemudian adalah IOI Corporation Bhd dengan nilai sebesar 0.0111. Peringkat terakhir adalah Sime Darby Bhd dengan nilai sebesar 0.0051.

3. Perhitungan kinerja dengan metode indeks Jansen

Metode indeks Jansen merupakan metode yang didasarkan pada konsep garis pasar sekuritas (*security market line – SML*) yang merupakan garis yang menghubungkan portofolio pasar dengan kesempatan investasi yang bebas risiko, sehingga secara matematis dirumuskan $R_p = R_f + (R_m - R_f) \beta_p$. Kemiringan SML dinyatakan sebagai $(R_m - R_f) / \beta_p$, dan konstantanya adalah R_f . Berikut hasil perhitungan kinerja dengan menggunakan metode indeks Sharpe pada saham syariah Indonesia dan Malaysia.

Tabel 4.5
Tabel Perhitungan Kinerja dengan Metode Indeks Jansen

No	Kode Saham Syariah Indonesia	<i>Jansen Model</i>	Kode Saham Syariah Malaysia	<i>Jansen Model</i>
1	UNVR	0.0105	4863	0.0201
2	INTP	0.0148	2445	0.0154
3	SMGR	0.0174	6947	0.0117
4	ITMG	0.0043	6033	0.0094
5	AALI	0.0046	6888	0.0662
6			5347	0.0017
7			4197	-0.0104
8			1961	-0.0029

Sumber : data diolah peneliti

Pada tabel hasil perhitungan metode indeks Jansen saham syariah Indonesia diatas, terdapat lima saham yang masuk dalam kandidat portofolio optimal dan perhitungan kinerjanya dengan menggunakan model Jansen.

Perusahaan dengan kinerja tertinggi jika dihitung menggunakan metode indeks Jansen adalah PT. Semen Gresik Tbk. dengan nilai sebesar 0.01738 atau sebesar 1,74%. Kemudian PT. Indocement Tunggal Prakasa Tbk. dengan nilai sebesar 0.0148 atau sebesar 1,5% dan PT. Unilever Indonesia Tbk. dengan nilai sebesar 0.0105 atau sebesar 1,05%. Dan diperingkat keempat adalah PT. Astra Agro Lestari Tbk. dengan nilai sebesar 0.00463 kemudian yang terakhir adalah PT. Indo Tambangraya Megah Tbk. dengan nilai sebesar 0.0043.

Sedangkan pada tabel hasil perhitungan metode indeks Jansen saham syariah Malaysia diatas, terdapat delapan saham yang masuk dalam kandidat portofolio optimal dan perhitungan kinerjanya dengan menggunakan model Treynor.

Perusahaan dengan kinerja tertinggi jika dihitung menggunakan metode indeks Jansen adalah Axiata Group Bhd dengan nilai sebesar 0.0662 atau sebesar 6,6%. Kemudian Telekom Malaysia Bhd dengan nilai sebesar 0.0201 atau sebesar 2,01%. Setelah itu Kuala Lumpur Kepong Bhd dengan nilai sebesar 0.0154 atau sebesar 1,54%. Berikutnya Digi.com Bhd dengan nilai sebesar 0.0117 atau sebesar 1.17%. Dan Petronas Gas Bhd dengan nilai sebesar 0.0094 atau sebesar 0,94%. Selanjutnya adalah Tenaga Nasional Bhd dengan nilai sebesar 0.0017 kemudian IOI Corporation Bhd yang mempunyai nilai kinerja negative yaitu sebesar -0.0029. Dan terakhir adalah Sime Darby Bhd dengan nilai sebesar -0.0104.

4.2.3 Tahap Ketiga :

- 1) Uji normalitas data dengan menggunakan program SPSS 16.0 pada saham syariah Indonesia. Uji normalitas ini adalah dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov*.

Tabel 4.6
Uji Normalitas Data pada Saham Syariah Indonesia

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test				
		indeks sharpe Indonesia	indeks treynor Indonesia	indeks jansen Indonesia
Normal Parameters ^a	Mean	-.5643	-.2488	-.0188
	Std. Deviation	.18039	.13656	.01932
Most Extreme Differences	Absolute	.205	.288	.290
	Positive	.133	.172	.290
	Negative	-.205	-.288	-.221
Kolmogorov-Smirnov Z		.458	.645	.649
Asymp. Sig. (2-tailed)		.985	.800	.794
a. Test distribution is Normal.				

b. Calculated from data.

Dari hasil pengujian statistik diatas, diperoleh nilai signifikansi dari tiap-tiap indeks pada saham syariah Indonesia adalah lebih besar dari 0.05 yaitu untuk nilai signifikansi indeks sharpe sebesar $0.985 > 0.05$ sedangkan signifikansi indeks treynor $0.800 > 0.05$ dan signifikansi indeks jansen $0.794 > 0.05$, maka asumsi normalitas terpenuhi. Selanjutnya adalah Uji normalitas data dengan menggunakan program SPSS 16.0 pada saham syariah Malaysia. Uji normalitas ini adalah dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov*.

Tabel 4.7
Uji Normalitas Data pada Saham Syariah Malaysia

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test				
		indeks sharpe Malaysia	indeks treynor Malaysia	indeks jansen malaysia
Normal Parameters ^a	Mean	-1.1545	.0053	.0026
	Std. Deviation	.95228	.03476	.00659
Most Extreme Differences	Absolute	.180	.276	.223
	Positive	.128	.276	.223
	Negative	-.180	-.186	-.120
Kolmogorov-Smirnov Z		.509	.781	.630
Asymp. Sig. (2-tailed)		.958	.575	.822
a. Test distribution is Normal.				

b. calculated from data.

Dari hasil pengujian statistik diatas, diperoleh nilai signifikansi dari tiap-tiap indeks pada saham syariah Malaysia adalah lebih besar dari 0.05 yaitu untuk nilai signifikansi pada indeks sharpe yaitu sebesar $0.958 > 0.05$ sedangkan untuk nilai signifikansi pada indeks treynor sebesar $0.575 > 0.05$ dan pada indeks jansen sebesar $0.822 > 0.05$, maka asumsi normalitas terpenuhi.

2) Setelah pengujian normalitas masing-masing indeks terpenuhi, langkah selanjutnya adalah dengan melakukan uji beda statistic yaitu menggunakan uji t atau *Independent Sample T-Test*. Tujuan dari uji t ini adalah untuk menguji hipotesis yang telah diajukan, yaitu :

Ho : “Diduga bahwa tidak terdapat perbedaan antara kinerja portofolio optimal saham syariah di Indonesia dan saham syariah di Malaysia dengan menggunakan metode indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jansen.”

Ha : “Diduga bahwa terdapat perbedaan antara kinerja portofolio optimal saham syariah di Indonesia dan saham syariah di Malaysia dengan menggunakan metode indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jansen.”

Berikut adalah hasil perbandingan dengan menggunakan uji statistik *Independent Sample T-Test* pada metode indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jansen pada saham syariah Indonesia dan Malaysia.

Tabel 4.8
Uji *Independent Sample T-Test* pada Saham Syariah Indonesia dan Malaysia
Group Statistic

Metode	Negara	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Indeks Sharpe	Indonesia	-.3906	.6442	.1440
	Malaysia	.7728	.2236	.3931
Indeks Treynor	Indonesia	-2.488	.4851	.1084
	Malaysia	.0053	.0053	.0142
Indeks Jansen	Indonesia	-.0146	.04053	.0091
	Malaysia	.0038	.0204	.0036

Sumber : data diolah peneliti

Pada tabel Group Statistics pengujian perbedaan saham syariah Indonesia dan Malaysia dengan tiga metode indeks diatas terlihat rata-rata (*mean*) untuk saham syariah Indonesia adalah -0.3906., -2.488., -0.0146 dan untuk saham syariah Malaysia adalah 0.7728., 0.0053., 0.0038 artinya bahwa rata-rata kinerja saham syariah Malaysia lebih tinggi daripada kinerja saham syariah Indonesia.

Independent Samples Test

		Indeks Sharpe	Indeks Treynor	Indeks Jansen
<i>Levene's test for Equality of Variance</i>	Signifikansi	.000	.000	.003
<i>t-test for Equality of Means</i>	t	-2.779	-2.323	-1.886
	Sig. (2-tailed)	.027	.031	.034
	<i>Mean Difference</i>	-.1634	-.2541	-.01840
	<i>Std. Error Difference</i>	.4186	.10941	.00975
	<i>Lower Upper</i>	-.01041 .3165	-.4825 .0256	-.03848 .00169

Sumber : data diolah peneliti

Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui nilai signifikansi (*Levene's test for equality of variance*) adalah lebih kecil dari 0.05 yaitu untuk indeks sharpe dan indeks treynor sebesar 0.000 dan untuk indeks jansen adalah sebesar 0.003 maka disimpulkan bahwa kedua varian tidak sama. Dengan ini penggunaan uji t menggunakan *equal variance not assumed* (diasumsikan kedua varian tidak sama).

Dari hasil pengujian *Independent Sample T-Test* dengan menggunakan program SPSS 16.0 *for window* diatas dapat diketahui bahwa nilai signifikansi (*equal variance not assumed*) dari perbandingan indeks sharpe Indonesia dan Malaysia diatas lebih kecil dari 0.05 yaitu $0.027 < 0.05$. Sedangkan untuk indeks treynor adalah $0.031 < 0.05$ kemudian untuk indeks jansen adalah $0.034 < 0.05$.

Dari pengujian perbedaan kinerja antara saham syariah Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan tiga metode penilaian kinerja pada program SPSS, dapat diketahui bahwa nilai signifikansi ketiga metode tersebut adalah lebih kecil dari

0.05. Hal tersebut mengindikasikan bahwa terdapat perbedaan antara kinerja saham syariah Indonesia dengan saham syariah Malaysia jika dihitung dengan menggunakan metode indeks sharpe, indeks treynor dan indeks jansen. Yang artinya H_a diterima dan H_0 ditolak yaitu terdapat perbedaan antara kinerja saham syariah Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan metode indeks sharpe, indeks treynor dan indeks jansen.

Sedangkan untuk nilai t hitung pada hasil statistics diatas adalah semua bernilai negatif yaitu untuk indeks sharpe adalah -2.779, untuk indeks treynor -2.323, dan untuk indeks jansen adalah -1.886, yang artinya bahwa kinerja group 1 (kinerja saham syariah Indonesia) lebih rendah daripada kinerja group 2 (kinerja saham syariah Malaysia).

4.3 Pembahasan Hasil Penelitian

4.3.1 Analisis Pemilihan Kandidat Portofolio Optimal

Dalam pembentukan portofolio, investor selalu ingin memaksimalkan *return* harapan dengan tingkat risiko tertentu yang bersedia ditanggungnya, atau mencari portofolio yang menawarkan risiko terendah dengan tingkat *return* tertentu. Karakteristik yang seperti ini disebut portofolio yang efisien. Sedangkan portofolio optimal merupakan portofolio yang dipilih seorang investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio efisien. Tentunya portofolio yang dipilih investor adalah portofolio yang sesuai dengan preferensi investor bersangkutan

terhadap *return* maupun terhadap risiko yang bersedia ditanggungnya (Tandelilin, 2010:157)

Portofolio optimal adalah portofolio yang dapat memaksimalkan preferensi investor sehubungan dengan pengembalian dan risiko. Pembentukan kandidat portofolio optimal dalam penelitian ini adalah dengan membandingkan *rasio excess return to beta* masing-masing perusahaan dengan *cut off ratenya*.

Untuk membentuk portofolio optimal, berbagai saham disusun menurut peringkat tertinggi sampai terendah berdasarkan rasio dari kelebihan pengembalian terhadap beta (*excess return to beta*). Jadi setelah menghitung rasio tersebut, saham-saham disusun berdasarkan peringkat yang tertinggi hingga terendah. Jika saham disusun berdasarkan ERB yang dimiliki mulai dari yang tertinggi sampai yang terendah, hal ini menggambarkan peringkat keinginan investor dalam memilih saham yang akan dimasukkan ke dalam portofolio.

Diantara saham-saham yang memiliki ERB positif, maka pemilihan selanjutnya dilakukan atas saham-saham yang memberikan hasil optimal melalui pembatasan pada tingkat tertentu, dimana batasan tersebut dinamakan *Cut Off Rate*. Dengan demikian, apabila suatu saham memiliki ERB lebih besar dari *cut off rate-nya* (C_i), maka saham tersebut akan dimasukkan dalam portofolio (Elton dan Gruber. 2003 : 186).

Dari hasil perhitungan yang ada pada paparan data, terdapat lima perusahaan yang mempunyai ERB lebih besar dari *cut off ratenya* yaitu PT. Unilever Indonesia Tbk, PT. Indocement Tungal Prakasa Tbk, PT. Semen Gresik Tbk., PT. Indo

Tambangraya Megah Tbk., PT. Astra Agro Lestari Tbk. Kelima saham tersebut memiliki ERB positif. Saham yang memiliki ERB positif tersebut memiliki peluang untuk menjadi bagian dari portofolio optimal. Karena saham dengan ERB negatif tidak memenuhi syarat untuk membentuk portofolio optimal.

Setelah didapatkan saham yang mempunyai ERB positif, maka selanjutnya adalah membandingkan dengan nilai *cut off rate* (C^*). Nilai *cut off rate* adalah nilai C_i maksimum dari sederetan nilai C_i saham. Nilai *cut off rate* digunakan sebagai titik pembatas untuk menentukan saham yang masuk kandidat dengan yang tidak masuk kandidat portofolio (Yulianti : 2011). Nilai *cut off rate* pada saham syariah Indonesia adalah sebesar 0.0177 atau pada saham PT. Astra Agro Lestari Tbk. *Cut off rate* ini menunjukkan batas pemisah antara penerimaan dan penolakan saham untuk portofolio optimal. Dengan begitu, saham yang mempunyai nilai ERB yang lebih rendah dari *cut off rate* tidak masuk dalam kandidat portofolio optimal.

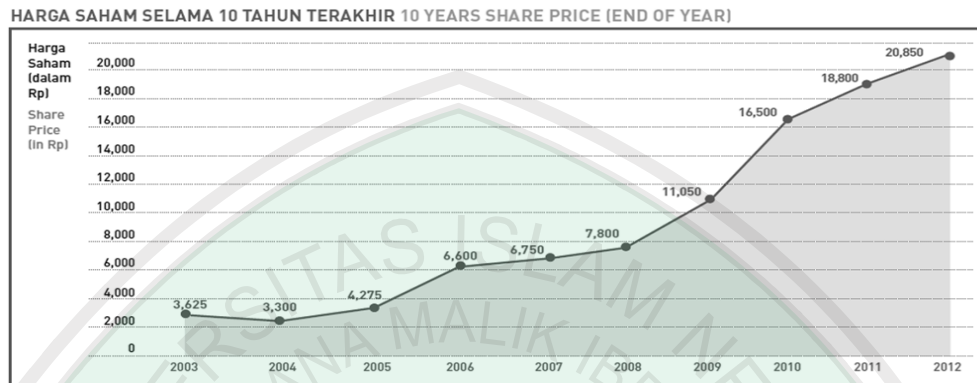
Nilai ERB tertinggi yaitu pada PT. Unilever Indonesia Tbk. Jika saham disusun berdasarkan ERB yang dimiliki mulai dari yang tertinggi sampai yang terendah, hal ini menggambarkan peringkat keinginan investor dalam memilih saham yang akan dimasukkan ke dalam portofolio. Jadi, PT. Unilever Indonesia Tbk ini merupakan saham yang diinginkan oleh investor untuk dimasukkan ke dalam kandidat portofolio optimalnya.

PT. Unilever Indonesia Tbk. ini merupakan perusahaan yang bisa bertahan dalam keadaan krisis ekonomi karena perusahaan ini merupakan perusahaan *consumer goods* yaitu perusahaan yang memproduksi kebutuhan sehari-hari

masyarakat. Jadi perusahaan ini bisa bertahan ditengah krisis ekonomi karena hasil produksi perusahaan ini pasti selalu dibutuhkan masyarakat untuk kebutuhan sehari-harinya. Terbukti bahwa disaat krisis ekonomi pada tahun 2008, perusahaan ini merupakan satu-satunya perusahaan yang mempunyai pengembalian positif dibandingkan dengan tujuh saham syariah Indonesia lainnya yang masuk dalam penelitian ini.

Kinerja Unilever Indonesia yang luar biasa selama tahun 2012, memperoleh pengakuan di lingkup nasional maupun regional, sehingga menjadikan perusahaan sukses meraih 161 penghargaan istimewa. Dan pada tahun 2012 Unilever Indonesia berhasil melipatgandakan bisnis dalam kurun waktu lima tahun dan mencatat omset lebih dari 2 miliar euro. Penjualan bersih dari perusahaan ini dari tahun 2008 sampai dengan 2012 selalu mengalami peningkatan, dan pada tahun 2012 mencapai Rp 27,3 triliun, sedangkan untuk laba usaha bisa mencapai Rp 6,5 triliun (Laporan Tahunan 2012 annual report Unilever). Pergerakan harga saham perusahaan ini selama 10 tahun terakhir juga selalu mengalami kenaikan. Seperti pada gambar di bawah ini :

Gambar 4.2
Pergerakan Harga Saham Unilever Indonesia tahun 2003-2012



Sumber : Annual Report UNVR, 2012

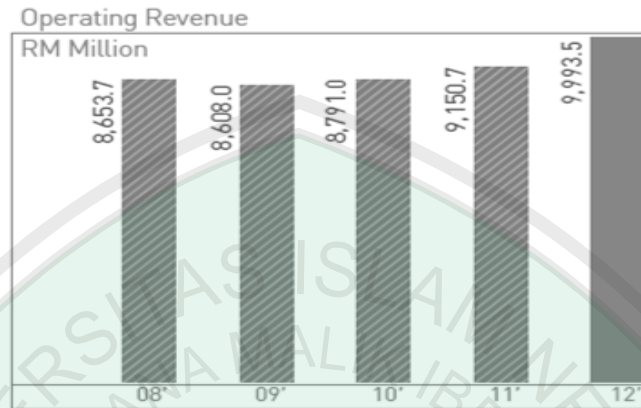
Sedangkan untuk saham syariah Malaysia, terdapat delapan perusahaan yang mempunyai ERB lebih besar dari *cut off* ratenya yaitu Telekom Malaysia Bhd, Kuala Lumpur Kepong Bhd, Digi.Com Bhd, Petronas Gas Bhd, Axiata Group Bhd, Tenaga Nasional Bhd, Sime Darby Bhd, dan IOI Corporation Bhd. Semua saham tersebut memiliki ERB positif. Saham yang memiliki ERB positif tersebut memiliki peluang untuk menjadi bagian dari portofolio optimal. Karena saham dengan ERB negatif tidak memenuhi syarat untuk membentuk portofolio optimal.

Kemudian nilai *cut off rate* pada saham syariah Malaysia adalah sebesar 0.0046 atau pada saham IOI Corporation Bhd. *Cut off rate* ini menunjukkan batas pemisah antara penerimaan dan penolakan saham untuk portofolio optimal. Dengan begitu, saham yang mempunyai nilai ERB yang lebih rendah dari *cut off rate* tidak masuk dalam kandidat portofolio optimal.

Nilai ERB tertinggi yaitu pada Telekom Malaysia Bhd. Jika saham disusun berdasarkan ERB yang dimiliki mulai dari yang tertinggi sampai yang terendah, hal ini menggambarkan peringkat keinginan investor dalam memilih saham yang akan dimasukkan ke dalam portofolio. Jadi, Telekom Malaysia Bhd ini merupakan saham yang diinginkan oleh investor untuk dimasukkan kedalam kandidat portofolio optimalnya.

Telekom Malaysia Bhd merupakan penyedia *broadband* nomer 1 di Malaysia yang memiliki lebih dari 2 juta pelanggan. Dan pada tahun 2012, pendapatan perusahaan ini mencapai RM 9.99 miliar yang merupakan perkembangan tertinggi yang dicapai industry ini yaitu sebesar 9.2%. Pendapatan operasional perusahaan ini mulai tahun 2009-2012 selalu mengalami peningkatan. Puncaknya pada tahun 2012 pendapatannya meningkat tajam, yaitu dari 9,150.7 pada tahun 2011 menjadi 9,993.5 ditahun 2012 (dalam jutaan RM). Hal tersebut dikarenakan semakin tingginya penggunaan internet dalam berbagai lapisan di Negara Malaysia (annual report tahun 2012). Gambar dibawah ini menunjukkan semakin meningkatnya pendapatan Telekom Malaysia Bhd pada tahun 2009-2012.

Gambar 4.3
Pendapatan Operasional Telekom Malaysia Bhd Tahun 2008-2012



Sumber : www.tm.com.my

4.3.2 Analisis Kinerja Saham Syariah Indonesia dan Malaysia

4.3.2.1 Kinerja Saham Syariah dengan Metode Indeks Sharpe

Indeks Sharpe dikembangkan oleh William Sharpe dan sering juga disebut juga dengan *reward to variability ratio*. Indeks Sharpe mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal sebagai patok duga, yaitu dengan cara membagi premi risiko portofolio dengan standard deviasinya. Dengan demikian, indeks Sharpe akan bisa dipakai untuk mengukur premi risiko untuk setiap unit risiko pada portofolio tersebut. Premi risiko portofolio, $R_p - R_f$, merupakan kompensasi untuk memikul risiko. Sedangkan deviasi standard *return* portofolio adalah pengukur risiko. Deviasi standard *return* merupakan pengukur total risiko untuk suatu sekuritas atau portofolio. Dengan demikian, indeks sharpe merupakan rasio kompensasi terhadap total risiko. Indeks Sharpe dapat digunakan untuk membuat peringkat dari beberapa portofolio berdasarkan kinerjanya. Semakin tinggi indeks sharpe suatu portofolio

dibanding portofolio lainnya, maka semakin baik kinerja portofolio tersebut (Tandelilin, 2010:494).

Tabel 4.9
Tabel Peringkat Kinerja Syariah Indonesia dengan Metode Indeks Sharpe

No	Saham	Ri	SDi	<i>Sharpe Model</i>
1	SMGR	0.032	0.068	0.5818
2	INTP	0.038	0.078	0.3485
3	UNVR	0.024	0.076	0.2308
4	ITMG	0.036	0.155	0.1864
5	AALI	0.017	0.060	0.1746
	Pasar	0.0105	0.0507	0.0703

Sumber : data diolah peneliti

Pada tabel 4.8 terlihat bahwa kinerja saham syariah Indonesia yang dihitung dengan metode indeks Sharpe seluruhnya mempunyai nilai indeks sharpe yang lebih besar dari indeks sharpe pasar pada periode tersebut yang hanya sebesar 0.0703. jika kinerja saham lebih besar dari kinerja pasar maka saham tersebut mempunyai kinerja yang baik, begitu juga sebaliknya. Jika kinerja saham lebih kecil dari kinerja pasar maka saham tersebut mempunyai kinerja yang buruk.

Kelima saham tersebut pun mempunyai rata-rata *return* yang berada diatas return pasar. Return yang hampir sama yaitu 0.038, 0.36 dan 0.32 juga mempunyai risiko yang berbeda-beda. Semakin tinggi tingkat *return* suatu saham maka semakin tinggi pula tingkat risiko saham tersebut. Data tersebut menunjukkan bahwa PT. Indo Tambangraya Megah Tbk. relative lebih berisiko dibandingkan dengan yang lainnya, karena mempunyai nilai standar deviasi yang lebih besar dari saham yang lainnya.

Tabel 4.10
Tabel Peringkat Kinerja Syariah Malaysia dengan Metode Indeks Sharpe

No	Saham	Ri	SDi	<i>Sharpe Model</i>
1	2445	0.0223	0.0273	1.2910
2	5347	0.0136	0.0449	1.0055
3	6947	0.0195	0.0166	0.9215
4	4863	0.0308	0.0461	0.8100
5	6033	0.0152	0.0164	0.7728
6	6888	0.0153	0.0549	0.5779
7	4197	0.0139	0.0244	0.1454
8	1961	0.0087	0.0244	0.0878
	Pasar	0.0035	0.0153	0.0486

Sumber : data diolah peneliti

Pada tabel 4.10 terlihat bahwa kinerja saham syariah Malaysia yang dihitung dengan metode indeks Sharpe, terlihat bahwa seluruh saham syariah tersebut mempunyai nilai indeks sharpe yang lebih besar dari indeks sharpe pasar pada periode tersebut yang hanya sebesar 0.0486. Jika kinerja suatu saham berada diatas kinerja pasar atau lebih besar dari kinerja pasar maka saham tersebut mempunyai kinerja yang baik.

Untuk saham yang mempunyai *return* paling tinggi adalah pada saham Kuala Lumpur Kepong Bhd sedangkan standar deviasi yang paling tinggi adalah pada saham Axiata Group Bhd. Hal tersebut menunjukkan bahwa Axiata Group Bhd mempunyai risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang lainnya.

4.3.2.2 Kinerja Saham Syariah dengan Metode Indeks Treynor

Indeks Treynor merupakan ukuran kinerja portofolio yang dikembangkan oleh Jack Treynor, dan indeks ini sering disebut juga dengan *reward to volatility ratio*. Seperti halnya pada indeks Sharpe, kinerja saham pada indeks Treynor dilihat dengan cara menghubungkan tingkat *return* saham dengan besarnya risiko dari saham tersebut. Perbedaannya dengan indeks Sharpe adalah penggunaan garis pasar sekuritas (*security market line*) sebagai patok duga, dan bukan garis pasar modal seperti pada indeks sharpe. Asumsi yang digunakan oleh Treynor adalah bahwa portofolio sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga risiko yang dianggap relevan adalah risiko sistematis (diukur dengan beta).

Cara mengukur indeks Treynor pada dasarnya sama dengan cara menghitung indeks Sharpe, hanya saja risiko yang diukur dengan standard deviasi pada indeks Sharpe diganti dengan beta. Seperti halnya indeks Sharpe, indeks Treynor juga merupakan suatu rasio kompensasi terhadap risiko. Tetapi dalam indeks Treynor, risiko diukur tidak dengan total risiko melainkan risiko sistematis (Tandelilin, 2010:497).

Tabel 4.11

Tabel Peringkat Kinerja Syariah Indonesia Dengan Metode Indeks Treynor

No	Saham	Ri	β	<i>Treynor Model</i>
1	SMGR	0.032	1.145	0.0715
2	UNVR	0.024	0.144	0.0563
3	INTP	0.038	0.887	0.0440
4	AALI	0.017	0.658	0.0032
5	ITMG	0.036	1.362	-0.0445
	Pasar	0.0105		0.0036

Sumber : data diolah peneliti

Dengan membandingkan tabel 4.9 sebelumnya dengan tabel 4.11, kita dapat melihat adanya perbedaan antara peringkat kinerja dengan menggunakan indeks Sharpe dan menggunakan indeks Treynor. Hal ini dikarenakan besarnya standar deviasi dan beta saham yang berbeda. Pada tabel 4.11 terlihat bahwa tiga saham mempunyai indeks Treynor yang lebih besar dari indeks pasar yaitu PT. Unilever Indonesia Tbk, PT. Semen Gresik Tbk, dan PT Indocement Tunggal Prakasa Tbk. Sedangkan dua saham yang lain yaitu PT. Astra Agro Lestari Tbk dan PT. Indocement Tunggal Prakasa Tbk mempunyai kinerja dibawah kinerja pasar.

Saham yang mempunyai indeks Treynor yang lebih kecil dari indeks Treynor pasar akan terletak dibawah garis pasar sekuritas, dan hal ini menunjukkan bahwa kinerja saham tersebut berada dibawah kinerja pasar. Sebaliknya saham yang berada diatas garis pasar sekuritas mempunyai kinerja diatas kinerja pasar. Semakin besar *slope* garis atau semakin besar indeks Treynor yang dimiliki sebuah saham, berarti kinerja saham tersebut akan menjadi relative lebih baik dibanding saham yang mempunyai indeks Treynor yang lebih kecil (Tandelilin, 2010:499)

Penjelasan diatas menunjukkan bahwa indeks Sharpe dan indeks Treynor akan memberikan informasi peringkat kinerja portofolio yang berbeda. Pilihan indeks mana yang akan dipakai tergantung dari persepsi investor terhadap tingkat diversifikasi dari portofolio tersebut. Karena dalam indeks Sharpe, risiko yang dianggap relevan adalah risiko total (penjumlahan risiko sistematis dan risiko tidak sistematis), sedangkan pada indeks Treynor hanya menggunakan risiko sistematis (beta) saja, maka jika suatu portofolio dianggap telah terdiversifikasi dengan baik,

berarti *return* portofolio tersebut hampir semuanya dipengaruhi oleh *return* pasar. Untuk portofolio tersebut tentu saja lebih tepat jika kita menggunakan indeks Treynor. Sebaliknya jika *return* suatu portofolio hanya sebagian kecil saja yang dipengaruhi *return* pasar, tentu saja lebih tepat jika digunakan indeks Sharpe sebagai alat ukur untuk mengevaluasi kinerja portofolio tersebut (Tandelilin, 2010:499).

Tabel 4.12
Tabel Peringkat Kinerja Syariah Malaysia Dengan Metode Indeks Treynor

No	Saham	Ri	β	<i>Treynor Model</i>
1	4863	0.0308	0.7909	0.2046
2	2445	0.0223	0.5974	0.1439
3	6947	0.0195	0.5926	0.0342
4	6888	0.0153	1.1097	0.0213
5	6033	0.0152	0.6144	0.0204
6	5347	0.0136	1.0245	0.016
7	1961	0.0087	1.0104	0.0111
8	4197	0.0139	1.2499	0.0051
	Pasar	0.0035		0.0012

Sumber : data diolah peneliti

Dengan membandingkan tabel 4.12 sebelumnya dengan tabel 4.10, kita dapat melihat adanya perbedaan antara peringkat kinerja dengan menggunakan indeks Sharpe dan menggunakan indeks Treynor. Hal ini dikarenakan besarnya standar deviasi dan beta saham yang berbeda. Pada tabel 4.12 terlihat bahwa seluruh saham mempunyai indeks Treynor yang lebih besar dari indeks pasar. Hal tersebut mengindikasikan bahwa kinerja saham syariah Malaysia jika dihitung dengan menggunakan indeks treynor mempunyai kinerja diatas kinerja pasar.

4.3.2.3 Kinerja Saham Syariah dengan Metode Indeks Jansen

Indeks Jansen merupakan indeks yang menunjukkan perbedaan antara tingkat *return* actual yang diperoleh portofolio dengan tingkat *return* harapan jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal. Indeks jansen adalah kelebihan *return* diatas atau dibawah garis pasar sekuritas (*security market line*). Indeks Jansen secara mudahnya dapat diinterpretasikan sebagai pengukur berapa banyak portofolio “mengalahkan pasar”. Indeks yang bernilai positif berarti saham memberikan *return* lebih besar dari *return* harapannya (berada di atas garis pasar sekuritas) sehingga merupakan hal yang bagus karena saham mempunyai *return* yang relative tinggi untuk tingkat risiko sistematisnya. Demikian juga sebaliknya, indeks yang bernilai negative menunjukkan bahwa saham mempunyai *return* yang relative rendah untuk tingkat risiko sistematisnya.

Persamaan indeks Jansen dengan indeks Treynor adalah bahwa kedua indeks ukuran kinerja saham tersebut menggunakan garis pasar sekuritas sebagai dasar untuk membuat persamaan. Sedangkan perbedaannya adalah bahwa indeks Treynor sama dengan *slope* garis yang menghubungkan posisi saham dengan *return* bebas risiko, sedangkan indeks Jansen merupakan selisih antara *return* portofolio yang tidak dikelola dengan cara khusus (hanya mengikuti *return* pasar) (Tandelilin, 2010:500).

Tabel 4.13
Tabel Peringkat Kinerja Syariah Indonesia Dengan Metode Indeks Jansen

No	Saham	Ri	β	<i>Jansen Model</i>
1	SMGR	0.032	1.145	0.01738
2	INTP	0.038	0.887	0.0148
3	UNVR	0.024	0.144	0.0105
4	AALI	0.017	0.658	0.0046
5	ITMG	0.036	1.362	0.0043

Sumber : data diolah peneliti

Pada tabel 4.13 dapat diketahui bahwa peringkat kinerja yang dihitung dengan menggunakan metode indeks Jansen juga berbeda dengan peringkat kinerja yang dihitung dengan menggunakan metode indeks Treynor. Dengan menggunakan ketiga metode penilaian kinerja portofolio optimal, PT. Semen Gresik Tbk selalu mempunyai nilai kinerja yang tinggi dibandingkan dengan saham yang lain. Hal tersebut menunjukkan bahwa kinerja PT. Semen Gresik Tbk merupakan yang terbaik dibandingkan dengan saham syariah Indonesia yang lainnya.

Tabel 4.14
Tabel Peringkat Kinerja Syariah Malaysia Dengan Metode Indeks Jansen

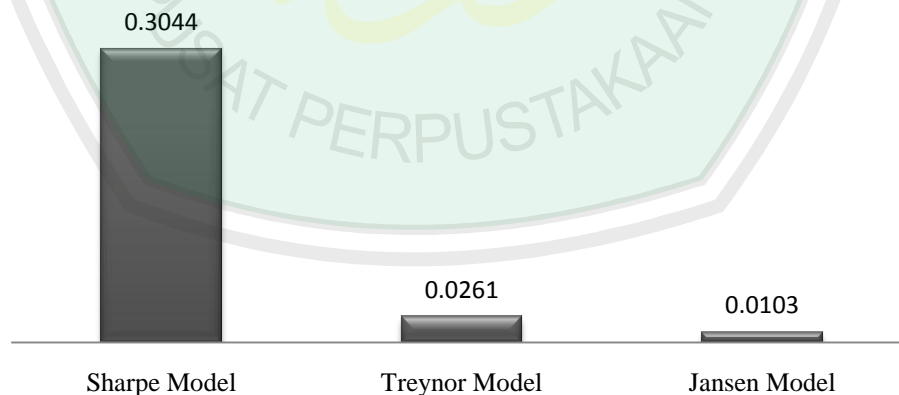
No	Saham	Ri	β	<i>Jansen Model</i>
1	6888	0.0153	1.1097	0.0662
2	4863	0.0308	0.7909	0.0201
3	2445	0.0223	0.5974	0.0154
4	6947	0.0195	0.5926	0.0117
5	6033	0.0152	0.6144	0.0094
6	5347	0.0136	1.0245	0.0017
7	1961	0.0087	1.0104	-0.0029
8	4197	0.0139	1.2499	-0.0104

Sumber : data diolah peneliti

Pada tabel 4.14 diatas dapat dilihat bahwa peringkat kinerja saham syariah Malaysia yang dihitung dengan metode indeks Jansen diatas berbeda dengan peringkat kinerja yang dihitung dengan metode indeks Treynor. Hal tersebut sama dengan peringkat kinerja saham syariah Indonesia yang memiliki peringkat berbeda juga jika dihitung dengan metode indeks Treynor dan indeks Jansen.

Dengan semakin banyaknya kandidat portofolio optimal maka lebih beragam juga hasil dari perhitungan ketiga metode penilaian kinerja portofolio optimal tersebut karena terdapat banyak data yang ada. Berikut grafik yang menggambarkan perbedaan rata-rata nilai kinerja saham syariah Indonesia yang dihitung dengan menggunakan tiga metode penilaian kinerja portofolio optimal yaitu indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jansen diatas :

Gambar 4.4
Rata-rata Kinerja Saham Syariah Indonesia Dengan Tiga Metode Penilaian Kinerja

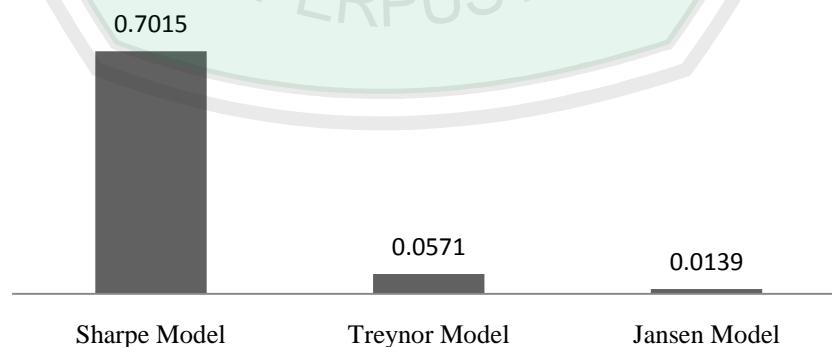


Sumber : data diolah peneliti

Dari gambar 4.4 diatas dapat diketahui bahwa dengan menggunakan tiga metode penilaian kinerja maka akan menghasilkan nilai yang berbeda karena setiap metode menggunakan data yang berbeda-beda pula. Pada *Sharpe's model*, rata-rata kinerja saham syariah Indonesia sebesar 0.3044. Sedangkan pada perhitungan dengan *Treynor's model* rata-rata kinerja saham syariah Indonesia sebesar 0.0261, lebih kecil dari perhitungan dengan menggunakan *Sharpe's model*. Hal tersebut mengindikasikan bahwa risiko saham yang dinyatakan dengan standar deviasi lebih besar dibandingkan dengan risiko saham yang dinyatakan dengan beta. Dan untuk *Jansen's Model* rata-rata kinerjanya sebesar 0.0103.

Dan berikut grafik yang menggambarkan perbedaan rata-rata nilai kinerja saham syariah Malaysia yang dihitung dengan menggunakan tiga metode penilaian kinerja portofolio optimal yaitu indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jansen diatas :

Gambar 4.5
Rata-rata Kinerja Saham Syariah Malaysia Dengan Tiga Metode Penilaian Kinerja



Sumber : data diolah peneliti

Dari gambar 4.5 diatas dapat diketahui bahwa dengan menggunakan tiga metode penilaian kinerja maka akan menghasilkan nilai yang berbeda karena setiap metode menggunakan data yang berbeda-beda pula seperti halnya pada gambar 4.4 untuk rata-rata saham syariah Indonesia diatas. Pada *Sharpe's model*, rata-rata kinerja saham syariah Malaysia sebesar 0.7015. Sedangkan pada perhitungan dengan *Treynor's model* rata-rata kinerja saham syariah Malaysia sebesar 0.0571, lebih kecil dari perhitungan dengan menggunakan *Sharpe's model*. Hal tersebut mengindikasikan bahwa risiko saham yang dinyatakan dengan standar deviasi lebih besar dibandingkan dengan risiko saham yang dinyatakan dengan beta. Dan untuk *Jansen's Model* rata-rata kinerjanya sebesar 0.0139.

4.3.3 Hasil Uji Hipotesis Kinerja Saham Syariah Indonesia dan Malaysia

Pengujian hipotesis pada penelitian ini adalah dengan menggunakan uji t atau uji *Independent Sample T-Test* pada program SPSS 16.0 *for windows*. Sebelum melakukan uji beda pada kinerja saham syariah Indonesia dan saham syariah Malaysia, terlebih dahulu dilakukan uji normalitas data untuk mengetahui keakuratan dan kevalidan data-data yang akan digunakan untuk uji statistic. Karena data yang digunakan adalah *closing price* saham syariah Indonesia dan Malaysia yang bisa diperoleh secara harian, bulanan ataupun tahunan. Atau dalam artian data tersebut bukan data primer yang langsung didapatkan oleh peneliti tetapi merupakan data sekunder yang diperoleh secara tidak langsung yaitu melalui internet (www.yahoofinance.com).

Uji normalitas ini menguji kenormalan data dengan uji *Kolmogorov Smirnov Goodness of Fit Test* terhadap masing-masing variabel. Apabila signifikansi lebih besar dari 0.05, maka data normal, dan sebaliknya apabila signifikansi lebih kecil dari 0.05, maka data tidak normal.

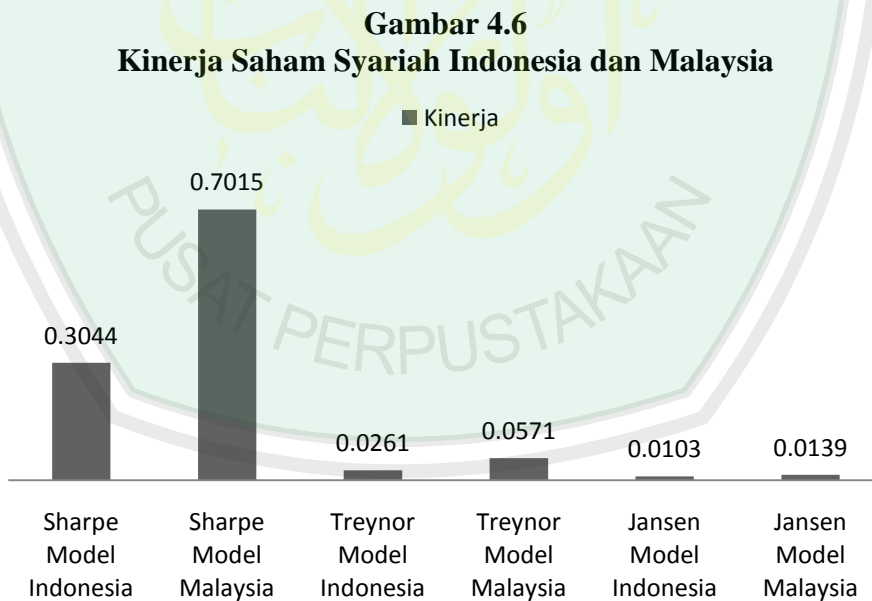
Dari uji statistic *Kolmogorov Smirnov Goodness of Fit Test*, didapatkan hasil bahwa masing-masing variabel memiliki nilai signifikansi lebih dari 0.05, yang mengindikasikan bahwa data yang digunakan dalam penelitian adalah normal. Yaitu saham syariah Indonesia pada metode indeks sharpe sebesar 0.985, pada indeks treynor 0.800 dan pada indeks jansen 0.794. Sedangkan pada saham syariah Malaysia untuk metode indeks sharpe sebesar 0.958, pada indeks treynor 0.575 dan indeks jansen 0.822.

Setelah uji normalitas terpenuhi, maka data tersebut sudah memenuhi syarat untuk bisa dilanjutkan pada tahap berikutnya, yaitu uji t atau uji beda antara kinerja saham syariah Indonesia dengan saham syariah Malaysia yang diukur dengan menggunakan tiga metode yaitu indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jansen. Untuk menguji hipotesis yang sudah diajukan adalah dengan menggunakan uji *Independent Sample T-Test* pada SPSS 16.0 *for windows*. Penarikan kesimpulan bisa dilakukan dengan membandingkan nilai signifikansi (Sig.) pengujian dengan alpha 5%. Jika nilai signifikansi lebih kecil dari 5%, maka H_0 ditolak, dan jika nilai signifikansi lebih besar dari 5%, maka H_0 diterima.

Dari hasil uji beda dengan menggunakan statistic, pada metode indeks sharpe didapatkan hasil bahwa nilai signifikansi sebesar 0.027, yaitu lebih kecil dari

nilai alpha 0.05 ($0.027 < 0.05$). Sedangkan untuk metode indeks treynor sebesar $0.031 < 0.05$. Begitu juga pada indeks Jansen yaitu $0.034 < 0.05$. Semua signifikansi pada metode penilaian kinerja adalah lebih kecil dari 0.05. Hal tersebut mengindikasikan bahwa H_a diterima dan H_0 ditolak. Yang berarti bahwa terdapat perbedaan antara kinerja portofolio optimal saham syariah di Indonesia dan saham syariah di Malaysia dengan menggunakan metode indeks Sharpe, indeks Treynor, dan indeks Jansen.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan antara kinerja saham syariah Indonesia dan saham syariah Malaysia. Hal tersebut dibuktikan dengan diagram dibawah ini :



Sumber : data diolah peneliti

Dari gambar 4.6 diatas dapat diketahui bahwa nilai dari kinerja antara saham syariah di Indonesia dengan saham syariah Malaysia sangat berbeda. Pada metode indeks sharpe, kinerja saham syariah Malaysia lebih tinggi 0.397 dari saham syariah Indonesia. Dan pada metode indeks treynor, kinerja saham syariah Malaysia juga lebih tinggi 0.031 dari saham syariah Indonesia. Selanjutnya pada metode indeks Jansen, kinerja saham syariah Malaysia juga lebih tinggi 0.0036 dari saham syariah Indonesia. Hal tersebut membuktikan bahwa rata-rata kinerja saham syariah Indonesia lebih rendah dari kinerja saham syariah Malaysia. Seperti pada t hitung yang ada di uji statistic yang bernilai negative yang artinya kinerja group 1 (kinerja saham syariah Indonesia) lebih rendah dari group 2 (kinerja saham syariah Malaysia).

Selain itu, berdasarkan penelitian terdahulu yang pernah dilakukan oleh Reny Nur Fikasari (2012) juga menyebutkan bahwa terdapat perbedaan kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia (sebagian besar Hipotesis alternative (H_a) diterima dan (H_o) ditolak) jika diukur dengan metode indeks Sharpe, indeks Treynor dan indeks Jansen.

Adanya perbedaan diantara kedua kinerja pada masing-masing indeks yang berbeda itu dikarenakan jumlah emiten yang berbeda. Emiten pada saham syariah Malaysia mencapai 853 dari 910 saham yang terdaftar dalam pasar modal Malaysia. Sedangkan pada saham syariah Indonesia hanya mencapai sekitar 232 dari 458 saham yang terdaftar pada pasar modal Indonesia. Selain itu, berdirinya pasar modal syariah Malaysia 10 tahun lebih dulu daripada pasar modal syariah Indonesia. Pasar modal syariah Malaysia berdiri pada tahun 1992 sedangkan pada pasar modal syariah

Indonesia berdiri pada tahun 2003. Dari situlah perkembangan pasar modal syariah Malaysia lebih unggul dibandingkan di Indonesia. Sehingga pasti ada perbedaan antara saham syariah Indonesia dan Malaysia.

Setelah diketahui kinerja masing-masing saham syariah Indonesia dan Malaysia, dapat diketahui bahwa saham syariah memiliki peran penting dalam membangun perekonomian suatu Negara. Karena dengan berinvestasi pada pasar modal maka investor mendukung tumbuh kembang suatu perusahaan yang ikut membangun perekonomian suatu Negara. Berkaitan dengan kegiatan investasi, ajaran agama Islam sangat mendukung kegiatan tersebut. Hal tersebut sesuai dengan firman Allah SWT dalam surat QS Al-Hasyr ayat 18 berikut ini :

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ
اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ

Artinya : “Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah Setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, Sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan”.

Pada ayat tersebut diaas Allah memerintahkan hamba-hambanya untuk memperhatikan segala sesuatu yang dikerjakan hari ini untuk masa depannya. Makna ayat diatas sangat sesuai dengan pengertian dari investasi yaitu komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang (Tandelilin, 2010:02).

Islam sebagai aturan hidup (*nidham al hayat*) yang mengatur seluruh sisi kehidupan umat manusia, menawarkan berbagai cara dan kiat untuk menjalani kehidupan yang sesuai dengan norma dan aturan Allah SWT.. Dalam berinvestasipun Allah dan RasulNya memberikan petunjuk (*dalil*) dan rambu-rambu pokok yang seyogyanya diikuti oleh setiap muslim yang beriman. Diantara rambu-rambu tersebut adalah terhindar dari unsure riba, *gharar*, *maysir*, *subhat*, dan haram. Selain itu investasi juga harus dilakukan atas harta yang memberikan nilai manfaat dan menghindari setiap transaksi yang zalim (Huda dan Nsution, 2007:23).

Allah SWT. dan Rasulullah SAW. telah melarang segala jenis perjudian, hal tersebut tertuang dalam Al-Qur'an surat Al-Maidah ayat 90 berikut ini :

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩٠﴾

Artinya : “Hai orang-orang yang beriman, Sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah[434], adalah Termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan”.

Jadi, investasi sangat diperlukan didalam kehidupan untuk mempersiapkan masa depan yang lebih cerah karena kita tidak tahu apa yang akan terjadi di masa yang akan datang. Sebagai seorang muslim, terdapat norma-norma dalam berinvestasi (investasi syariah) agar investasi yang dilakukan tidak mengandung unsur haram dan bisa memberikan barokah maupun manfaat didalam kehidupan. Salah satu cara

investasi yang bisa dilakukan adalah dengan menginvestasikan danaya di pasar modal syariah Indonesia maupun Malaysia dengan melakukan portofolio optimal.

Selain menganjurkan umatnya untuk berinvestasi, Allah juga mengnurkan umatnya untuk melakukan kinerja dengan sebaik-baiknya. Karena Allah menciptakan alam semesta ini menurut ukurannya seperti firman Allah dalam surat Al-Qamar ayat 74 sebagai berikut :

إِنَّا كُلَّ شَيْءٍ خَلَقْنَاهُ بِقَدَرٍ ﴿٤٩﴾

Artinya : “Sesungguhnya Kami Menciptakan segala sesuatu menurut ukuran. QS 54:49”

Oleh karena itu terpenuhilah kapasitas dasar manusia untuk mengelola bumi ini dengan kemampuannya untuk mendefinisikan dan kemampuannya untuk dapat mengukur sehingga proses manajemen untuk memakmurkan alam semesta dapat dilakukan.

Begitu juga pada organisasi atau perusahaan, kemampuan untuk mendefinisikan dan kemampuan untuk mengukur ini sangat dibutuhkan untuk mengetahui sejauhmana kinerja manajemen dalam mencapai visi dan misi organisasi tersebut. Apabila organsasi tidak dapat mendefinisikan tujuannya maka dia tidak tahu apakah dia sudah melangkah kedepan atau hanya berjalan ditempat. Jadi pengukuran sebuah kinerja sangatlah penting bagi perusahaan untuk mengoreksi diri agar dapat mencapai tujuan yang telah ditetapkan (www.wordpress.com).

Implikasi yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah penelitian ini dapat dijadikan bahan acuan investor dalam mempertimbangkan suatu keputusan investasi dari berbagai alternatif investasi yang ada di pasar modal yaitu dengan membentuk sebuah portofolio saham pada saham syariah Indonesia yang meliputi PT. Unilever Indonesia Tbk. (UNVR), PT. Indocement Tungal Prakasa Tbk. (INTP), PT. Semen Gresik Tbk. (SMGR), PT. Indo Tambangraya Megah Tbk. (ITMG), dan PT. Astra Agro Lestari Tbk. (AALI). Serta saham syariah Malaysia yang meliputi Telekom Malaysia Bhd (4863), Petronas Gas Bhd (6033), Digi.Com Bhd (6947), Kuala Lumpur Kepong Bhd (2445), Tenaga Nasional Bhd (5347), Sime Darby Bhd (4197), Axiata Group Bhd (6888) dan IOI Corporation Bhd (1961) karena saham-saham tersebut yang mempunyai nilai ERB lebih besar dari *cut off rate* dan merupakan peringkat 10 besar di pasar modal syariah Malaysia.

Adanya perbedaan kinerja antara saham syariah Indonesia dan saham syariah Malaysia mengindikasikan bahwa kinerja kedua indeks tersebut tidak sama. Apalagi dari hasil uji statistik menunjukkan bahwa rata-rata kinerja saham syariah Malaysia lebih baik daripada saham syariah Indonesia. Maka investor sebaiknya melakukan diversifikasi portofolio dengan mengkombinasikan saham-saham kandidat portofolio optimal saham syariah Indonesia dan Malaysia tersebut menjadi kovarian negatif. Karena saham syariah Malaysia lebih unggul daripada saham syariah Indonesia.