

**STUDI KOMPARATIF TERHADAP KINERJA SAHAM
SYARIAH DI INDONESIA DAN MALAYSIA**

SKRIPSI

Oleh

ABDUR ROFIQ

NIM : 04610079



**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN) MALANG
2008**

**STUDI KOMPARATIF TERHADAP KINERJA SAHAM
SYARIAH DI INDONESIA DAN MALAYSIA**

SKRIPSI

Diajukan Kepada:
Universitas Islam Negeri (UIN) Malang
Untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan dalam
Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (SE)

Oleh

ABDUR ROFIQ
NIM : 04610079



**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN) MALANG
2008**

LEMBAR PERSETUJUAN

**STUDI KOMPARATIF TERHADAP KINERJA SAHAM
SYARIAH DI INDONESIA DAN MALAYSIA**

SKRIPSI

Oleh

ABDUR ROFIQ
NIM: 04610079

Telah Disetujui 17 September 2008
Dosen Pembimbing,

Indah Yuliana, SE., MM
NIP 150327250

Mengetahui:
Dekan,

Drs. HA. MUHTADI RIDWAN, MA
NIP 150231828

LEMBAR PENGESAHAN

**STUDI KOMPARATIF TERHADAP KINERJA SAHAM
SYARIAH DI INDONESIA DAN MALAYSIA**

SKRIPSI

Oleh

ABDUR ROFIQ
NIM: 04610079

Telah Dipertahankan di Depan Dewan Penguji
dan Dinyatakan Diterima Sebagai Salah Satu Persyaratan
Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (SE)
Pada 13 Oktober 2008

Susunan Dewan Penguji	Tanda Tangan
1. Ketua Drs. H. Abdul Kadir Usry, MM., Ak	()
2. Sekretaris/Pembimbing Indah Yuliana, SE., MM NIP. 150327250	()
3. Penguji Utama Dr. H. Muhammad Djakfar, SH., M.Ag NIP. 150203742	()

Disahkan Oleh:
D e k a n,

Drs. HA. MUHTADI RIDWAN, MA
NIP. 150231828

PERSEMBAHAN

Karya ini penulis persembahkan untuk kedua orang tua dan seluruh keluarga besar penulis yang selalu memberikan dukungan, baik materi ataupun non materi, para guru dan pendidik, serta semua orang yang pernah mengenal dan menjadi bagian dari perjalanan hidup penulis. Rasa syukur yang tak terhingga penulis panjatkan kepada Allah SWT pernah menjadi bagian dari kehidupan kalian semua. Terima Kasih untuk Segalanya.

MOTTO

وَلَا تَقْفُ مَا لَيْسَ لَكَ بِهِ عِلْمٌ إِنَّ السَّمْعَ وَالْبَصَرَ وَالْفُؤَادَ كُلُّ أُولَئِكَ كَانَ عَنْهُ

مَسْئُولًا

" Janganlah kamu mengikuti apa yang kamu tidak mempunyai pengetahuan tentangnya. Sesungguhnya pendengaranmu, penglihatanmu, dan mata hatimu semua itu akan dimintai pertanggungjawabannya." (QS. Al-Isra': 36)

SURAT PERNYATAAN

Yang bertandatangan di bawah ini, saya:

Nama : Abdur Rofiq
NIM : 04610079
Alamat : Jln. Raya Arjasa Sumenep Madura

Menyatakan bahwa "**skripsi**" yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Malang, dengan judul:

STUDI KOMPARATIF TERHADAP KINERJA SAHAM SYARIAH DI INDONESIA DAN MALAYSIA

adalah hasil karya saya sendiri, bukan "**duplikasi**" dari karya orang lain.

Selanjutnya apabila di kemudian hari ada "**klaim**" dari pihak lain, bukan menjadi tanggungjawab Dosen Pembimbing dan atau pihak Fakultas Ekonomi, tetapi menjadi tanggung jawab saya sendiri.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Malang, 25 Oktober 2008
Hormat Saya,

Abdur Rofiq
NIM : 04610079

KATA PENGANTAR

Bismillahirrohmanirrahim

Syukur Alhamdulillah, berkat rahmat dan ridho Allah SWT, serta syafaat rasul-Nya Muhammad SAW, akhirnya selesai juga penyusunan skripsi yang berjudul “ STUDI KOMPARATIF TERHADAP KINERJA SAHAM SYARIAH DI INDONESIA DAN MALAYSIA” ini. Meskipun melalui proses yang cukup panjang dan melelahkan tapi semuanya serasa terbayar dengan tumpukan-tumpukan kertas ini.

Penyusunan skripsi ini tidak terlepas dari adanya hambatan dan kekurangan. Namun demikian, berkat bimbingan, bantuan, dan dukungan dari berbagai pihak, skripsi ini rampung juga akhirnya. Penulis ingin mengucapkan terima kasih sebesar-besarnya dan penghargaan yang tak terhingga nilainya atas bantuan orang-orang istimewa selama penyusunan skripsi ini berlangsung. Tanpa mereka, rasanya sulit membayangkan bagaimana jadinya skripsi ini.

1. Prof. Dr. Imam Suprayogo, selaku Rektor Universitas Islam Negeri (UIN) Malang.
2. Drs. HA. Muhtadi Ridwan, MA, dan seluruh jajaran pembantu dekan Fakultas Ekonomi.
3. Drs. Indah Yuliana, SE., MM, pembimbing skripsi ini. Beliaulah yang membuat proses penyelesaian skripsi ini terasa menyenangkan. Bahagia sekali dapat kesempatan bertukar pikiran dengan beliau.
4. Seluruh Dosen dan Staf Administrasi Fakultas Ekonomi (FE) yang telah banyak membantu penulis dalam mengikuti perkuliahan dan penyusunan skripsi ini.
5. Ayah ibu tercinta, kakak tersayang, mbak tercantik, dan ponakanku terlucu; kalian segalanya. Tak perlu kata dan aturan khusus untuk

menggambarkan kebanggaan bisa menjadi bagian dari kehidupan kalian. Terimakasih untuk segalanya.

6. Rekan-rekan di Lembaga Kajian Penelitian dan Pengembangan Mahasiswa (LKP2M), yang telah banyak memberikan dukungan dan masukan. Terima kasih untuk diskusi-diskusinya. *You are the great team.*
7. Sahabat-sahabat teristimewa; Alayk Al-Abdullah, Ubaid, Andy, Dewi, Zakiya, Huda, Wahyudi, M. Zein, Chumaidi, Umam, Anwar, Anyak, Devita, Aisyah, Hasan, Habibah, Diana, Esy, Ayatullah, Eka, Subaidi, Vivin; kalian semua telah menyumbangkan inspirasi tak ternilai bagi terselesaikannya skripsi ini. Terima kasih telah mengenalkanku pada dunia kalian. *I've had many days of grace with all of you, I always miss you all, anytime and anywhere.* Doaku untuk kesuksesan kita semua. Afni, terima kasih mengajarku bahasa arab.
8. Semua tema-teman di Fakultas Ekonomi serta Sahabat-sahabat di *mailing list* pasar modal; terima kasih untuk semua informasinya.
9. Seluruh pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu, yang secara langsung maupun tidak langsung telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa masih banyak kekurangan dalam penyusunan skripsi ini. Untuk itu, saran dan kritik yang membangun diperlukan untuk penyempurnaan lebih lanjut, setidaknya sebagai pengingat bahwa karya ini hanya hasil karya manusia yang jauh dari sempurna. Akhir kata, penulis berharap semoga hasil penelitian ini bermanfaat dapat bermanfaat bagi semua pihak yang membutuhkan, terutama bagi almamater.

Malang, 19 September 2008

Abdur Rofiq

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
LEMBAR PERSETUJUAN	iii
LEMBAR PENGESAHAN	iv
HALAMAN PERSEMBAHAN	v
MOTTO.....	vi
SURAT PERNYATAAN.....	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR.....	xv
DAFTAR GRAFIK.....	xvi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvii
ABSTRAK.....	xviii
BAB I : PENDAHULUAN.....	1
A. Latar Belakang.....	1
B. Rumusan Masalah	8
C. Tujuan Penelitian.....	9
D. Batasan Penelitian... ..	10
E. Manfaat Penelitian.....	11
BAB II : KAJIAN PUSTAKA	13
A. Kajian Empiris	13
1. Penelitian Terdahulu	13
2. Pasar Modal Syariah dan Perkembangannya.. ..	21
3. Instrumen Pasar Modal Syariah.....	26
4. Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia	27
5. Perkembangan Pasar Modal Syariah di Malaysia.....	31
B. Kajian Teoritis	35
1. Investasi Prinsip dan Kaidahnya dalam Islam	35
a. Investasi dan Jenisnya.....	35
b. Prinsip dan Kaidah Investasi Menurut Syariah	39

c. Bentuk-Bentuk Akad dan Transaksi yang Dilarang Islam.....	42
d. Hukum Jual Beli Saham dan Transaksinya yang Dilarang	47
2. Hubungan <i>Return</i> dan Risiko Investasi..	50
3. Estimasi <i>Return</i> dan Risiko	54
4. <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	59
5. Analisis Sekuritas dan Diversifikasi Internasional.....	60
6. Penilaian Kinerja Saham	65
a. Pendekatan Fundamental..	66
b. Pendekatan Teknikal	69
7. Karakteristik Keuangan.....	72
8. <i>Market Performance</i>	74
a. Hubungan <i>Market Performance</i> dengan Likuiditas..	76
b. Hubungan <i>Market Performance</i> dengan Profitabilitas	78
c. Hubungan <i>Market Performance</i> dengan Leverage..	79
d. Hubungan <i>Market Performance</i> dengan PER	80
9. Makro Ekonomi dan Hubungannya dengan Kinerja Saham	82
10. Volatilitas Saham.....	83
11. Kerangka Berpikir	85
12. Hipotesis Penelitian	88
BAB III : METODE PENELITIAN	91
A. Objek Penelitian	91
B. Jenis dan Pendekatan Penelitian..	91
C. Populasi dan Sampel Penelitian.....	92
D. Periode Pengamatan, Jenis dan Sumber Data.....	95
E. Definisi Operasional dan Cara pengukurannya	96
F. Teknik Analisis Data	101
1. Tahap Pertama.....	102
2. Tahap Kedua.....	104
3. Tahap Ketiga.....	108
BAB IV : ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN....	114
A. Paparan Data	114
B. Analisis Data dan Pengujian Hipotesis..	118
1. Uji Beda Karakteristik Keuangan.....	118
a. <i>Current Ratio (CR)</i>	119

b. <i>Return on Equity (ROE)</i>	120
c. <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i>	122
d. <i>Price Earning Ratio (PER)</i>	122
2. Uji Beda <i>Market Performance</i>	123
a. <i>Return Saham</i>	123
b. <i>Expected Return</i>	124
c. <i>Return of Risk Free Assets</i>	125
d. <i>Excess Return</i>	127
e. <i>Standar Deviasi Return</i>	127
f. <i>Sharpe's Measure</i>	128
d. Uji Beda <i>Sharpe's Measure</i>	129
3. Uji Beda Volatilitas.....	131
4. Uji Logistik Nilai Saham	135
a. Indonesia	136
b. Malaysia	137
5. Uji Sensitivitas Saham	138
a. Indonesia	139
b. Malaysia	141
6. Perbandingan <i>Market Performance</i>	142
a. Indonesia	144
b. Malaysia	146
C. Pembahasan Hasil Penelitian..	148
1. Perbedaan Karakteristik Keuangan.....	148
2. Perbedaan <i>Market Performance</i>	152
3. Perbedaan Volatilitas	155
4. Probabilitas Nilai Saham.....	158
5. Sensitivitas Saham terhadap Variabel Makro Ekonomi	159
6. Perbandingan Kinerja Saham Syariah di Indonesia dan Malaysia ..	
.....	162
BAB IV : KESIMPULAN DAN SARAN	167
A. Kesimpulan.....	167
B. Saran.....	171
DAFTAR PUSTAKA.....	
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 : Penelitian-Penelitian Terdahulu.....	15
Tabel 2.2 : Perkembangan Efek Syariah di Pasar Modal Indonesia.....	29
Tabel 2.3 : <i>List of Syariah Compliant Securities in Malaysia</i>	34
Tabel 3.1 : Sampel di Bursa Efek Indonesia (BEI).....	93
Tabel 3.2 : Sampel di Bursa Malaysia (KLSE).....	94
Tabel 4.1 : Karakteristik Sampel Saham-Saham Syariah di Indonesia	115
Tabel 4.2 : Karakteristik Sampel Saham-Saham Syariah di Malaysia.....	116
Tabel 4.3 : Pengujian Normalitas Data Karakteristik Keuangan.....	119
Tabel 4.4 : Hasil Pengujian Non-Parametrik <i>Current Ratio</i>	120
Tabel 4.5 : Hasil Pengujian Parametrik <i>Return on Equity Ratio</i>	121
Tabel 4.6 : Hasil Pengujian Parametrik <i>Debt to Equity Ratio</i>	122
Tabel 4.7 : Hasil Pengujian Non-Parametrik <i>Price Earning Ratio</i>	123
Tabel 4.8 : Harga Saham PT. Adhi Karya Tbk 2-15 Januari 2007	124
Tabel 4.9 : <i>Expected Return</i> Saham PT. Adhi Karya Tbk	125
Tabel 4.10: Rata-rata Tingkat Bunga Harian SBI 3 Bulanan.....	126
Tabel 4.11: Standar Deviasi <i>Return</i> PT. Adhi Karya Tbk	128
Tabel 4.12: Hasil Pengujian Normalitas <i>Sharpe's Measure</i>	129
Tabel 4.13: Diskripsi Statistik <i>Sharpe's Measure</i>	130
Tabel 4.14: Hasil Pengujian Parametrik <i>Sharpe's Measure</i>	130
Tabel 4.15: ARCH (1,1) dan GARCH (1,1) Saham Syariah di Indonesia ..	131
Tabel 4.16: ARCH (1,1) dan GARCH (1,1) Saham Syariah di Malaysia ...	132

Tabel 4.17: Uji Normalitas ARCH (1,1) dan GARCH (1,1).....	133
Tabel 4.18: Diskripsi Statistik ARCH (1,1) dan GARCH (1,1)	134
Tabel 4.19: Hasil Uji Parametrik ARCH (1,1) dan GARCH (1,1).....	135
Tabel 4.20: Hasil Klasifikasi Saham Syariah di Indonesia.....	136
Tabel 4.21: Hasil Uji Logistik Saham Syariah Indonesia	137
Tabel 4.22: Hasil Klasifikasi Saham Syariah di Malaysia	137
Tabel 4.23: Hasil Uji Logistik Saham Syariah Malaysia.....	138
Tabel 4.24: Hasil Uji Asumsi Klasik Saham Syariah Indonesia	140
Tabel 4.25: Hasil Uji Regresi Saham Syariah Indonesia	140
Tabel 4.26: Hasil Uji Asumsi Klasik Saham Syariah Malaysia	141
Tabel 4.27: Hasil Uji Regresi Saham Syariah Malaysia	142
Tabel 4.28: Perbandingan <i>Sharpe's Measure</i> Saham Syariah di Indonesia .	145
Tabel 4.29: Perbandingan <i>Sharpe's Measure</i> Saham Syariah di Malaysia ..	147

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 : Kriteria Penentuan Saham Syariah di Malaysia	35
Gambar 2.2 : Hubungan <i>Return</i> dan Risiko Investasi	53
Gambar 2.3 : Prose Analisis <i>Top-Down</i> dalam Investasi.....	62
Gambar 2.4 : Kerangka Teoritis Proses Investasi	86
Gambar 2.5 : Kerangka Berpikir Penelitian	87

DAFTAR GRAFIK

	Halaman
Grafik 4.1 : Perbandingan Periode <i>Listing</i> Perusahaan Sampel di Indonesia dan Malaysia	118

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 : Karakteristik Keuangan Saham Syariah di Indonesia pada Tahun 2007
- Lampiran 2 : CR, ROE, DER dan PER Saham Syariah di Indonesia
- Lampiran 3 : Karakteristik Keuangan Saham Syariah di Malaysia pada Tahun 2007
- Lampiran 4 : CR, ROE, DER dan PER Saham Syariah di Malaysia
- Lampiran 5 : *Sharpe's Measure* Saham Syariah di Indonesia
- Lampiran 6 : *Sharpe's Measure* Saham Syariah di Malaysia
- Lampiran 7 : Output Uji Binary Logistik Indonesia
- Lampiran 8 : Output Uji Binary Logistik Malaysia
- Lampiran 9 : Output Uji Regresi untuk Indonesia
- Lampiran 10 : Output Uji Regresi untuk Malaysia
- Lampiran 10 : Lampiran CD dan Virtual

ABSTRAK

Rofiq, Abdur, 2008 SKRIPSI. Judul: "Studi Komparatif Terhadap Kinerja Saham Syariah di Indonesia dan Malaysia".

Pembimbing: Drs. Indah Yuliana, SE., MM.

Kata Kunci : kinerja, saham syariah, *market performance* dan GARCH

Laporan Tim Studi Investasi Syariah BAPEPAM menginformasikan bahwa perkembangan saham syariah di Malaysia lebih baik dibandingkan di Indonesia pada tahun 2004. Pada tahun 2007, *World Federation of Exchange (WFE)* melaporkan kinerja indeks gabungan (IHSG) BEI dan kapitalisasi pasarnya lebih tinggi melampaui Indeks gabungan (KLCI) Malaysia. Berdasarkan informasi tersebut, ada indikasi hubungan tidak searah antara perkembangan saham syariah dengan perkembangan saham secara keseluruhan di kedua negara bersangkutan, yang diduga disebabkan oleh perbedaan kinerja perusahaan secara individual.

Penelitian ini berupaya menganalisis dan membandingkan kinerja saham syariah di kedua negara tersebut dengan menggunakan indikator penilaian saham secara fundamental dan teknikal. Indikator fundamental meliputi penilaian karakteristik keuangan, *market performance*, dan sensitivitas saham terhadap variabel makro ekonomi, sedangkan indikator teknikal menggunakan tolak ukur volatilitas yang diukur dengan GARCH (1,1). Secara keseluruhan, analisis terdiri dari tiga tahapan, dimana tahap pertama menggunakan uji beda rata-rata independen sampel, tahap kedua menggunakan binary logistik dan tahap ketiga menggunakan regresi linear berganda.

Hasil analisis menemukan bahwa karakteristik keuangan yang diukur dari *current ratio (CR)*, *Return on Equity (ROE)*, *Debt to Equity Ratio (DER)* dan *Price Earning Ratio (PER)* saham syariah di Indonesia dan Malaysia tidak berbeda nyata, kecuali pada DER dan PER. *Market performance* yang diukur dari *Sharpe's index* tidak berbeda, sedangkan GARCH (1,1) saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan di Malaysia. Dari hasil uji logistik diketahui bahwa nilai saham di kedua negara tidak bisa diprediksi menggunakan karakteristik keuangan, sementara pengujian regresi berganda menyimpulkan bahwa variabel makro ekonomi yang diwakili inflasi, nilai tukar, *rate of risk free of assets*, dan *composite index* baik secara bersama-sama maupun secara parsial terbukti tidak berpengaruh terhadap *return* saham di Indonesia. Sementara di Malaysia, di antara keempat variabel makro ekonomi tersebut, secara parsial hanya nilai tukar yang berpengaruh negatif terhadap *return* saham, sedangkan secara simultan model tidak cocok.

ABSTRACT

Rofiq, Abdur, 2008 THESIS. Title: "The Comparasion Study of Syariah Stocks Performance at Indonesian and Malaysia".

Counsellor : Drs. Indah Yuliana, SE., MM.

Key words: syariah stocks, *market performance* and GARCH

The study team report of syariah investment formed by The Capital Market Supervisory Agency reporting that syariah stocks developing to Malaysia is getting better than Indonesia in 2004. In 2007, World Federation of Exchange (WFE) London reported that achievement of Indonesian Composite Index and its market capitalization outperformed Malaysian's Kuala Lumpur Composite Index (KLCI). The information indicates the unidirectional relationship between syariah stocks developing with its composite index on both. It is preconceived happening because the differences of corporate performance individually.

This research effort to analyze and compare between syariah stocks achievements between Indonesia and Malaysia by using stock estimation fundamentally and technically. Fundamental indicator covers financial characteristic estimation, market performance, and sensitivity of stocks to economic macro variables, meanwhile the technical indicator utilizes GARCH (1,1) as the volatility measurement of stocks. Wholly, the analysis's consisting of three steps, where the first step is utilizing independent sample for mean test. The second step utilizes binary logistic and the third utilize multiple OLS regression.

The result of this research finds that financial characteristic that is measured from Current Ratio (CR) and Return on Equity (ROE) of syariah stocks at Indonesia and Malaysia is indifferent significantly. But on Debt to Equity Ratio (DER) and Price Earning Ratio (PER) is significant. Market performance of stocks that is measured by Sharpe's index is indifferent, meanwhile GARCH (1,1) syariah stocks at Indonesia higher than Malaysia. The result of binary logistic test shows that stock value at Indonesia and Malaysia can't predict from company finance characteristic, while the test of regression concludes that economic macro variables is represented by inflation, exchange rate, rate of risk free assets, and composite index not affect to the actual return of Indonesian's stocks, simultantly and partially. While the Malaysia, between the fourth of economic macro variables partially only exchange rate that affect negatively to actual return of stock. Meanwhile, model simultaneous is indifferent.

المستخلص

الرفيق، عبد، 2008 البحث الجامعي. الموضوع "دراسة المقارنة في أداء عملية الأسهم الشرعية في اندونيسيا ومالزيا".
المشرفة: اينداه يوليانا، الماجستير

الكلمة الرئيسية: مؤشر الأداء ، سهم الشرعية، الإنجاز السوقي و GARCH

تقرير فرقة دراسة التمويل الشرعية BAPEPAM يعلن أن تطور الأسهم الشرعية في ومالزيا أحسن من اندونيسيا في السنة 2004. في السنة 2007، يقرر منظمات و جمعيات المالية (WFE) أن مؤشر الأداء و السوقية للأسهم المتداولة النادي الأسهم الاندونسيا (IHSG) ارفع من مؤشر الأداء النادي الأسهم ملازيا (KLIC). بناء على ذلك الاعلان، كانت المؤشرة الأداء لا إلى جهة واحدة بين تطور الأسهم الشرعية بتطور الأسهم شمالا في بلدين، الذي يظن بسبب على اختلاف مؤشر الأداء الصناعية منفردا.

هذا التحليل يحول أن يحلل ومقارن مؤشر الأداء الأسهم الشرعية في ذلك لبلدين باستخدام مؤشرة نتيجة الأسهم أصليا وتقنيا. مؤشر الأصل يشتمل على نتيجة النسب المالية، الإنجاز السوقي وحساسية الأسهم على المتغيرات ضحم الاقتصادية، أما مؤشرة تقنيا يستعمل رفض القدر الصحة الذي يقدر ب (1.1) GARCH. جميعا، التحليل يتكون من ثلاثة المراحل، المرحلة الأولى تستعمل تدريب الاختلاف بمعدل مستقل العينة، المرحلة الثانية تستعمل با الارتباط لوجستي والمرحلة الثالثة تستعمل با ارتباط الخطية.

حاصل التحليل يلقى أن حصاص المالية التي تقدر عن نسبة التداول نسبة الدين إلى حقوق الملكي، العائد على حقوق الشركاء و مكرر الربحي الأسهم الشرعية في اندونيسيا و ومالزيا لا يوجد فرق ظاهر إلا على العائد على حقوق الشركاء و مكرر الربحي. الإنجاز السوقي الذي يقدر من *Sharpe's index* لا يوجد فرق، اما (1.1) GARCH الأسهم الشرعية في اندونيسيا أرفع من مالزيا. من حاصل الارتباط لوجستي يعرف أن نتيجة الأسهم في بلدين لا يستطيع أن يخمن باستخدام النسب المالية ، اما تدريب نكوص الارتباط الخطية يلاخص أن متغيرات ضحم الاقتصادية الذي ينوب عن معدلات التضخم، سعرُ الصرّف، أذون الخزان، نادي الأسهم معا أو فاصلا مثبت لا يؤثر على رجوع الأسهم في اندونيسيا، اما في ملازيا، بين أربعة المتغيرات ضحم الاقتصادية، فاصلا إلا سعرُ الصرّف المؤثر الساببة على رجوع الأسهم ، أما بمواقف طرز لا موافق.

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Salah satu tujuan penting yang melandasi keberadaan pasar modal di berbagai negara adalah sebagai penunjang pembangunan ekonomi dengan cara menjembatani kepentingan para pemilik modal (investor) dan penghimpun modal (perusahaan). Hampir seluruh negara di dunia, baik itu negara maju maupun negara berkembang, telah memanfaatkan pasar modal sebagai sarana alternatif bagi investasi dan penghimpunan dana. Untuk itu, berbagai negara berupaya mengembangkan pasar modalnya agar investor tertarik untuk melakukan investasi dan perusahaan bisa dengan mudah melakukan emisi.

Dalam rangka pengembangan tersebut, penyediaan instrumen investasi berbasis syariah yang umumnya dikonotasikan sebagai pasar modal syariah, dapat disebut sebagai salah satu bagian penting dari upaya tersebut. Ketersediaan pasar modal syariah tersebut diakui atau tidak belakangan semakin mengukuhkan posisi pasar modal sebagai saraf finansial perekonomian modern, apalagi jika kita melihat peranannya yang cukup besar dalam menyumbang pendapatan nasional.

Di negara maju seperti Amerika Serikat, pada tahun 2007 dengan kapitalisasi pasar mencapai USD 15.651 miliar, pasar modalnya mampu memberikan kontribusi sebesar 113 % pada PDB riil (*World Federation of Exchange, 2007:1, BEA, 2008*). Dan sampai akhir April 2008, sekitar 57 % dari kapitalisasi pasar tersebut berasal dari kapitalisasi pasar modal syariah, yakni sebesar USD 8.968,4 miliar (*Dow Jones Islamic Index, 2008*). Sementara di negara berkembang seperti Indonesia, pada tahun yang sama dengan kapitalisasi pasar mencapai Rp 1988,32 triliun, pasar modal mampu menyumbang PDB sebesar 64 %, dan sekitar 35 % diantaranya disumbang oleh pasar modal syariah (*Bursa Efek Indonesia, 2007:42, Badan Pusat Statistik, 2008:2*).

Secara umum, pasar modal syariah dapat dipahami sebagai sebuah tempat dimana modal atau efek-efek yang sesuai syariah diperdagangkan, termasuk di dalamnya saham sebagai salah satu instrumen investasi. Belakangan ini saham-saham syariah menjadi pilihan investasi yang banyak dilirik para investor. Itu terlihat dari perkembangan indeks JII (*Jakarta Islamic Index*) yang meningkat sebesar 58,38% pada tahun 2007 dibandingkan tahun 2006. Prosentase kenaikan JII tersebut lebih tinggi dibandingkan LQ45 dan IHSG yang hanya sebesar 52,58% dan 52,08% (*Bursa Efek Indonesia, 2007:1*).

Tingginya prosentase kenaikan tersebut dapat kita pahami mengingat proses *screening* saham syariah di JII selain dilakukan terhadap aktivitas bisnis perusahaan, juga diberlakukan terhadap rasio keuangan dengan kriteria yang cukup ketat. Adanya proses semacam ini wajar jika kemudian menumbuhkan keyakinan di kalangan investor bahwa saham-saham syariah yang lulus *screening* akan dapat memberikan imbal hasil atau *return* yang lebih tinggi dibandingkan saham non syariah.

Indonesia dan Malaysia merupakan dua di antara beberapa negara yang memberlakukan kriteria *screening* yang cukup ketat terhadap penyeleksian saham-saham syariah. Di Indonesia, *benchmark* saham-saham syariah tergabung dalam *Jakarta Islamic Index (JII)*, dan proses penyaringannya dilakukan oleh Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Sementara di Malaysia, daftar saham-saham syariah tergabung dalam *FTSE Bursa Malaysia EMAS Syariah Index (FBHM)*, dan penyeleksiannya ditentukan oleh *Shariah Advisory Council (SAC)*. Baik DSN-MUI maupun SAC, keduanya memberlakukan kriteria-kriteria tertentu terhadap laporan keuangan perusahaan yang akan masuk indeks syariah.

Sebagai indeks percontohan syariah, JII dan FBMS mengandung informasi tentang sekumpulan saham syariah bagi investor yang ingin menginvestasikan dananya pada saham-saham yang sesuai prinsip

syariah. Dalam arti yang lain, untuk mempertimbangkan portofolionya, investor bisa memanfaatkan informasi yang terkandung dalam kedua indeks tersebut sebelum akhirnya memutuskan di saham mana dananya akan ditempatkan agar *return* yang dihasilkannya maksimal. Penempatan dana ini akan sangat tergantung kepada penilaian investor terhadap kinerja suatu saham.

Bagi investor, terdapat dua pendekatan utama yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja saham, yaitu pendekatan fundamental dan teknikal. Pendekatan fundamental dilakukan dengan menganalisis secara berurutan kondisi makro, kondisi industri, dan kondisi perusahaan secara individual. Prinsip umum dari pendekatan fundamental adalah harga saham dipengaruhi oleh faktor-faktor makro, siklus bisnis, dan nilai perusahaan itu sendiri. Sementara itu, pendekatan teknikal dilakukan dengan menganalisis pergerakan indikator pasar saham. Indikator tersebut bisa berupa harga saham, volume perdagangan dan indikator lainnya yang dapat mencerminkan pergerakan saham. Prinsip utama pendekatan ini adalah bahwa harga saham dipengaruhi oleh harga dan indikator pasar lainnya di masa lalu.

Dalam prakteknya, untuk memperoleh *return* yang optimal dengan risiko minimal, kedua pendekatan tersebut akan lebih baik digunakan sebelum portofolio saham dibuat. Investor dapat

menganalisis sensitivitas saham terhadap variabel makro ekonomi dan perkembangan industri, serta menganalisis perusahaan-perusahaan mana saja yang sahamnya layak beli berdasarkan nilai yang dimilikinya. Kemudian untuk melengkapi analisis-analisis tersebut investor melakukan analisis terhadap pergerakan harga saham dan membuat pola pergerakan harga pada masa mendatang dengan pola yang terjadi di masa lalu.

Dalam investasi saham, besarnya *return* yang diperoleh juga akan sangat tergantung pada kesediaan investor menanggung risiko dari sifat saham yang *high risk-high return*. Untuk itu, semakin besar risiko yang diambil, semakin besar juga harapan *return* yang akan diterima. Sebaliknya, semakin kecil risiko yang bersedia ditanggung investor, maka kemungkinan *return* yang akan diterima juga akan semakin kecil. Jadi, selain keterampilan analisis, besarnya *return* juga ditentukan oleh kombinasi *brave* dan *brain* investor dalam menanggung dan mengelola risiko. Karena itu, dari sebuah *return* investasi yang sama, investor harus memilih risiko paling minimal. Salah satu cara yang bisa dilakukan adalah dengan mendiversifikasi investasi ke ranah internasional.

Dalam rangka menyediakan variasi pilihan tersebut, studi komparasi terhadap kinerja saham antara dua bursa saham yang berbeda perlu dikembangkan. Berkaitan dengan itu, pada tahun 2003

Islamic Capital Market Task Force of The International Organization of Securities Commissions (IOSCO, 2006:7) mencatat Malaysia sebagai salah satu negara yang memiliki kapitalisasi saham syariah lebih tinggi dibandingkan Indonesia. Laporan tersebut kemudian didukung oleh penelitian Tim Studi Investasi Syariah di Indonesia pada tahun 2004 yang menyimpulkan hal serupa. Laporan lain yang juga mendukung laporan *IOSCO* tersebut adalah informasi yang dirilis kedua bursa efek negara tersebut dalam situsnya.

Sampai akhir tahun 2006, Bursa Efek Indonesia (BEI) mencatat kapitalisasi pasar saham syariah hanya sebesar 48 % dari total kapitalisasi pasar di BEI, dan pada tahun 2007 emisinya hanya sebesar 42 % dari total emisi saham di BEI (Bursa Efek Indonesia, 2006, Syarief, 2008:38). Sementara itu, pada tahun yang sama Bursa Malaysia (KLSE) mencatat kapitalisasi saham syariah mencapai 82 % dari total kapitalisasi pasar, dan emisinya mencapai 86% dari total emisi pada tahun 2007 (Bursa Malaysia, 2008, *Securities Commission Malaysia*, 2007:7).

Lebih tingginya nilai emisi dan kapitalisasi pasar saham syariah di Malaysia tersebut secara eksplisit menggambarkan tingginya respon pasar terhadap saham syariah di Malaysia. Menariknya, berdasarkan laporan *World Federation of Exchanges (WFE)* pada tahun 2007, Bursa Efek Indonesia menempati urutan keenam terbaik dari 56 bursa

anggota *WFE*, dan menempati urutan keempat terbaik di kawasan Asia Pasifik, jauh di atas Bursa Malaysia (*World Federation of Exchange*, 2007:5-7). Hal ini mengindikasikan adanya hubungan tidak searah antara perkembangan saham secara keseluruhan dengan perkembangan saham syariah di antara kedua negara tersebut. Dan salah satu faktor yang mungkin menjadi penyebabnya adalah kinerja saham syariah yang berbeda secara mikro-individual antara kedua negara tersebut.

Jika keadaannya memang demikian, maka informasi-informasi di atas tentu saja belum cukup untuk dijadikan dasar keputusan investasi yang kuat. Untuk melengkapinya, analisis terhadap kinerja saham syariah secara individual di Indonesia dan Malaysia perlu dilakukan. Karena itu, JII dan FBMS dipilih sebagai objek analisis yang dikomparasikan dalam penelitian ini.

Penilaian kinerja dalam penelitian ini didasarkan pada dua pendekatan, yakni pendekatan fundamental dan teknikal. Analisis sensitivitas saham terhadap variabel makro ekonomi dilakukan dengan memasukkan variabel inflasi, nilai tukar, *composite index* dan *rate of risk free asset* (tingkat bunga surat utang pemerintah) sebagai variabel prediktor terhadap *return*. Analisis perusahaan menggunakan tolak ukur karakteristik keuangan, yang diukur dengan likuiditas, profitabilitas, *leverage* dan *Price Earning Ratio* (PER). Analisis ini

kemudian dilengkapi dengan menggunakan tolak ukur *market performance*, dengan indikator pengukur menggunakan *sharpe's measure*. Kemudian fluktuasi pergerakan saham dianalisis menggunakan tolak ukur volatilitas, dengan indikator pengukur *Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity* (GARCH (1,1)). Dengan demikian, secara keseluruhan variabel pengukur kinerja yang digunakan dalam penelitian ini adalah karakteristik keuangan, *market performance*, volatilitas, dan sensitivitas saham terhadap variabel makro ekonomi.

B. Rumusan Masalah

Di Indonesia, *benchmark* saham-saham syariah tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI), sedangkan di Malaysia *benchmark* saham-saham syariah tergabung dalam *FTSE Bursa Malaysia Emas Shariah Index* (FBMS) dan diperdagangkan secara terorganisir di Bursa Malaysia atau *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE). Dengan asumsi bahwa keputusan investasi harus didasarkan pada perencanaan dan hasil analisis yang baik, maka rumusan masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah ada perbedaan karakteristik keuangan yang diukur dengan likuiditas, profitabilitas, *leverage* dan PER antara saham syariah di BEI dan KLSE?
2. Apakah ada perbedaan *market performance* yang diukur dengan *sharpe's measure* antara saham syariah di BEI dan KLSE?
3. Apakah ada perbedaan volatilitas yang diukur dengan GARCH (1,1) antara saham syariah di BEI dan KLSE?
4. Apakah karakteristik keuangan yang diukur dengan likuiditas, profitabilitas, *leverage* dan PER dapat digunakan untuk memprediksi nilai saham syariah di BEI dan KLSE?
5. Saham-saham syariah mana saja yang *market performance*-nya lebih unggul atau kalah unggul dibandingkan *composite index*-nya pada BEI dan KLSE?
6. Bagaimana sensitivitas saham-saham syariah terhadap variabel makro ekonomi, yang diukur dari inflasi, nilai tukar, *composite index* dan *rate of risk free asset* di BEI dan KLSE ?

C. Tujuan Penelitian

Sejalan dengan yang telah dirumuskan dalam rumusan masalah, maka penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mengetahui perbedaan karakteristik keuangan yang diukur dengan likuiditas, profitabilitas, *leverage* dan PER antara saham syariah di BEI dan KLSE;
2. Mengetahui perbedaan *market performance* yang diukur dengan *sharpe's measure* antara saham syariah di BEI dan KLSE;
3. Mengetahui perbedaan volatilitas yang diukur dengan GARCH (1,1) antara saham syariah di BEI dan KLSE;
4. Mengetahui kemampuan karakteristik keuangan yang diukur dengan likuiditas, profitabilitas, *leverage* dan PER dalam memprediksi nilai saham syariah di BEI dan KLSE;
5. Menunjukkan saham-saham syariah mana saja yang *market performance*-nya lebih unggul atau kalah unggul dibandingkan *composite index*-nya pada BEI dan KLSE;
6. Mengetahui sensitivitas saham-saham syariah terhadap variabel makro ekonomi, yang diukur dari inflasi, nilai tukar, *composite index* dan *rate of risk free asset* di BEI dan KLSE.

D. Batasan Penelitian

Untuk menghindari adanya kesalahan interpretasi, maka dalam penelitian ini ditetapkan batasan-batasan sebagai berikut:

1. Saham-saham syariah di Indonesia dan Malaysia yang dimaksudkan dalam penelitian ini adalah saham-saham syariah

yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) untuk Indonesia, dan *FTSE Bursa Malaysia EMAS Syariah Index* (FBMS) untuk Malaysia.

2. Pengukuran kinerja saham didasarkan pada pendekatan fundamental dan teknikal. Pendekatan fundamental berupa analisis sensitivitas saham terhadap variabel makro ekonomi, karakteristik keuangan dan *market performance* saham. Pengukuran secara teknikal didasarkan pada volatilitas yang diukur dengan GARCH (1,1).
3. Pengukuran *market performance* dalam penelitian ini menitikberatkan pada acuan *risk adjusted return* yang dihitung dengan *sharpe's measure*. Sementara kategorisasi nilai saham (dalam rumusan masalah keempat) didasarkan pada teori SML, apabila *expected return* lebih besar dari *required return*-nya, maka saham *undervalued*, dan apabila *expected return* lebih kecil dari *required return*-nya, maka saham *overvalued*. Dasar teori ini dibahas lebih lanjut oleh Bodie, dkk. (2005:222) dan Tandelilin (2001:100).

E. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat:

1. Bagi Akademisi; untuk menambah wawasan keilmuan berkaitan dengan kinerja saham dan pengukurannya.

2. Bagi investor; agar dapat mengetahui perbedaan *market performance* dan karakteristik keuangan saham-saham syariah, khususnya di Indonesia dan Malaysia, sehingga dapat memberikan informasi baru bagi penentuan portofolio saham berikutnya.
3. Bagi emiten; diharapkan bisa menjadi informasi yang berguna bagi emiten yang tertarik terhadap keberadaan dan kinerja saham syariah.
4. Bagi Pemerintah; diharapkan bisa menambah sumber informasi tentang kondisi saham-saham syariah di Indonesia bila dibandingkan dengan Malaysia. Dengan begitu, penelitian ini diharapkan bisa menjadi informasi tambahan dalam pengambilan kebijakan untuk meregulasi pasar modal syariah, khususnya instrumen sahamnya agar lebih baik.
5. Bagi pihak lain; diharapkan dapat mendorong penelitian lanjutan berkaitan dengan pengembangan saham syariah di Indonesia dan perbandingannya dengan saham syariah di negara lain.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. Kajian Empiris

1. Penelitian Terdahulu

Di Indonesia, penelitian kuantitatif yang membandingkan kinerja saham syariah antara dua negara jarang dilakukan, bahkan mungkin bisa dikatakan tidak ada. Analisis kinerja saham syariah umumnya hanya dilakukan dengan mengaitkan JII sebagai *benchmark* saham syariah di Indonesia dengan faktor eksternal, seperti IHSG dan variabel makro ekonomi.

Penelitian yang berkaitan dengan kinerja saham syariah secara kualitatif pernah dilakukan oleh Tim Studi Investasi Syariah yang dibentuk BAPEPAM pada tahun 2004. Meskipun penelitian tersebut tidak ditujukan secara spesifik untuk mengkomparasikan kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia, namun informasi yang disampaikan di dalamnya cukup memberikan gambaran tentang saham syariah di Indonesia dan Malaysia secara makro. Penelitian tersebut memberikan informasi bahwa pada tahun 2003, dari segi total emisi maupun kapitalisasi pasarnya, saham syariah di Indonesia masih tertinggal jauh dibandingkan Malaysia. Di Indonesia, emisi saham syariah mencapai 333 saham dari total emisi dan

kapitalisasinya sekitar 42 % dari total kapitalisasi di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sementara di Malaysia, pada tahun yang sama emisi saham syariah mencapai 684 saham dengan kapitalisasi mencapai 60 % dari total kapitalisasi (Badan Pengawas Pasar Modal, 2004:20 dan 26).

Penelitian ini mencoba mengkomparasikan kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia dengan indikator fundamental dan teknikal melalui pendekatan kuantitatif. Indikator fundamental diukur dari karakteristik keuangan, *market performance*, dan sensitivitas saham terhadap variabel makro ekonomi. Sementara indikator teknikal diukur dari volatilitas saham.

Beberapa penelitian yang menggunakan indikator sama dengan penelitian ini telah banyak dilakukan. Tabel 2.1 menunjukkan beberapa ringkasan hasil penelitian terdahulu, yang objek dan indikatornya sama, serta informasi dari hasil penelitiannya dijadikan referensi dalam penelitian ini:

Tabel 2.1
Penelitian-Penelitian terdahulu

No	Objek Sama				
	Peneliti	Judul	Variabel	Pendekatan / Metode	Hasil / Informasi
1	Tim Studi Investasi Syariah, BAPEPAM	Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia (2004)	Investasi Syariah	Kualitatif / Diskriptif	Pada tahun 2003, emisi dan kapitalisasi saham syariah di Malaysia lebih tinggi dibandingkan Malaysia
	Indikator Sama Karakteristik Keuangan dan <i>Market Performance</i> (Fundamental)				
	Peneliti	Judul	Variabel	Pendekatan / Metode	Hasil / Informasi
2	Indra Wijaya Kusuma	<i>Financial Performances and Characteristics: Comparisons of U.S Multinational and</i>	<i>Market performance (Sharpe's measure)</i>	Kuantitatif/Uji beda independent samples	<i>Market performance</i> perusahaan multinasional US lebih bagus dibandingkan <i>market performance</i> perusahaan domestik

		<i>Domestic Firms (1999)</i>			
3	Ibnu Khajar	Analisis Pengaruh Karakteristik Keuangan terhadap <i>Market – Based Performances</i> pada Industri Manufaktur yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta Periode 1994 – 2000 (2000)	Karakteristik keuangan (ROE, ROA, <i>leverage</i> , <i>Assets turnover</i> , <i>Income ratio</i> , <i>operating efficiency</i>), <i>Market based performance</i>	Kuantitatif/ regresi linear berganda	Karakteristik keuangan yang diwakili oleh ROE, ROA, <i>leverage</i> , <i>assets turnover</i> , <i>income ratio</i> dan <i>operating efficiency</i> berpengaruh secara signifikan terhadap <i>market based performance</i> industri manufaktur periode 1994-2000.
4	Namora	Perbandingan <i>Market Performance</i> dan Karakteristik Keuangan Perusahaan Sektor Aneka Industri (2006)	<i>Market Performance (Sharpe's Measure)</i> , Karakteristik keuangan (ROE, DER, PER dan PBV)	Kuantitatif/Uji beda sampel independen, Regresi linear berganda	Tidak ada perbedaan yang signifikan antara <i>market performance</i> dan karakteristik keuangan saham sektor properti dan <i>real estate</i> di BEI pada periode 2005-2006. Karakteristik keuangan yang diwakili oleh

					ROE, DER, PER dan PBV tidak mampu menjelaskan <i>market performance</i> baik secara simultan maupun parsial.
Indikator Sama					
Sensitivitas saham terhadap variabel makro ekonomi (fundamental)					
	Peneliti	Judul	Variabel	Pendekatan/ Metode	Hasil/ Informasi
5	Sony Sintong Panutur	Pengaruh Variabel Ekonomi Makro, Return Pasar, dan Karakteristik Industri Terhadap Kinerja Saham Industri Restoran, Hotel, Pariwisata, Printing, Advertising dan Media (Penelitian	Variabel ekonomi makro, <i>return</i> pasar, karakteristik industri, kinerja saham	Kuantitatif/ regresi linear berganda	Sebagian faktor makro ekonomi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja saham <i>Industri Restoran, Hotel, Pariwisata, Printing, Advertising dan Media Di BEJ Periode 1998-2003.</i>

		Empiris Di BEJ Periode 1998-2003) (2005)			
6	Andri Krishnadi Wicaksono	Pengaruh Variabel- Variabel Makro Ekonomi & Return PASAR Bulan Desember Terhadap Return Pasar Bulan Januari Untuk Melihat Fenomena <i>January Effect</i> di BEJ (Studi Empiris BEJ Januari 1989 -Januari 2006) (2006)	Makro Ekonomi (inflasi, PDB, kurs, dan SBI), <i>return</i> pasar (<i>return</i> pasar bulan januari, <i>return</i> pasar bulan januari)	Kuantitatif/ regresi linear berganda	Dari keseluruhan variabel yang diuji, hanya variabel kurs yang berpengaruh secara signifikan terhadap <i>return</i> pasar bulan januari di BEJ pada periode 1986-2006.
Indikator Sama Volatilitas Saham (GARCH 1, 1) (teknikal)					
7	Peneliti	Judul	Variabel	Pendekatan/ Metode	Hasil/ Informasi

	Yohanes Surya dan Yun Hariadi	GARCH (2,1) pada LQ45 (2004)	Volatilitas, GARCH (1,1), GARCH (2,1)	Kuantitatif/ GARCH	Dari 34 sampel di LQ45 pada periode 2000-2004, 24 di antaranya dipengaruhi oleh data pada saat $-t$ (GARCH 1,1)
8	Todi Kurniawan	Volatilitas Saham Syariah (Analisis Atas <i>Jakarta Islamic Index</i>) (2008)	Volatilitas	Kuantitatif/GARCH (1,1)	Pergerakan <i>Jakarta Islamic Index</i> (JII) periode 2004-2007 memiliki volatilitas yang cukup tinggi dan masih dipengaruhi oleh perilaku irasional pasar dan para spekulator. Hal itu ditunjukkan oleh nilai ARCH yang lebih kecil dari GARCH (1,1) ($0,11 < 0,80$).
Penelitian Ini					
	Peneliti	Judul	Variabel	Pendekatan/ Metode	Hasil/ Informasi
9	Abdur Rofiq	Studi Komparatif Terhadap Kinerja	Kinerja saham (karakteristik	Kuantitatif/Uji <i>Independent t test</i> ,	Lihat Bab V

		Saham Syariah di Indonesia dan Malaysia (2008)	keuangan, <i>market performance</i> , volatilitas, variable makro ekonomi, dan nilai saham)	<i>GARCH (1,1)</i> , binary logistik, dan regresi linear berganda	
--	--	--	---	---	--

Sumber: Data sekunder diolah kembali

Persamaan penting penelitian ini dengan penelitian-penelitian di atas yaitu sama-sama ingin melihat kinerja saham selama periode waktu tertentu, sedangkan perbedaannya terletak pada:

- a. Objek penelitian; penelitian ini memkomparasikan kinerja saham syariah di dua bursa berbeda, yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Bursa Malaysia (KLSE);
- b. Penggunaan indikator; penelitian ini mencoba melihat kinerja saham dengan memasukkan indikator fundamental dan teknikal secara bersama-sama dalam satu pengamatan.
- c. Variasi pemodelan; selain memasukkan model logistik sebagai model penduga terhadap kinerja (nilai) saham, penelitian ini juga menggunakan model regresi linear berganda dan GARCH (1,1).
- d. Periode pengamatan; periode pengamatan *market performance* dan volatilitas saham didasarkan pada data *time series* harian, tertanggal 1 Januari-31 Maret 2008. Sementara penggunaan model logistik menggunakan data *cross section* sampel, dan regresi linear berganda menggunakan data *time series* bulanan, mulai Januari 2007-Maret 2008.

2. Pasar Modal Syariah dan Perkembangannya

Pada prinsipnya, pasar modal syariah bukanlah berarti keterpisahan tempat, sistem ataupun mekanisme perdagangan

dengan pasar modal konvensional yang biasa dikenal masyarakat secara umum. Merujuk kepada pengertian pasar modal dalam UU Nomor 8 Tahun 1995, maka pasar modal syariah dapat didefinisikan sebagai sebuah kegiatan yang berkaitan dengan; *pertama*, penawaran umum dan perdagangan efek syariah; *kedua*, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek syariah yang diterbitkannya, *ketiga*, lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek-efek syariah. Jadi, pada dasarnya pasar modal syariah merupakan bentuk diferensiasi efek di pasar modal untuk memenuhi kepentingan investor.

Menurut Huda dan Nasution (2007:45), sampai tahun 1970 sejumlah besar masyarakat muslim tidak dapat terlibat dalam investasi di pasar modal karena larangan Islam pada aktivitas-aktivitas bisnis tertentu, seperti *riba*, *gharar* dan lain-lain. Akhirnya, untuk memenuhi kepentingan para investor yang ingin mendasarkan kegiatan investasinya pada prinsip-prinsip syariah, maka di sejumlah bursa efek dunia dibentuklah instrumen investasi dengan prinsip-prinsip syariah. Salah satunya dengan cara menyusun indeks yang secara khusus terdiri dari komponen saham-saham yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan prinsip syariah.

Berdasarkan informasi yang dimuat dalam *IOSCO Report of The Islamic Capital Market Task Force of The International Organization of*

Securities Commissions (IOSCO, 2004:27), upaya pengembangan instrumen investasi berbasis syariah secara resmi untuk pertamakalinya diupayakan oleh Pemerintah Jordania dan Pakistan dengan mengeluarkan peraturan yang berkaitan dengan penerbitan obligasi syariah. Pada tahun 1978, Pemerintah Jordania menetapkan peraturan Nomor 13 Tahun 1978 yang membolehkan Bank Islam Jordania menerbitkan obligasi berdasarkan prinsip *muqaradah*. Tiga tahun berikutnya, yakni pada tahun 1981, peraturan tersebut diikuti oleh penerbitan Undang-Undang Obligasi *Muqaradah* yang juga dikeluarkan untuk mengembangkan wakaf properti. Pada tahun yang sama, yakni tahun 1981, Pemerintah Pakistan juga menerbitkan peraturan tentang *Modharaba Companies* dan *Modarabas Ordinance*. Hanya saja, meskipun peraturan-peraturan tersebut diterbitkan untuk pertama kalinya oleh kedua negara tersebut, namun tidak ada obligasi syariah yang diterbitkan pada tahun itu.

Malaysia adalah negara pertama yang dicatat *IOSCO* sebagai negara yang menerbitkan obligasi syariah pada tahun 1983 dan cukup sukses. Pada awalnya, obligasi tersebut diterbitkan berdasarkan konsep *qardh hasan* dan tidak dapat diperdagangkan pada pasar sekunder, tapi kemudian konsep *qardh hasan* tersebut dirubah menjadi obligasi yang bersifat *bai' al-inah* sehingga dimungkinkan untuk diperdagangkan pada pasar sekunder. Negara lainnya yang

setelah itu juga menerbitkan obligasi Syariah adalah Kuwait dan Iran. Kesuksesan negara-negara tersebut dalam menerbitkan obligasi syariah sebagai alternatif penghimpunan dana selanjutnya memancing ketertarikan berbagai negara di dunia untuk menciptakan sebuah instrumen investasi yang juga berbasis syariah, tak terkecuali negara-negara non muslim. Dan Amerika Serikat, sebagaimana yang ditulis Iggi dan dikutip kembali oleh Huda dan Nasution (2007:45) adalah negara pertama yang menerbitkan instrumen investasi syariah dalam bentuk rekasadana dan indeks syariah.

Pada tahun 1986, *The North American Islamic Trust* meluncurkan *The Amanah Fund* sebagai *equity fund* pertama di Amerika, sekaligus di dunia. Tiga tahun berikutnya, *Dow Jones Index* meluncurkan *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIM), yang difiltrasi oleh *Shariah Supervisory Board* (SSB). Filtrasi dilakukan berdasarkan aktivitas bisnis dan rasio finansial perusahaan. SSB langsung mengeluarkan perusahaan yang memiliki usaha yang dilarang syariah, seperti alkohol, daging babi, pertahanan dan persenjataan, jasa keuangan konvensional, dan aktivitas lainnya yang dilarang syariah. Setelah aktivitas bisnis terseleksi, filtrasi kemudian dilanjutkan terhadap rasio keuangan. Perusahaan-perusahaan dengan utang dan tingkat pendapatan yang berasal dari bunga akan dikeluarkan dari proses

seleksi. Kriteria finansial lainnya yang harus dipenuhi oleh perusahaan-perusahaan dalam DJIM adalah; *pertama*, rasio total utang terhadap total asset harus lebih besar dari 33 %; *kedua*, rasio total piutang terhadap total asset harus melebihi 47 %; dan *ketiga*, rasio *net operating interest income* terhadap pendapatan operasi harus sama atau lebih besar dari 9 %.

Proses penyaringan saham-saham syariah dengan melandaskannya kepada aktivitas bisnis dan rasio keuangan ini kemudian diikuti juga oleh berbagai negara lain yang pada tahun-tahun selanjutnya menerbitkan indeks saham syariah, termasuk Indonesia dan Malaysia.

Sampai tahun 2004, seperti yang ditulis Hakim dan Rashidian, investasi di pasar keuangan Islam diperkirakan telah mencapai 230 Miliar dollar, dengan besar pertumbuhan setiap tahunnya 15% (Hakim dan Rashidian, 2004:2). Pendanaan saham Islam mengalami pertumbuhan yang kuat selama tahun 1990. Pada tahun 1996, ada 29 pendanaan Islam dengan nilai 800 juta dollar Amerika. Selama periode tersebut, kinerja pendanaan Islam mengalami kerancuan karena investor tidak punya percontohan (*benchmark*) yang sesuai untuk menilai kinerja. Menjelang bulan Maret 2002, jumlah pendanaan Islam meningkat sampai 105 dengan total aset mencapai

3,3 juta dollar Amerika, turun dari 5 juta dollar Amerika pada tahun 2000 (Siddiqi, 2002).

Sebelumnya, pada akhir tahun 1998, sebagai dampak dari peningkatan permintaan terhadap investasi saham Islam, investor internasional dari Kuwait bekerjasama dengan kelompok *FTSE*, sebuah perusahaan indeks global independen di London, meluncurkan seri indeks saham Islam yang pertama, yaitu *FTSE Seri Indeks Islam Global (Global Islamic Index Series* atau *GIIS*). Peluncuran *GIIS* kemudian diikuti dengan peluncuran *Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI)* untuk mencatat kinerja perusahaan dari 34 negara yang kegiatannya konsisten dengan prinsip-prinsip Islam. Malaysia adalah salah satu Negara yang bekerjasama dengan *FTSE* pada tahun 2007 lalu, dan kemudian juga meluncurkan *FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index (FBMS)*, yang juga masuk ke dalam *GIIS*.

3. Instrumen Pasar Modal Syariah

Dalam ensiklopedi keuangan, pasar modal didefinisikan sebagai tempat orang membeli atau menjual efek yang baru dikeluarkan (Abdurrahman A., 1991:169). Sementara pengertian efek itu sendiri berdasarkan UU Pasar Modal Pasal 1 angka 5 adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial,

saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.

Secara umum, instrumen di pasar modal dapat dibedakan atas beberapa kategori, yaitu; *pertama*, Instrumen utang; *kedua*, instrumen penyertaan; *ketiga*, instrumen efek lainnya; dan *keempat*, instrumen derivatif (Nasarudin dan Surya, 2007:182). Instrumen dalam pasar modal syariah juga tidak berbeda dengan instrumen dalam pasar modal secara umum. Hanya saja, beberapa instrumen yang diperdagangkan dalam pasar modal tidak sepenuhnya mempunyai diferensiasi yang berbasis syariah.

Beberapa instrumen investasi di pasar modal syariah diantaranya adalah obligasi syariah (*sukuk*), saham dan reksadana syariah. Seluruh transaksi instrumen investasi di atas diatur berdasarkan prinsip dan ketentuan syariah, termasuk juga pembagian keuntungannya. Keuntungan obligasi syariah bisa melalui akad *mudharabah* ataupun *qardul hasan*, reksadana syariah bisa melalui akad *mudharabah*, begitupula dengan dividen pada saham.

4. Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia

Geliat pasar modal syariah di Indonesia dimulai dengan diluncurkannya reksadana syariah untuk pertama kalinya oleh

Danareksa Syariah pada tahun 1997, dan disusul kemudian dengan peluncuran indeks syariah, yaitu *Jakarta Islamic Index* (JII) pada tahun 2000. Selanjutnya seiring dengan dikeluarkannya Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah, PT. Indosat untuk pertama kalinya menerbitkan obligasi syariah dengan tingkat imbal hasil sebesar 16,75%, suatu tingkat *return* yang cukup tinggi dibandingkan dengan rata-rata *return* obligasi konvensional pada waktu itu. Obligasi yang diterbitkan PT. Indosat tersebut untuk selanjutnya menjadi pioner penerbitan obligasi syariah di Indonesia.

Dibandingkan dengan beberapa negara yang mayoritas penduduknya muslim, Indonesia tergolong lambat dalam mengembangkan pasar modal syariah, bahkan dibandingkan negara sekuler seperti Amerika. Obligasi syariah pertama yang diterbitkan di dunia adalah obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah Malaysia pada tahun 1983. Indonesia baru menerbitkan obligasi syariah pada tahun 2002. Sebuah rentang waktu yang cukup jauh dibandingkan dengan negara-negara lainnya di kawasan Asia Pasifik, seperti Iran dan Kuwait (*IOSCO, 2004:27*).

Di Indonesia, tonggak awal yang berkaitan dengan pembuatan peraturan pasar modal syariah bisa dikatakan baru dimulai pada tahun 2001, yakni bersamaan dengan dikeluarkannya fatwa DSN

MUI No. 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang pedoman investasi untuk reksadana syariah. Kemudian diikuti oleh fatwa DSN MUI tahun 2002 tentang obligasi syariah, serta nota kesepahaman Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) dengan DSN-MUI tentang pembentukan pasar modal yang berdasarkan prinsip-prinsip syariah (Nasarudin dan Surya, 2007:205).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Syarif (2008:38) pada tahun 2007, dari 388 saham emiten yang tercatat di BEI pada bulan November, hanya 164 saham yang sesuai dengan prinsip syariah dan layak untuk ditransaksikan dalam pasar modal syariah. Kesesuaian dalam prinsip tersebut didasarkan kepada produk yang dihasilkan emiten dan transaksi sahamnya di BEI. Sedangkan sisanya 222 saham tergolong haram atau tidak sesuai dengan prinsip syariah, seperti saham perbankan, *consumer product* (minuman keras) dan rokok.

Tabel 2.2
Perkembangan Efek Syariah di Pasar Modal

DAFTAR EFEK SYARIAH	PER 30 NOVEMBER 2007	PER 12 SEPTEMBER 2007
Jumlah Efek syariah (saham dan obligasi)	169 efek	174 efek
> Obligasi / Sukuk Korporasi	20 obligasi	21 obligasi
> Saham Listing	164 saham	169 saham
> Saham Perusahaan Publik	5 saham	5 saham
> Saham Delisting	3 saham	--
SAHAM SYARIAH YANG KELUAR DES PER 30 NOV	17 efek (saham)	
SAHAM SYARIAH YANG MASUK DES PER 30 NOV	24 efek (saham)	

Sumber: Bapepam diolah *Karim Business Consulting (KBK)* (Syarif, 2008:38)

Jakarta Islamic Index (JII), yang merupakan *benchmark* saham syariah di Indonesia terdiri dari 30 saham yang diseleksi oleh Dewan Syariah Nasional (DSN) per semester, tepatnya setiap bulan Januari dan Juni. Sampai akhir tahun 2006, kapitalisasi pasar JII telah mencapai 48 % dari total kapitalisasi saham di BEI.

Dalam kerangka kegiatan pasar modal syariah, ada beberapa lembaga penting yang secara langsung terlibat dalam kegiatan pengawasan dan perdagangan, yaitu: Bapepam, Dewan Syariah Nasional (DSN), bursa efek, perusahaan efek, emiten, profesi dan lembaga penunjang pasar modal serta pihak terkait lainnya. Khusus untuk kegiatan pengawasan dilakukan bersama oleh BAPEPAM dan DSN. DSN berfungsi sebagai pusat referensi (*reference center*) atas semua aspek-aspek syariah yang ada dalam kegiatan pasar modal syariah. DSN bertugas memberikan fatwa-fatwa sehubungan dengan kegiatan emisi, perdagangan, pengelolaan portofolio efek-efek syariah, dan kegiatan lainnya yang berhubungan dengan efek syariah.

Khusus untuk penentuan saham syariah, selain ketentuan-ketentuan syariah harus terpenuhi, ada ketentuan lain yang ditetapkan DSN dalam menentukan saham mana yang berhak atau tidak berhak masuk indeks syariah (*Jakarta Islamic Index*). Ketentuan-ketentuan tersebut didasarkan pada (Huda dan Nasution, 2007:56):

- a. Jenis usaha; jenis usaha utama tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan (kecuali termasuk ke dalam 10 saham berkapitalisasi besar).
- b. Laporan keuangan; laporan keuangan tahunan atau semester memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal 90%.
- c. Kapitalisasi pasar; memilih 60 saham dengan urutan rata-rata kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir.
- d. Likuiditas; memilih 30 saham berdasarkan likuiditas nilai perdagangan terbesar selama satu tahun terakhir.

5. Perkembangan Pasar Modal Syariah di Malaysia

Pasar Modal Syariah di Malaysia terbentuk pada awalnya karena besarnya permintaan pasar pada awal tahun 90-an. Keberhasilan penerapan perbankan syariah memicu investor untuk dapat berinvestasi sesuai dengan kaidah-kaidah investasi secara islami.

Tonggak awal perkembangan investasi syariah di pasar modal Malaysia bisa dikatakan baru dimulai setelah pada tahun 1983 Pemerintah Malaysia menerbitkan obligasi syariah yang pertama dan cukup sukses. Kesuksesan ini menimbulkan permintaan yang semakin besar terhadap tersedianya instrumen investasi syariah di pasar modal. Pada tahun 1993, Pemerintah Malaysia kemudian

meluncurkan reksadana syariah pertamanya, yaitu *Arab Malaysian Tabung Ittikal* (Bursa Malaysia, 2008:3).

Pada tahun 1994 sebagai jawaban atas tingginya permintaan pasar di atas, Pemerintah Malaysia melalui *Securities Commission Malaysia* membentuk *Islamic Capital Market Unit (ICMU)* dan *Islamic Instrumen Study Group (IISG)*. ICMU ini bertugas melakukan riset dan pengembangan produk pasar modal Islam dan melakukan analisa terhadap semua efek yang tercatat di bursa Malaysia, disamping itu ICMU juga berfungsi sebagai tenaga riset dan sekretariat bagi SAC.

Dalam perkembangannya, IISG kemudian berubah nama menjadi *Syariah Advisory Council (SAC)* pada tahun 1996. SAC ini bertugas memberikan masukan kepada *Securities Commission* atas semua hal yang berhubungan dengan pengembangan pasar modal Islam dan sebagai pusat referensi. Di samping itu, SAC juga melakukan pengkajian efek-efek konvensional yang sudah ada dari perspektif syariah serta melakukan pengkajian dan pengembangan atas efek dan instrumen pasar modal lainnya. Sebagai hasil dari pengkajian tersebut, SAC mengeluarkan daftar efek-efek yang telah sesuai dengan prinsip syariah. Selanjutnya daftar tersebut akan di *update* dua kali dalam setahun, yaitu pada bulan Mei dan November, dan disebarluaskan secara gratis (*Shariah Advishori Council, 2008*).

Adapun indeks syariah diluncurkan pertama kali oleh Kuala Lumpur Stock Exchange pada tahun 1999, yaitu *Kuala Lumpur Syariah Index* (KLSI). Index Syariah tersebut berfungsi untuk melihat kinerja saham-saham syariah yang tercatat pada papan utama. Kemudian, pada tanggal 22 Januari 2007, bursa Malaysia melakukan kerjasama dengan *FTSE Group* dan menghasilkan indeks syariah baru yang dikenal dengan *FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index* (FBMS). Dengan diperkenalkannya FBMS, KLSI secara resmi dinonaktifkan pada tanggal 1 November 2007 dan diganti dengan FBMS, setelah selama sembilan bulan sama-sama diaktifkan sejajar dengan FBMS. Saat ini, FBMS menjadi satu-satunya *benchmark* saham syariah di Malaysia (Bursa Malaysia). FBMS terdiri dari perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria syariah yang telah ditetapkan oleh SAC per semester.

Sampai akhir tahun 2007, sebagaimana terlihat pada tabel 2. 3, saham yang sesuai dengan prinsip syariah telah tercatat sebanyak 853 saham, yakni kurang lebih 89 % dari 991 saham yang tercatat di bursa Malaysia. Dari 853 saham syariah tersebut, 513 saham berada pada papan utama, 220 saham berada pada papan kedua dan 120 saham berada pada papan Mesdaq (*Securities Commission Malaysia, 2007:19-36*).

Tabel 2.3
List of Shariah Compliant Securities in Malaysia

Main Board/ Second Board/ MESDAQ Market	Shariah-compliant securities	Total securities ¹	Percentage of Shariah-compliant securities
Consumer Products	123	133	92
Industrial Products	280	301	93
Mining	1	1	100
Construction	54	56	96
Trading/Services	167	201	83
Properties	78	95	82
Plantation	37	44	84
Technology	101	104	97
Infrastructure (IPC)	7	8	88
Finance	5	42	12
Hotels	Nil	5	Nil
Closed-end Fund	Nil	1	Nil
TOTAL	853	991	86

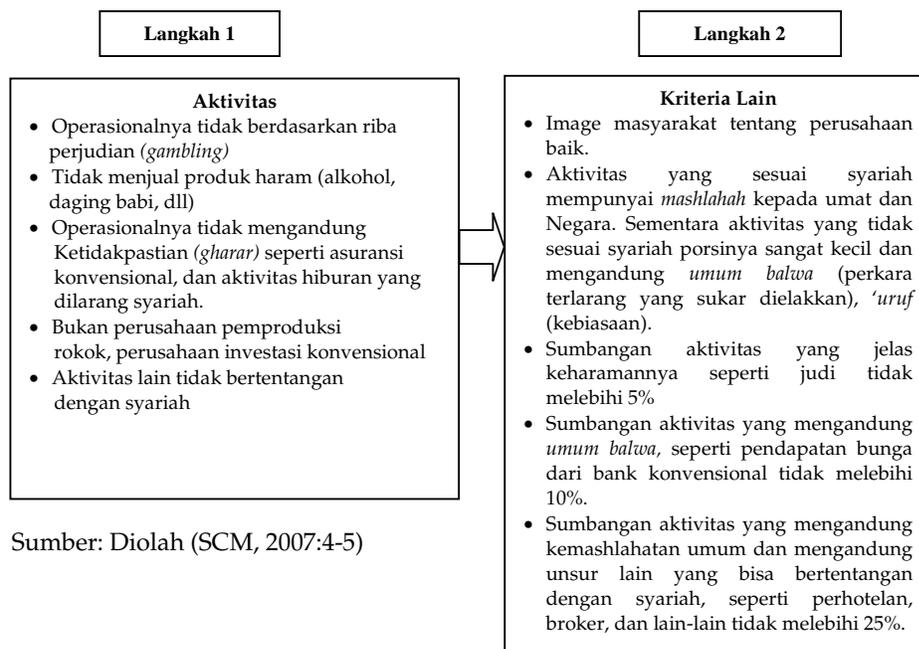
Sumber: SCM, November 2007

Di Malaysia, penentuan saham syariah terdiri dari dua lapisan berbeda. Lapisan pertama, yaitu saham yang dikategorikan saham syariah karena aktivitasnya murni sesuai prinsip syariah. Sementara lapisan kedua adalah saham-saham yang aktivitasnya sesuai prinsip syariah namun ada aktivitas lainnya yang tidak sesuai syariah. Dalam arti yang lain, aktivitas saham tersebut bercampur antara yang syariah dan tidak syariah. Untuk lapisan yang kedua ini, SAC menetapkan kriteria tambahan agar saham tersebut bisa dikategorikan saham syariah.

Gambar 2.1 menyajikan kriteria penentuan saham syariah di Malaysia oleh *Shariah Advisory Council (SAC)*. Saham dikategorikan

syariah apabila kriteria dalam langkah pertama terpenuhi (lapisan pertama). Sementara bagi perusahaan yang aktivitasnya bercampur, yaitu terdiri dari aktivitas yang sesuai dan tidak sesuai syariah, maka SCA menentukan kriteria sebagaimana langkah kedua (lapisan kedua).

Gambar 2.1
Kriteria Penentuan Saham Syariah di Malaysia



Sumber: Diolah (SCM, 2007:4-5)

B. Kajian Teoritis

1. Investasi, Prinsip, dan Kaidahnya Menurut Syariah

a. Investasi dan Jenisnya

Pada dasarnya investasi merupakan penundaan konsumsi atas sejumlah dana yang dilakukan pada saat ini untuk

digunakan dalam produksi atau ditanam dalam bidang tertentu selama suatu periode waktu dengan tujuan memperoleh keuntungan yang akan diterima di masa mendatang. Contohnya, seorang investor membeli saham pada saat ini dengan perkiraan di masa yang akan datang akan memperoleh keuntungan atau manfaat yang lebih besar melalui penerimaan dividen atau kenaikan harga saham (*capital gain*). Keuntungan ini merupakan imbalan atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi, akibat ketidakpastian aliran dana pada masa yang akan datang.

Pemilik modal umumnya melakukan investasi atas sejumlah dananya pada investasi riil (*real investment*) maupun investasi keuangan (*financial investment*). Investasi pada asset riil dilakukan melalui barang modal yang digunakan dalam proses produksi untuk menghasilkan barang atau jasa. *Real investment* dapat berupa tanah, mesin, bangunan dan lain-lain. Investasi pada *financial investment* dilakukan dengan memiliki surat berharga (deposito, saham, obligasi dan lain-lain.). *Financial investment* tidak memberi kontribusi secara langsung terhadap proses produksi, tetapi memiliki manfaat yang akan diperoleh dengan memegang *financial investment* tersebut. *Financial investment* adalah klaim berbentuk surat berharga atas sejumlah aset dari penerbit surat berharga. Investasi dalam *financial*

investment dapat berupa investasi langsung ataupun tidak langsung.

Investasi langsung dilakukan dengan membeli langsung aset keuangan dari suatu perusahaan, baik melalui perantara ataupun tidak. Investasi langsung ada yang tidak dapat diperjual-belikan seperti tabungan, deposito, dan lain-lain. Namun ada pula yang dapat diperjual-belikan di pasar uang (*treasury bill*), di pasar modal (obligasi dan saham), atau pasar turunan (*opsi dan future*). Aset di pasar uang risiko gagalnya kecil, jatuh temponya pendek dan likuiditasnya tinggi, sedangkan aset di pasar modal sebaliknya. Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat berharga dari perusahaan investasi yang memiliki portofolio aset keuangan perusahaan-perusahaan lain.

Menurut Sharpe (2005:120), pemilik modal harus melalui beberapa tahapan proses untuk mencapai keputusan investasi yang terbaik. Tahapan-tahapan tersebut adalah:

- 1) Menentukan kebijakan investasi

Kebijakan investasi meliputi penentuan tujuan investasi dan besar kekayaan yang akan diinvestasikan. Tujuan investasi harus dinyatakan baik dalam tingkat keuntungan (*return*) maupun risiko. Jumlah dana yang diinvestasikan juga mempengaruhi *return* dan risiko yang ditanggung. Di

samping itu dalam proses investasi perlu dipertimbangkan preferensi risiko pemodal. Hal ini mempengaruhi jenis sekuritas yang dipilih untuk alokasi dana yang ada sehingga dapat diperkirakan distribusi dana pada berbagai instrumen yang tersedia. Dengan menentukan tujuan investasi dapat ditentukan pilihan instrumen investasi yang dilakukan.

2) Melakukan analisis sekuritas

Analisis sekuritas berarti menilai sekuritas secara individual, dan untuk mengidentifikasi sekuritas digunakan dua filosofi berbeda, yaitu:

- a) Untuk sekuritas yang *mispriced* (harga terlalu tinggi atau terlalu rendah) dapat dengan analisis teknikal atau analisis fundamental.
- b) Untuk sekuritas dengan harga wajar, pemilihan sekuritas didasarkan atas preferensi risiko para pemodal, pola kebutuhan kas, dan lain-lain.

3) Membentuk portofolio

Dari hasil evaluasi terhadap masing-masing sekuritas, dipilih aset-aset yang akan dimasukkan dalam portofolio dan ditentukan proporsi dana yang diinvestasikan pada masing-masing sekuritas tersebut. Ini dilakukan dengan harapan risiko yang harus ditanggung berkurang dan portofolio yang

menawarkan *return* maksimum dengan risiko tertentu atau minimum risiko dengan *return* tertentu dapat terbentuk.

4) Merevisi portofolio

Revisi atas portofolio berarti merubah portofolio dengan cara menambah atau mengurangi saham dalam portofolio yang dianggap menarik atau tidak lagi menarik. Jika diperlukan, langkah ini dilakukan melalui pengulangan tiga tahap di atas.

5) Evaluasi kinerja portofolio

Evaluasi kinerja portofolio membandingkan kinerja yang diukur baik dalam *return* yang diperoleh maupun risiko yang ditanggung, terhadap portofolio *benchmark* atau pasar.

b. Prinsip dan Kaidah Investasi Menurut Syariah

Dalam ajaran Islam, kegiatan investasi dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang termasuk ke dalam kegiatan muamalah, yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan antar manusia dengan manusia lainnya. Sementara itu, dalam kaidah *fiqhiyah* disebutkan bahwa hukum asal dari kegiatan muamalah adalah mubah (boleh), kecuali yang jelas ada larangannya dalam Al-Qur'an dan Al-Hadits. Ini berarti bahwa ketika suatu kegiatan muamalah baru muncul dan belum dikenal sebelumnya dalam ajaran Islam, maka kegiatan tersebut dianggap dapat diterima

kecuali terdapat indikasi dari Al Qur'an dan Hadist yang melarangnya secara implisit maupun eksplisit (Badan Pengawas Pasar Modal, 2004:11).

Dalam beberapa literatur Islam klasik memang tidak ditemukan adanya terminologi investasi maupun pasar modal, akan tetapi sebagai suatu kegiatan ekonomi, kegiatan tersebut dapat dikategorikan sebagai kegiatan jual beli (*al-Bay*). Oleh karena itu, untuk mengetahui apakah kegiatan investasi di pasar modal merupakan sesuatu yang dibolehkan atau tidak dalam Islam, kita perlu mengetahui hal-hal yang dilarang atau diharamkan oleh ajaran Islam dalam hubungan jual beli.

Apabila kita merujuk kepada ajaran Al-Qur'an dan Al-Hadits, maka terdapat beberapa ayat Al-Qur'an dan juga Hadits yang bisa kita jadikan dasar hukum berinvestasi sebagai salah satu kegiatan *al-bay*. Berikut ini adalah beberapa diantaranya:

وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا... ﴿٢٧٥﴾

Artinya: “ Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan *riba*....” (QS Al-Baqarah; 275)

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ
تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ ... ﴿٢٩﴾

Artinya: *“Hai orang-orang yang beriman, jaunganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka diantara kamu...”* (QS An-Nisa’; 29)

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ ﴿١﴾

Artinya: *“Hai orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu...”*

(QS Al-Maidah; 1)

Dalam sebuah hadits yang diriwayatkan Ahmad, seseorang bertanya kepada nabi tentang jenis penghasilan mana yang terbaik, dan nabi menjawab:

إِنَّ خَيْرَ الْكَسْبِ كَسْبُ يَدَيْ عَامِلٍ إِذَا نَصَحَ ﴿١﴾

Artinya: *“Hasil Kerja seseorang dengan tangannya sendiri dari setiap transaksi perdagangan yang disetujui”* (HR. Ahmad; 8337)

Berdasarkan ayat Al-Qur’an serta kandungan hadits di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa pada prinsipnya investasi

adalah kegiatan muamalah yang diperbolehkan, malah dianjurkan. Investasi merupakan bagian dari pemenuhan akad (transaksi muamalah) sebagaimana yang dianjurkan dalam Surat Al-Maidah ayat 1 di atas.

c. Bentuk-Bentuk Akad dalam Islam dan Transaksi yang Dilarang

Akad dalam bahasa Arab artinya perikatan, perjanjian atau pemufakatan. Adapun pengertian berdasarkan *fiqh*, akad adalah pertalian ijab (pernyataan melakukan ikatan) dan kabul (pernyataan menerima ikatan), sesuai dengan kehendak syariat yang berpengaruh pada objek perikatan (Hasan, 2003:101). Berdasarkan pengertian tersebut maka akad adalah suatu perbuatan hukum yang melibatkan kedua belah pihak atau lebih, yang melakukan perjanjian. Ajaran Islam menekankan bahwa semua transaksi yang dilakukan oleh dua belah pihak atau lebih, tidak boleh menyimpang dan harus sejalan dengan kehendak syariat (hukum Islam).

Akad yang sering dilakukan di masyarakat adalah : *Al Bay* (Jual Beli, perdagangan atau perniagaan). Para Ulama mengistilahkannya menjadi tukar menukar harta atas dasar saling ridha (Santoso, 2003:19). Adapun yang menjadi objek dari pertukaran dapat berupa *Ayn* dan *Dayn*. *Ayn* adalah benda-benda

yang berupa *real asset*, berupa barang maupun jasa ataupun bisnis. Sedangkan pengertian *dayn* adalah *financial asset* yaitu berupa uang dan surat berharga, termasuk saham.

Pertukaran antara *ayn* dengan *ayn* lebih dikenal dengan istilah barter. Ajaran Islam mengatur bahwa barter dapat dibolehkan untuk benda-benda yang berlainan jenis, misalnya barter yang sering dilakukan oleh masyarakat pedesaan berupa beras dengan hasil pertanian lain. Sedangkan bagi benda yang sejenis tidak diperbolehkan kecuali secara kasat mata benda tersebut sejenis tetapi memiliki mutu yang berbeda serta memenuhi persyaratan tertentu.

Sementara yang lazim dilakukan di masyarakat modern adalah pertukaran antara *ayn* dengan *dayn*. Beberapa akad yang terjadi dari pertukaran ini antara lain:

- 1) *Naqdan*; yaitu pertukaran atau jual beli yang dilakukan secara tunai.
- 2) *Murabahah*; yaitu akad jual beli atas barang tertentu.
- 3) *Salam*; jual beli dengan kriteria tertentu dengan pembayaran dilakukan di awal dan barangnya diterima kemudian.
- 4) *Istishna*; jual beli dengan cara memesan terlebih dahulu dengan kriteria yang jelas (para ulama banyak yang menyamakannya dengan salam)

5) *Ijarah*; akad sewa barang dengan kompensasi jasa, dan lain-lain.

Disamping kegiatan pertukaran, kita pun mengenal kegiatan percampuran. Pengertian dari percampuran adalah suatu akad antara dua atau lebih pihak yang bertujuan untuk bekerja sama melakukan suatu kegiatan bisnis dimana masing-masing pihak melakukan penyerahan sejumlah dana atau jasa. Bentuk-bentuk akad untuk kegiatan percampuran tersebut adalah *mudharabah* dan *musyarakah*.

Kedua akad tersebut akan selalu kita temui dalam kegiatan investasi syariah di pasar modal. Hal tersebut dikarenakan selain terjadi pertukaran (*al bay-jual-beli*), di pasar modal pun kita mengenal suatu kegiatan percampuran misalnya yang terjadi di penerbitan saham suatu perusahaan.

Kehalalan transaksi-transaksi di atas untuk selanjutnya akan menjadi haram dilakukan jika hal lain yang menyertainya, seperti mekanisme dan cara memperolehnya dilarang syariah. Ada beberapa *illat* yang menyebabkan dilarangnya kegiatan jual beli (tentunya termasuk juga investasi). Berdasarkan Al-Qur'an, Hadist dan pendapat para ahli fiqh (ajaran Islam), illat pelarangan tersebut adalah (Badan Pengawas Pasar Modal, 2004:12) :

1) Haram karena bendanya (zatnya)

Pelarangan kegiatan muamalah ini disebabkan karena benda atau zat yang menjadi objek dari kegiatan tersebut berdasarkan ketentuan Al-Qur'an dan Al-Hadist telah dilarang atau diharamkan. Benda-benda tersebut, antara lain babi, khamr bangkai binatang dan darah.

2) Haram selain karena bendanya (zatnya)

Pengertian dari pelarangan atas kegiatan ini adalah suatu kegiatan yang objek dari kegiatan tersebut bukan merupakan benda-benda yang diharamkan karena zatnya. Artinya benda-benda tersebut adalah benda-benda yang dibolehkan (dihalalkan), tetapi menjadi haram disebabkan adanya unsur:

- a) *Tadlis*; tindakan sengaja mencampur barang yang berkualitas baik dengan barang yang sama berkualitas buruk demi untuk mendapatkan keuntungan yang lebih banyak. Dalam konteks pasar modal, ini bisa berarti pengaburan informasi.
- b) *Taghrir/ Gharar*; situasi di mana terjadi *incomplete information* karena adanya ketidakpastian dari kedua belah pihak yang bertransaksi. *Taghrir* terjadi bila pihak yang bertransaksi merubah sesuatu yang seharusnya bersifat pasti menjadi tidak pasti. Dalam hal ini ada beberapa hal yang bersifat tidak pasti, yaitu kuantitas (*quantity*), kualitas

(*quality*), harga (*price*), ataupun waktu penyerahan (*time of delivery*) atas objek yang ditransaksikan.

- c) *Riba*; tambahan yang disyaratkan dalam transaksi bisnis, baik transaksi hutang piutang maupun jual beli.
- d) *Bay Najash*; situasi di mana konsumen/pembeli menciptakan *demand* (permintaan) palsu untuk menciptakan harga jual yang tinggi.
- e) *Ihtikar*; situasi di mana produsen/penjual mengambil keuntungan di atas keuntungan normal dengan cara mengurangi *supply* (penawaran) agar harga produk yang dijualnya naik.
- f) *Ghaban*; situasi dimana si penjual memberikan tawaran harga diatas rata-rata harga pasar (*market price*) tanpa disadari oleh pihak pembeli.

3) Tidak sahnya akad

Seperti halnya dengan pengharaman disebabkan karena selain zatnya, maka pada kegiatan ini benda yang dijadikan objeknya adalah benda yang berdasarkan zatnya dikategorikan halal (dibolehkan) tetapi benda tersebut menjadi haram disebabkan akad atau penjanjian yang menjadikan dasar atas transaksi tersebut cacat dan dilarang oleh ajaran Islam.

d. Hukum Jual Beli Saham dan Bentuk Transaksinya yang Dilarang

Untuk melakukan investasi syariah di pasar modal, terdapat karakteristik tersendiri yang harus dipenuhi. Batasan tersebut adalah berupa kesesuaian suatu produk investasi atas prinsip syariah. Di Indonesia, yang bertugas untuk memberikan ketentuan tentang batasan-batasan tersebut adalah Dewan Syariah Nasional (DSN), yaitu suatu lembaga dibawah MUI (Majelis Ulama Indonesia) yang dibentuk tahun 1999. Ketentuan tersebut dituangkan ke dalam beberapa fatwa MUI tentang kegiatan dan instrumen investasi yang sesuai syariah di Pasar Modal Indonesia. Di negara lain yang juga memberlakukan pasar modal syariah seperti Malaysia, lembaga-lembaga sejenis juga ditunjuk untuk memberikan ketentuan-ketentuan tersebut. Beberapa institusi keuangan dunia, seperti *City Asset Management Group*, *Wellington Management Company*, *Islamic.com* bahkan juga turut membuat batasan-batasan untuk kategori saham yang sesuai dengan prinsip syariah.

Fatwa DSN Nomor : 40/DSN-MUI/X/2003 tanggal 4 Oktober 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal, telah

menentukan tentang kriteria produk-produk investasi yang sesuai dengan ajaran Islam (Dewan Syariah Nasional, 2008). Pada intinya, produk tersebut harus memenuhi syarat, antara lain :

- 1) Jenis Usaha, produk barang dan jasa yang diberikan serta cara pengelolaan perusahaan tidak merupakan usaha yang dilarang oleh prinsip-prinsip syariah, antara lain :
 - a) Usaha perjudian atau permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
 - b) Lembaga Keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
 - c) Produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman haram.
 - d) Produsen, distributor, dan/atau penyedia barang/jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- 2) Jenis Transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi yang didalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *maysir*, dan *zhulm* meliputi; *najash*, *ba'i al ma'dun*, *insider trading*, menyebarluaskan informasi yang menyesatkan untuk memperoleh keuntungan, melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) utang

perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya, *margin trading* dan *ihtikar*.

Adapun aturan dan norma jual beli saham selain didasarkan kepada ketentuan syariah, seperti halnya yang ditentukan DSN-MUI di atas, maka praktek-praktek tertentu seperti *forward contract*, *short selling*, dan *option* juga dilarang dalam syariah. Di samping itu, konsep *preferred stock* juga cenderung tidak diperbolehkan secara syariah karena dua alasan berikut (Huda dan Nasution, 2007:66):

- 1) Adanya keuntungan tetap yang dikategorikan kalangan ulama sebagai riba.
- 2) Pemilik *preferred stock* mendapatkan hak istimewa terutama pada saat perusahaan dilikuidasi.

Keuntungan yang ditawarkan saham dalam bentuk *capital gain* dan dividen pada prinsipnya sudah relevan dengan syariah. Sebagai selisih dari harga jual terhadap harga beli saham, maka investor berhak memperoleh *capital gain* selama unsur kehati-hatian di atas tidak dilanggar. Sementara itu, dividen relevan dengan prinsip bagi hasil yang digariskan syariah.

Berdasarkan ketentuan tersebut, maka saham pada prinsipnya sudah sesuai dengan ajaran Islam. Dalam teori

percampuran, Islam mengenal akad *syirkah* atau *musyarakah* yaitu suatu kerjasama antara dua atau lebih pihak untuk melakukan usaha dimana masing-masing pihak menyetorkan sejumlah dana, barang atau jasa. Akad ini relevan dengan sistem kepemilikan saham yang berupa penyertaan modal pada perusahaan dengan besaran tertentu. Adapun jenis-jenis *syirkah* yang dikenal dalam ilmu fikih yaitu, *'inan*, *mufawadhah*, *wujuh*, *abdan* dan *mudharabah*. Pembagian tersebut didasarkan pada jenis setoran masing-masing pihak dan siapa diantara pihak tersebut yang mengelola kegiatan usaha tersebut (Hasan, 2003:163-164).

2. Hubungan *Return* dan Risiko Investasi

Risiko terjadi akibat adanya unsur ketidakpastian dalam semua investasi saham. Berapa hasil yang akan diperoleh dari investasi tidak diketahui dengan pasti, sehingga investor hanya dapat memperkirakan besarnya keuntungan yang diharapkan dan kemungkinan hasil yang sebenarnya akan menyimpang dari yang diharapkan. Jadi risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan *return* yang diperoleh menyimpang dari *return* yang diharapkan (Jogiyanto, 2003:130). Perbedaan antara *return* yang diharapkan (*return* yang diantisipasi investor di masa mendatang) dengan *return* yang benar-

benar diterima (*return* yang diperoleh investor) merupakan risiko yang harus selalu dipertimbangkan dalam proses investasi.

Beberapa sumber risiko yang berkaitan dengan besar risiko investasi diantaranya adalah:

a. Risiko suku bunga

Jika suku bunga naik maka *return* investasi yang terkait dengan suku bunga, misalnya deposito akan naik. Ini dapat menarik minat investor saham untuk memindahkan dana ke deposito, sehingga banyak yang akan menjual saham dan harga saham akan turun. Oleh karena itu perubahan suku bunga akan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi.

b. Risiko pasar

Perubahan pasar yang dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti resesi ekonomi, kerusuhan, dan lain-lain menyebabkan perubahan indeks pasar saham.

c. Risiko inflasi

Inflasi akan mengurangi daya beli uang, sehingga tingkat pengembalian setelah disesuaikan dengan inflasi dapat menurunkan hasil investasi tersebut.

d. Risiko nilai tukar

Perubahan nilai investasi yang disebabkan oleh nilai tukar mata uang asing menjadi risiko dalam investasi.

e. Risiko likuiditas

Semakin tidak likuid suatu sekuritas, semakin besar risiko yang dihadapi perusahaan.

f. Risiko negara

Risiko negara berkaitan dengan kondisi politik suatu negara.

Semua risiko yang dapat menyebabkan penyimpangan tingkat pengembalian investasi dapat dikelompokkan ke dalam dua jenis, yaitu (Halim, 2005:43):

a. *Systematic risk*

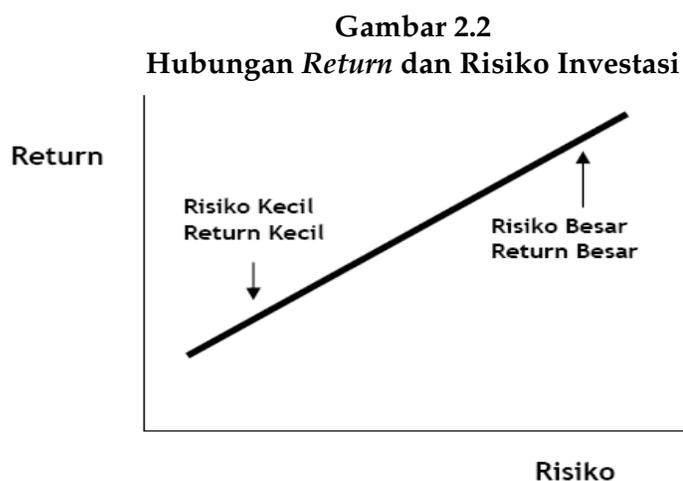
Systematic risk disebut juga risiko pasar karena berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Risiko ini terjadi karena kejadian di luar kegiatan perusahaan, seperti inflasi, resesi, tingkat bunga pasar, dan lain-lain. *Systematic risk* disebut juga *undiversifiable risk* karena risiko ini tidak dapat dihilangkan atau diperkecil melalui pembentukan portofolio.

b. *Unsystematic risk*

Unsystemic risk merupakan risiko spesifik perusahaan, karena tergantung dari kondisi mikro perusahaan. Contoh *unsystemic risk* antara lain risiko industri, *financial leverage risk*, *operating leverage risk*, dan lain-lain. Risiko ini dapat diminimalkan bahkan dihilangkan dengan melakukan diversifikasi investasi pada

banyak sekuritas (portofolio). Karena itu, risiko ini disebut juga *diversifiable risk*.

Sementara *return* dapat didefinisikan sebagai tingkat keuntungan yang diperoleh atau diharapkan dari suatu investasi selama satu periode waktu, yang akan diperoleh di masa mendatang. Samsul (2006:291) mendefinisikan *return* sebagai pendapatan yang dinyatakan dalam prosentase dari modal awal investasi. *Return* merupakan kompensasi atas risiko yang harus ditanggung oleh investor atas investasi yang dilakukannya. Sumber-sumber *return* yang merupakan faktor motivasi bagi investor dalam berinvestasi adalah dividen, yaitu pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi saham dan capital gain, yaitu perubahan harga sekuritas berupa kenaikan harga saham yang memberikan keuntungan bagi investor.



Sumber: Homepage Investopedia (diolah kembali oleh Namora, 2006:16)

Melalui investasi, investor berkeinginan untuk memperoleh keuntungan sebesar mungkin. Akan tetapi investor harus memahami adanya hubungan antara *return* dan risiko yang terkandung dalam suatu investasi. Hubungan *return* dan risiko searah dan linier, artinya semakin besar *return* yang diharapkan, maka semakin besar pula risiko yang harus ditanggung. Dengan kata lain, investor yang berharap memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi, berarti bersedia menanggung risiko yang tinggi pula. Oleh karena itu tidak relevan mengharapkan keuntungan yang sebesar-besarnya melalui investasi pada aset yang menawarkan *return* paling tinggi, karena harus juga mempertimbangkan tingkat risiko yang harus ditanggung.

3. Estimasi *Return* dan Risiko Investasi

Menurut Radcliffe (1997:217-218), beberapa ukuran statistik yang dapat digunakan untuk menggambarkan suatu risiko, diantaranya adalah :

a. *Range*

Range menunjukkan interval kemungkinan *return* tertinggi dengan *return* terendah dari suatu saham. Perhitungannya dilakukan dengan cara mengurangi nilai *real return* tertinggi

dengan nilai *real return* terendah sehingga diperoleh suatu angka interval. Kelemahan perhitungan risiko menggunakan *range* adalah kita tidak dapat menggambarkan kemungkinan-kemungkinan yang terdapat di antara kedua ekstrem nilai tersebut, serta tidak dapat menunjukkan perimbangan antara kemungkinan terjadinya *return* tertinggi dengan *return* terendah. Dengan kelemahan seperti ini, *range* tidak dapat dipergunakan untuk membandingkan risiko antara dua portofolio atau lebih, karena portofolio yang memiliki *range* yang sama tidak berarti memiliki risiko yang sama, dan begitu juga sebaliknya.

b. *Mean absolute deviation*

Mean absolute deviation menunjukkan kemungkinan perbedaan antara *return* yang mungkin diterima dengan *expected return*-nya. Meskipun cara ini cukup masuk akal untuk menunjukkan tingkat risiko suatu portofolio, namun secara statistik cukup sulit digunakan. Selain itu sangat sulit untuk mengetahui hubungan atau *correlation* di antara *return* sekuritas.

c. *Probability of negative return*

Probability of negative return menunjukkan kemungkinan prosentase *return* yang berada di bawah nilai nol. Meskipun sangat mudah dilakukan, namun perhitungan dengan cara ini

tidak dapat mengetahui secara menyeluruh aspek-aspek dari suatu risiko.

d. *Semivariance*

Semivariance adalah perhitungan statistik yang menghitung variasi dari *return* yang berada di bawah *expected return*-nya. Kelemahannya angka ini tidak mencakup ketidakpastian ketika *return* yang dihasilkan lebih besar dari *expected*-nya. Di samping sulit, perhitungan ini tidak dapat melihat *correlation* antara *return* masing-masing saham.

e. *Standard deviation*

Standard deviation mengukur volatilitas dari *return*, cara ini sering digunakan untuk mengukur risiko. Secara statistik metode standar deviasi memiliki beberapa kelebihan diantaranya pengukurannya dilakukan dengan cara menyebarkan *return* (memperhitungkan nilai yang terjadi di atas dan di bawah *expected return*). Di samping itu, standar deviasi juga dapat digunakan dengan menggunakan data aktual *return* masa lalu (*ex post standard deviation*) atau dari estimasi potensial *return*-nya (*ex ante standard deviation*).

Dalam melakukan estimasi *return*, harus dibedakan antara *return* realisasi, yaitu *return* yang telah terjadi dan *return* ekspektasi (*expected return*), yaitu *return* yang belum terjadi tetapi

yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. *Return* realisasi yang dihitung berdasarkan data historis penting sebagai salah satu ukuran kinerja suatu perusahaan. *Rate of return* saham yang merupakan keuntungan dari *capital gain* dalam periode tertentu diperoleh dengan persamaan berikut:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots(2.1)$$

Dimana:

R_t = *Return* realisasi (aktual) saham pada periode tertentu
(misal hari ke-t)

P_t = Harga saham saham pada periode tertentu

P_{t-1} = Harga saham saham pada satu periode sebelum periode tertentu

Return realisasi ini berguna sebagai dasar penentuan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). *Expected return* sangat mungkin berlainan dengan *return* yang diterima karena adanya suatu ketidakpastian. Perhitungan *expected return* dapat dilakukan dengan menggunakan rata-rata aritmatik dan rata-rata geometrik. Metode rata-rata aritmatik dinyatakan dalam persamaan berikut :

$$E(R_t) = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{n} \dots\dots\dots(2.2)$$

Untuk metode rata-rata geometrik, persamaannya dinyatakan sebagai berikut (Samsul, 2006:312):

$$E(R_t) = [(1 + R_1)(1 + R_2) \dots (1 + R_n)]^{1/n} - 1 \dots \dots \dots (2.3)$$

Penggunaan perhitungan rata-rata aritmatik dan rata-rata geometrik tergantung pada tujuan investor. Rata-rata aritmatik diterapkan untuk mengukur kinerja rata-rata selama satu periode, dan merupakan cara yang bagus untuk memperkirakan *expected return* pada periode berikutnya. Sementara perhitungan rata-rata geometrik digunakan untuk mengukur perubahan kekayaan yang terjadi pada periode-periode sebelumnya (*multiple periods*). Rata-rata geometrik mengukur tingkat pertumbuhan majemuk (*compound rate of growth*) selama periode yang ditentukan. Menurut Bodie, dkk. (2005:558), rata-rata geometrik baik digunakan untuk mengukur kinerja masa lalu suatu sekuritas. Mengacu kepada kedua metode perhitungan tersebut, maka rata-rata geometrik merupakan metode perhitungan yang sesuai untuk digunakan dalam penelitian ini. Dengan kata lain, rata-rata aritmatik tidak digunakan.

4. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Capital asset pricing model (CAPM) dapat digunakan untuk menghitung besarnya risiko investasi dan *return* yang disyaratkan (*required return*). Model tersebut berdasarkan pada anggapan bahwa hanya *systematic risk* yang merupakan risiko yang relevan untuk mengestimasi *return* investasi.

Pada kenyataannya, setiap investasi mempunyai dua jenis risiko, yaitu *systematic risk* dan *unsystematic risk*. Teori portofolio modern menunjukkan bahwa *unsystematic risk* dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Akan tetapi diversifikasi tetap tidak dapat menyelesaikan masalah *systematic risk*. Walaupun sebuah portofolio tersusun dari semua saham yang ada di pasar, *systematic risk* tetap tidak dapat dihilangkan. Sharpe merumuskan CAPM sebagai hubungan antara risiko dan *required return* ke dalam rumus sebagai berikut (Tandelilin, 2001:99):

$$r_a = r_f + \beta_a (\bar{r}_m - r_f) \dots\dots\dots(2.4)$$

Dimana:

r_a = Required *return* sekuritas a

r_f = *Return* dari *risk free asset*

β_a = Beta dari sekuritas a

r_m = *Expected market return*

$(\bar{r}_m - \bar{r}_f)$ = *Equity Market Premium*

Dalam CAPM, beta merupakan satu-satunya ukuran risiko yang relevan dari saham. Beta mengukur volatilitas relatif dari saham, yaitu yang ditunjukkan oleh seberapa besar harga saham tersebut naik atau turun dibandingkan dengan naik atau turunnya harga-harga saham di pasar secara keseluruhan. Jika harga sebuah saham bergerak tepat mengikuti pasar, maka nilai beta saham tersebut adalah 1. Sebuah saham dengan beta 1,5 akan naik returnnya 15% jika return pasar naik sebesar 10%.

5. Analisis Sekuritas dan Diversifikasi Internasional

Sebelum melakukan investasi, analisis sekuritas perlu dilakukan investor agar penempatan dananya terdiversifikasi dengan baik. Analisis sekuritas meliputi penilaian terhadap sekuritas secara individual ataupun beberapa kelompok sekuritas (dalam instrumen saham bisa berbentuk indeks). Untuk proses analisis ini, Islam sebagai agama yang mengatur secara rinci masalah-masalah muamalat sejak awal sudah menegaskan bahwa setiap perbuatan manusia harus dilakukan melalui perencanaan yang baik. Dalam Al-Qur'an Surat Al-Isra' Ayat 36 difirmankan:

وَلَا تَقْفُ مَا لَيْسَ لَكَ بِهِ عِلْمٌ إِنَّ السَّمْعَ وَالْبَصَرَ وَالْفُؤَادَ كُلُّ أُولَئِكَ كَانَ
عَنْهُ مَسْئُولًا ﴿٣٦﴾

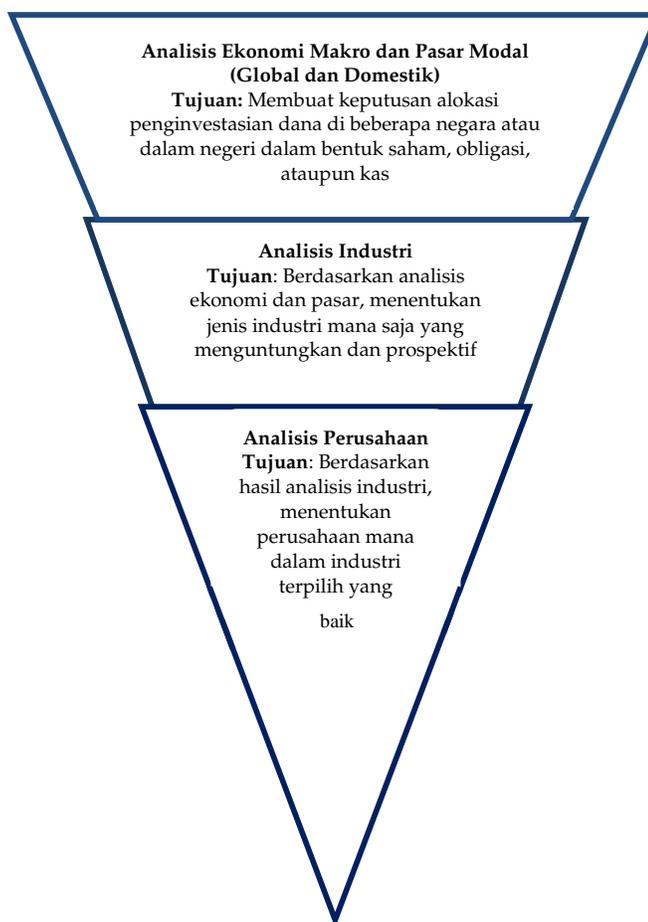
Artinya: " Janganlah kamu mengikuti apa yang kamu tidak mempunyai pengetahuan tentangnya. Sesungguhnya pendengaranmu, penglihatanmu, dan mata hatimu semua itu akan dimintai pertanggungjawabannya." (QS. 17: 36)

Menurut Bodie, dkk. (2006:558), analisis sekuritas umumnya dilakukan dengan dengan sebuah analisis yang dikenal dengan *top-down analysis* (analisis dari atas ke bawah), yaitu analisis prospektivitas perusahaan mulai dari analisis terhadap kondisi perekonomian global sampai harga pasar saham secara individual. Secara keseluruhan, proses analisis tersebut digambarkan oleh Tandelilin (2001:99) dalam bentuk piramida terbalik seperti dalam gambar 2.3.

Analisis ekonomi makro penting dilakukan untuk mengetahui kondisi perekomian di suatu negara secara umum. Dengan mengetahui kondisi makro ekonomi, seperti pertumbuhan inflasi, Produk Domestik Bruto (PDB), nilai tukar, dan variabel makro ekonomi lainnya investor dapat mengukur tingkat probabilitas *return* dan risiko yang mungkin timbul dari investasi yang dilakukannya.

Selain itu, dengan membandingkan kondisi makro berbagai negara, investor dapat menentukan apakah dananya akan diinvestasikan di pasar domestik, pasar internasional, ataupun didiversifikasikan di antara keduanya. Kondisi makro yang baik akan memberikan sinyal positif bagi masa depan investasi, sebaliknya kondisi makro yang tidak stabil mengandung potensi risiko yang tidak kecil bagi investasi.

Gambar 2.3
Proses Analisis *Top-Down* dalam Investasi



Sumber: Tandelilin, hal. 210 (Diolah kembali)

Tahap selanjutnya adalah memilih industri mana saja yang paling prospektif dengan cara melakukan analisis terhadap tingkat kepekaan tiap industri terhadap variabel makro dan siklus ekonomi. Industri-industri yang bergerak di bidang produksi barang kebutuhan pokok, seperti *food and beverage* akan berbeda sensitivitasnya terhadap variabel makro dengan industri barang tersier. Dalam keadaan resesi, ancaman *financial distress* bisa saja tidak berpengaruh terhadap rentabilitas perusahaan dalam industri *food and beverage*, sebaliknya industri barang tersier bisa mengalami ancaman keuangan yang mengkhawatirkan. Bagi investor yang senang berinvestasi dalam kelompok saham seperti indeks—di beberapa negara, indeks saham diperdagangkan seperti saham—, analisis ini tidak begitu dipertimbangkan mengingat indeks biasanya terdiri dari saham-saham dari kelompok industri yang berbeda.

Tahap berikutnya adalah memilih perusahaan atau saham yang memiliki prospek paling baik dalam industri terpilih. Penilaian dalam tahap ketiga ini akan sangat tergantung kepada penilaian investor terhadap kinerja saham perusahaan. Ketiga proses analisis tersebut biasanya dikenal dengan teknik analisis fundamental, yaitu analisis yang mempertimbangkan faktor-faktor di luar pergerakan harga sebuah sekuritas atau saham, termasuk juga kondisi politik.

Pada kenyataannya, dalam melakukan investasinya, investor tidak hanya mendasarkan keputusannya pada analisis fundamental, tetapi juga pada analisis teknikal. Menurut Halim (2005:29), analisis teknikal beranggapan bahwa harga suatu saham akan ditentukan oleh penawaran dan permintaan pasar terhadap saham itu sendiri. Analisis ini dilakukan dengan cara memperhatikan perubahan harga saham dari waktu ke waktu. Asumsi penting yang mendasari penggunaan analisis ini adalah keyakinan bahwa pergerakan harga suatu sekuritas atau saham bergerak mengikuti trend dan membentuk pola-pola tertentu yang dapat terulang kembali di masa mendatang.

Pada akhirnya, bagaimanapun keputusan investor dalam penempatan dananya di pasar modal, proses analisis seperti di atas selalu dilalui investor agar dana yang dimiliki bisa terdiversifikasi secara benar dan menguntungkan. Namun jika keputusan investasi investor jatuh pada aset bebas risiko, seperti surat utang Pemerintah ataupun deposito bank, maka analisis *top-down* tidak perlu dilakukan. Analisis cukup dilakukan terhadap kondisi makro perekonomian secara umum.

6. Penilaian Kinerja Saham

Penilaian kinerja saham adalah bagian dari proses analisis sekuritas dalam investasi. Menilai kinerja saham berarti menilai kinerja perusahaan yang menerbitkan saham. Itu artinya bahwa nilai yang tercermin dalam saham adalah cerminan nilai perusahaan yang diapresiasi oleh pasar.

Dalam penilaian saham dikenal adanya tiga jenis nilai, yaitu nilai buku, nilai pasar dan nilai intrinsik. Nilai buku merupakan nilai yang dihitung berdasarkan pembukuan perusahaan penerbit saham. Nilai pasar adalah nilai saham di pasar yang ditunjukkan oleh harga saham tersebut di pasar. Sedangkan nilai intrinsik, atau yang dikenal juga dengan nilai teoritis, adalah nilai saham yang sebenarnya atau yang seharusnya terjadi (Tandelilin, 2001:183).

Investor berkepentingan untuk mengetahui informasi dari ketiga nilai tersebut sebagai dasar penilaian kinerja saham. Keputusan membeli atau menjual harga saham akan sangat bergantung kepada hasil perbandingan nilai intrinsik dengan nilai pasar saham yang dilakukan investor. Menurut Suad Husnan (2001:288), pedoman perbandingan yang digunakan adalah sebagai berikut:

- a. Apabila nilai intrinsik (NI) > nilai pasar (NP), maka saham *undervalued* (harganya terlalu murah). Keputusan yang dapat

diambil investor adalah membeli atau menahan saham apabila telah dimiliki sebelumnya.

- b. Apabila $NI < NP$, maka saham *overvalued* (harganya terlalu mahal). Keputusan yang dapat diambil investor adalah menjual saham.
- c. Apabila $NI = NP$, maka harga saham wajar dan berada pada kondisi seimbang.

Untuk mengetahui nilai saham, ada banyak pendekatan yang dilakukan investor. Namun secara keseluruhan pendekatan tersebut dapat dikategorikan ke dalam dua klasifikasi, yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal.

a. Pendekatan Fundamental

Analisis fundamental merupakan metode penilaian harga saham yang menggunakan *financial analysis* dan *economic analysis* untuk memperkirakan pergerakan harga saham. Informasi fundamental yang digunakan untuk dianalisis meliputi laporan-laporan keuangan perusahaan dan informasi *non-financial* seperti perkiraan pertumbuhan permintaan produk-produk pesaing, perbandingan industri, perubahan peraturan dan perubahan demografi, serta perubahan ekonomi secara luas.

Dalam pengertian sederhana, analisis fundamental dimulai dengan menaksir bahwa nilai sebenarnya (*intrinsic value*) sebuah aset keuangan sama dengan nilai sekarang (*present value*) dari semua aliran tunai yang diharapkan diterima oleh pemilik aset. Jadi, analisis fundamental saham berupaya meramalkan saat dan besarnya aliran tunai dan kemudian mengkonversikan menjadi nilai sekarang (*present value*) dengan menggunakan tingkat diskonto yang tepat (Tandelilin, 2001:184-186). Lebih spesifik lagi, analisis tidak hanya harus memperkirakan tingkat diskonto saja, tetapi juga aliran dividen dari suatu saham di masa depan, yang artinya meramalkan pendapatan per lembar saham dan pembayaran dividen tunai (*pay out ratio*). Lebih jauh lagi, tingkat diskonto harus diestimasi.

Setelah nilai sesungguhnya (*true value*) dari saham suatu perusahaan ditentukan, nilai tersebut dibandingkan dengan harga pasar saham tersebut dengan tujuan untuk melihat apakah saham dihargai dengan tepat. Saham yang memiliki *true value* lebih rendah dari harga pasar disebut *overvalued* atau *overpriced*. Saham yang *true value*-nya lebih tinggi dari harga pasar disebut *undervalued* atau *underpriced*.

Analisis fundamental percaya bahwa harga saham tertentu tidak selalu tepat. Namun mereka juga percaya bahwa kasus

kesalahan dalam penentuan harga akan dikoreksi oleh pasar pada masa depan, artinya harga saham yang *undervalued* akan mengalami kenaikan nilai (*appreciation*) yang luar biasa, sedangkan harga saham yang *overvalued* akan mengalami penurunan nilai (*depreciation*) yang luar biasa. Untuk itulah, keputusan jual dan beli saham—seperti yang distandarisasi Suad Husnan dalam bagian sebelumnya--harus dilandaskan pada pengetahuan tentang nilai suatu saham.

Banyak cara yang dapat dilakukan investor untuk mengetahui suatu saham dihargai dengan benar atau tidak. Salah satu cara yang dapat digunakan adalah dengan menggunakan prinsip CAPM, yaitu dengan membandingkan *return* yang disyaratkan (*required return*) dengan *return* yang diharapkan. Menurut Bodie, dkk. (2005:222), Suatu saham dihargai dengan benar apabila *return* yang diharapkan sama dengan *return* yang disyaratkan. Apabila *expected return* sebuah saham lebih besar dari *required return*-nya, maka saham tersebut *undervalued*, dan apabila *expected return* lebih kecil dari *required return*-nya, maka saham tersebut *overvalued*. Pengkategorian nilai saham dalam penelitian ini didasarkan pada teori tersebut.

Dalam mengidentifikasi kinerja (*market performance*) suatu saham, penelitian ini mengaitkannya dengan informasi

yang berasal dari internal perusahaan yang berupa karakteristik keuangan, dan eksternal perusahaan yang berupa pergerakan indeks gabungan dan variabel makro ekonomi. Karakteristik keuangan berupa rasio-rasio keuangan yang bersumber pada laporan keuangan perusahaan, dan variabel makro ekonomi berdasarkan tolak ukur inflasi, nilai tukar, *composite index*, dan *rate of risk free asset*. Dengan demikian, bagian ini menggunakan pendekatan analisis saham secara fundamental.

b. Pendekatan Teknikal

Dalam bentuk yang paling sederhana, analisis teknikal meliputi studi harga pasar saham dalam upaya meramalkan pergerakan harga masa depan untuk saham perusahaan tertentu. Mula-mula, harga-harga masa lalu dianalisis untuk menentukan trend atau pola pergerakan harga. Lalu harga saham sekarang dianalisis untuk mengidentifikasi trend atau pola yang muncul yang mirip dengan pola masa lalu. Pola sekarang yang cocok dengan masa lalu diharapkan akan terulang kembali. Jadi, dengan mengidentifikasi pola yang muncul, diharapkan dapat diramalkan dengan tepat pergerakan harga pada masa depan untuk saham tersebut. Hal

ini berbeda sekali dengan analisis fundamental yang menganalisis pergerakan harga sekuritas tanpa mengacu kepada faktor-faktor masa lalu dari harga pasar.

Menurut Halim (2005:29), beberapa asumsi yang mendasari analisis ini diantaranya adalah:

- 1) Harga pasar saham ditentukan oleh interaksi penawaran dan permintaan.
- 2) Penawaran dan permintaan itu sendiri dipengaruhi oleh banyak faktor, baik yang rasional maupun irasional.
- 3) Perubahan harga saham cenderung bergerak mengikuti trend tertentu.
- 4) Trend tersebut dapat berubah karena bergesernya penawaran dan permintaan.
- 5) Pergeseran permintaan dan penawaran dapat dideteksi dengan mempelajari diagram dari perilaku pasar..
- 6) Pola-pola tertentu yang terjadi pada masa lalu akan terulang kembali di masa mendatang.

Analisis teknikal percaya bahwa investor dapat memperoleh keuntungan di atas rata-rata apabila mampu mendapatkan informasi lebih cepat dibandingkan investor lain, dan kemudian menerjemahkan informasi tersebut ke dalam keputusan jual dan

beli saham. Data-data yang dipakai oleh para analis teknikal adalah data-data pasar yang bersifat sebagai data historis, seperti data harga saham, volume perdagangan, dan informasi perdagangan lainnya.

Banyak cara yang digunakan oleh para analis teknikal dalam melakukan analisisnya. Tandelilin (2001:251-258) menyebutkan beberapa teknikal yang umum digunakan diantaranya adalah Teori *Dow*, grafik batang, *relative strength analysis*, *moving average*, dan yang belakangan populer adalah teknikal GARCH (1,1) (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedastic*). Metode GARCH (1,1) telah secara luas dipakai sebagai pendekatan pada variabel ekonomi, khususnya untuk mengukur volatilitas dari sebuah aset keuangan, termasuk saham (Surya dan Hariadi, 2003:1-2, Engle, 2001:157).

Selain berguna untuk memprediksi harga saham di masa mendatang, penggunaan GARCH (1,1) untuk mengukur volatilitas, menurut Kurniawan (2008:44), juga dapat digunakan untuk menunjukkan apakah pergerakan harga saham dipengaruhi oleh perilaku irasional pasar atau tidak. Jika pergerakan harga dipengaruhi oleh perilaku irasional, maka perubahan harga saham masih diatur oleh para *speculators*

bersama *frenzy investors* (investor emosional), bukan karena alasan fundamental saham.

Penelitian ini juga menggunakan metode GARCH (1,1) untuk mengukur volatilitas saham. Karena itu, selain menggunakan pendekatan fundamental dalam menilai kinerja saham, penelitian ini juga melibatkan pendekatan teknikal, berupa pengukuran volatilitas dengan GARCH (1,1).

7. Karakteristik Keuangan

Karakteristik keuangan merupakan bagian penting dari penilaian kinerja saham secara fundamental. Karakteristik keuangan merefleksikan nilai buku suatu saham. Untuk menilai karakteristik keuangan suatu perusahaan, digunakan rasio-rasio keuangan, yang berupa nilai hasil bagi dari dua elemen yang ada di laporan keuangan. Rasio keuangan yang dapat dibuat cukup banyak, tetapi pada umumnya digunakan beberapa rasio yang dianggap penting. Rasio-rasio tersebut dikelompokkan ke dalam enam kategori, yaitu *liquidity ratio*, *leverage ratio*, *profitability ratio*, *efficiency ratio*, *market-based ratio*, dan *tangibility ratio* (Hanafi dan Halim, 2005:77).

Dalam penelitian ini, tidak semua kelompok rasio tersebut digunakan untuk analisis. Adapun rasio dan karakteristik keuangan yang digunakan adalah:

a. *Liquidity ratio*

Rasio likuiditas mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan dalam membayar kewajiban-kewajiban lancarnya. Dalam penelitian ini, rasio likuiditas yang digunakan adalah *Current Ratio*.

b. *Profitability ratio*

Rasio profitabilitas ini beragam macamnya. Tapi pada intinya, rasio ini mengukur kepekaan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu. Rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio ROE (*Return on Equity Ratio*). ROE menjelaskan bagaimana kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan perbandingan ekuitas atau modal yang dimiliki.

c. *Leverage ratio*

Financial leverage atau *Debt-equity ratio* (DER) merupakan salah satu rasio dalam kelompok *leverage ratio*. *Financial leverage* menjelaskan bagaimana suatu perusahaan melakukan pembiayaan keuangan melalui penggunaan utang (*debt*). Banyaknya utang yang digunakan oleh perusahaan

mempunyai pengaruh positif dan juga negatif terhadap nilai perusahaan dan biaya modal.

d. *Market-based ratio*

Rasio yang digunakan dalam menilai pasar, di antaranya adalah *price earning per share ratio* (PER). PER merupakan rasio perbandingan antara harga pasar saham dengan laba per lembar saham pada periode yang sama. Rasio ini merupakan salah satu variabel yang dapat digunakan untuk menilai kewajaran harga sebuah saham. Perusahaan yang mempunyai prospek yang baik akan mempunyai nilai PER yang tinggi, sebaliknya perusahaan yang pertumbuhannya rendah akan mempunyai nilai PER yang rendah.

8. *Market Performance*

Untuk melakukan penilaian terhadap kinerja pasar suatu saham (*market performance*), banyak metode yang dapat digunakan. Salah satu contoh dari beberapa metode konvensional yang sering digunakan untuk menghitung *market performance* adalah dengan menggunakan *sharpe's measure*.

Sharpe's measure dikembangkan oleh William Sharpe dan sering juga disebut dengan *reward-to-variability ratio*. *Sharpe's measure* merupakan ukuran kinerja yang berdasarkan risiko (*risk-*

adjusted performance) dari suatu investasi, dan mendasarkan perhitungannya pada konsep CAPM sebagai tolak ukur pendugaan. Dalam *Sharpe's measure*, kinerja portofolio dihitung dengan membagi rata-rata *excess return* dengan standar deviasi *return*. *Sharpe's measure* dirumuskan sebagai berikut (Samsul, 2006:365):

$$S = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\sigma_p} \dots\dots\dots(2.5)$$

Dimana:

r_p = *Return* rata-rata portofolio selama periode penelitian

r_f = Rata-rata *risk free* selama periode penelitian

σ_p = Standard deviasi *return* selama periode penelitian

Sharpe's measure membagi *excess return* dengan standar deviasi dari portofolio selama periode pengukuran. Standar deviasi merupakan risiko fluktuasi yang dihasilkan karena berubah-ubahnya *return* yang dihasilkan dari sub periode berikutnya selama seluruh periode. Dalam teori portofolio, standar deviasi merupakan risiko total sebagai penjumlahan dari *systematic risk* atau *market risk* dan *unsystematic risk*.

Dengan memperhitungkan risiko, maka semakin tinggi nilai *Sharpe's measure*, maka semakin baik kinerja portofolio tersebut (Tandelilin, 2001:325), namun tanpa informasi lain tetap

sulit bagi investor untuk mengetahui apakah nilai sharpe's measure 1,5 baik atau buruk. Oleh karena itu perlu membandingkannya dengan portofolio lain sehingga baru dapat diketahui bagaimana *risk-adjusted return* relatif terhadap pilihan investasi lain. Di samping itu, *sharpe's measure* pada dasarnya hanya menghasilkan ranking relatif kinerja portofolio, bukan ranking absolut, sehingga tidak dapat dikatakan dengan pasti apakah perbedaan tersebut signifikan secara statistik atau tidak. Oleh karena itu, sebagai *benchmark* akan digunakan *sharpe's measure* dari *Composite Index* (di Indonesia IHSG, dan di Malaysia KLCI) sebagai perbandingan. Dan untuk membedakan *market performance* antara saham-saham syariah di Indonesia dan Malaysia digunakan uji *Independent Samples T Test*.

a. Hubungan *Market Performance* dengan Likuiditas

Market performance merupakan indikator pengukur kinerja pasar saham, sedangkan likuiditas membantu investor mengetahui kekuatan keuangan perusahaan. Likuiditas tidak berbicara masalah solvabilitas (kewajiban jangka panjang), dan biasanya relatif tidak penting dibandingkan rasio solvabilitas. Tetapi rasio likuiditas yang jelek dalam jangka panjang juga akan mempengaruhi solvabilitas perusahaan. Karena itu, likuiditas

perusahaan juga harus menjadi pertimbangan tambahan bagi investor dalam melakukan investasinya.

Likuiditas yang baik akan membantu mengurangi biaya bunga perusahaan terhadap kewajiban-kewajibannya karena perusahaan akan dengan likuid dan tepat waktu, bahkan bisa mempercepat pembayaran utangnya. Berkurangnya biaya bunga akan berpengaruh terhadap besaran laba yang diperoleh perusahaan. Selain itu, likuiditas yang baik akan mengurangi risiko investasi yang ditanggung investor dari ancaman likuidasi.

Namun begitu, likuiditas yang baik belum tentu selalu direspon positif oleh investor. Sebagian investor beranggapan bahwa informasi-informasi dari faktor-faktor keuangan akan sangat cepat diserap pasar sehingga akan sulit diperoleh *return* yang tidak normal. Selain itu, kinerja saham di pasar dipengaruhi banyak faktor di luar likuiditas perusahaan, seperti rasio-rasio keuangan lainnya, kondisi politik dan lain-lain.

Likuiditas yang baik akan mengurangi risiko likuidasi dari perusahaan, yang berarti akan mengurangi standar deviasi dari *return*. Dengan demikian ia mempunyai pengaruh yang positif atau negatif terhadap *market performance*.

b. Hubungan *Market Performance* dengan Profitabilitas

Profitabilitas merupakan rasio pengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Dan *Return on Equity* (ROE) secara eksplisit memperhitungkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bagi pemegang saham biasa (Hanafi dan Halim, 2005:186). Kemampuan perusahaan menghasilkan laba akan mempengaruhi proporsi pembagian dividen dan laba ditahan yang ditambahkan pada modal perusahaan. Meskipun laba yang tinggi tidak selalu disertai dengan peningkatan dividen yang dibayarkan, namun nilai perusahaan tetap akan bertambah karena sisa laba dari pembagian dividen akan ditambahkan ke dalam modal sebagai laba ditahan. Dalam jangka panjang, peningkatan modal yang tidak bersumber dari utang, akan meningkatkan nilai buku perusahaan.

Nilai buku yang tinggi akan mengurangi penggunaan utang bagi perusahaan dan biaya modal untuk utang pun akan berkurang. Karena itu, profitabilitas akan berpengaruh terhadap *financial risk*. Profitabilitas yang tinggi akan meminimalisir risiko finansial yang selanjutnya akan mengurangi standar deviasi. Dengan demikian, profitabilitas mempunyai hubungan yang positif ataupun negatif dengan *market performance*.

c. Hubungan *Market Performance* dengan *Leverage*

Leverage merupakan *financial risk* yang dapat memberikan pengaruh kepada besarnya *required return* suatu saham dan nilai perusahaan. Penggunaan utang akan mempengaruhi nilai perusahaan karena sifat dari biaya bunga yang berfungsi sebagai biaya untuk mengurangi pajak (*tax shield*). Namun jika kewajiban membayar bunga tidak terpenuhi maka perusahaan akan terancam kondisi keuangannya (*financial distress*) yang pada akhirnya dapat menyebabkan kebangkrutan. Kondisi *financial distress* dapat mengurangi laba perusahaan sebagai akibat dari besarnya kewajiban bunga yang harus dibayarkan kepada pemegang *bond*. Terjadinya kemungkinan bangkrut berkaitan dengan jumlah utang yang besar mempunyai dampak negatif terhadap nilai perusahaan.

Hubungannya dengan *excess return*, leverage bermanfaat dalam bentuk *tax shield* sehingga dapat menaikkan *excess return*. Namun jika leverage makin tinggi, maka manfaat *tax shield* dikalahkan oleh *financial distress* dan *bankruptcy cost* sehingga dapat menurunkan *excess return*. Penggunaan leverage akan menaikkan risiko perusahaan sehingga akan menaikkan standar deviasi dari *return*, yang berarti akan menurunkan *sharpe's*

measure. Dengan demikian leverage mempunyai pengaruh tambahan, yakni pengaruh positif atau negatif terhadap *market performance*.

d. Hubungan *Market Performance* dengan PER

Pendekatan yang biasa digunakan dalam memilih saham adalah pendekatan yang menggolongkan suatu saham sebagai *growth stock* atau *value stock*. Saham-saham yang tergolong ke dalam *growth stock* umumnya diharapkan mempunyai pertumbuhan nilai (harga) dan keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan saham lain (Namora, 2006:35). Investor berharap agar *growth stock* mempunyai kinerja yang bagus di masa mendatang, sehingga investor bersedia untuk membayar beberapa kali lipat. *Value stock* umumnya mempunyai harga yang lebih rendah dibandingkan saham-saham sejenis dalam industri yang sama. Perusahaan yang masih baru dan relatif belum dikenal oleh investor, termasuk ke dalam kelompok *value stock*.

Salah satu ukuran utama yang biasanya digunakan mendefinisikan *growth stock* dan *value stock* adalah PER. *Growth stock* umumnya memiliki PER yang tinggi, yang artinya harga saham tersebut relatif lebih tinggi dibandingkan nilai bersih aset perusahaan. Sebaliknya, *value stock* memiliki PER yang rendah.

Hubungannya dengan harga saham, investor *growth stock* mempunyai risiko kerugian yang lebih besar dibandingkan investor *value stock*. Risiko ini dikarenakan harga saham tersebut tinggi, dan dapat turun dengan tajam sehingga menyebabkan kerugian yang besar.

PER menggambarkan kesediaan investor membayar suatu jumlah tertentu untuk setiap rupiah perolehan laba perusahaan. PER merefleksikan apresiasi pasar atau investor atas laba per lembar saham yang dihasilkan perusahaan. Di beberapa Negara, banyak investor menggunakan PER untuk mengestimasi harga saham (Samsul, 2006:166). Karena itu, PER mempunyai pengaruh tambahan atas *return* dan *market performance* saham. Penelitian yang dilakukan Fama dan French (1992:427-465) mendukung hal ini. Mereka menemukan bahwa PER memiliki hubungan positif dengan *return* saham.

Dengan demikian, karena rasio-rasio keuangan di atas mempunyai pengaruh tambahan terhadap *market performance* saham, maka rasio-rasio tersebut akan berpengaruh juga terhadap nilai perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini karena secara teoritis *stock performance* yang baik akan memberikan sumbangsih positif terhadap nilai buku perusahaan yang bersumber dari laporan keuangan. Investor akan lebih tertarik untuk berinvestasi

pada saham-saham yang memiliki *performance* atau kinerja yang baik. Karena itu, *performance* saham akan memberikan dampak positif atau negatif terhadap arus kas perusahaan yang pada akhirnya akan memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan.

9. Makro Ekonomi dan Hubungannya dengan Kinerja Saham

Faktor makro merupakan lingkungan dimana seluruh perusahaan beroperasi. Ia merupakan faktor di luar perusahaan, tetapi mempunyai pengaruh terhadap kenaikan atau penurunan kinerja perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Faktor makro terdiri dari faktor makro ekonomi dan nonekonomi. Faktore makro ekonomi yang secara langsung dapat mempengaruhi kinerja saham antara lain (Samsul, 2006:200):

- a. Makro ekonomi global
- b. Tingkat bunga umum domestik
- c. Tingkat Inflasi
- d. Nilai tukar (kurs valuta asing)
- e. Peredaran uang
- f. Produk Domestik Bruto
- g. Siklus ekonomi
- h. Faham ekonomi
- i. Peraturan perpajakan, dan lain-lain.

Bagi perusahaan, faktor makro ekonomi akan mempengaruhi kinerja secara perlahan dan dalam jangka panjang. Tetapi bagi harga saham, faktor makro ekonomi akan terpengaruh dengan seketika karena para investor umumnya bereaksi dengan cepat (Samsul, 2006:200). Namun begitu, sensitivitas saham terhadap perubahan variabel makro ekonomi tidak sama antara satu saham dengan saham lainnya. Saham tertentu bisa sangat sensitif terhadap perubahan nilai tukar akibat besarnya penggunaan utang dalam bentuk valuta asing dan operasionalitasnya yang berhubungan dengan ekspor dan impor. Hal sebaliknya bisa terjadi pada saham-saham yang modalnya tidak bersumber dari utang valuta asing dan operasionalitasnya tidak berhubungan dengan ekspor dan impor.

Dalam penelitian ini, tidak semua faktor ekonomi tersebut digunakan dalam menganalisis sensitivitas saham. Faktor makro ekonomi yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat inflasi, nilai tukar, IHSG, dan suku bunga untuk surat atau sertifikat utang yang diterbitkan Pemerintah (Di Indonesia adalah SBI, dan di Malaysia adalah *Treasury Bills*).

10. Volatilitas Saham

Volatilitas saham merupakan fluktuasi pergerakan harga saham akibat adanya risiko yang timbul dari faktor-faktor

fundamental. Volatilitas ini erat kaitannya dengan analisis saham secara teknikal. Beberapa investor menggunakan volatilitas saham di masa lalu untuk memprediksi harga saham di masa mendatang. Semakin besar volatilitas pada saham, maka semakin besar pula kemungkinan investor mendapatkan keuntungan karena risiko pun akan bertambah. Biasanya, pasar yang tidak efisien mempunyai volatilitas yang cukup tinggi sehingga *Fund Manager* Asing di pasar yang maju selalu datang ke pasar yang tidak efisien tersebut untuk mendapatkan *capital gain* yang tinggi (PT. Financial Bisnis Indonesia, 2007:5).

Mengukur volatilitas saham berguna untuk menunjukkan apakah pergerakan harga saham berasal dari *irrational behaviour* pasar atau tidak. Jika pergerakan berkecenderungan dipengaruhi oleh *irrational behaviour*, maka perubahan harga masih diatur oleh para *speculators* bersama *frenzy investors* (investor emosional), bukan karena alasan *fundamental level* yang ada pada saham (Kurniawan, 2008:44).

Penilaian terhadap volatilitas saham ini diukur dari nilai alfa (α) dan beta (β). Kedua ukuran ini akan sangat mempengaruhi pola yang terjadi pada pergerakan harga saham. Nilai α adalah *reaction coefficient* sementara β adalah *persistence coefficient*. Jika $\alpha < \beta$, maka Effect dari volatilitas akan berlangsung secara terus menerus

terhadap saham dan saham berkecenderungan dipengaruhi oleh *non fundamental level*. Sedangkan Jika $\alpha > \beta$, maka volatilitas terkendali, dan itu artinya, setiap volatilitas yang terjadi akan diikuti oleh reaksi kuat pasar untuk membuat revisi pergerakan, dan aspek fundamental saham akan mempengaruhi itu. Dalam perhitungan GARCH (1,1), $\alpha = \beta$ adalah kemungkinan yang tidak akan pernah terjadi (Kurniawan, 2008:45-46).

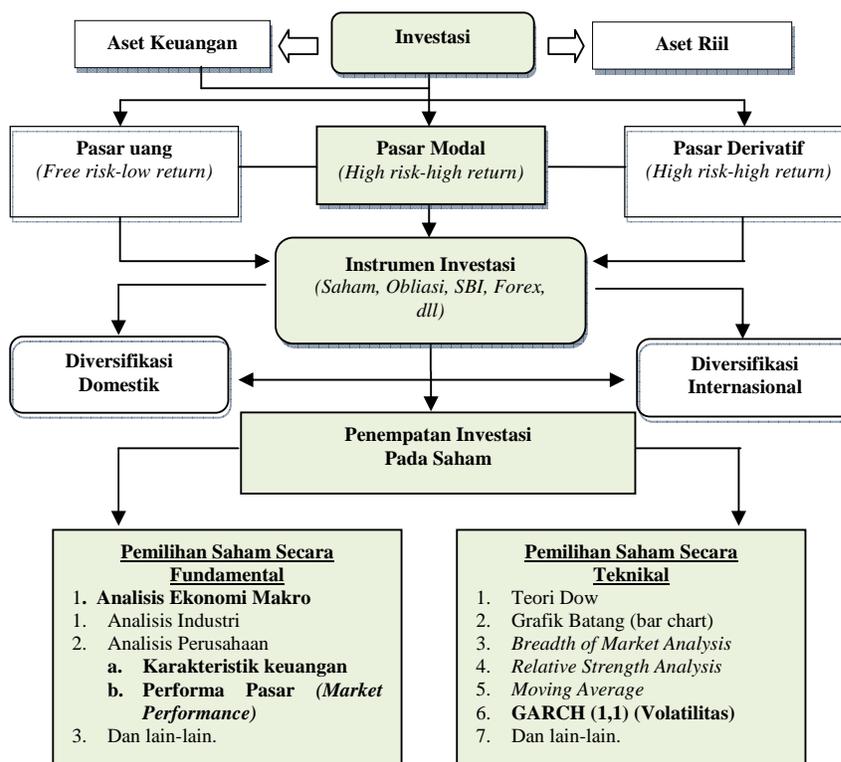
Banyak metode yang digunakan untuk mengukur volatilitas saham, salah satunya bisa menggunakan standar deviasi dari *return*. Menurut Surya dan Hariadi (2003:2), metode lainnya yang dapat digunakan adalah *Auto Regressive (AR)*, *Moving Average (MA)*, *Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity (ARCH)* dan *Generalized Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity (GARCH (1,1))*. Penelitian ini mengukur volatilitas saham menggunakan metode GARCH (1,1), dengan asumsi bahwa metode ini adalah metode yang lebih akurat untuk mengur data deret waktu dibandingkan metode lainnya, termasuk standar deviasi saham.

11. Kerangka Berpikir

Secara konseptual, investasi dilakukan untuk memperoleh keuntungan. Karena itu, agar keuntungan yang diperoleh bisa maksimal, maka investor harus memahami investasi dan segala

bentuknya, berikut *return* dan risikonya. Secara umum, kerangka teoritis seseorang dalam melakukan investasi dapat digambarkan sebagaimana pada gambar 2.4.

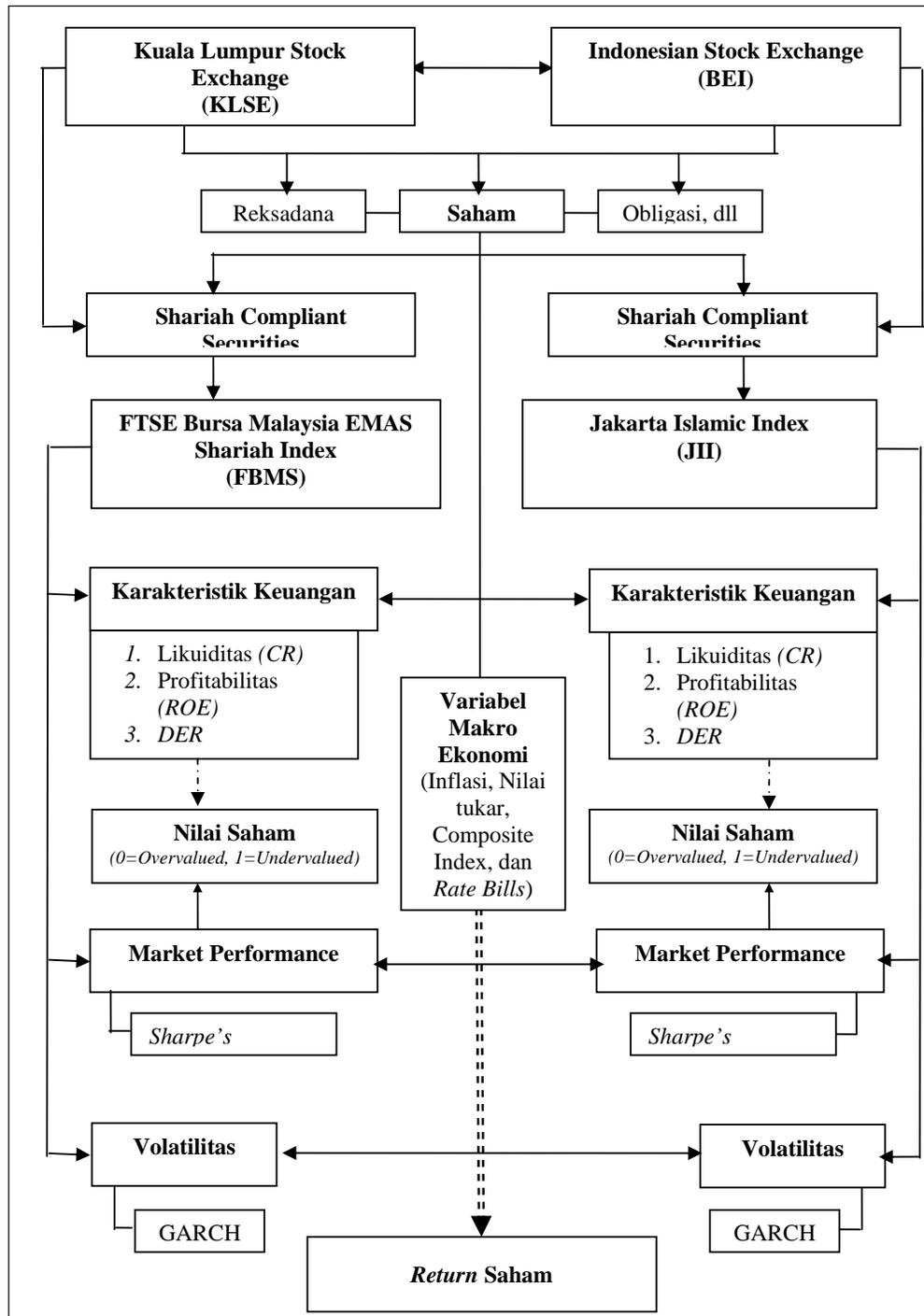
Gambar 2.4
Kerangka Teoritis Proses Investasi



Sumber: Diolah Berdasarkan Kajian Teori

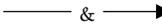
Berdasarkan kerangka teoritis proses investasi di atas, maka kerangka berpikir dalam penelitian ini disusun sebagaimana gambar 2.5:

Gambar 2.5
Kerangka Berpikir Penelitian



Sumber: Diolah Berdasarkan Tujuan Penelitian

Keterangan:

-  : Hubungan komparatif
 : Hubungan korelasional
 : Hubungan logistik
 : Hubungan regresional

12. Hipotesis Penelitian

Penelitian ini terdiri dari enam rumusan masalah. Keenam rumusan masalah dianalisis melalui tiga tahapan dengan delapan hipotesis. Berikut ini adalah rincian hipotesis yang akan dijawab dalam penelitian ini:

Tahap 1: Analisis komparasi terhadap karakteristik keuangan, *market performance* dan volatilitas saham

- a. H_0 = Tidak ada perbedaan CR antara saham syariah di BEI dan KLSE.
 H_a = Ada perbedaan CR antara saham syariah di BEI dan KLSE.
- b. H_0 = Tidak ada perbedaan ROE antara saham syariah di BEI dan KLSE.
 H_a = Ada perbedaan ROE antara saham syariah di BEI dan KLSE.
- c. H_0 = Tidak ada perbedaan DER antara saham syariah di BEI dan KLSE.
 H_a = Ada perbedaan DER antara saham syariah di BEI dan

KLSE.

- d. H_0 = Tidak ada perbedaan PER antara saham syariah di BEI dan KLSE.

H_a = Ada perbedaan PER antara saham syariah di BEI dan KLSE.

- e. H_0 = Tidak ada perbedaan *market performance* yang diukur dengan *sharpe's measure* antara saham syariah di BEI dan KLSE.

H_a = Ada perbedaan *market performance* yang diukur dengan *sharpe's measure* antara saham syariah di BEI dan KLSE.

- f. H_0 = Tidak ada perbedaan volatilitas yang diukur dengan *GARCH (1,1)* antara saham syariah di BEI dan KLSE.

H_a = Ada perbedaan volatilitas yang diukur dengan *GARCH (1,1)* antara saham syariah di BEI dan KLSE.

Tahap 2: Analisis kemungkinan nilai saham diprediksi menggunakan karakteristik keuangan

- g. H_0 = Karakteristik keuangan yang diwakili likuiditas, profitabilitas, *leverage* dan PER tidak dapat dipergunakan untuk memprediksi nilai saham syariah di BEI dan KLSE.

H_a = Karakteristik keuangan yang diwakili likuiditas, profitabilitas, *leverage* dan PER dapat dipergunakan untuk

memprediksi nilai saham syariah di BEI dan KLSE.

Tahap 3: Analisis sensitivitas saham terhadap variabel makro ekonomi

h. H_0 = Tidak ada pengaruh variabel makro ekonomi yang diwakili Inflasi, nilai tukar, *composite index* dan *rate of risk free assets* terhadap *return* saham syariah di BEI dan KLSE.

H_a = Ada pengaruh variabel makro ekonomi yang diwakili Inflasi, nilai tukar, *composite index* dan *rate of risk free assets* terhadap *return* saham syariah di BEI dan KLSE.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Objek Penelitian

Objek penelitian ini adalah saham-saham syariah yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) pada Bursa Efek Indonesia (BEI), dan *FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index* (FBMS) pada *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE). JII dan FBMS adalah *benchmark of shariah compliant securities* di negara masing-masing.

B. Jenis dan Pendekatan Penelitian

Jenis penelitian ini adalah kuantitatif diskriptif dengan pendekatan deduktif. Penelitian terdiri dari tiga tahapan dengan empat pemodelan. Tahap pertama menggunakan metode komparatif, yaitu membandingkan karakteristik keuangan, *market performance*, dan volatilitas saham syariah di BEI dan KLSE. Tahap pertama ini dilakukan dengan menggunakan dua pemodelan. Pemodelan pertama menggunakan uji beda dua rata-rata independen sampel, sedangkan pemodelan kedua dengan menggunakan otoregresi GARCH (1,1). Tahapan kedua menggunakan metode logistik, yaitu menganalisis probabilitas nilai saham berdasarkan karakteristik keuangan yang diukur dari CR, ROE, DER dan PER. Tahap ketiga menggunakan

metode regresi berganda, yaitu menganalisis sensitivitas saham-saham syariah di BEI dan KLSE terhadap variabel makro ekonomi yang diwakili oleh inflasi, nilai tukar, *composite index* dan *rate of risk free assets*.

C. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham (perusahaan yang menerbitkan saham) yang masuk ke dalam JII untuk Indonesia, dan FBMS untuk Malaysia. Dari populasi tersebut selanjutnya diambil beberapa sampel. Sampel dipilih berdasarkan teknik *judgement sampling* dengan kriteria-kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan terdaftar di BEI dan KLSE dan termasuk ke dalam JII dan FBMS selama periode pengamatan;
2. Perusahaan memiliki laporan keuangan per 31 Desember 2007;
3. Perusahaan mempunyai kelengkapan data perdagangan pada periode 1 Januari 2007 sampai 31 Maret 2008. *Range* waktu tersebut dipilih semata-mata dengan tujuan untuk memperoleh *time frame* penelitian yang lebih panjang setelah disesuaikan dengan waktu pelaksanaan penelitian.
4. Perusahaan (saham) masuk ke dalam *shariah compliant securities*, selama empat kali evaluasi atau setara dengan dua tahun berturut-turut, yaitu mulai dari semester kedua tahun 2005 sampai semester

kedua tahun 2007. Kriteria ini diambil sebagai bentuk konsistensi saham-saham tersebut terhadap prinsip dan kriteria syariah yang telah ditetapkan oleh lembaga syariah yang berwenang di negara bersangkutan, yakni Indonesia dan Malaysia.

5. Perusahaan tidak melakukan *stock split* pada periode pengamatan, yakni 1 Januari 2007 – 31 Maret 2008. Kriteria ini ditetapkan untuk menghindari adanya bias hasil perhitungan *return* disebabkan berubahnya harga saham, meskipun secara riil nilai saham tidak berubah dengan adanya *stock split*.

Tabel 3.1
Sampel di Bursa Efek Indonesia (BEI)

No	Code	Company	Industry
1	ADHI	Adhi Karya Tbk	Building Construction
2	ASII	Astra International Tbk	Automotive And Components
3	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	Transportation
4	BNBR	Bakrie & Brothers Tbk	Investment Company
5	BUMI	Bumi Resources Tbk	Coal Mining
6	GJTL	Gajah Tunggal Tbk	Automotive And Components
7	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	Food And Beverages
8	INKP	Indah Kiat Pulp Tbk	Pulp & Paper
9	INTP	Indocement Tunggak Prakasa Tbk	Cement
10	ISAT	Indosat Tbk	Telecommunication
11	KLBF	Kalbe Farma Tbk	Pharmaceuticals
12	LSIP	PP London Sumatera Tbk	Plantation
13	MEDC	Medco Energi Tbk	Petroleum & Natural Gas Production
14	PGAS	Perusahaan Gas Negara	Energy
15	PTBA	Tambang Batu Bara Bukit Asam Tbk	Coal Mining
16	SMCB	Holcim Indonesia Tbk	Cement
17	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	Telecommunication
18	UNSP	Bakrie Sumatra Plantations Tbk	Plantation
19	UNTR	United Tractor Tbk	Wholesale
20	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Cosmetics And Household

Sumber: Pengolahan Data pada Lampiran berbentuk CD

Tabel 3.2
Sampel di Bursa Malaysia (KLSE)

No	Name Code	Stock Code	Company	Industry
1	BERNAS	6866	Padi Beras Nasional Bhd	Trading/Services
2	DBHD	3484	Damansara Reality Bhd	Properties
3	DIGI	6947	Digi.Com Bhd	Infrastructure
4	DIJACOR	5401	Dijaya Corporation Bhd	Properties
5	KFC	3492	KFC Holdings Bhd	Trading/Services
6	KHSB	6246	Kumpulan Hartanah Selangor Bhd	Properties
7	KUB	6874	Kub Malaysia Bhd	Trading/Services
8	LKT	9822	LKT Industrial Bhd	Technology
9	MMC	2194	MMC Corporation Bhd	Trading/Services
10	MRCB	1651	Malaysian Resources Bhd	Construction
11	NCB	5509	NCB Holdings Bhd	Trading/Services
12	NESTLE	4707	Nestle Malaysia Bhd	Consumer Product
13	NPC	5047	NPC Holdings Bhd	Plantations
14	ORIENT	4006	Oriental Holdings Bhd	Consumer Product
15	PETDAG	5681	Petronas Dagangan Bhd	Trading/Services
16	PETRA	7108	Petra Perdana Bhd	Trading/Services
17	PLUS	5052	Plus Expressways Bhd	Trading/Services
18	POSHLDG	4634	Pos Malaysia Bhd	Trading/Services
19	PPB	4065	PPB Group Bhd	Consumer Product
20	SCOMI	7158	Scomi Group Bhd	Industrial Product
21	SHELL	4324	Shell Refining Co Bhd	Industrial Product
22	SIME	4197	Sime Darby Bhd	Trading/Services
23	SUNRISE	6165	Sunrise Bhd	Properties
24	TAANN	5012	Ta Ann Holdings Bhd	Industrial Product
25	TM	4863	Telekom Malaysia Bhd	Trading/Services
26	TRC	5054	TRC Sinergy Bhd	Construction
27	UEMWRLD	1775	UEM World Bhd	Construction
28	UMLAND	4561	United Malayan Land Bhd	Properties
29	YTL	4677	YTL Corporation Bhd	Construction
30	YTLPOWR	6742	YTL Power International Bhd	Infrastructure

Sumber: Pengolahan Data pada Lampiran Berbentuk CD

Tabel 3.1 dan 3.2 menyajikan 50 saham sampel yang memenuhi kriteria yang telah ditetapkan. Tabel 3.1 menyajikan 20 saham sampel untuk Indonesia dan tabel 3.2 menyajikan 30 saham sampel untuk Malaysia.

D. Periode Pengamatan, Jenis dan Sumber Data

Periode pengamatan dalam penelitian ini adalah pada tahun 2007–2008. Keseluruhan data yang digunakan adalah data sekunder berbentuk panel (*time series* sekaligus *cros sectional*). Di bawah ini adalah rincian data yang digunakan berikut *range* dan sumbernya:

1. Data rasio keuangan (CR, ROE, DER dan PER) per tanggal 31 Desember 2007; Data rasio keuangan saham di Indonesia diperoleh secara online dari laporan keuangan perusahaan yang diterbitkan BEI dengan *homepage* <http://www.idx.co.id/>. Sementara untuk Malaysia, data diperoleh dari laporan keuangan yang dirilis Bursa Malaysia dengan *homepage* <http://www.klse.com/>.
2. Data harga penutupan saham dan *composite index* harian untuk periode 1 Januari 2007-31 Maret 2008; *Composite Index* untuk Indonesia adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), sedangkan untuk Malaysia adalah *Kuala Lumpur Composite Index* (KLCI). Keseluruhan data, baik untuk saham-saham di Indonesia maupun Malaysia, diperoleh secara online dari *homepage Yahoo finance*, yaitu <http://www.finance.yahoo.com/>.
3. Data *rate of risk free assets* bulanan selama periode Januari 2007-Maret 2008; Data ini juga digunakan untuk melengkapi perhitungan *sharpe's measure*. Suku bunga bebas risiko di Indonesia

menggunakan data tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) tiga bulanan, dan diperoleh dari *homepage* Bank Indonesia (BI), yaitu <http://www.bi.co.id/>. Sementara suku bunga bebas risiko di Malaysia menggunakan tingkat suku bunga *treasury bills* tiga bulanan, yang diperoleh dari *homepage* Bank Central Malaysia (BCM) dengan *main URL* <http://www.bcm.gov.my/>.

4. Data *composite index* bulanan periode Januari 2007-Maret 2008; Untuk Indonesia, *composite index* (IHSG) bulanan diperoleh langsung dari *homepage* BEI, sedangkan *composite index* Malaysia (KLCI) diperoleh dari *homepage* Bursa Malaysia.
5. Data Inflasi dan nilai tukar bulanan periode Januari 2007-Maret 2008; Di Indonesia, data inflasi didapatkan dari *homepage* Badan Pusat Statistik (BPS), yaitu <http://www.bps.go.id/>, dan data nilai tukar didapatkan dari *homepage* Bank Indonesia. Sementara di Malaysia, data inflasi dan nilai tukar didapatkan dari *homepage* Bank Central Malaysia.

E. Definisi Operasional dan Cara Pengukurannya

Untuk memudahkan pengertian dan menghindari kesalahan persepsi dari masing-masing variabel penelitian, maka perlu didefinisikan variabel-variabel yang dipergunakan dalam penelitian

ini disertai cara pengukurannya. Berikut ini dijelaskan definisi dari masing-masing variabel penelitian disertai cara pengukurannya:

1. *Current Ratio (CR)*; merupakan variabel (rasio) pengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek dengan aktiva lancar yang dimilikinya. Rasio ini didapatkan dengan membagi aktiva lancar dengan kewajiban lancar perusahaan pada satu periode waktu tertentu.
2. *Return to Equity Ratio (ROE)*; merupakan variabel pengukur rentabilitas (kemampuan perusahaan menghasilkan laba) jika dibandingkan dengan ekuitas. Rasio ini dihitung dengan membagi laba setelah pajak dengan ekuitas perusahaan dalam satu periode tertentu.
3. *Debt to Equity Ratio (DER)*; adalah variabel yang merupakan *proxy* dari leverage, dan dihitung dari total utang (*debt*) dibagi ekuitas (*equity*) pada periode yang sama.
4. *Price Earning Ratio (PER)*; merupakan variabel pengukur apresiasi pasar terhadap laba perlembar saham. Rasio ini didapatkan dengan membandingkan harga pasar suatu saham dengan laba per lembar saham pada periode yang sama. Dalam konteks penelitian ini, PER diukur dengan *treatment* USD. Ini dilakukan untuk menghilangkan asumsi perbedaan nilai tukar dan mempermudah penafsiran hasil analisis statistik.

5. *Sharpe's Measure*; adalah satu ukuran yang digunakan untuk menilai *market performance* saham. *Sharpe's Measure* didapatkan dengan membagi rata-rata *excess return* saham terhadap standar deviasi *return* saham, dengan menggunakan persamaan dalam rumus (2. 5).

Berikut ini adalah tahapan-tahapan perhitungan yang harus dilalui untuk mendapatkan *shaper's measure*:

- a. Menghitung *return* saham yang diperoleh dengan menggunakan rumus (2.1).
- b. Menghitung *return* rata-rata atau *expected return* saham, yakni dengan metode perhitungan rata-rata geometrik menggunakan rumus (2.3).
- c. Menghitung rata-rata *risk-free rate*, dalam hal ini suku bunga tiga bulanan SBI dan *Treasury Bills Malaysia* selama Januari 2007-Maret 2008 dengan menggunakan metode rata-rata geometrik yakni dengan rumus (2.3), dan kemudian membaginya dengan 365 untuk mendapatkan tingkat suku bunga harian.
- d. Menghitung *excess return* saham, yaitu dengan mengurangi *return* rata-rata saham dengan rata-rata *risk-free rate* harian.
- e. Menghitung standar deviasi *return* saham dengan rumus:

$$SD = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2}{(n-1)}}$$

- f. Membagi *excess return* saham dengan standar deviasi saham, sehingga diperoleh nilai *sharpe's measure*.
6. Volatilitas saham adalah fluktuasi pergerakan saham secara *time series* selama periode penelitian. Volatilitas saham dalam penelitian ini diukur dengan metode GARCH (1,1) (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedastic*), yang dapat dirumuskan sebagai berikut (Winarno, 2007:8.3):

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2$$

Dimana: ω = Rata-rata

ε_{t-1}^2 = Volatilitas dari data sebelumnya (ARCH)

σ_{t-1}^2 = Variansi pada data sebelumnya (GARCH)

7. *Rate of Risk Free Asset* adalah tingkat suku bunga untuk investasi asset bebas risiko. *Risk free Asset* dalam penelitian ini adalah surat atau sertifikat utang yang diterbitkan Pemerintah. Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan *treasury bills* merupakan surat atau sertifikat utang jangka pendek yang diterbitkan Pemerintah untuk investor.
8. *Composite Index* merupakan indeks harga saham gabungan dalam suatu bursa efek yang umumnya digunakan untuk merefleksikan kinerja saham di bursa secara keseluruhan. Di Indonesia, *composite index*-nya dikenal dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG),

dan *Jakarta Composite Index* (JCI) di pasar global. Sedangkan *composite index* Malaysia dikenal dengan *Kuala Lumpur Composite Index* (KLCI), dan *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE) di pasar global. *Composite Index* dihitung dengan rumus:

$$CI = \frac{\sum [(RCP)(\sum Shares)]}{BaseValue} \times 100$$

Dimana: RCP = Regular Closing Price

$$BaseValue = \sum [(Base Price)(\sum Shares)]$$

9. Inflasi adalah indikator makro ekonomi yang mengukur fluktuasi pergerakan harga barang dan jasa pada periode waktu tertentu. Inflasi dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$Inflasi = \frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}} \times 100$$

Dimana: CPI = *Consumer Price Index* (Indeks harga konsumen)

10. Nilai tukar adalah nilai atau perubahan nilai mata uang domestik terhadap nilai mata uang Negara tertentu. Dalam penelitian ini, berarti nilai Rupiah (Rp) dan Ringgit (RM) per USD 1 pada periode pengamatan.

Perhitungan nomor satu sampai nomor enam diterapkan secara individual pada setiap saham di dalam sampel, baik yang tergolong ke

dalam JII maupun FBMS. Pada akhirnya, akan diperoleh 20 karakteristik keuangan (ROE, DER, EPS dan BV), *Sharpe's measure* dan volatilitas untuk saham syariah di Indonesia, dan 30 karakteristik keuangan (ROE, DER, EPS dan BV), *Sharpe's measure* dan volatilitas untuk saham syariah di Malaysia, yang merupakan data *cross sectional*.

F. Teknik Analisis Data

Sebagaimana telah dijelaskan pada bagian sebelumnya, penelitian ini terdiri dari tiga tahapan. Tahap pertama, yaitu membandingkan karakteristik keuangan, *market performance* dan volatilitas saham syariah pada JII dan FBMS. Tahap kedua adalah menguji kemungkinan nilai saham diprediksi menggunakan karakteristik keuangan yang diukur dari CR, ROE, DER dan PER. Selanjutnya tahap ketiga yaitu menguji sensitivitas saham-saham syariah di kedua negara tersebut terhadap variabel makro ekonomi yang diukur dari inflasi, nilai tukar, *composite index* dan *rate of risk free asset*. Penelitian ini ingin menjawab delapan hipotesis, dimana enam hipotesis pertama akan dijawab menggunakan teknikal analisis pada penelitian tahap pertama, satu hipotesis akan dijawab menggunakan teknikal analisis pada penelitian tahap kedua, dan satu hipotesis terakhir akan dijawab menggunakan teknikal analisis pada penelitian tahap ketiga.

1. Tahap Pertama

Untuk membandingkan karakteristik keuangan, *market performance* dan volatilitas kedua kelompok saham syariah tersebut, maka digunakan alat analisis uji beda untuk *independent sampel*. Perbandingan tersebut dilakukan dengan tahapan-tahapan sebagai berikut:

- a. Dilakukan perhitungan karakteristik keuangan (CR, ROE, DER, dan PER), *Sharpe's measure* dan volatilitas pada setiap saham dalam kedua indeks tersebut;
- b. Dilakukan uji statistik, yaitu uji beda rata-rata dua sampel independen (t-test). T-test dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2)}{s \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}}$$

Dimana:

$$s \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}} = \sqrt{\frac{(n_1 - 1) \cdot S_1^2 + (n_2 - 1) \cdot S_2^2}{n_1 + n_2 - 2}}$$

Keterangan:

\bar{X}_1 = rata-rata variabel yang diuji pada sampel pertama

(Misal rata-rata CR pada JII, Indonesia)

\bar{X}_2 = rata-rata variabel yang diuji pada sampel kedua

(Misal rata-rata CR pada FBMS, Malaysia)

n_1 = jumlah sampel pada kelompok pertama

n_2 = jumlah sampel pada kelompok kedua

S_1 dan S_2 = Standar deviasi pada kelompok pertama dan kedua.

- c. Setelah uji t dilakukan, selanjutnya dilakukan uji signifikansi dengan membandingkan hasil uji t dengan t tabel berdasarkan tingkat kepercayaan 95 % (alpha 5 %). Jika nilai -t tabel \leq t hitung \leq t tabel, maka hipotesis nol (H_0) diterima dan hipotesis alternatif (H_a) ditolak. Artinya, tidak terdapat perbedaan yang signifikan dari variabel yang diukur. Sebaliknya, jika nilai -t tabel $>$ t hitung atau t hitung $>$ t tabel, maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Ini berarti bahwa terdapat perbedaan yang signifikan. Penarikan kesimpulan juga 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.

Pengujian hipotesis menggunakan uji beda dibantu dengan menggunakan SPSS versi 14.00. Sementara pengukuran volatilitas saham menggunakan metode GARCH (1,1) dan dibantu oleh Software EVIEWS 4.0.

2. Tahap Kedua

Pada tahap kedua ini, analisis dilakukan dengan menggunakan teknik binary logistik. Binary logistik adalah salah satu bentuk peramalan dengan teknikal logit yang digunakan untuk melakukan pemodelan suatu kemungkinan kejadian dengan variabel dependen (respons) bertipe kategorikal dua pilihan. Dalam binary logistik, variabel dependen adalah variabel dengan data kualitatif (*dummy*). Nilai duga (Y) dalam binary logistik merupakan nilai peluang, yang menjelaskan peluang terjadinya variabel yang diprediksi (*variabel dependen*) berdasarkan penilaiannya pada variabel bebas. Model logit, sebagaimana yang dijelaskan Winarno (2007:6.10), adalah pengembangan model regresi yang digunakan untuk menganalisis variabel dependen dengan kemungkinan di antara 0 dan 1.

Menurut Kuncoro (2004), ada beberapa hal yang menjadi ciri binary logistik; *pertama*, Tidak memiliki asumsi normalitas atas variabel bebas yang digunakan dalam model; *kedua*, Variabel bebas bisa variabel kontinyu, diskrit, dan dikotomis; *ketiga*, Distribusi respon atas variabel terikat diharapkan nonlinear.

Penggunaan teknikal logit untuk memprediksi kinerja saham pernah dilakukan oleh Almelia dan Meliza, dimana

pengujian dilakukan terhadap probabilitas kinerja saham dengan variabel kategorik mulai 0-5, dengan pengkategorian berdasarkan skala laba sampai *delisted*. Pada tahun 2006, Almilia dan Meliza juga melakukan penelitian dengan teknikal yang sama untuk memprediksi *Financial distress* perusahaan berdasarkan laporan keuangan dengan variabel dependen kategorik berskala 0-2, dimana 0 mewakili perusahaan yang sehat, dan angka 1 dan 2 mewakili perusahaan yang mengalami *financial distress* (Almilia dan Meliza, 2006).

Dalam penelitian ini, variabel dependen kategorik yang digunakan adalah nilai saham dan variabel bebasnya adalah karakteristik keuangan, yang berupa CR, ROE, DER dan PER. Ini berarti bahwa nilai Y (nilai saham) adalah probabilitas yang mungkin terjadi atas nilai saham, yang berada pada kisaran 0-1, berdasarkan variabel bebas yang diukur dari CR, ROE, DER dan PER. Variabel dependen dalam penelitian ini bertipe kategorik dengan nilai 0 dan 1. Angka 0 mewakili saham yang *overvalued*, atau saham yang *expected return*-nya lebih kecil dari *required return*, dan angka 1 mewakili saham yang *undervalued* atau saham yang *expected return*-nya lebih besar dari *required return*-nya selama periode pengamatan.

Secara keseluruhan, prediksi kemungkinan nilai saham menggunakan variabel karakteristik keuangan yang diwakili CR, ROE, DER dan PER dengan menggunakan binary logistik dianalisis dengan tahapan-tahapan sebagai berikut:

- a. Menghitung logit dan koefisien variabel independen dengan model binary logistik sebagai berikut (Winarno, 2007:6.10):

$$L_j = \ln \left[\frac{p_i}{1-p_i} \right] = \beta_0 + \beta_{j1}X_1 + \beta_{j2}X_2 + \beta_{j3}X_3 + \beta_{j4}X_4$$

Dimana; j = Kelompok saham mulai 0 sampai 1
(jumlah kategori), yaitu:

Status 0 = Nilai intrinsik < nilai pasar

Status 1 = Nilai intrinsik > nilai pasar

P = Probabilitas nilai saham dengan nilai
intrinsik > nilai pasar

X_1 = Variabel CR

X_2 = Variabel ROE

X_3 = Variabel DER

X_4 = Variabel PER

β_0 = Konstanta

β_1, \dots, β_4 = Koefisien j untuk variabel k

b. Uji koefisien logit

Menurut Kleunbaum (2002:118), uji koefisien logit dilakukan dengan dua prosedur, yaitu:

- 1) Uji *Likelihood ratio*; Uji ini sejenis dengan uji F pada model regresi. Uji *likelihood ratio* mengikuti distribusi *chi-square* dengan *df* sebesar variabel bebas. *Likelihood ratio* dicari dengan rumus:

$$\text{Likelihood_Ratio} = -2 \ln L_1 - (-2 \ln L_2)$$

Dimana : $-2 \ln L_1$ = fungsi *likelihood* dari model yang hanya dengan intercept

$-2 \ln L_2$ = fungsi *likelihood* dari model final yang mengikutkan variabel prediktor

Uji ini juga dapat dilihat dengan menggunakan *omnibus test of model*. Apabila signifikansi lebih kecil dari 0,05, maka model signifikan.

- 2) Uji wald (*wald test*), atau dikenal juga dengan uji Z. Uji wald dapat dicari dengan rumus (Kleunbaum et. all, 2002:135):

$$Z = \frac{\beta_{g1}}{S\beta_{g1}}$$

Dimana: β_{g1} = Koefisien variabel

$S\beta_{g1}$ = Standard Error koefisien variabel

Penarikan kesimpulan 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.

3. Tahap Ketiga

Untuk menguji sensitivitas saham syariah di BEI dan KLSE terhadap variabel makro ekonomi, maka digunakan regresi linear berganda sebagai alat analisisnya, dimana variabel terikatnya adalah *return* saham, dan variabel bebasnya adalah inflasi, nilai tukar, *composite index* dan *rate of risk free assets*.

Analisis regresi ini dimaksudkan untuk mengetahui besarnya hubungan dan sensitivitas variabel terikat, dalam hal ini *return* saham syariah di BEI dan KLSE, terhadap perubahan masing-masing variabel bebas yang terdiri dari inflasi, nilai tukar, *composite index*, dan *rate of risk free assets*. Dengan asumsi nilai variabel bebas lainnya konstan, variabel terikat (*return* saham) akan meningkat atau menurun sebesar P_1 unit jika salah satu variabel bebas (misalnya inflasi) meningkat atau menurun sebesar satu unit. Hal yang sama akan terjadi jika variabel bebas lainnya meningkat atau menurun satu unit, maka variabel terikat akan meningkat atau menurun sebesar koefisien regresi variabel yang bersangkutan.

Secara keseluruhan, uji pengaruh variabel makro ekonomi terhadap *return* saham menggunakan uji regresi berganda dilakukan dengan tahapan-tahapan sebagai berikut:

a. *Uji Asumsi Klasik Persamaan Regresi*

Uji ini dilakukan untuk memperoleh persamaan regresi yang benar-benar akurat dan memenuhi konsep BLUE. Uji ini dilakukan dengan menguji normalitas data, autokorelasi, heterodaskesitas dan multikolinearitas.

- 1) Normalitas; menguji normalitas 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.
- 2) Autokorelasi; menguji korelasi antara data serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu dengan uji *Durbin Watson*. Durbin Watson dicari dengan rumus (Supranto, 2004:102:

$$d = \sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2 / \sum_{t=1}^n e_t^2$$

Pengambilan keputusan dilakukan dengan membandingkan nilai DW dengan dU dan dL yang bisa dilihat di tabel *Durbin Watson*. Apabila $dU < DW < (4 - dU)$, maka tidak terjadi autokorelasi. Apabila $DW < dL$, maka terjadi autokorelasi

positif, apabila $DW > (4 - dU)$, maka terjadi autokorelasi negatif, dan apabila $dL < DW < dU$ atau $(4 - dU) < DW < (4 - dL)$, maka tidak ada keputusan tentang autokorelasi.

- 3) Heteroskedastisitas; menguji homoskedastisitas gangguan (*disturbance*) yang muncul dalam regresi, yaitu semua gangguan tadi mempunyai varian yang sama. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan Uji Glejser yang dilakukan dengan cara meregresikan nilai absolut residuals yang diperoleh yaitu e_i dengan variabel X_i . Pengambilan keputusan dilakukan dengan membandingkani 0,05, heteroskedastisitas tidak terjadi, dan sebaliknya.
- 4) Multikolinearitas; menguji adanya hubungan linier yang sempurna atau pasti diantara beberapa atau semua variabel yang menjelaskan dari regresi. Metode yang digunakan untuk mendeteksi multikolinearitas dalam penelitian ini adalah *tolerance and variance inflation factor* (VIF). *Rule of thumb* yang digunakan sebagai pedoman adalah jika VIF lebih besar dari 5, maka terjadi multikolinearitas.

b. *Menghitung koefisien regresi*

Perhitungan koefisien regresi dilakukan pada kedua indeks syariah di Indonesia dan Malaysia (JII dan FBMS) dengan model regresi sebagai berikut:

$$Return_i = \alpha + \beta_1 Inf_i + \beta_2 NT_i + \beta_3 CI_i + \beta_4 RFA_i + \varepsilon_i$$

Dimana: α = Intercept

β_1 = koefisien variabel Inflasi (Inf)

β_2 = koefisien variabel Nilai tukar (NT)

β_3 = koefisien variabel *Composite Index* (CI)

β_4 = koefisien variabel *Rate of Risk Free Assets* (RFA)

ε = faktor pengganggu yang nilainya kecil

i = saham I (JII atau FBMS)

c. *Uji Kecukupan Model*

Uji kecukupan model juga merupakan uji koefisien determinasi, dan dikenal juga dengan uji F. Dalam uji ini, dipergunakan hipotesis sebagai berikut :

H_0 : $P_1 = P_2 = P_3 = 0$, artinya semua variabel bebas secara simultan tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

H_a : H_0 tidak benar, artinya tidak semua variabel bebas secara simultan tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Pengujian dilakukan dengan membandingkan F-hitung dengan F-tabel. Jika F-hitung lebih besar dari F-tabel, maka H_0 ditolak dan berarti pada tingkat kepercayaan tertentu (dalam penelitian ini digunakan tingkat kepercayaan dengan $N = 0,05$) variabel

bebas secara simultan mempunyai pengaruh yang nyata terhadap *market performance*. Adapun F-hitung dapat dicari dengan rumus :

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)}$$

Dimana: R^2 = koefisien determinasi

n = jumlah variabel bebas

k = jumlah sampel

d. *Uji Koefisien regresi (t-test)*

Uji koefisien regresi (uji t) mengasumsikan bahwa pada saat dilakukan pengujian suatu variabel bebas, tidak terjadi perubahan pada variabel bebas lainnya. Di dalam uji t digunakan hipotesis sebagai berikut :

$H_0 : \beta_i = 0$, artinya variabel ke-i berpengaruh terhadap *return* saham.

$H_a : \beta_i \neq 0$, artinya variabel ke-i tidak berpengaruh terhadap *return* saham

Di mana H_0 menunjukkan hipotesis nol, sedangkan H_a menunjukkan hipotesis alternatif; β_i menunjukkan koefisien variabel bebas ke-i. Di dalam hipotesis nol, besarnya koefisien regresi dinyatakan nol yang berarti tidak ada hubungan yang signifikan antara variabel bebas ke-i dengan variabel terikatnya.

Bilangan t atau disebut t -hitung dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$t_{hitung} = \frac{\beta_i}{Se_{\beta_i}}$$

Dimana: β_i = koefisien regresi variabel bebas ke- i

Se_{β_i} = standard variabel bebas ke i

Jika t -hitung lebih besar dari $t_{\alpha/2}$ atau t -hitung lebih kecil dari $-t_{\alpha/2}$, maka pada tingkat kepercayaan tertentu (N)—dalam penelitian ini tingkat kepercayaan yang digunakan adalah 0,09 atau sama dengan alpha 0,05%— H_0 ditolak, yang berarti variabel bebas yang diuji mempunyai pengaruh nyata terhadap variabel terikat.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

A. Paparan Data

Dengan membandingkan karakteristik sampel pada tabel 4.1 dan 4.2, terlihat bahwa dengan jumlah sampel yang lebih sedikit, saham-saham syariah di Indonesia menguasai 38,38% kapitalisasi pasar di Bursa pada tahun 2007. Sementara di Malaysia, pada tahun yang sama penguasaan kapitalisasi pasar oleh saham-saham syariah yang dijadikan sampel hanya sebesar 20,50% dari total kapitalisasi pasar di Bursa.

Perbedaan kapitalisasi tersebut kemungkinan disebabkan karena perbandingan total emisi antara Bursa Efek Indonesia dengan Bursa Malaysia yang memiliki selisih cukup jauh sehingga kapitalisasi saham di Malaysia lebih merata dan tidak dikuasai oleh saham-saham tertentu saja. Pada November 2007, Berdasarkan Laporan Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), emisi saham di Bursa Efek Indonesia hanya sebesar 388 saham, sedangkan pada saat yang sama laporan *Securities Commission Malaysia (SCM)* mencatat emisi saham di Bursa Malaysia sudah mencapai 991 saham.

Saham dengan kapitalisasi tertinggi di Bursa Efek Indonesia adalah saham PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk (TLKM), dengan

penguasaan kapitalisasi sekitar 10,29% dari total. Sementara di Bursa Malaysia saham dengan kapitalisasi tertinggi adalah Sime Darby Bhd (SIME) dengan penguasaan kapitalisasi sekitar 5,43% dari total.

Tabel 4.1
Karakteristik Sampel Saham-Saham Syariah di Indonesia

No	Code	Company	Listing Date	Market Cap. (Mil Rp) (Dec 07)	% of Total IDX
1	ADHI	Adhi Karya Tbk	18 Maret 2004	2,449,795	0.12%
2	ASII	Astra International Tbk	04 April 1990	110,520,100	5.56%
3	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	26 Maret 1990	11,021,378	0.55%
4	BNBR	Bakrie \$ Brothers Tbk	28 Agustus 1989	7,821,381	0.39%
5	BUMI	Bumi Resources Tbk	30 Juli 1990	116,424,000	5.86%
6	GJTL	Gajah Tunggal Tbk	08 Mei 1990	1,552,320	0.08%
7	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	14 Juli 2004	24,318,787	1.22%
8	INKP	Indah Kiat Pulp Tbk	16 Juli 1990	4,595,626	0.23%
9	INTP	Indocement Tunggak Prakasa Tbk	05 Desember 1989	30,186,100	1.52%
10	ISAT	Indosat Tbk	19 Oktober 1994	47,003,525	2.36%
11	KLBF	Kalbe Farma Tbk	30 Juli 1991	1 2,796,578	0.64%
12	LSIP	PP London Sumatera Tbk	05 Juli 1996	1 4,532,700	0.73%
13	MEDC	Medco Energi Tbk	12 Oktober 1994	17,162,125	0.86%
14	PGAS	Perusahaan Gas Negara	15 Desember 2003	69,687,247	3.50%
15	PTBA	Tambang Batu Bara Bukit Asam Tbk	23 Desember 2002	27,649,582	1.39%
16	SMCB	Holcim Indonesia Tbk	10 Agustus 1977	13,410,075	0.67%
17	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	14 November 1995	204,623,993	10.29%
18	UNSP	Bakrie Sumatra Plantations Tbk	06 Maret 1990	8,617,416	0.43%
19	UNTR	United Tractor Tbk	19 September 1989	31,082,539	1.56%
20	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	11 Januari 1982	51,502,500	2.59%
Total of 20 Stocks				763,189,692	38.38%
IDX Total				1,988,326,205	100%

Sumber: Diolah dari data sekunder (*Market Highlighth* Emiten dan JSX Statistics 2007)

Tabel 4.2
Karakteristik Sampel Saham-Saham Syariah di Malaysia

No	Name Code	Stock Code	Company	Listing Date	Market Cap. (RM'000) (Dec 07)	% of Total KLSE
1	BERNAS	6866	Padi Beras Nasional Bhd	25 Aug 1997	975,965	0.09%
2	DBHD	3484	Damansara Reality Bhd	06 Sept 1973	290,402	0.03%
3	DIGI	6947	Digi.Com Bhd	18 Dec 1997	15,866,764	1.44%
4	DIJACOR	5401	Dijaya Corporation Bhd	18 Aug 1992	327,445	0.03%
5	KFC	3492	KFC Holdings Bhd	11 Nov 1988	1,259,807	0.11%
6	KHSB	6246	Kumpulan Hartanah Selangor Bhd	22 Jul 2003	328,906	0.03%
7	KUB	6874	Kub Malaysia Bhd	18 Aug 1997	407,442	0.04%
8	LKT	9822	LKT Industrial Bhd	12 Jun 1995	199,542	0.02%
9	MMC	2194	MMC Corporation Bhd	12 Jul 1977	20,766,594	1.89%
10	MRCB	1651	Malaysian Resources Bhd	22 March 1971	2,100,205	0.19%
11	NCB	5509	NCB Holdings Bhd	23 Nov 1992	1,382,135	0.13%
12	NESTLE	4707	Nestle Malaysia Bhd	13 Dec 1989	5,795,718	0.53%
13	NPC	5047	NPC Holdings Bhd	07 Mei 2002	249,219	0.02%
14	ORIENT	4006	Oriental Holdings Bhd	10 March 1964	3,031,816	0.28%
15	PETDAG	5681	Petronas Dagangan Bhd	08 March 1994	7,593,430	0.69%
16	PETRA	7108	Petra Perdana Bhd	16 Aug 2000	1,258,748	0.11%
17	PLUS	5052	Plus Expressways Bhd	17 Jul 2002	15,660,033	1.42%
18	POSHLDG	4634	Pos Malaysia Bhd	25 April 1961	1,950,765	0.18%
19	PPB	4065	PPB Group Bhd	30 March 1972	9,656,671	0.88%
20	SCOMI	7158	Scomi Group Bhd	13 May 2003	1,381,332	0.13%
21	SHELL	4324	Shell Refining Co Bhd	29 Oct 1962	3,267,291	0.30%
22	SIME	4197	Sime Darby Bhd	28 Dec 1979	59,763,372	5.43%
23	SUNRISE	6165	Sunrise Bhd	06 Feb 1996	1,375,776	0.13%
24	TAANN	5012	Ta Ann Holdings Bhd	23 Nov 1999	1,877,161	0.17%
25	TM	4863	Telekom Malaysia Bhd	07 Nov 1990	37,471,171	3.41%
26	TRC	5054	TRC Sinergy Bhd	06 Aug 2002	297,349	0.03%
27	UEMWRLD	1775	UEM World Bhd	27 Jan 1984	5,177,752	0.47%

No	Name Code	Stock Code	Company	Listing Date	Market Cap. (RM'000) (Dec 07)	% of Total KLSE
28	UMLAND	4561	United Malayan Land Bhd	30 Jun 1969	533,627	0.05%
29	YTL	4677	YTL Corporation Bhd	03 April 1985	12,541,138	1.14%
30	YTLPOWR	6742	YTL Power International Bhd	23 May 1997	12,828,751	1.17%
Total of 30 Stocks					225,616,329	20.50%
KLSE Total					1,100,333,475	100%

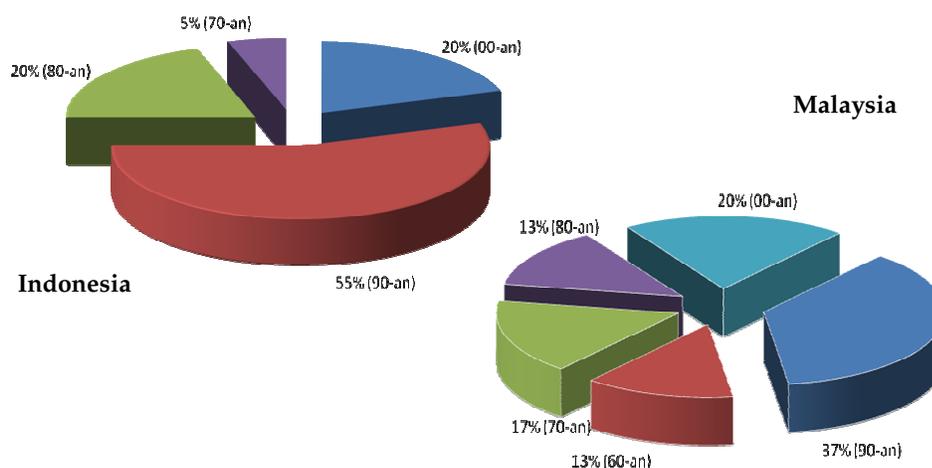
Sumber: Diolah dari data sekunder (*Equities Listed on KLSE dan Domestic Market Capitalization of WFE 2007-2008*)

Menurut Bodie, dkk. (2005:223), tingginya kapitalisasi pasar mencerminkan tingginya konsensus pasar atas imbal hasil harapan dari saham. Itu artinya, lebih tingginya kapitalisasi pasar saham syariah di Indonesia dibandingkan di Malaysia mencerminkan lebih tingginya ekspektasi investor atas *return* saham syariah di Indonesia. Di Indonesia, saham TLKM berarti adalah saham yang mendapatkan konsensus tertinggi, sedangkan di Malaysia yang mendapatkan konsensus tertinggi adalah saham SIME. Jika pada kenyataannya, kapitalisasi yang tinggi tersebut kemudian tidak berhubungan searah dengan *performance* sahamnya, maka itu berarti masih terdapat investor yang tidak sepakat dengan konsensus tersebut.

Grafik 4.1 menyajikan perbandingan periode IPO (*Initial Public Offering*) saham syariah di Indonesia dan Malaysia yang dijadikan sampel. Dari grafik terlihat, secara umum saham-saham syariah di Malaysia lebih dahulu melakukan IPO dibandingkan saham-saham

syariah di Indonesia. Itu artinya saham-saham syariah di Malaysia diperdagangkan di pasar modal lebih awal dibandingkan saham-saham syariah di Indonesia.

Grafik 4.1
Perbandingan Periode Listing Perusahaan Sampel
di Indonesia dan Malaysia



Sumber: Pengolahan Data (Tabel 4.1 dan 4.2)

B. Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

1. Uji Beda Karakteristik Keuangan

Untuk menguji perbedaan karakteristik keuangan antara saham syariah di Indonesia dan Malaysia, maka terlebih dahulu diuji normalitas data dari *current ratio (CR)*, *return on equity (ROE)*, *debt to equity ratio (DER)*, *price earning ratio (PER)* (data pada lampiran 1-4). Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji *one sample kolmogorov-smirnov*. Apabila signifikansi (Asymp.Sig) lebih kecil dari 0,05, maka data tidak menyebar normal, dan pengujian

independent sample test harus menggunakan uji nonparametrik. Sebaliknya, apabila signifikansi lebih besar dari 0,05, maka data menyebar normal dan pengujian menggunakan uji parametrik.

Tabel 4.3
Pengujian Normalitas Data Karakteristik Keuangan

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	CR	ROE	DER	PER	
N	50	50	50	50	
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	2,5749	,1723	1,4088	18,8904
	Std. Deviation	4,81558	,19581	1,26869	32,34000
Most Extreme Differences	Absolute	,337	,168	,146	,258
	Positive	,331	,168	,146	,241
	Negative	-,337	-,146	-,139	-,258
Kolmogorov-Smirnov Z	2,380	1,186	1,035	1,824	
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000	,120	,235	,003	

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS

Dari tabel di atas, terlihat hanya CR dan PER yang memiliki signifikansi lebih kecil dari 0,05. Karena itu, pengujian dua variabel tersebut diuji menggunakan uji nonparametrik, sedangkan dua variabel lainnya diuji menggunakan uji parametrik.

a. Current Ratio (CR)

Pengambilan keputusan dari pengujian ini dilakukan dengan membandingkan signifikansi dengan taraf nyata 5% (0,05). Apabila signifikansi lebih kecil dari 0,05, maka H_0 ditolak, yang berarti bahwa ada perbedaan secara statistik antara rata-rata CR saham syariah di Indonesia dan Malaysia.

Sebaliknya, apabila signifikansi lebih besar dari 0,05, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, yang berarti tidak ada perbedaan yang signifikan.

Tabel 4.4
Hasil Pengujian Nonparametrik *Current Ratio*

Test Statistics(a)		CR
Mean Rank	Malaysia	28.2
	Indonesia	21.45
Mann-Whitney U		219
Wilcoxon W		429
Z		-1.604
Asymp. Sig. (2-tailed)		0.109

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

Dari hasil pengujian terlihat, meskipun ranking rata-rata CR saham syariah di Malaysia lebih tinggi dibandingkan di Indonesia, namun secara statistik perbedaan tersebut tidak signifikan karena signifikansi (0,109) lebih besar dari 0,05.

b. *Return on Equity Ratio (ROE)*

Pengambilan keputusan uji ini juga dilakukan seperti *rule* yang dilakukan pada uji nonparametrik sebelumnya. Keputusan menolak H_0 dilakukan apabila signifikansi lebih kecil dari 0,05, sebaliknya keputusan menerima H_0 dilakukan apabila signifikansi lebih besar dari 0,05. Namun terlebih dahulu harus dilihat hasil uji variannya melalui *levene's test for*

equal variances. Jika Signifikansinya (kolom ketiga) *levene's test* lebih besar dari 0,05, maka variannya diasumsikan sama, dan jika lebih kecil dari 0,05, maka variannya diasumsikan berbeda. Dalam pengambilan keputusan *t-test*, jika varian sama, maka signifikansi yang diambil adalah pada baris pertama (*equal variances assumed*), dan jika varian berbeda, maka signifikansi *t-test* adalah pada baris kedua (*equal variances not assumed*).

Tabel 4.5
Hasil Pengujian Parametrik *Return on Equity Ratio*

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				N	Mean
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference		
ROE Equal variances assumed	0.009	0.924	-1.476	48	0.146	-0.0825	30	0.1393
Equal variances not assumed			-1.472	40.478	0.149	-0.0825	20	0.2218

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

Dari hasil pengujian terbukti bahwa rata-rata ROE saham syariah di Indonesia dan Malaysia tidak berbeda secara nyata. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi (0,146) yang lebih besar dari 0,05. Meskipun tidak berbeda nyata, secara deskriptif rata-rata ROE saham syariah di Indonesia tampak lebih tinggi dibandingkan saham syariah di Malaysia ($0,2218 > 0,1393$).

c. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Pengambilan keputusan dilakukan seperti pada uji ROE sebelumnya. Dari tabel terlihat bahwa nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 namun lebih kecil dari 0,10, yaitu sebesar 0,055 ($0,05 < 0,055 < 0,10$). Ini berarti bahwa dengan asumsi varian yang berbeda, rata-rata DER saham syariah di Indonesia dan Malaysia berbeda pada taraf nyata 10%. Rata-rata DER saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan di Malaysia ($1,8945 > 1,085$).

Tabel 4.6
Hasil Pengujian Parametrik *Debt to Equity Ratio*

Independent Samples Test

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				N	Mean	
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference			
DER	Equal variances assumed	4.702	0.035	-2.306	48	0.025	-0.80953	30	1.085
	Equal variances not assumed			-2.015	24.335	0.055	-0.80953	20	1.8945

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

d. *Price Earning Ratio (PER)*

Pengambilan keputusan pada uji ini dilakukan seperti pada pengujian CR. Dari tabel terlihat bahwa rata-rata PER saham syariah di Indonesia dan Malaysia tidak berbeda secara signifikan pada taraf nyata 5%, akan tetapi berbeda signifikan pada taraf nyata 10%. Ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi

yang lebih besar dari 0,05, dan lebih kecil dari 0,10 ($0,05 < 0,092 < 0,10$). Secara deskriptif, rata-rata PER saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan di Malaysia ($29,75 > 22,67$).

Tabel 4.7
Hasil Pengujian Nonparametrik *Price Earning Ratio*

Test Statistics(a)		PER
Mean Rank	Malaysia	22.67
	Indonesia	29.75
Mann-Whitney U		215
Wilcoxon W		680
Z		-1.683
Asymp. Sig. (2-tailed)		0.092

a Grouping Variable: Kategori

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

2. Uji Beda *Market Performance*

Market performance dalam penelitian ini diukur menggunakan *sharpe's measure*. Sementara *sharpe's measure* tiap-tiap saham didapatkan melalui tahapan perhitungan sebagaimana yang akan diuraikan di bawah ini. Tahapan perhitungan dilakukan dengan ilustrasi contoh saham PT. Adhi Karya Tbk (ADHI).

a. *Return Saham (R_t)*

Return saham dalam penelitian ini adalah *return* saham harian yang diperoleh dari tingkat perubahan harga saham hari ke-t dengan t-1. Berikut ini adalah contoh perhitungan *return*

saham dengan menggunakan penggalan data harga saham PT. Adhi Karya Tbk.

Tabel 4.8
Harga Saham PT. Adhi Karya Tbk 2-15 Januari 2007

Adhi Karya (ADHI)					
No	Tanggal	Harga	No	Tanggal	Harga
1	02-Jan-07	810	6	09-Jan-07	790
2	03-Jan-07	820	7	10-Jan-07	760
3	04-Jan-07	810	8	11-Jan-07	710
4	05-Jan-07	820	9	12-Jan-07	690
5	08-Jan-07	820	10	15-Jan-07	720

Sumber: Pengolahan data

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = R_{ADHI\ 03-Jan} = \frac{820 - 810}{810} = 0,01235$$

Dengan cara yang sama, dihitung *return* pada hari lainnya untuk tiap-tiap saham, sehingga diperoleh *return* harian tiap-tiap saham secara lengkap selama periode pengamatan. *Return* pasar (R_m) juga dihitung dengan cara yang sama. Data terdapat dalam lampiran CD.

b. Expected Return ($E\{R_i\}$)

Expected return diperoleh menggunakan rata-rata geometrik, dengan rumus $E(R_i) = [(1 + R_1)(1 + R_2) \dots (1 + R_n)]^{1/n} - 1$. Periode pengamatan dalam penelitian ini, yaitu mulai 1 Januari 2007-31 Maret 2008, menghasilkan hari aktif perdagangan

sebanyak 296 hari untuk Indonesia, dan 299 hari untuk Malaysia. Jadi, nilai *expected return* -1,3% dalam perhitungan pada tabel 4.9 bukanlah *expected return* saham ADHI yang sebenarnya karena hanya terdiri dari 10 hari periode pengamatan.

Tabel 4.9
Expected Return Saham PT. Adhi Karya Tbk
(02-15 Januari 2007)

Adhi Karya (ADHI)					
No	Tanggal	Return	No	Tanggal	Return
1	02-Jan-07		6	09-Jan-07	-0,037
2	03-Jan-07	0,0123	7	10-Jan-07	-0,038
3	04-Jan-07	-0,0122	8	11-Jan-07	-0,066
4	05-Jan-07	0,0123	9	12-Jan-07	-0,028
5	08-Jan-07	0,0000	10	15-Jan-07	0,043
$(1+R_1)(1+R_2)\dots(1+R_n)$					0,889
$[(1+R_1)(1+R_2)\dots(1+R_n)]^{1/n}$				0,889 ^{1/9}	0,987
$[(1+R_1)(1+R_2)\dots(1+R_n)]^{1/n}-1$				0,987-1	-0,013
Exp. Return ADHI selama 10 hari pengamatan					-1,3%

Sumber: Pengolahan data

Dengan cara yang sama, dihitung *expected return* untuk saham lainnya. Data *expected return* keseluruhan saham tersaji pada lampiran 5 dan 6.

c. *Return of Risk free Asset (RFA)*

Return of risk free asset juga dihitung menggunakan rata-rata geometrik. *Return of risk free asset* untuk Indonesia menggunakan tingkat suku bunga tiga bulanan SBI, sementara

untuk Malaysia menggunakan tingkat bunga tiga bulanan *treasury bills*. Sebagai contoh perhitungan, digunakan data tingkat suku bunga tiga bulanan SBI. Tabel 4.10 menyajikan hasil perhitungan rata-rata tingkat bunga harian SBI.

Tabel 4.10
Rata-Rata Tingkat Bunga Harian SBI 3 bulanan
(Januari 07-Maret 08)

No	Bulan	Rate/Year	Rate/Day	Decimal	Relative rate
1	Jan-07	9,50	0,02603	0,00026	1,00026
2	Feb-07	8,13	0,02227	0,00022	1,00022
3	Mar-07	8,13	0,02227	0,00022	1,00022
4	Apr-07	8,13	0,02227	0,00022	1,00022
5	May-07	7,92	0,02170	0,00022	1,00022
6	Jun-07	7,83	0,02145	0,00021	1,00021
7	Jul-07	7,83	0,02145	0,00021	1,00021
8	Aug-07	7,83	0,02145	0,00021	1,00021
9	Sep-07	7,83	0,02145	0,00021	1,00021
10	Oct-07	7,83	0,02145	0,00021	1,00021
11	Nov-07	7,83	0,02145	0,00021	1,00021
12	Dec-07	7,83	0,02145	0,00021	1,00021
13	Jan-08	7,83	0,02145	0,00021	1,00021
14	Feb-08	8,01	0,02195	0,00022	1,00022
15	Mar-08	8,03	0,02200	0,00022	1,00022
$(1+R_1)(1+R_2)\dots(1+R_n)$					1,0033
$[(1+R_1)(1+R_2)\dots(1+R_n)]^{1/n}$			1,0033 ¹⁵	1,00022	
$[(1+R_1)(1+R_2)\dots(1+R_n)]^{1/n}-1$			1,00022-1	0,00022	
Rata-Rata <i>Return</i> SBI per Hari					0,022%

Sumber: Pengolahan data

Dengan cara yang sama seperti pada tabel, dihitung rata-rata tingkat bunga harian *treasury bills* untuk Malaysia selama periode pengamatan, yaitu mulai 1 Januari 2007-31 Maret 2008. Hasil perhitungannya (data pada lampiran CD) menunjukkan

rata-rata tingkat bunga harian sebesar 0,009%, lebih rendah dibandingkan tingkat bunga harian SBI.

d. *Excess Return (E{R_i}-RRFA)*

Excess return merupakan selisih dari *expected return* terhadap *return of risk free asset*. Dengan menggunakan hasil dari perhitungan sebelumnya, maka *excess return* untuk saham ADHI selama periode pengamatan adalah sebagai berikut:

$$Excess_R = Expect_R - RRFA \rightarrow -0,00013 - 0,00022 = -0,00035$$

Expected return sebesar -0,00013 adalah *expected return* sebenarnya saham ADHI selama periode pengamatan, yaitu 1 Januari 2007-31 maret 2008 atau setara dengan 296 hari perdagangan. Nilai tersebut digunakan untuk menyesuaikan dengan nilai *RRFA* yang merupakan hasil perhitungan dari keseluruhan pengamatan. *Excess return* saham-saham lainnya juga dihitung dengan cara yang sama (data tersaji pada lampiran 5 dan 6).

e. *Standar Deviasi Return (σ R_i)*

Hasil perhitungan keseluruhan terhadap standar deviasi saham tersaji dalam lampiran 5 dan 6. Sebagai ilustrasi perhitungan, akan dipergunakan data *return* saham ADHI

dalam 10 hari pengamatan. Selanjutnya standar deviasi masing-masing saham juga dihitung dengan cara yang sama.

Tabel 4.11
Standar Deviasi *Return* PT. Adhi Karya Tbk
03-15 Januari 2007

No	Tanggal	<i>Return</i>	(Ri-Rri)	(Ri-Rri) ²
1	03-Jan-07	0,012	0,025	0,001
2	04-Jan-07	-0,012	0,001	0,000
3	05-Jan-07	0,012	0,025	0,001
4	08-Jan-07	0,000	0,013	0,000
5	09-Jan-07	-0,037	-0,024	0,001
6	10-Jan-07	-0,038	-0,025	0,001
7	11-Jan-07	-0,066	-0,053	0,003
8	12-Jan-07	-0,028	-0,015	0,000
9	15-Jan-07	0,043	0,056	0,003
Jumlah				0,009
Rata-rata <i>return</i> (RRi)				-0,013
n-1		9 - 1		8
Standard deviasi		$\sqrt{0,009 / 8}$		0,033

Sumber: Pengolahan data

f. *Sharpe's Measure*

Dari perhitungan-perhitungan di atas, kemudian dapat diketahui *sharpe's measure* dengan cara membagikan *excess return* dengan standar deviasi. Berikut ini adalah *sharpe's measure* saham ADHI selama periode pengamatan dengan menggunakan standar deviasi *return* yang sebenarnya, yaitu selama 296 hari.

$$\text{Sharpe's measure} = \text{Excess return} / \text{Standar Deviasi}$$

$$\text{Sharpe's measure} = -0,00035 / 0,02957 \rightarrow -0,01179$$

Untuk selanjutnya *sharpe's measure* tiap-tiap saham juga dihitung dengan cara yang sama. Data standar deviasi seluruh saham dapat dilihat dalam lampiran 5 dan 6.

g. Uji Beda Sharpe's Measure

Dalam tabel 4.14 terlihat bahwa tidak hanya *sharpe's measure* yang diuji perbedaannya, tetapi juga variabel lainnya seperti *excess return* dan standar deviasi. Pengikutsertaan variabel-variabel lain tersebut semata-mata hanya untuk kepentingan melengkapi analisis yang akan dilakukan terhadap *sharpe's measure*. Tabel 4.12 menunjukkan bahwa data *sharpe's measure* menyebar normal karena signifikansi lebih besar dari taraf nyata 5% ($0,769 > 0,05$). Karena itu, uji beda yang digunakan adalah uji beda menggunakan uji parametrik.

Tabel 4.12
Hasil Pengujian Normalitas Sharpe's Measure

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	Expected Return	Standard Deviasi	Beta Saham	Exsess Return	CAPM	Sharpe's Measure	
N	50	50	50	50	50	50	
Normal Parameters ^a	Mean	.0007	.0302	.5535	.0005	.0003	.0156
	Std. Deviation	.0015	.0130	.6914	.0015	.0010	.0456
Most Extreme Differences	Absolute	.133	.141	.233	.121	.270	.094
	Positive	.133	.141	.233	.121	.150	.094
	Negative	-.112	-.105	-.138	-.109	-.270	-.093
Kolmogorov-Smirnov Z	.942	.998	1.649	.856	1.912	.664	
Asymp. Sig. (2-tailed)	.337	.272	.009	.456	.001	.769	

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS

Tabel 4.13
Deskripsi Statistik *Sharpe's Measure*

Group Statistics					
	Negara	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Expected Return	Malaysia	30	.00040	.00126	.00023
	Indonesia	20	.00104	.00175	.00039
Standard Deviasi	Malaysia	30	.03037	.01642	.00300
	Indonesia	20	.02998	.00512	.00114
Beta Saham	Malaysia	30	.20763	.68122	.12437
	Indonesia	20	1.07234	.22832	.05105
Exsess Return	Malaysia	30	.00031	.00126	.00023
	Indonesia	20	.00082	.00175	.00039
CAPM	Malaysia	30	-.00021	.00101	.00018
	Indonesia	20	.00103	.00017	.00004
Sharpe's Measure	Malaysia	30	.01169	.04104	.00749
	Indonesia	20	.02146	.05220	.01167

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS

Tabel 4.14
Hasil Pengujian Parametrik *Sharpe's Measure*
Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means			
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
Expected Return	Equal variances assumed	1.881	0.177	-1.503	48	0.139	-0.001
	Equal variances not assumed			-1.407	31.797	0.169	-0.001
Standard Deviasi	Equal variances assumed	10.555	0.002	0.101	48	0.920	0
	Equal variances not assumed			0.119	36.869	0.906	0
Exsess Return	Equal variances assumed	1.875	0.177	-1.201	48	0.236	-0.001
	Equal variances not assumed			-1.125	31.793	0.269	-0.001
Sharpe's Measure	Equal variances assumed	1.372	0.247	-0.739	48	0.463	-0.01
	Equal variances not assumed			-0.704	34.093	0.486	-0.01

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

Tabel 4.13 menyajikan deskripsi statistik dari *sharpe's measure* dan lima variabel lainnya. Dari tabel terlihat bahwa rata-rata *sharpe's measure* saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan saham syariah di Malaysia. Akan tetapi setelah diuji statistik dalam tabel 4.14, terbukti bahwa perbedaan tersebut tidak signifikan. Ini ditunjukkan dari nilai

signifikansi (0,463) yang lebih besar dari 0,05, yang berarti menerima H_0 . Itu artinya tidak ada perbedaan *sharpe's measure* antara saham syariah di Indonesia dan Malaysia.

3. Uji Beda Volatilitas

Volatilitas saham dalam penelitian ini diukur menggunakan model GARCH (1,1). Tabel 4.15 dan 4.16 menyajikan hasil perhitungan ARCH (1,1) dan GARCH (1,1) saham syariah di Indonesia dan Malaysia menggunakan Eview 4.0.

Tabel 4.15
ARCH (1,1) dan GARCH (1,1) Saham Syariah di Indonesia

No	Emiten	ARCH (1,1)	Prob.	GARCH (1,1)	Prob.	R ²
1	ADHI	0.869	0.338	-0.265	0.370	-1.048
2	ASII	1.219	0.106	-0.553	0.302	-0.575
3	BLTA	0.997	0.454	-0.309	0.566	-0.634
4	BNBR	1.209	0.899	-0.492	0.959	-21.726
5	BUMI	1.786	0.000	-0.915	0.000	-0.337
6	GJTL	1.091	0.896	-0.754	0.921	-75.925
7	INDF	0.894	0.000	-0.621	0.025	-0.576
8	INKP	0.801	0.009	-0.541	0.128	-3.045
9	INTP	1.069	0.535	-0.379	0.098	-0.628
10	ISAT	0.831	0.130	-0.347	0.269	-0.644
11	KLBF	0.943	0.495	-0.269	0.598	-0.649
12	LSIP	0.917	0.001	-0.603	0.027	-0.548
13	MEDC	0.868	0.175	-0.341	0.429	-0.639
14	PGAS	0.917	0.068	-0.433	0.221	-0.614
15	PTBA	1.610	0.000	-0.935	0.000	-0.425
16	SMCB	0.787	0.335	0.119	0.359	-1.660
17	TLKM	0.688	0.015	-0.349	0.082	-0.656
18	UNSP	1.008	0.000	-0.695	0.010	-0.511
19	UNTR	0.996	0.099	-0.466	0.273	-0.574
20	UNVR	1.057	0.528	-0.299	0.630	-0.650

Sumber: Output pengolahan data melalui Eview (diolah)

Tabel 4.16
ARCH (1,1) dan GARCH (1,1) Saham Syariah di Malaysia

No	Emiten	ARCH (1,1)	Prob.	GARCH (1,1)	Prob.	R ²
1	BERNAS	-0.016	0.999	0.518	0.999	-445.962
2	DBHD	0.768	0.798	0.226	0.937	-13.319
3	DIGI	0.888	0.986	0.054	0.999	-50.046
4	DIJACOR	0.744	0.955	0.174	0.991	-30.095
5	KFC	0.938	0.988	0.040	1.000	-191.868
6	KHSB	1.036	0.662	-0.027	0.991	-6.728
7	LKT	0.838	0.968	0.147	0.994	-32.218
8	MRCB	0.627	0.933	0.324	0.966	-19.712
9	MMC	0.901	0.850	0.096	0.979	-14.582
10	NCB	-0.009	0.997	0.522	0.975	-309.970
11	NESTLE	0.305	0.994	0.141	0.999	-647.957
12	NPC	0.629	0.975	0.233	0.992	-38.589
13	ORIENT	0.579	0.983	0.287	0.993	-59.624
14	PETDAG	0.759	0.984	0.220	0.995	-40.479
15	PETRA	1.617	0.911	-0.591	0.962	-23.278
16	PLUS	-0.016	0.998	0.518	0.991	-475.478
17	POSHLDG	1.262	0.796	-0.261	0.894	-11.633
18	PPB	1.593	0.862	-0.774	0.908	-19.516
19	SCOMI	0.537	0.959	0.326	0.981	-32.410
20	SHELL	-0.030	0.999	0.504	0.999	-792.954
21	SIME	0.566	0.978	0.164	0.996	-51.347
22	SUNRISE	0.872	0.970	0.089	0.997	-23.271
23	TAANN	0.885	0.980	0.019	1.000	-19.533
24	TM	0.098	0.995	0.411	0.997	-286.859
25	TRC	0.570	0.956	0.362	0.975	-50.267
26	UMLAND	1.536	0.765	-0.564	0.877	-19.910
27	YTL	0.893	0.973	0.029	0.999	-241.605
28	YTLPOWR	0.581	0.991	0.218	0.998	-324.333
29	UEMWRLD	0.936	0.933	0.063	0.996	-35.171
30	KUB	1.152	0.882	-0.199	0.982	-14.058

Sumber: Output pengolahan data melalui Eview (diolah)

Dari tabel 4.15, terlihat bahwa di antara 20 saham yang dijadikan sampel di Indonesia, masih terdapat 6 saham yang harga sahamnya masih bisa diprediksi dari pola-pola harga yang terbentuk pada periode sebelumnya. Dalam arti yang lain, volatilitas harga dari keenam saham tersebut masih dipengaruhi

oleh harga-harga pada periode $-t$. Keenam saham tersebut adalah saham dengan kode bercetak tebal, dimana probabilitas GARCH-nya lebih kecil dari 0,05.

Tabel 4.16 menyajikan ARCH (1,1) dan GARCH (1,1) saham syariah di Malaysia. Dari keseluruhan saham yang dijadikan sampel terlihat bahwa tidak ada probabilitas ARCH (1,1) maupun GARCH (1,1) yang nilainya lebih kecil dari 0,05. Itu artinya harga saham syariah di Malaysia tidak bisa diprediksikan dengan melihat pola-pola pergerakan harga di masa lalu, atau dengan kata yang lain data harga saham bersifat acak. Kalau dikaitkan dengan teori efisiensi pasar bentuk lemah yang dipopulerkan Fama (1970), hasil pengujian ini menjelaskan bahwa struktur pasar modal syariah di Malaysia mempunyai kadar efisiensi bentuk lemah yang lebih tinggi dibandingkan Indonesia.

Tabel 4.17
Uji Normalitas ARCH (1,1) dan GARCH (1,1)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			ARCH (1,1)	GARCH (1,1)
N			50	50
Normal Parameters	a,b	Mean	,8519	-,1236
		Std. Deviation	,41207	,40899
Most Extreme Differences		Absolute	,117	,136
		Positive	,101	,092
		Negative	-,117	-,136
Kolmogorov-Smirnov Z		,825	,964	
Asymp. Sig. (2-tailed)		,504	,311	

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS

Tabel 4.17 menyajikan hasil pengujian normalitas data ARCH (1,1) dan GARCH (1,1) saham syariah kedua negara tersebut. Signifikansi ARCH (1,1) dan GARCH (1,1) lebih besar dari taraf nyata 5% (0,05). Itu artinya bahwa data ARCH (1,1) dan GARCH (1,1) normal.

Tabel 4.18
Deskripsi Statistik ARCH (1,1) dan GARCH (1,1)

Group Statistics

Negara		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
ARCH (1,1)	Malaysia	30	,7346	,45229	,08258
	Indonesia	20	1,0279	,26716	,05974
GARCH (1,1)	Malaysia	30	,1090	,32175	,05874
	Indonesia	20	-,4724	,24483	,05475

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS

Tabel 4.18 menyajikan deskripsi statistik ARCH (1,1) dan GARCH (1,1). Dari tabel terlihat bahwa ARCH (1,1) saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan di Malaysia. Ini mengindikasikan bahwa volatilitas atau risiko saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan di Indonesia. Sementara itu, nilai GARCH (1,1) saham syariah di Indonesia tampak lebih kecil karena nilainya yang negatif. Akan tetapi karena nilai negatif dan positif tersebut hanya merupakan *proxy* dari pergerakan naik dan turunnya harga, maka dalam konteks volatilitas (risiko), tanda (-) dan (+) tersebut menjadi tidak bermakna. Karena itu, secara umum

dapat dikatakan bahwa GARCH (1,1) saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan di Malaysia.

Dari tabel 4.19 terlihat bahwa ARCH (1,1) tidak memiliki kesamaan varian ($0,037 < 0,05$). Karena itu, kesimpulan uji t yang digunakan adalah pada baris kedua *equal variance not assumed*. Dari tabel terlihat bahwa signifikansi ARCH (1,1), yaitu 0,006 lebih kecil dari 0,05. Ini berarti ARCH (1,1) berbeda secara nyata. Sementara GARCH (1,1) memiliki kesamaan varian, dan nilai signifikansinya (0,000) lebih kecil dari 0,05. ini juga berarti bahwa GARCH (1,1) saham-saham syariah di Indonesia dan Malaysia berbeda secara nyata.

Tabel 4.19
Hasil Uji Parametrik ARCH (1,1) dan GARCH (1,1)
Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means			
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
ARCH (1,1)	Equal variances assumed	4,601	,037	-2,607	48	,012	-,29322
	Equal variances not assumed			-2,877	47,458	,006	-,29322
GARCH (1,1)	Equal variances assumed	,589	,447	6,856	48	,000	,58132
	Equal variances not assumed			7,239	47,063	,000	,58132

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

4. Uji Logistik Nilai Saham

Uji ini bertujuan untuk mengetahui kemungkinan saham *overvalued* atau *undervalued* dilihat dari karakteristik keuangan yang dimilikinya. Pengujian dilakukan dengan binary logistik.

a. **Indonesia**

Tabel 4.20 menyajikan daya klasifikasi dari saham yang *overvalued* dan *undervalued*. Dari tabel terlihat bahwa tingkat sukses total klasifikasi adalah 60%. 63,5% nilai saham yang *overvalued* telah diklasifikasikan secara benar, dan 55,6% saham yang *undervalued* juga diklasifikasikan secara benar.

Tabel 4.20
Hasil Klasifikasi Nilai Saham Syariah Indonesia

Classification Table^a

Observed			Predicted		
			Nilai Saham		Percentage Correct
			Overvalued	Undervalued	
Step 1	Nilai Saham	Overvalued	7	4	63,6
		Undervalued	4	5	55,6
		Overall Percentage			60,0

a. The cut value is ,500

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

Akan tetapi, hasil pengujian pada tabel 4.21 menunjukkan bahwa *Omnibus test of model* mempunyai signifikansi yang lebih besar dari 0,05, dengan chi-square sebesar 3,685. Ini berarti bahwa model tidak cocok dengan data. Nilai Nagelkerke R square juga kecil, yaitu sebesar 0,225, yang mengindikasikan rendahnya kemungkinan nilai saham diprediksi dari variabel-variabel prediktor yang terbentuk. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa nilai saham syariah yang *overvalued* atau *undervalued* di Indonesia tidak dapat

ditentukan dengan melihat karakteristik keuangan yang diwakili CR, ROE, DER dan PER.

Tabel 4.21
Hasil Uji Logistik Saham Syariah Indonesia

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1(a)						
CR	-,443	,501	,780	1	,377	,642
ROE	-1,555	2,711	,329	1	,566	,211
DER	-,834	,688	1,468	1	,226	,434
PER	-,009	,020	,215	1	,643	,991
Constant	2,564	2,124	1,457	1	,227	12,988
Omnibust Test of Model						
Chi-Square		3,685				
Sig.		0,450				
-2 Loglikelihood		23,841				
Cox & Snell R Square		0,168				
Nagelkerke R Square		0,225				

a Variable(s) entered on step 1: CR, ROE, DER, PER.

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

b. Malaysia

Dari tabel 4.22 terlihat bahwa daya klasifikasi total sebesar 73%. Klasifikasi untuk saham yang *undervalued* sukses sebesar 100%, sedangkan untuk saham yang *overvalued* tidak diklasifikasikan secara benar (0%).

Tabel 4.22
Hasil Klasifikasi Nilai Saham Syariah Malaysia

Classification Table

			Predicted		
			Nilai Saham		Percentage Correct
Observed		Overvalued	Undervalued		
Step 1	Nilai Saham	Overvalued	0	8	,0
		Undervalued	0	22	100,0
Overall Percentage					73,3

a. The cut value is ,500

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

Tes kecukupan model yang ditunjukkan oleh *Omnibus Test of Model* menghasilkan signifikansi yang lebih besar (0,927) dari 0,05. Ini berarti bahwa model juga tidak sesuai dengan data. Nilai Negelkerke R Square sebesar 0,042. Dengan demikian, dapat juga dikatakan bahwa nilai saham yang *overvalued* atau *undervalued* di Malaysia tidak dapat ditentukan dengan melihat karakteristik keuangannya, yang diwakili CR, ROE, DER dan PER.

Tabel 4.23
Hasil Uji Logistik Saham Syariah Malaysia

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1(a)						
CR	,035	,129	,073	1	,787	1,036
ROE	-,318	2,314	,019	1	,891	,728
DER	-,192	,592	,105	1	,745	,825
PER	-,012	,026	,232	1	,630	,988
Constant	1,356	1,005	1,821	1	,177	3,879
Omnibus Test of Model						
Chi-Square		0,882				
Sig.		0,927				
-2 Loglikelihood		33,913				
Cox & Snell R Square		0,029				
Negelkerke R Square		0,042				

a Variable(s) entered on step 1: CR, ROE, DER, PER.

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

5. Uji Sensitivitas Saham

Uji ini dimaksudkan untuk mengetahui sensitivitas saham syariah terhadap variabel-variabel makro ekonomi dengan menggunakan model regresi berganda. Variabel-variabel tersebut

adalah inflasi, nilai tukar, *composite index* dan *rate of risk free asset* yang di Indonesia diwakili SBI dan di Malaysia diwakili *treasury bills*.

a. Indonesia

Pengujian regresi dimulai dari uji asumsi klasik, uji kecukupan model, kemudian dilanjutkan dengan uji t. Tabel 4.24 menyajikan hasil uji asumsi klasik, dimana terbukti secara statistik tidak ada pelanggaran asumsi sehingga pengujian ke tahap selanjutnya dapat dilakukan.

Uji normalitas melalui *One-Sample Kolmogorov Smirnov Test* menghasilkan signifikansi (0,504) lebih besar dari 0,05, yang menandakan distribusi data normal. Uji Autokorelasi menghasilkan nilai Durbin Watson 1,244, dimana nilai DL dan DU pada $k=5$ dan $n=15$ adalah 0,56 dan 2,21. Karena $DU < DW < (4-DL)$, maka disimpulkan yang dapat diambil adalah tidak ada autokorelasi yang terjadi. Uji heteroskedastisitas dengan mengabsolutkan *standardized residual* menghasilkan signifikansi yang lebih besar dari 0,05, yang berarti data homoskedastis. Sementara nilai VIF pada uji multikolinearitas lebih kecil dari 5, yang berarti multikolinearitas tidak terjadi.

Tabel 4.24
Hasil Uji Asumsi Klasik Saham Syariah Indonesia

Variabel Bebas	Heteroskedastisitas			Multikolinearitas		
	t	Sig.	Kesimpulan	Collinearity Statistics		Kesimpulan
				Tolerance	VIF	
Inflasi	,339	,742	Homoskedastis	,651	1,536	Non Kolinearitas
Nilai tukar	-1,155	,275	Homoskedastis	,641	1,560	Non Kolinearitas
Composite Index	1,079	,306	Homoskedastis	,454	2,204	Non Kolinearitas
Rate of Risk Free Asset	,051	,961	Homoskedastis	,582	1,719	Non Kolinearitas
Normalitas (One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test)				,504		Normal
Autokorelasi (Durbin Watson)				1,244		Non-Autokorelasi

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

Tabel 4.25
Hasil Uji Regresi Saham Syariah Indonesia

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	2,326	1,354		1,718	0,117
Inflasi	-0,044	0,044	-0,297	-0,991	0,345
Nilai tukar	0,000	0,000	-0,525	-1,741	0,112
Composite Index	0,000	0,000	0,401	1,118	0,290
Rate of Risk Free Asset	-0,027	0,053	-0,159	-0,502	0,626
R Square	0,417		Sig. F		0,208
Adjusted R Square	0,184		F Tabel		3,480
F Hitung	1,788		T Tabel		2,228

* Dependent Variable : *Return* Saham

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

Tabel 4.25 menyajikan hasil pengujian kecukupan model dan uji t. Nilai Sig. F (0,208) lebih besar dari 0,05, yang berarti H_0 diterima. Ini artinya model yang terbentuk dari keseluruhan variabel prediktor tidak mampu menjelaskan *return* saham syariah di Indonesia. Hal ini didukung oleh hasil uji t keseluruhan variabel prediktor yang juga memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 0,05. Hasil pengujian ini menjelaskan bahwa saham-saham syariah di Indonesia tidak

peka terhadap perubahan yang terjadi pada keseluruhan variabel prediktor.

b. Malaysia

Dari tabel 4.26 terlihat bahwa uji normalitas melalui *One-Sample Kolmogorov Smirnov Test* menghasilkan signifikansi (0,751) lebih besar dari 0,05, yang menandakan distribusi data normal. Uji Autokorelasi menghasilkan nilai Durbin Watson 2,076, dimana nilai DL dan DU pada $k=5$ dan $n=15$ adalah 0,56 dan 2,21. Karena $(4 - DU) < DW < (4 - DL)$, maka autokorelasi tidak dapat disimpulkan. Uji heteroskedastisitas menghasilkan signifikansi yang lebih besar dari 0,05, yang berarti data homoskedastis. Sementara nilai VIF pada uji multikolinearitas lebih kecil dari 5, yang berarti multikolinearitas tidak terjadi. Dengan demikian, pengujian dapat dilanjutkan pada tahap selanjutnya.

Tabel 4.26
Hasil Uji Asumsi Klasik Saham Syariah Malaysia

Variabel Bebas	Heteroskedastisitas			Multikolinearitas		
	t	Sig.	Kesimpulan	Collinearity Statistics		Kesimpulan
				Tolerance	VIF	
Inflasi	,038	,971	Homoskedastis	,613	1.630	Non Kolinearitas
Nilai tukar	1.619	,137	Homoskedastis	,691	1.446	Non Kolinearitas
Composite Index	,261	,799	Homoskedastis	,540	1.853	Non Kolinearitas
Rate of Risk Free Asset	,205	,842	Homoskedastis	,851	1.176	Non Kolinearitas
Normalitas (One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test)				0,751		Normal
Autokorelasi (Durbin Watson)				2,076		Tanpa Keputusan

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

Tabel 4.27
Hasil Uji Regresi Saham Syariah Malaysia

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-1.254	,852		-1.473	,172
Inflasi	-,099	,089	-,314	-1.109	,294
Nilai tukar	,391	,152	,684	2.565	,028
Composite Index	,000	,000	,196	,649	,531
Rate of Risk Free Asset	-,070	,228	-,074	-,306	,766
R Square	,509		Sig. F		,102
Adjusted R Square	,312		F Tabel		3,48
F Hitung	2.587		T Tabel		2,228

* Dependent Variable : *Return Saham*

Sumber: Output pengolahan data melalui SPSS (diolah)

Tabel 4.27 menyajikan hasil pengujian kecukupan model dan uji t. Nilai Sig. F (0,102) lebih besar dari 0,05, yang berarti H_0 diterima. Ini berarti bahwa model yang terbentuk dari keseluruhan variabel prediktor tidak mampu menjelaskan *return* saham syariah di Indonesia. Namun hasil pengujian secara parsial mendapatkan variabel nilai tukar mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hal ini ditunjukkan oleh signifikansi (0,028) yang lebih kecil dari 0,05. Secara umum, dapat dikatakan bahwa saham-saham syariah di Malaysia hanya peka terhadap perubahan yang terjadi pada nilai tukar.

6. Perbandingan *Market Performance Saham Dengan Market Performance Pasar*

Market performance saham adalah cerminan dari kinerja saham suatu perusahaan, sedangkan *market performance* pasar adalah cerminan kinerja indeks gabungan saham yang secara

umum merefleksikan kinerja keseluruhan saham yang tercatat di bursa. *Market performance* dalam penelitian ini diukur dengan *sharpe's measure*, namun untuk kepentingan interpretasi maka diikutkan juga beberapa variabel yang erat kaitannya dengan *sharpe's measure*.

Variabel-variabel tersebut adalah *expected return*, *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* dan nilai saham. *Expected return* berkaitan dengan *sharpe's measure* dalam hal performa akhir sebuah saham. Semakin tinggi *expected return*, maka *sharpe's measure* akan semakin tinggi. Selanjutnya CAPM berkaitan dengan *sharpe's measure* dalam hasil akhir penilaian terhadap saham. Untuk menilai kinerja saham, *sharpe's measure* melibatkan tingkat *return* asset bebas risiko (*rate of risk free asset*) dan menggunakan tolak ukur standar deviasi sebagai patokan risiko. Sementara CAPM melibatkan tingkat *return* asset bebas risiko dan menggunakan beta saham sebagai ukuran risiko. Nilai saham erat kaitannya dengan *sharpe's measure* dalam pengambilan keputusan investasi. Teori dalam *sharpe's measure* menyebutkan bahwa setiap saham yang memiliki indeks *sharpe* atau *sharpe's measure* positif, layak untuk dimasukkan portofolio investasi. Sementara dari segi nilai saham, hanya saham-saham yang *undervalued* yang layak untuk

dimasukkan dalam portofolio. Dalam hal ini, *sharpe's measure* yang positif tidak selalu berarti saham yang bersangkutan *undervalued*.

Sharpe's measure pasar, *expected return* pasar dan CAPM pasar dalam tabel 4.28 dan 4.29 sebenarnya merupakan istilah yang tidak wajar dan jarang didengar. Pada dasarnya, *composite index* yang merupakan acuan perhitungan ketiganya hanyalah refleksi kinerja saham secara keseluruhan, bukan sekuritas yang diperdagangkan layaknya saham. Untuk itu, perlu dipertegas bahwa istilah-istilah tersebut adalah bermakna serupa sesuai makna yang sebenarnya dengan asumsi *composite index* adalah sebuah sekuritas.

a. Indonesia

Tabel 4.28 menyajikan *sharpe's measure* saham syariah di Indonesia dengan *sharpe's measure* pasar yang diwakili Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Dari tabel terlihat bahwa *sharpe's measure* pasar sebesar 0,0436. Dari 20 saham yang dijadikan sampel, 7 saham memiliki *sharpe's measure* di atas pasar dan 13 saham sisanya memiliki *sharpe's measure* di bawah pasar. Saham-saham yang *sharpe's measure*-nya di atas pasar tersebut adalah BNR, BUMI, INDF, PTBA, SMCB, UNSP dan UNTR. Saham yang memiliki *sharpe's measure* tertinggi adalah

saham BUMI, dan yang memiliki *sharpe's measure* terendah adalah GJTL.

Tabel 4.28
Perbandingan *Sharpe's Measure* Saham Syariah di Indonesia dengan *Sharpe's Measure* pasarnya

Keterangan	Emiten									
	ADHI	ASII	BLTA	BNBR	BUMI	GJTL	INDF	INKP	INTP	ISAT
<i>Sharpe's Measure</i>	-0,0118	0,0399	0,0060	0,0439	0,1653	-0,0720	0,0517	-0,0099	0,0160	-0,0017
<i>Expected Return</i>	-0,0001	0,0013	0,0004	0,0018	0,0065	-0,0015	0,0018	-0,0001	0,0007	0,0002
CAPM	0,0011	0,0011	0,0011	0,0011	0,0013	0,0008	0,0011	0,0009	0,0009	0,0010
Nilai Saham	Over	Under	Over	Under	Under	Over	Under	Over	Over	Over
Keterangan	Emiten									
	KLBF	LSIP	MEDC	PGAS	PTBA	SMCB	TLKM	UNSP	UNTR	UNVR
<i>Sharpe's Measure</i>	-0,0517	0,0269	-0,0146	0,0113	0,0909	0,0477	-0,0213	0,0491	0,0678	-0,0042
<i>Expected Return</i>	-0,0008	0,0010	-0,0003	0,0006	0,0035	0,0018	-0,0002	0,0020	0,0021	0,0001
CAPM	0,0007	0,0010	0,0012	0,0010	0,0013	0,0010	0,0009	0,0013	0,0010	0,0008
Nilai Saham	Over	Under	Over	Over	Under	Under	Over	Under	Under	Over
<i>Sharpe's Measure</i> Pasar				0,0436	<i>Jumlah Saham yang Undervalued</i>			9	45%	
<i>Expected Return</i> Pasar				0,0010	<i>Jumlah Saham yang Overvalued</i>			11	55%	
CAPM Pasar				0,0002	Total			30	100%	

Sumber: Pengolahan data

Jika kita perhatikan tabel di atas, tampak tidak semua saham yang memiliki *sharpe's measure* positif memiliki nilai saham yang *undervalued* (harga saham dihargai terlalu rendah). Hal ini terlihat pada saham BLTA, INTP dan PGAS. *Sharpe's measure* ketiga saham tersebut memang nilainya lebih rendah dibandingkan saham-saham lainnya yang memiliki *sharpe's measure* positif. Hal ini terjadi karena *expected return* ketiga saham tersebut lebih kecil dari CAPM-nya. Artinya, rata-rata *return* ketiga saham tersebut masih lebih rendah dari *return* yang disyaratkan setelah melalui pertimbangan risiko dan perbandingan tingkat bunga SBI. Dengan demikian, dapat

dikatakan bahwa tidak semua saham syariah di Indonesia yang memiliki *sharpe's measure* positif layak untuk dimasukkan portofolio jika investor juga mempertimbangkan nilai saham.

Sharpe's measure pasar yang bernilai tinggi mengindikasikan performa pasar (saham secara keseluruhan) yang cukup baik selama periode pengamatan. Dari 20 saham, tercatat 45% di antaranya memiliki nilai *undervalued*, dan 55% sisanya *overvalued*. Dari keadaan demikian, secara umum dapat disimpulkan bahwa performa atau kinerja saham syariah masih kalah unggul jika dibandingkan kinerja saham secara keseluruhan yang diwakili IHSG selama periode pengamatan.

b. Malaysia

Tabel 4.29 menyajikan nilai *sharpe's measure* pasar negatif sebesar -0,036. Ini indikasi awal yang menggambarkan tidak bagusnya kinerja saham secara keseluruhan selama periode pengamatan. Dari 30 saham yang dijadikan sampel, 20 di antaranya memiliki *sharpe's measure* positif dan sisanya negatif. Sementara kalau dibandingkan dengan *sharpe's measure* pasarnya, hanya 2 saham diantaranya yang memiliki *sharpe's measure* di bawah pasar, yaitu TAAN dan UMWRLD, sedangkan sisanya di atas pasar. Hal ini menggambarkan

performa atau kinerja saham syariah yang tidak searah dengan kinerja saham secara keseluruhan. Dalam arti yang lain, kinerja saham syariah di Malaysia lebih bagus dibandingkan kinerja keseluruhan saham yang dilihat dari indeks gabungannya (KLCI) selama periode pengamatan.

Tabel 4.29
Perbandingan *Sharpe's Measure* Saham Syariah di Malaysia dengan *Sharpe's Measure* pasar

Keterangan	Emiten										
	BERNAS	DBHD	DIGI	DIACOR	KFC	KHSB	LKT	MROB	MMC	NCB	
<i>Sharpe's Measure</i>	-0,0262	0,0216	0,0601	0,0437	0,0136	0,0417	-0,0017	0,0138	-0,0240	0,0478	
<i>Expected Return</i>	-0,0003	0,0016	0,0014	0,0015	0,0004	0,0036	0,0000	0,0007	-0,0009	0,0008	
<i>CAPM</i>	0,0001	-0,0004	0,0002	0,0001	0,0001	-0,0007	0,0001	0,0002	-0,0003	0,0001	
Nilai Saham	Over	Under	Under	Under	Under	Under	Over	Under	Over	Under	
Keterangan	Emiten										
	NESTLE	NPC	ORIENT	PETDAG	PETRA	PLUS	POSHLDG	PPB	SCOMI	SHELL	
<i>Sharpe's Measure</i>	0,0134	0,0344	0,0336	0,0861	0,0388	0,0218	-0,1182	0,0842	-0,0043	-0,0022	
<i>Expected Return</i>	0,0004	0,0013	0,0007	0,0016	0,0012	0,0004	-0,0033	0,0019	-0,0001	0,0001	
<i>CAPM</i>	0,0001	0,0002	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	-0,0003	0,0002	0,0001	0,0001	
Nilai Saham	Under	Under	Under	Under	Under	Under	Over	Under	Over	Over	
Keterangan	Emiten										
	SIME	SUNRISE	TAANN	TM	TRC	UMLAND	YTL	YTLPOWR	KUB	UMWRLD	
<i>Sharpe's Measure</i>	0,0275	-0,0005	-0,0595	0,0038	0,0170	0,0103	0,0098	0,0283	-0,0133	-0,0504	
<i>Expected Return</i>	0,0007	0,0001	-0,0012	0,0002	0,0007	0,0005	0,0003	0,0005	-0,0006	-0,0021	
<i>CAPM</i>	0,0001	0,0001	-0,0002	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	-0,0020	-0,0051	
Nilai Saham	Under	Over	Over	Under	Under	Under	Under	Under	Under	Under	
<i>Sharpe's Measure</i> Pasar				-0,03553	<i>Jumlah Saham yang Undervalued</i>				22	73%	
<i>Expected Return</i> Pasar				-0,00037	<i>Jumlah Saham yang Overvalued</i>				8	27%	
<i>CAPM</i> Pasar				0,00009	Total				30	100%	

Sumber: Pengolahan data

Saham yang memiliki *sharpe's measure* tertinggi adalah saham PETDAG dan yang memiliki *sharpe's measure* terendah adalah POSHLD. Saham yang *undervalued* jumlahnya 22 atau 73% dari keseluruhan sampel, dan 8 sisanya, yaitu 8 saham *overvalued*. Kalau kita perhatikan tabel 4.29, terdapat 2 saham yang memiliki *sharpe's measure* negatif namun memiliki nilai saham yang *undervalued*, yaitu KUB dan UMWRLD. Ini terjadi

karena beta kedua saham tersebut cukup tinggi sehingga menyebabkan CAPM saham juga tinggi. Dalam arti yang lain, risiko kedua saham tersebut dinilai lebih tinggi dibandingkan rata-rata *return* yang diharapkan. Karena itu, pasar menganggap harga saham seharusnya bisa lebih tinggi.

C. Pembahasan Hasil Penelitian

1. Perbedaan Karakteristik Keuangan

Pengujian terhadap perbedaan karakteristik keuangan yang diukur dari *current ratio (CR)*, *return on equity (ROE)*, *debt to equity ratio (DER)* dan *price earning ratio (PER)* menghasilkan perbedaan yang signifikan pada DER dan PER. Sementara tiga variabel lainnya tidak signifikan. Hasil pengujian tersebut menjelaskan beberapa hal berikut:

- a. Perbedaan CR tidak signifikan; saham syariah di Indonesia dan Malaysia memiliki kemampuan yang sama dalam membayar kewajiban jangka pendek berdasarkan kekayaan lancar yang dimilikinya. Namun secara deskriptif, CR saham syariah di Malaysia lebih tinggi dibandingkan saham syariah di Indonesia (mean rank: 28,20>21,45).
- b. Perbedaan ROE tidak signifikan; saham syariah di Indonesia dan Malaysia memiliki kemampuan yang sama dalam

menghasilkan laba dilihat dari modal yang dimilikinya. Secara diskriptif, ROE saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan saham syariah di Malaysia (mean:0,22>0,14).

- c. Perbedaan DER signifikan pada tingkat kepercayaan 10%; saham syariah di Indonesia dan Malaysia memiliki pola perbedaan dalam penggunaan hutang untuk operasionalitas perusahaan. Perusahaan atau saham syariah di Indonesia menggunakan hutang lebih banyak daripada modal dibandingkan di Malaysia (mean:1,89>1,09).
- d. Perbedaan PER signifikan pada tingkat kepercayaan 10%; apresiasi investor berbeda terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan laba pada saham syariah di Indonesia dan Malaysia. Saham syariah di Indonesia direspon lebih tinggi oleh investor dibandingkan di Malaysia (mean:29,75>22,67).

Perbedaan DER pada kedua saham syariah tersebut mencerminkan pola penggunaan hutang perusahaan yang berbeda. Lebih tingginya DER saham syariah di Indonesia berarti lebih tingginya kepemilikan hutang atau lebih kecilnya kepemilikan modal. Perbedaan pada DER ini diduga disebabkan perbandingan IPO antara kedua kelompok saham syariah tersebut yang memiliki selisih waktu yang cukup jauh (lihat grafik 4.1). Dalam kondisi IPO yang lebih awal, saham syariah di Malaysia lebih memiliki potensi

untuk menambah kekayaannya dan meminimalisir penggunaan hutang.

Hasil tersebut memiliki kesesuaian dengan pernyataan Namora (2006:35) tentang penggolongan saham yang *value stock* dan *growth stock*. Saham *growth stock* lebih lama dikenal investor dan saham *value stock* tergolong masih baru dan relatif belum dikenal baik oleh investor. Saham *growth stock*, yang bisa diartikan juga dengan IPO yang lebih awal, umumnya tidak membagikan dividen karena laba ditahan digunakan untuk investasi modal. Karena itu, penggunaan hutang oleh saham-saham syariah di Malaysia yang notabene-nya melakukan IPO lebih awal bisa diminimalisir sehingga nilai DER-nya pun kecil. Pengurangan hutang tersebut didukung juga oleh nilai likuiditas saham syariah di Malaysia yang lebih tinggi dibandingkan saham syariah di Indonesia (lihat rata-rata CR).

Berkaitan dengan konsep *value stock* dan *growth stock*, Namora (2006:36) juga menyatakan bahwa umumnya *growth stock* memiliki PER yang lebih tinggi dibandingkan *value stock*. Itu artinya ada hubungan antara respon investor (PER) dengan popularitas saham. Hasil analisis selanjutnya dari penelitian ini bertentangan dengan pernyataan Namora tersebut. PER saham syariah di Malaysia yang notabene-nya tergolong ke dalam *growth*

stock memiliki PER yang lebih rendah dibandingkan PER saham syariah di Indonesia. Itu berarti respon investor terhadap kemampuan menghasilkan laba saham syariah di Indonesia lebih tinggi. Ketidaksesuaian ini diduga terjadi karena preferensi investasi para investor di tiap negara berbeda, termasuk juga di Indonesia dan Malaysia.

Menurut teori pasar modal efisien yang dikemukakan Fama (1970) serta penelitian PT. Financial Bisnis Indonesia (2007:5), investor akan lebih tertarik pada pasar modal yang kadar efisiensinya rendah untuk memburu *capital gain* yang lebih tinggi atau *return* yang tidak normal. Hasil pengujian terhadap perbedaan volatilitas menemukan bahwa volatilitas saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan di Malaysia, dengan kadar efisiensi pasar yang lebih rendah. Dengan begitu, lebih tingginya nilai PER saham syariah di Indonesia dapat dimaklumi, apalagi secara deskriptif nilai ROE saham syariah di Indonesia juga lebih tinggi.

Di sisi lain, ketidaksesuaian nilai PER dengan konsep *value* dan *growth stock* seperti yang dinyatakan Namora mengindikasikan pola investasi yang sifatnya *short time* di Indonesia. Dalam arti yang lain, investor yang berinvestasi pada saham syariah di Indonesia lebih menyukai laba ditahan dibagikan sebagai dividen daripada

ditambahkan ke modal perusahaan. Hal ini ternyata dipahami benar oleh perusahaan sehingga penambahan modal pun dilakukan dengan cara menerbitkan surat hutang (obligasi) dan menghindari penerbitan saham. Hal itu terlihat dari nilai DER saham syariah di Indonesia yang lebih tinggi dibandingkan di Malaysia. Dalam kondisi ROE yang tinggi, penerbitan surat hutang daripada penerbitan saham baru akan lebih menguntungkan karena lebih efisien dan tidak akan mempengaruhi porsi kepemilikan pemegang saham terhadap perusahaan.

Secara umum, hasil analisis pada perbedaan keuangan menemukan indikasi hubungan yang searah antara DER, ROE dan PER saham syariah di Indonesia dan Malaysia. Itu berarti bahwa penggunaan hutang bukan merupakan pertimbangan berarti para investor dalam berinvestasi pada saham.

2. Perbedaan *Market Performance*

Secara deskriptif, rata-rata *sharpe's measure* saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan saham syariah di Malaysia ($0,021 > 0,012$). Hal ini disebabkan lebih tingginya nilai *expected return* saham syariah di Indonesia dibandingkan di Malaysia ($0,10\% > 0,04\%$). Lebih tingginya *expected return* saham syariah di Indonesia menyebabkan *excess return*-nya juga lebih tinggi

(0,083%>0,031%) meskipun tingkat bunga harian aset bebas risiko (*treasury bills*) di Malaysia lebih rendah dibandingkan di Indonesia (0,009%<0,022%).

Tingginya tingkat *return* tersebut cukup masuk akal mengingat risiko (beta) saham syariah di Indonesia yang juga lebih tinggi dibandingkan di Malaysia (1,07>0,20). Ini sejalan dengan teori investasi di pasar modal, yaitu *high risk-high return* yang artinya risiko yang lebih tinggi akan menghasilkan *return* yang juga tinggi. CAPM saham syariah di Indonesia juga lebih tinggi dibandingkan di Malaysia (0,001>-0,000). Itu artinya dalam kondisi pasar yang seimbang saham syariah di Indonesia mampu menjanjikan *return* yang lebih tinggi. Selain itu, standar deviasi saham syariah di Indonesia juga tampak lebih rendah dibandingkan di Malaysia (0,299<0,303). Standar deviasi yang rendah menunjukkan lebih rendahnya penyimpangan harga saham dari harga estimasi yang diharapkan pasar.

Secara umum tingkat *return* harapan atas saham syariah di kedua negara tersebut lebih tinggi dibandingkan tingkat *return* yang ditawarkan aset bebas risiko. Ini berarti investor di kedua negara akan lebih tertarik menanamkan modalnya pada saham dibandingkan pada aset bebas risiko. Namun dibandingkan dengan Indonesia, pengalokasian dana ke pasar modal di Malaysia

mempunyai kecenderungan berhasil yang lebih besar mengingat rata-rata tingkat bunga *treasury bills* yang lebih rendah dibandingkan rata-rata tingkat bunga SBI.

Jika ditinjau dari sudut pandang investor, investasi pada saham syariah di Indonesia serta asset bebas risikonya (SBI) menjanjikan keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan di Malaysia. Namun jika dikaitkan dengan potensi perkembangan investasi secara keseluruhan, Malaysia sepertinya lebih berhasil menyuguhkan fundamental ekonomi yang lebih *balance*. Hal tersebut bisa dilihat dari tingkat bunga asset bebas risiko yang berhasil ditekan lebih rendah dibandingkan di Indonesia, namun tetap di bawah rata-rata *return* saham di Bursa. Keadaan demikian akan lebih memberikan ruang bagi berkembangnya investasi di sektor riil dibandingkan di Indonesia.

Hasil analisis pada tahap ini mendukung hasil penelitian Fama dan French (1992:427-465) yang menemukan bahwa PER memiliki hubungan positif dengan *return* saham. Dalam hal ini, PER saham syariah di Indonesia yang lebih tinggi dibandingkan saham syariah di Malaysia menghasilkan *return* yang juga lebih tinggi. Itu artinya, hasil analisis ini konsisten dengan hasil analisis pada bagian sebelumnya.

Kendatipun perbedaan-perbedaan di atas dapat ditafsirkan secara deskriptif, namun secara statistik perbedaan-perbedaan tersebut terbukti tidak signifikan. Dalam arti yang lain, kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia yang diukur dari *sharpe's measure* tidaklah berbeda secara nyata. Kesimpulan tersebut menjelaskan perilaku atau respon pasar terhadap saham yang cenderung sama.

Secara umum, hasil pengujian terhadap perbedaan *sharpe's measure* menemukan indikasi yang mengarah kepada tidak adanya hubungan antara karakteristik keuangan dengan kinerja saham yang diukur dengan *sharpe's measure*. Hal ini terlihat dari pengujian uji beda terhadap karakteristik keuangan dan *market performance* yang menghasilkan kesimpulan yang tidak identik.

3. Perbedaan Volatilitas

Dari hasil pengujian terhadap perbedaan volatilitas, diketahui bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara ARCH (1,1) dan GARCH (1,1). ARCH (1,1) saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan saham syariah di Malaysia ($1,02 > 0,73$), begitupula dengan GARCH (1,1)-nya ($0,472 > 0,109$). Lebih tingginya ARCH (1,1) dan GARCH (1,1) saham syariah di Indonesia tersebut mengindikasikan lebih besarnya risiko volatilitas dari saham.

Dalam arti yang lain, harga saham syariah di Indonesia mempunyai tingkat kecenderungan berubah yang lebih tinggi dari harga estimasinya dibandingkan saham syariah di Malaysia. Jika dikaitkan dengan risiko, tingginya volatilitas tersebut berarti tingginya risiko saham.

Tingginya volatilitas saham syariah di Indonesia tersebutlah yang kemungkinan menyebabkan beberapa harga saham syariah di Indonesia bisa diprediksi dengan menggunakan pola-pola pergerakan harga pada masa sebelumnya. Hasil ini konsisten dengan penelitian Surya dan Yun Hariadi (2004) yang menemukan 24 saham dalam LQ45 (saham syariah dalam penelitian ini notabene adalah kelompok saham LQ45) masih bisa diprediksi dengan menggunakan data pada periode-t. Itu artinya sesuai dengan teori yang juga dikemukakan Surya dan Yun Hariadi (2004:5) beberapa data harga saham di Indonesia tidak sepenuhnya bersifat acak sehingga harga saham periode satu dengan periode lainnya tidak saling bebas.

Jika dikaitkan dengan teori-nya Fama (1970) tentang pasar modal efisien dalam bentuk lemah, maka data harga saham syariah di Indonesia yang tidak sepenuhnya acak tersebut merefleksikan kadar efisiensi yang lebih rendah dibandingkan di Malaysia. Dengan begitu, hasil penelitian PT. Financial Bisnis Indonesia

(2007:5) tentang kecenderungan investor untuk berinvestasi di pasar modal yang tidak efisien dalam rangka memperoleh *capital gain* yang lebih tinggi terdorong oleh hasil analisis pada tahap ini. Perilaku investor tersebut dapat dilihat dari nilai PER dan *expected return* saham syariah saham Indonesia yang lebih tinggi dibandingkan saham syariah di Malaysia.

Hasil analisis pada tahap ini menemukan nilai ARCH (1,1) saham syariah baik yang di Indonesia maupun di Malaysia lebih tinggi dibandingkan GARCH (1,1)-nya. Itu artinya setiap volatilitas yang terjadi akan diikuti reaksi kuat untuk membuat revisi pergerakan kembali. Dalam kondisi demikian, pergerakan harga tidak bisa ditentukan para spekulator. Kesimpulan ini tampak berlawanan dengan hasil penelitian Todi Kurniawan (2008) yang menemukan bahwa *Jakarta Islamic Index (JII)* memiliki volatilitas tinggi dengan nilai ARCH (1,1) yang lebih rendah dari GARCH (1,1)-nya. Perbedaan ini kemungkinan disebabkan karena Todi menggunakan data bulanan periode 2004-2007, sedangkan penelitian ini menggunakan data harian periode Januari 2007-Maret 2008.

Secara deskriptif, hasil pengujian pada tahap ini konsisten dengan hasil pengujian pada tahap sebelumnya. Dalam arti, tingginya rentabilitas perusahaan diikuti oleh tingginya respon

investor yang tercermin dalam PER. Respon investor tersebut kemudian diikuti oleh pertimbangan volatilitas, dimana volatilitas yang tinggi akan menjadi pilihan investasi karena menjanjikan *capital gain* yang lebih tinggi. Meskipun begitu, secara statistik hanya PER dan volatilitas yang menghasilkan kesimpulan yang identik, yaitu berbeda secara signifikan. Secara umum, hasil pengujian menemukan indikasi hubungan yang searah antara PER, *return*, dan volatilitas saham.

4. Probabilitas Nilai Saham

Hasil uji binary logistik terhadap nilai saham syariah di Indonesia dan Malaysia menghasilkan nilai chi-square yang tidak signifikan. Artinya, model yang dibentuk tidak bisa digunakan untuk memprediksi nilai saham di masa yang akan datang. Dalam arti yang lain, *overvalued* atau *undervalued*-nya nilai saham tidak dipengaruhi oleh karakteristik keuangannya, yang dalam penelitian ini adalah CR, ROE, DER dan PER.

Kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil analisis tersebut adalah tidak digunakannya lagi informasi dalam laporan keuangan sebagai dasar keputusan investor dalam pertimbangan membeli atau menjual saham. Hasil ini secara umum konsisten dengan hasil pengamatan Namora (2006) yang menyimpulkan bahwa

karakteristik keuangan yang diwakili ROE, DER, PER dan PBV tidak berpengaruh terhadap *market performance* saham pada sektor properti dan aneka industri di Bursa Efek Indonesia, yang dalam arti lain investor tidak mempertimbangkan informasi dalam laporan keuangan dalam keputusan jual beli saham.

Hasil uji perbedaan *sharpe's measure* pada tahap sebelumnya menemukan indikasi yang mengarah kepada tidak adanya hubungan antara karakteristik keuangan dengan kinerja saham yang diukur dengan *sharpe's measure*. Dengan begitu, hasil tersebut didukung oleh hasil analisis pada uji binary logistik pada tahap ini. Terlepas dari itu, ketidaksignifikanan pada uji ini bisa saja disebabkan oleh *range* data penelitian yang jumlahnya kurang banyak.

5. Sensitivitas Saham terhadap Variabel Makro Ekonomi

Hasil pengujian terhadap sensitivitas saham syariah, baik di Indonesia maupun Malaysia, menghasilkan kesimpulan yang kurang lebih serupa dengan hasil pengujian logistik terhadap nilai saham. Di Indonesia, melalui uji F dan uji t diketahui bahwa secara bersama-sama model regresi yang terbentuk dari variabel prediktor tidak signifikan untuk memprediksi *return* saham. Artinya, perubahan *return* saham syariah di Indonesia tidak sensitif atau

tidak terpengaruh secara signifikan oleh perubahan yang terjadi pada inflasi, SBI, nilai tukar, dan IHSG. Hal ini berarti bahwa informasi yang dipergunakan investor dalam menjual dan membeli saham sudah lebih komplit dan variatif sehingga informasi periodik yang disampaikan Pemerintah sudah menjadi informasi publik yang diketahui semua investor dan diserap pasar dengan cepat.

Kesimpulan yang didapat dari uji ini tampak berlawanan dengan hasil penelitian Sony Sintong Panutur (2005), yang menemukan bahwa sebagian variabel makro ekonomi yang diwakili inflasi, nilai tukar, suku bunga SBI dan lain-lain berpengaruh terhadap kinerja saham periode 1998-2003. Andri Krishnadi Wicaksono (2006) juga menemukan hasil berbeda dengan penelitian ini. Andri menemukan bahwa di antara variabel makro ekonomi yang diikutkan dalam penelitian ini, hanya variabel nilai tukar (kurs) yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham pada periode 1986-2006. Hasil yang berbeda ini kemungkinan disebabkan karena *range* data dan periode penelitian yang digunakan berbeda. Hasil ini juga bisa berarti bahwa semakin lama, informasi yang dipergunakan investor dalam pertimbangan jual beli saham semakin variatif dan komplit.

Sementara di Malaysia, melalui uji F secara bersama-sama diketahui bahwa model yang mengikutkan keseluruhan variabel prediktor tidak signifikan untuk digunakan memprediksi *return* saham. Namun hasil pengujian secara parsial melalui uji t mendapati bahwa nilai tukar mempengaruhi *return* saham secara signifikan. Ini artinya keputusan jual beli saham masih dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar. Koefisien nilai tukar yang didapatkan sebesar 0,391, yang berarti bahwa setiap kenaikan 1 basis poin ringgit (mata uang Malaysia) terhadap USD, maka *return* saham akan berkecenderungan naik sebesar 39,1%. Nilai koefisien yang positif mengindikasikan bahwa secara keseluruhan melemahnya nilai tukar ringgit terhadap USD direspon positif oleh pasar. Hal ini kemungkinan terjadi karena rata-rata perusahaan yang terdaftar di bursa dan dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan multinasional yang operasionalitasnya sangat tergantung pada nilai USD. Kemungkinan lain yang juga bisa menyebabkan hasil penelitian ini adalah *range* data yang terlalu pendek.

Kalau dikaitkan dengan hasil penelitian Andri Krishnadi Wicaksono (2006) sebelumnya dengan asumsi sensitivitas saham yang homogen, maka hasil ini konsisten dengan kesimpulan Andri yang menemukan bahwa nilai tukar merupakan variabel makro ekonomi yang dapat mempengaruhi *return* saham.

6. Perbandingan Kinerja Saham Syariah di Indonesia dan Malaysia

Dari keseluruhan sampel yang diuji, prosentase saham syariah yang *undervalued* di Indonesia hanya sebesar 45% dan yang *overvalued* sebesar 55%. Sementara *sharpe's measure* pasar untuk Indonesia bernilai positif dengan *expected return* lebih tinggi dibandingkan CAPM-nya (*undervalued*).

Sementara di Malaysia saham yang *undervalued* sebesar 73% dan yang *overvalued* sebesar 27%. Performa pasar di Malaysia menghasilkan *sharpe's measure* negatif dengan *expected return* lebih kecil dibandingkan CAPM-nya (*overvalued*). Ini mengindikasikan kinerja saham syariah yang lebih baik dibandingkan *composite index*-nya. Hasil ini memiliki kemiripan dengan penelitian Rubi Ahmad dan Mohamed S. Albaity (2006) yang menemukan bahwa saham syariah di Malaysia memiliki risiko dan *return* yang lebih rendah dibandingkan *composite index*-nya.

Hasil pengamatan tersebut menjelaskan adanya hubungan tidak searah antara kinerja pasar saham secara keseluruhan dengan saham syariah yang diamati di kedua Negara tersebut. Di Indonesia, kinerja saham-saham syariah lebih buruk dibandingkan kinerja pasarnya, sedangkan di Malaysia sebaliknya. Performa pasar saham secara keseluruhan di Indonesia lebih baik

dibandingkan di Malaysia, sementara rata-rata performa saham syariahnya lebih buruk dibandingkan di Malaysia.

Secara umum, dari perbandingan deskriptif tersebut ditemukan bahwa hasil penelitian ini secara keseluruhan masih mendukung dan relevan dengan laporan Tim Studi Investasi Syariah BAPEPAM tahun 2004 yang menyatakan bahwa saham syariah di Indonesia kalah berkembang jika dibandingkan dengan saham syariah di Malaysia. Hasil penelitian ini secara umum juga konsisten dengan laporan *World Federation of Exchange (WFE)* pada tahun 2007 yang mencatat perkembangan saham secara keseluruhan di Indonesia lebih baik dibandingkan di Malaysia. Dengan begitu, dugaan awal dalam penelitian ini tentang adanya hubungan tidak searah antara kinerja saham syariah dengan kinerja pasar saham secara keseluruhan yang diwakili *composite index* di kedua Negara terbukti keberadaannya.

Kesimpulan akhir ini mengindikasikan bahwa respon investor (baca: animo masyarakat) terhadap saham syariah di Indonesia masih lebih rendah dibandingkan di Malaysia. Hal ini kemungkinan masih disebabkan oleh beberapa kendala yang diidentifikasi Tim Studi Investasi Syariah BAPEPAM dan sampai saat ini masih belum mendapatkan pembenahan yang cukup

berarti. Kendala-kendala tersebut secara berurutan terletak pada (BAPEPAM, 2004:55-56):

- a. Tingkat pengetahuan dan pemahaman tentang pasar modal syariah;
- b. Ketersediaan informasi tentang pasar modal syariah;
- c. Penggunaan dana hasil emisi yang hasus sesuai juga dengan prinsip syariah;
- d. Minat pemodal atas efek syariah yang diterbitkan;
- e. Kerangka peraturan tentang penerbitan efek syariah;
- f. Tingkat kemampuan penjamin emisi efek tentang pasar modal syariah;
- g. Pola pengawasan yang sesuai syariah oleh lembaga terkait.

Saham syariah sebagai sebagai salah satu instrumen pasar modal syariah bagaimanapun tidak akan terlepas dari pergerakan dan perubahan-perubahan yang terjadi di pasar karena transaksi perdagangannya sendiri menggunakan sistem konvensional. Karena itu, selain tergantung pada preferensi investor, kesuksesan saham syariah sebagai salah satu penggerak modal secara islami juga sangat tergantung pada ekspektasi investor terhadap *return*, rasa nyaman dan rasa aman dalam berinvestasi. Dalam hal ini, peranan Pemerintah untuk mendukung hal tersebut menjadi sangat penting sebagai pengambil kebijakan. Nabi SAW pernah bersabda bahwa pemimpin adalah perisai dimana masyarakat berlindung di belakangnya.

إِنَّمَا الْإِمَامُ جُنَّةٌ يُقَاتِلُ مِنْ وَرَائِهِ وَيُتَّقَى بِهِ فَإِنْ أَمَرَ بِتَقْوَى اللَّهِ عَزَّ وَجَلَّ وَعَدَلَ كَانَ لَهُ بِذَلِكَ أَجْرٌ
وَإِنْ يَأْمُرُ بِغَيْرِهِ كَانَ عَلَيْهِ مِنْهُ ❁

Artinya: "Sesungguhnya seorang pemimpin itu merupakan perisai, rakyat akan berperang di belakang serta berlindung dengannya. Bila ia memerintah untuk takwa kepada Allah azza wa jalla serta bertindak adil, maka ia akan memperoleh pahala. Namun bila ia memerintah dengan selainnya, maka ia akan mendapatkan akibatnya". (Shahih Muslim No.3428)

إِذَا بَعَثَ أَحَدًا مِنْ أَصْحَابِهِ فِي بَعْضِ أَمْرِهِ قَالَ بَشِّرُوا وَلَا تُنْفِرُوا وَيَسِّرُوا وَلَا تُعَسِّرُوا ❁

Artinya: "Ketika Rasulullah SAW mengutus salah seorang sahabatnya untuk melaksanakan suatu urusan, beliau akan bersabda: Sampaikanlah kabar gembira dan janganlah menakut-nakuti serta permudahlah dan janganlah mempersulit". (Shahih Muslim No.3262)

Salah satu hal yang mungkin dapat dilakukan adalah dengan mengikutkan pertimbangan ekspektasi *return* dan risiko periodik saham (seperti *expected return* dan beta saham) dalam menentukan saham mana yang berhak atau tidak berhak masuk indeks syariah. Selain itu, kerjasama internasional dalam mensosialisasikan saham

syariah seperti yang dilakukan Bursa Malaysia terhadap FTSE London sepertinya patut dijadikan pertimbangan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini merupakan bab penutup di mana seluruh hasil perhitungan dan analisis data pada bab-bab terdahulu dirangkum sebagai suatu kesimpulan. Saran-saran diberikan sebagai solusi dan kemungkinan pengembangan lebih lanjut dari hasil penelitian ini.

A. Kesimpulan

Beberapa kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil perbandingan terhadap saham syariah di Indonesia dan Malaysia adalah sebagai berikut:

1. Dari hasil pengujian terhadap karakteristik keuangan, dihasilkan beberapa hal sebagai berikut:
 - a. CR saham syariah di Indonesia dan Malaysia mempunyai rata-rata yang tidak berbeda.
 - b. ROE saham syariah di Indonesia dan Malaysia mempunyai rata-rata yang tidak berbeda.
 - c. DER saham syariah di Indonesia dan Malaysia mempunyai rata-rata yang berbeda. Data statistik menunjukkan DER saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan di Malaysia.

Penyebabnya diduga terletak pada perbedaan periode IPO dan tingkat rentabilitas perusahaan.

- d. PER saham syariah di Indonesia dan Malaysia mempunyai rata-rata yang berbeda. Penyebabnya diduga terletak pada perbedaan tingkat rentabilitas perusahaan.

Secara umum, hasil pengujian karakteristik keuangan menemukan indikasi hubungan yang searah antara ROE, DER dan PER saham syariah di Indonesia dan Malaysia.

2. *Market performance* yang diukur dengan *sharpe's measure* diantaranya terdiri dari komponen *expected return* dan *excess return*. Hasil pengujian menyimpulkan bahwa rata-rata *sharpe's measure* saham syariah di Indonesia dan Malaysia tidak berbeda. Penyebabnya diduga karena perbedaan *expected return* dan *excess return* keduanya juga tidak signifikan. Data statistik menunjukkan nilai *excess return* kedua kelompok saham positif dan lebih besar dari *rate of risk free asset*, yang berarti *return* saham syariah lebih besar dari *return* asset bebas risiko (SBI untuk Indonesia dan *treasury bills* untuk Malaysia). Secara deskriptif, temuan ini mendukung penelitian Fama dan French (1992) yang menemukan adanya hubungan positif antara *return* saham dengan PER.
3. Volatilitas diukur dengan GARCH (1,1). Hasil pengujian menghasilkan rata-rata GARCH (1,1) yang berbeda. Rata-rata

GARCH saham syariah di Indonesia lebih tinggi dibandingkan di Malaysia, yang berarti risiko volatilitasnya juga lebih tinggi. Kedua kelompok saham memiliki ARCH (1,1) lebih besar dari GARCH (1,1), yang berarti keduanya memiliki volatilitas terkendali yang tidak bisa dimainkan spekulator.

4. Pengujian logistik menyimpulkan bahwa karakteristik keuangan yang diwakili CR, ROE, DER dan PER tidak bisa digunakan untuk memprediksi nilai yang akan terjadi pada kedua kelompok saham (*overvalued* atau *undervalued*) di masa mendatang. Hasil ini memiliki keidentikan dengan hasil penelitian Namora (2006) yang menyatakan bahwa karakteristik keuangan tidak bisa menjelaskan *market performance* saham.
5. Hasil pengujian terhadap sensitivitas saham syariah terhadap variabel makro ekonomi yang diwakili inflasi, *risk free of asset*, nilai tukar dan *composite index* menyimpulkan:
 - a. Baik secara bersama-sama maupun secara parsial, variabel-variabel makro ekonomi tersebut tidak bisa menjelaskan *return* saham syariah di Indonesia. Temuan ini berlawanan dengan hasil penelitian Sony Sintong Panutur (2005) dan Andri Krishnadi Wicaksono (2006) yang menemukan beberapa variabel makro ekonomi berpengaruh terhadap *return* saham.

Perbedaan kesimpulan diduga disebabkan perbedaan *range* data dan periode penelitian yang berbeda.

- b. Secara bersama-sama, variabel-variabel makro ekonomi tersebut tidak bisa menjelaskan *return* saham syariah di Malaysia. Namun secara parsial, dihasilkan bahwa nilai tukar mampu menjelaskan *return* saham dengan koefisien sebesar 0,391. Dengan asumsi sensitivitas saham yang homogen dengan di Indonesia, analisis ini menyimpulkan hasil serupa dengan penelitian Andri Krisnadi Wicaksono (2006) yang menemukan variabel nilai tukar berpengaruh terhadap *return* saham.

Perbedaan hasil pengujian antara saham syariah di Indonesia dan Malaysia tersebut diduga disebabkan karena perbedaan karakteristik perusahaan yang tercatat di masing-masing Bursa pada kedua negara tersebut.

6. Dengan menggunakan *sharpe's measure* pasar (*composite idex*) sebagai pembanding, dihasilkan:
 - a. Di Indonesia, saham BUMI memiliki *sharpe's measure* tertinggi dan GJTL terendah. Dari 20 saham, 7 diantaranya memiliki *sharpe's measure* di atas pasar (*outperformed*) dan 13 lainnya memiliki *sharpe's measure* di bawah pasar (*underperformed*)
 - b. Di Malaysia, saham PETDAG memiliki *sharpe's measure* tertinggi dan POSHLD terendah. Dari 30 saham, hanya 2 diantaranya

yang memiliki *sharpe's measure* di bawah pasar (*underperformed*) dan sisanya *outperformed*.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini masih mendukung dan relevan dengan laporan Tim Studi Investasi Syariah BAPEPAM tahun 2004 yang menyatakan saham syariah di Indonesia kalah berkembang dibandingkan di Malaysia. Selain itu, hasil penelitian ini juga konsisten dengan laporan *World Federation of Exchange* pada tahun 2007 yang menyatakan perkembangan saham secara keseluruhan di Indonesia lebih baik dibandingkan di Malaysia. Dengan begitu, dugaan awal tentang adanya hubungan tidak searah antara perkembangan saham syariah di kedua Negara tersebut jika dibandingkan dengan performa pasarnya secara statistik terbukti kebenarannya.

B. Saran

Saran-saran yang dapat diberikan berkaitan dengan hasil analisis dan pembahasan pada penelitian ini adalah :

1. Hasil penelitian yang menyatakan tidak ada perbedaan pada karakteristik keuangan, yaitu CR, ROE dan PER kemungkinan disebabkan karena data sampel yang kurang banyak dan periode waktu yang hanya satu tahun. Karena itu, agar diketahui perbedaan karakteristik keuangan yang lebih baik, pada penelitian

selanjutnya disarankan agar menggunakan *time frame* penelitian yang lebih lama dengan data sampel yang lebih banyak.

2. Kesimpulan lain penelitian ini adalah karakteristik keuangan yang diwakili CR, ROE, DER dan PER tidak bisa digunakan untuk memprediksi nilai saham. Disarankan untuk penelitian selanjutnya untuk mengganti atau melengkapi variabel-variabel tersebut dengan rasio lainnya sehingga diperoleh model yang tepat yang bisa menjelaskan nilai saham. Disarankan juga untuk memperbanyak data sampel dan mencoba model inferensial lainnya sebagai alat analisis. Saran yang sama juga dianjurkan untuk memperjelas hasil penelitian selanjutnya yang menyimpulkan variabel makro ekonomi yang diwakili inflasi, *rate of risk free asset*, nilai tukar dan *composite index* bukan model yang tepat untuk memprediksi *return* saham.
3. Secara umum, adanya hubungan tidak searah antara perkembangan saham syariah di Indonesia dan Malaysia meniscayakan kebijakan yang lebih prospektif dalam pengembangan pasar modal syariah di Indonesia. Salah satu kemungkinan yang bisa dilakukan adalah mengikutkan pertimbangan ekspektasi *return* dan risiko (seperti *expected return* dan beta saham) dalam menentukan saham mana yang berhak masuk indeks syariah agar investor lebih tertarik berinvestasi pada

saham syariah. Selain itu, dalam rangka mensosialisasikan investasi syariah di pasar modal, kerjasama internasional seperti yang dilakukan Malaysia terhadap FTSE London patut dipertimbangkan dan dikembangkan di masa mendatang.

DAFTAR PUSTAKA

- A, Abdurrahman, 1991, *Ensiklopedi Ekonomi Keuangan dan Perdagangan*. Pradnya Paramita, Jakarta
- Almilia, Luciana Spica dan Meliza, 2006, Prediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Go Public dengan Menggunakan Analisis Multinomial Logit, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. XII, No. 1:1-26 (spicaalmilia.files.wordpress.com/2007/04/artikel-financial-distress-arus-kas-multinomial.pdf, diakses 11 Maret 2008)
- Badan Pengawas Pasar Modal, 2004, *Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia*, (www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/kajian_pm/studi_pm_syariah.pdf, diakses 11 Maret 2008)
- Badan Pusat Statistik, 2008, Pertumbuhan Ekonomi Indonesia. *Berita Resmi Statistik*, 11(10/02): 1-2. (www.bps.go.id/releases/files/PDB-15feb08.pdf, diakses 05 April 2008)
- BEA, 2008, *Current-Dollar and "Real" Gross Domestic Product*, (www.bea.gov/national/xls/gdplev.xls, diakses 11 Maret 2008)
- Bodie, Zvi et. All, 2005, *Investment*, th6 Edition, McGraw-Hill Companies, Inc., Dalimunthe, Zuliani (penerjemah), 2006, *Investasi*, Buku 2. Edisi 6, Salemba Empat, Jakarta
- Bursa Efek Indonesia, 2006, *JSX Statistics 2006*, (<http://www.idx.co.id/JSXStatistics/QUARTERLY/tabid/185/lang/en-US/language/en-US/Default.asp>, diakses 21 April 2008)
- _____. (2007). *IDX Monthly Statistics*. Vol. 16 No. 12, hal. 42. (<http://www.idx.co.id/LinkClick.aspx?fileticket=BULS219Ab%2f%3d&tabid=184&mid=692&language=en-US>, diakses 21 April 2008)
- Bursa Malaysia, 2008, *Shariah Compliant Securities*, (http://www.klse.com.my/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market/ICM_Shariah.html, diakses 11 Maret 2008)
- _____, 2008, *The Islamic Capital Market*, (www.klse.com.my/website/bm/products_and_services/information_services/downloads/bm2ICM.pdf, diakses tanggal 05 April 2008)

- Dewan Syariah Nasional, 2008, *Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal*, (http://www.mui.or.id/mui_in/product_2/fatwa.php?id=48&pg=2, diakses 21 April 2008)
- Dow Jones Islamic Index, 2008, *Dow Jones Islamic Market Index Statistics*, (<http://www.djindexes.com/mdsidx/index.cfm?event=showIslamicStats#cmc>, diakses 11 Maret 2008)
- Engle, Robert, 2001, *GARCH 101: The Use of ARCH/GARCH Models in Applied Econometrics*, *Journal of Economic Perspectives*. Vol.15 Num. 4. ([www-stat.wharton.upenn.edu/~steele/Courses/434/434Context/GARCH/garch101\(ENGLE\).pdf](http://www-stat.wharton.upenn.edu/~steele/Courses/434/434Context/GARCH/garch101(ENGLE).pdf), diakses 05 April 2008)
- Fama dan French, 1992, *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2:427-465. (www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/French/The_CrossSection_of_Expected_Stock_Returns.pdf, diakses 21 April 2008)
- Hakim, Sam dan Manochehr Rashidian, 2004, *Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes*, (www.mafhoum.com/press4/136E15.pdf, diakses 05 April 2008)
- Halim, Abdul, 2005, *Analisis Investasi*, Salemba Empat, Jakarta
- Hanafi, Mamduh M dan Abdul Halim, 2005, *Analisis Laporan Keuangan*. AMP-YPKN, Yogyakarta
- Hasan, Ali, 2003, *Berbagai Macam Transaksi Dalam Islam; Fiqh Muamalah*, Cetakan 1. Rajawali Pers, Jakarta
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution, 2007. *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*, Kencana, Jakarta
- Husnan, Suad, 2001, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi 3, Cet. 2, AMP-YKPN, Yogyakarta
- Khajar, Ibnu, 2000, *Analisis Pengaruh Karakteristik Keuangan terhadap Market – Based Performances pada Industri Manufaktur yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta Periode 1994 – 2000*, Universitas Sultan Agung Semarang, (http://www.unissula.ac.id/lemlit/detail_abstraksi.asp?mID=%7BE2AB6A70-7A38-4EFC-B992-E906F0B1E261%7D, diakses 20 Maret 2008)

- Islamic Capital Market Task Force of The International Organization of Securities Commissions, 2004, *Islamic Capital Market Fact Finding Report*, (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD170.pdf>, diakses 11 Maret 2008)
- _____, 2006, *Collective Investment Schemes in Emerging Markets*, (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD222.pdf>, diakses 11 Maret 2008)
- Jogiyanto, 2003, *Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ke-3, Cet. I, BPFE, Yogyakarta
- Kleinbaum, David G et.al, 2002, *Logistic Regression: A Self-Learning Text*. E-book. th2 Edition. Springer, New York, (http://dc474shared.com/download/35718748/764c065/Kleinbaum_Klein_Logistic_Regression_A_SelfLearnign_Text.pdf?tsid=20080606-152201-29354308, diakses 21 April 2008)
- Kuncoro, Mudrajad, 2004, *Regresi Logistik dan Diskriminan*. (www.mudrajad.com/upload/Quantitative%20method/Kuliah%2009%20regresi%20logistik%20dan%20diskriminan.pdf, diakses 11 Maret 2008)
- Kurniawan, Todi, 2008, *Volatilitas Saham Syariah (Analisis Atas Jakarta Islamic Index)*, (www.karimconsulting.com/new/files/Artikel_08_Volatilitas.pdf, diakses tanggal 05 April 2008)
- Kusuma, Indra Wijaya, 1999, *Financial Performances and Characteristics: Comparisons of U.S Multinational and Domestic Firms*, *Gadjah Mada International Journal of Business*, Vol. 1, No.1, May 1999 : 11-28
- Nasarudin, Irsan dan Indra Surya, 2007, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Cet. IV, Kencana, Jakarta
- Namora, 2006, *Perbandingan Market Performance dan Karakteristik Keuangan Perusahaan Sektor Aneka Industri*. Tesis Program Pascasarjana Universitas Pelita Harapan Jakarta. (www.geocities.com/namora_id/files/Tesis-Namora-19040012.pdf, diakses 11 Maret 2008)
- Panutur, Sony Sintong, 2005, *Pengaruh Variabel Ekonomi Makro, Return Pasar, dan Karakteristik Industri Terhadap Kinerja Saham Industri Restoran, Hotel, Pariwisata, Printing, Advertising dan Media (Penelitian Empiris Di BEJ Periode 1998-2003)*, Tesis Program Pascasarjana

Universitas Indonesia Jakarta.(www.digilib.mmui.edu, diakses tanggal 11 Maret 2008)

PT. Financial Bisnis Indonesia, 2007, *FBI Benchmark Return*. (www.finansialbisnis.com/Benchmark/baru/FBR%20September%202007.pdf, diakses 05 April 2008)

Radcliffe, Robert C., 1997, *Investment Concepts, Analysis Strategy*, 5th Ed, Addison-Wesley Education Publishers Inc.

Samsul, Mohamad, 2006, *Pasar Modal dengan Manajemen Portofolio*. Erlangga, Surabaya

Santoso, Imam, 2003, *Fiqh Muamalah*, Cetakan 1, Pustaka Tarbiatuna, Jakarta

Securities Commission Malaysia, 2007, *List of Shariah Compliant Securities*, (http://www.sc.com.my/eng/html/icm/sas/syariah_0711.pdf), diakses 11 Maret 2008)

Shariah Advisory Council, 2008, *Islamic Capital Market FAQ*. (www.sc.com.my/eng/html/icm/icm_default.html, diakses 11 Maret 2008)

Sharpe, William dan Alexander, Gordon J. et.all, 2005, *Investasi*, Edisi Keenam, Jilid I, PT Indeks Kelompok Gramedia, Jakarta

Siddiqi, M., 2002, *Muslim Investor Find Faith in Stock Market*, (http://findarticles.com/p/articles/mi_m2742/is_2002_Sept/ai_n25054078/pg_1, diakses 21 April 2008)

Supranto, J., 2005. *Ekonometri*, Buku 1, Ghalia Indonesia, Bogor

Surya, Yohanes dan Yun Hariadi, 2003, *Kulminasi Prediksi Data Deret Waktu Keuangan Volatilitas dalam GARCH (1, 1)*, Bandung FE Institute, (www.ekonofisika.com/bfi/finan2.pdf , diakses tanggal 21 April 2008)

_____, 2004, *GARCH (2,1) pada LQ45*, (www.bandungfe.net/?go=xpc&&crp=44ce415a, diakses 21 April 2008)

- Syarief, Ahmad Azhar, 2008, *Evaluasi Satu Semester Penerbitan Efek Syariah Demi Penembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia*, (www.karimconsulting.com/new/files/Artikel_07_Evaluasi_DES.pdf, diakses 05 April 2008)
- Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, BPFE, Yogyakarta
- Wicaksono, Andri Krishnadi, 2006, *Pengaruh Variabel-Variabel Makro Ekonomi & Return PASAR Bulan Desember Terhadap Return Pasar Bulan Januari Untuk Melihat Fenomena January Effect di BEJ (Studi Empiris BEJ Januari 1989 -Januari 2006)*, Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Indonesia, (<http://digilib.mmui.edu/gdl.php?mod=browse&top=read&id=jkptmmui-gdl-s2-2006-andrikrish-8306&q=Rate>, diakses 11 Maret 2008)
- Winarno, Wing Wahyu, 2007, *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*, UPP-YPKN, Yogyakarta
- World Federation of Exchanges, 2008, *2007 Market Highlighth*, (<http://www.world-exchanges.org/publications/2007%20WFE%20Annual%20Report.pdf>, diakses 21 April 2008).

Lampiran 1: Karakteristik Keuangan Saham Syariah di Indonesia Pada Tahun 2007

No	Emiten	Akun								
		A. Lancar	K. Lancar	Laba. B	Ekuitas	T. Hutang	EPS	EPS (USD)	Price	Price (USD)
1	ADHI	3,952,657	3,268,544	111,601	531,234	3,787,812	62	0.0068	1082	0.118
2	ASII	19,474,163	21,343,163	6,519,273	26,962,594	31,511,736	1,610	0.1757	19582	2.137
3	BLTA	3,624,617	5,198,831	758,982	3,315,582	17,353,043	199	0.0217	1993	0.217
4	BNBR	4,195,126	3,353,229	223,358	4,907,458	7,247,847	8	0.0009	263	0.029
5	BUMI	11,036,619	7,785,782	7,230,168	10,281,280	12,991,267	395	0.0431	3312	0.361
6	GJTL	3,445,377	1,560,032	90,841	2,385,814	6,068,879	29	0.0032	522	0.057
7	INDF	11,766,665	12,776,365	980,357	7,126,596	18,675,908	339	0.0370	2054	0.224
8	INKP	6,886,818	5,377,933	841,527	17,849,571	32,436,118	156	0.0170	963	0.105
9	INTP	2,248,589	759,613	983,688	6,926,008	3,068,564	267	0.0292	6449	0.704
10	ISAT	10,794,127	11,658,581	2,042,043	16,544,730	28,462,986	376	0.0410	7102	0.775
11	KLBF	3,760,008	754,629	705,694	3,386,862	121,188	112	0.0122	1265	0.138
12	LSIP	1,005,778	833,347	564,034	2,315,027	1,623,113	413	0.0451	7927	0.865
13	MEDC	6,810,764	3,460,185	59,972	4,808,210	13,704,164	19	0.0021	4014	0.438
14	PGAS	3,715,443	3,169,415	1,572,565	6,307,978	13,184,099	346	0.0378	11460	1.251
15	PTBA	3,080,350	695,010	760,207	2,799,118	1,116,799	330	0.0360	6996	0.763
16	SMCB	1,460,971	1,098,383	169,410	2,257,357	4,950,893	22	0.0024	1059	0.116
17	TLKM	15,978,095	20,674,629	12,857,018	33,748,579	39,005,419	644	0.0703	10195	1.113
18	UNSP	1,427,343	449,844	206,575	2,385,206	1,924,315	70	0.0077	1667	0.182
19	UNTR	5,965,963	5,253,733	1,493,037	5,733,335	7,216,432	524	0.0572	9060	0.989
20	UNVR	2,694,667	2,428,128	1,964,652	2,692,141	2,639,287	257	0.0280	6481	0.707

Nilai Tukar Tahun 2007 : Rp. 9163 / 1USD (Sumber: Statistik Bank Indonesia)

Lampiran 2: CR, ROE, DER dan PER Saham Syariah di Indonesia

No	Emiten	Rasio			
		CR	ROE	DER	PER
1	ADHI	1.209	0.210	7.130	17.460
2	ASII	0.912	0.242	1.169	12.163
3	BLTA	0.697	0.229	5.234	10.016
4	BNBR	1.251	0.046	1.477	31.961
5	BUMI	1.418	0.703	1.264	8.391
6	GJTL	2.209	0.038	2.544	18.004
7	INDF	0.921	0.138	2.621	6.059
8	INKP	1.281	0.047	1.817	6.184
9	INTP	2.960	0.142	0.443	24.135
10	ISAT	0.926	0.123	1.720	18.899
11	KLBF	4.983	0.208	0.036	11.299
12	LSIP	1.207	0.244	0.701	19.193
13	MEDC	1.968	0.012	2.850	208.562
14	PGAS	1.172	0.249	2.090	33.120
15	PTBA	4.432	0.272	0.399	21.199
16	SMCB	1.330	0.075	2.193	48.125
17	TLKM	0.773	0.381	1.156	15.828
18	UNSP	3.173	0.087	0.807	23.705
19	UNTR	1.136	0.260	1.259	17.290
20	UNVR	1.110	0.730	0.980	25.220

Lampiran 3: Karakteristik Keuangan Saham Syariah di Malaysia Pada Tahun 2007

No	Saham	Akun								
		A. Lancar	K. Lancar	Laba. B	Ekuitas	T. Hutang	EPS	EPS (USD)	Price	Price (USD)
1	BERNAS	867,782	319,308	107,343	1,012,604	410,715	0.2200	0.0650	2.07	0.61
2	DBHD	187,625	141,152	(15,975)	126,589	168,960	(0.0171)	(0.0051)	0.37	0.11
3	DIGI	937,426	1,726,055	1,062,595	1,577,645	2,299,846	1.4170	0.4189	21.16	6.25
4	DIJACOR	558,821	227,076	55,749	680,212	407,900	0.1872	0.0553	1.26	0.37
5	KFC	331,642	257,486	105,543	608,941	397,187	0.5260	0.1555	6.35	1.88
6	KHSB	729,507	586,571	26,611	497,662	828,123	0.0467	0.0138	0.73	0.22
7	KUB	466,882	347,163	(88,800)	309,106	383,221	(0.1401)	(0.0414)	0.75	0.22
8	LKT	77,820	2,226	(12,732)	97,589	3,188	(0.1839)	(0.0544)	2.82	0.83
9	MMC	5,763,005	2,942,799	861,043	8,667,602	24,231,376	0.1810	0.0535	6.82	2.02
10	MRCB	1,283,152	576,325	43,877	774,389	1,331,875	0.0470	0.0139	2.31	0.68
11	NCB	807,282	170,094	151,307	1,731,866	284,174	0.3220	0.0952	2.94	0.87
12	NESTLE	939,353	869,761	292,042	637,259	965,891	1.2500	0.3695	24.72	7.31
13	NPC	44,249	52,053	35,911	196,921	102,354	0.2766	0.0818	2.08	0.61
14	ORIENT	2,731,199	936,999	389,636	3,710,918	982,711	0.2611	0.0772	5.86	1.73
15	PETDAG	4,536,519	4,126,108	193,967	3,751,865	4,255,153	0.1940	0.0574	7.64	2.26
16	PETRA	360,682	232,048	50,918	256,572	254,693	0.2611	0.0772	4.23	1.25
17	PLUS	2,547,550	1,839,555	1,247,648	5,349,708	10,543,297	0.2496	0.0738	3.13	0.93
18	POSHLDG	482,460	380,093	(33,660)	859,391	387,753	(0.0600)	(0.0177)	3.63	1.07
19	PPB	1,747,111	327,665	7,002,512	11,567,053	416,992	0.4200	0.1242	8.15	2.41
20	SCOMI	1,232,006	778,127	282,155	948,275	1,748,692	0.2559	0.0757	1.37	0.41
21	SHELL	2,844,025	904,216	593,218	2,406,005	1,608,026	1.9774	0.5846	10.89	3.22
22	SIME	17,418,900	8,109,200	1,544,900	20,202,500	13,088,200	0.2449	0.0724	9.94	2.94
23	SUNRISE	439,498	348,075	94,519	694,548	649,525	0.2193	0.0648	3.07	0.91
24	TAANN	276,132	227,327	95,427	686,518	431,482	0.4500	0.1330	8.75	2.59
No	Saham	A. Lancar	K. Lancar	Laba. B	Ekuitas	T. Hutang	EPS	EPS (USD)	Price	Price (USD)

Lampiran 3: Karakteristik Keuangan Saham Syariah di Malaysia Pada Tahun 2007

25	TM	10,118,000	11,422,200	2,631,600	20,651,500	23,569,800	0.7440	0.2199	10.47	3.10
26	TRC	325,075	110,301	30,047	222,590	161,111	0.2250	0.0665	1.90	0.56
27	UEMWRLD	4,573,034	3,443,498	939,192	3,959,673	5,538,237	0.5327	0.1575	3.73	1.10
28	UMLAND	728,125	199,176	59,951	919,702	361,128	0.1960	0.0579	2.21	0.65
29	YTL	13,022,259	5,479,250	688,369	11,298,639	24,356,083	0.2757	0.0815	7.56	2.24
30	YTLPOWR	8,705,094	3,076,599	480,609	6,240,930	19,085,377	0.0943	0.0279	2.39	0.71
Nilai Tukar Tahun 2007 : RM. 3.383 / 1USD (Sumber: Bank Central Malaysia)										

Lampiran 4: CR, ROE, DER dan PER Saham Syariah di Malaysia

No	Saham	Rasio			
		CR	ROE	DER	PER
1	BERNAS	2.718	0.106	0.406	9.431
2	DBHD	1.329	-0.126	1.335	-21.725
3	DIGI	0.543	0.674	1.458	14.930
4	DIJACOR	2.461	0.082	0.600	6.740
5	KFC	1.288	0.173	0.652	12.080
6	KHSB	1.244	0.053	1.664	15.651
7	KUB	1.345	-0.287	1.240	-5.349
8	LKT	34.960	-0.130	0.033	-15.308
9	MMC	1.958	0.099	2.796	37.679
10	MRCB	2.226	0.057	1.720	49.238
11	NCB	4.746	0.087	0.164	9.128
12	NESTLE	1.080	0.458	1.516	19.772
13	NPC	0.850	0.182	0.520	7.508
14	ORIENT	2.915	0.105	0.265	22.460
15	PETDAG	1.099	0.052	1.134	39.397
16	PETRA	1.554	0.198	0.993	16.199
17	PLUS	1.385	0.233	1.971	12.548
18	POSHLDG	1.269	-0.039	0.451	-60.575
19	PPB	5.332	0.605	0.036	19.394
20	SCOMI	1.583	0.298	1.844	5.367
21	SHELL	3.145	0.247	0.668	5.508
22	SIME	2.148	0.076	0.648	40.608
23	SUNRISE	1.263	0.136	0.935	14.001
24	TAANN	1.215	0.139	0.629	19.436
25	TM	0.886	0.127	1.141	14.079
26	TRC	2.947	0.135	0.724	8.460
27	UEMWRLD	1.328	0.237	1.399	7.002
28	UMLAND	3.656	0.065	0.393	11.264
29	YTL	2.377	0.061	2.156	27.422
30	YTLPOWR	2.829	0.077	3.058	25.363

Lampiran 5: Sharpe's Measure Saham Syariah di Indonesia

Keterangan	Emiten										IHSG
	ADHI	ASII	BLTA	BNBR	BUMI	GJTL	INDF	INKP	INTP	ISAT	
Excess Return	-0.0003	0.0011	0.0002	0.0015	0.0063	-0.0018	0.0015	-0.0003	0.0005	0.0000	0.0008
Standard Deviasi	0.0296	0.0280	0.0304	0.0350	0.0381	0.0244	0.0299	0.0295	0.0295	0.0290	0.0173
Keterangan	Emiten										
	KLBF	LSIP	MEDC	PGAS	PTBA	SMCB	TLKM	UNSP	UNTR	UNVR	
Excess Return	-0.0010	0.0008	-0.0005	0.0004	0.0033	0.0016	-0.0005	0.0018	0.0019	-0.0001	
Standard Deviasi	0.0197	0.0292	0.0335	0.0349	0.0362	0.0337	0.0215	0.0367	0.0282	0.0228	

Keterangan	Emiten										
	ADHI	ASII	BLTA	BNBR	BUMI	GJTL	INDF	INKP	INTP	ISAT	
Sharpe's Measure	-0,0118	0,0399	0,0060	0,0439	0,1653	-0,0720	0,0517	-0,0099	0,0160	-0,0017	
Expected Return	-0,0001	0,0013	0,0004	0,0018	0,0065	-0,0015	0,0018	-0,0001	0,0007	0,0002	
CAPM	0,0011	0,0011	0,0011	0,0011	0,0013	0,0008	0,0011	0,0009	0,0009	0,0010	
Nilai Saham	Over	Under	Over	Under	Under	Over	Under	Over	Over	Over	
Keterangan	Emiten										
	KLBF	LSIP	MEDC	PGAS	PTBA	SMCB	TLKM	UNSP	UNTR	UNVR	
Sharpe's Measure	-0,0517	0,0269	-0,0146	0,0113	0,0909	0,0477	-0,0213	0,0491	0,0678	-0,0042	
Expected Return	-0,0008	0,0010	-0,0003	0,0006	0,0035	0,0018	-0,0002	0,0020	0,0021	0,0001	
CAPM	0,0007	0,0010	0,0012	0,0010	0,0013	0,0010	0,0009	0,0013	0,0010	0,0008	
Nilai Saham	Over	Under	Over	Over	Under	Under	Over	Under	Under	Over	
Sharpe's Measure Pasar				0,0436	Jumlah Saham yang Undervalued				9	45%	
Expected Return Pasar				0,0010	Jumlah Saham yang Overvalued				11	55%	
CAPM Pasar				0,0002	Total				30	100%	

Lampiran 6: Sharpe's Measure Saham Syariah di Malaysia

Keterangan	Emiten									
	BERNAS	DBHD	DIGI	DIJACOR	KFC	KHSB	LKT	MRCB	MMC	NCB
Excess Return	-0.0004	0.0015	0.0013	0.0014	0.0003	0.0035	-0.0001	0.0006	-0.0010	0.0007
Standard Deviasi	0.0165	0.0676	0.0220	0.0318	0.0205	0.0849	0.0305	0.0472	0.0400	0.0139
Keterangan	Emiten									
	NESTLE	NPC	ORIENT	PETDAG	PETRA	PLUS	POSHLDG	PPB	SCOMI	SHELL
Excess Return	0.0003	0.0012	0.0007	0.0016	0.0011	0.0003	-0.0034	0.0018	-0.0002	0.0000
Standard Deviasi	0.0222	0.0357	0.0195	0.0180	0.0275	0.0152	0.0285	0.0214	0.0373	0.0141
Keterangan	Emiten									
	SIME	SUNRISE	TAANN	TM	TRC	UMLAND	YTL	YTLPOWR	KUB	UMWRDL
Excess Return	0.0006	0.0000	-0.0013	0.0001	0.0006	0.0004	0.0002	0.0004	-0.0007	-0.0022
Standard Deviasi	0.0222	0.0289	0.0210	0.0180	0.0340	0.0385	0.0219	0.0146	0.0540	0.0437

Keterangan	Emiten										
	BERNAS	DBHD	DIGI	DIJACOR	KFC	KHSB	LKT	MRCB	MMC	NCB	
Sharpe's Measure	-0,0262	0,0216	0,0601	0,0437	0,0136	0,0417	-0,0017	0,0138	-0,0240	0,0478	
Expected Return	-0,0003	0,0016	0,0014	0,0015	0,0004	0,0036	0,0000	0,0007	-0,0009	0,0008	
CAPM	0,0001	-0,0004	0,0002	0,0001	0,0001	-0,0007	0,0001	0,0002	-0,0003	0,0001	
Nilai Saham	Over	Under	Under	Under	Under	Under	Over	Under	Over	Under	
Keterangan	Emiten										
	NESTLE	NPC	ORIENT	PETDAG	PETRA	PLUS	POSHLDG	PPB	SCOMI	SHELL	
Sharpe's Measure	0,0134	0,0344	0,0336	0,0861	0,0388	0,0218	-0,1182	0,0842	-0,0043	-0,0022	
Expected Return	0,0004	0,0013	0,0007	0,0016	0,0012	0,0004	-0,0033	0,0019	-0,0001	0,0001	
CAPM	0,0001	0,0002	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	-0,0003	0,0002	0,0001	0,0001	
Nilai Saham	Under	Under	Under	Under	Under	Under	Over	Under	Over	Over	
Keterangan	Emiten										
	SIME	SUNRISE	TAANN	TM	TRC	UMLAND	YTL	YTLPOWR	KUB	UMWRDL	
Sharpe's Measure	0,0275	-0,0005	-0,0595	0,0038	0,0170	0,0103	0,0098	0,0283	-0,0133	-0,0504	
Expected Return	0,0007	0,0001	-0,0012	0,0002	0,0007	0,0005	0,0003	0,0005	-0,0006	-0,0021	
CAPM	0,0001	0,0001	-0,0002	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	-0,0020	-0,0051	
Nilai Saham	Under	Over	Over	Under	Under	Under	Under	Under	Under	Under	
Sharpe's Measure Pasar					-0,03553	Jumlah Saham yang Undervalued				22	73%
Expected Return Pasar					-0,00037	Jumlah Saham yang Overvalued				8	27%
CAPM Pasar					0,00009	Total				30	100%

Lampiran 7: Output Uji Binary Logistik Indonesia

BLOCK 0 : BEGINNING BLOCK

Variables not in the Equation

			Score	df	Sig.
Step 0	Variables	CR	,000	1	1,000
		ROE	,028	1	,867
		DER	1,997	1	,158
		PER	,574	1	,449
Overall Statistics			2,901	4	,575

BLOCK 1 : METHOD ENTER

Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	3,685	4	,450
	Block	3,685	4	,450
	Model	3,685	4	,450

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	23,841 ^a	,168	,225

a. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than ,001.

Classification Table

			Predicted		
			Nilai Saham		Percentage Correct
			Overvalued	Undervalued	
Step 1	Nilai Saham	Overvalued	7	4	63,6
		Undervalued	4	5	55,6
Overall Percentage					60,0

a. The cut value is ,500

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1	CR	-,443	,501	,780	1	,377	,642
	ROE	-1,555	2,711	,329	1	,566	,211
	DER	-,834	,688	1,468	1	,226	,434
	PER	-,009	,020	,215	1	,643	,991
	Constant	2,564	2,124	1,457	1	,227	12,988

a. Variable(s) entered on step 1: CR, ROE, DER, PER.

Lampiran 8: Output Uji Binary Logistik Malaysia

BLOCK 0 : BEGINNING BLOCK

Variables not in the Equation

			Score	df	Sig.
Step 0	Variables	CR	,247	1	,619
		ROE	,109	1	,741
		DER	,427	1	,513
		PER	,541	1	,462
Overall Statistics			,792	4	,940

BLOCK 1 : METHOD ENTER

Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	,882	4	,927
	Block	,882	4	,927
	Model	,882	4	,927

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	33,913 ^a	,029	,042

a. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than ,001.

Classification Table

Observed			Predicted		
			Nilai Saham		Percentage Correct
			Overvalued	Undervalued	
Step 1	Nilai Saham	Overvalued	0	8	,0
		Undervalued	0	22	100,0
Overall Percentage					73,3

a. The cut value is ,500

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1	CR	,035	,129	,073	1	,787	1,036
	ROE	-,318	2,314	,019	1	,891	,728
	DER	-,192	,592	,105	1	,745	,825
	PER	-,012	,026	,232	1	,630	,988
	Constant	1,356	1,005	1,821	1	,177	3,879

a. Variable(s) entered on step 1: CR, ROE, DER, PER.

Lampiran 9: Output Uji Regresi untuk Indonesia

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			Unstandardized Residual
N			15
Normal Parameters ^{a,b}	Mean		,0000000
	Std. Deviation		,05469573
Most Extreme Differences	Absolute		,213
	Positive		,137
	Negative		-,213
Kolmogorov-Smirnov Z			,825
Asymp. Sig. (2-tailed)			,504

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,646 ^a	,417	,184	,06472	1,244

a. Predictors: (Constant), Rate of Risk Free Asset, Inflasi, Nilai tukar, Composite Index

b. Dependent Variable: Return

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,030	4	,007	1,788	,208 ^a
	Residual	,042	10	,004		
	Total	,072	14			

a. Predictors: (Constant), Rate of Risk Free Asset, Inflasi, Nilai tukar, Composite Index

b. Dependent Variable: Return

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
		B	Std. Error	Beta				
1	(Constant)	,849	,862		,985	,348		
	Inflasi	,010	,028	,120	,339	,742	,651	1,536
	Nilai tukar	,000	,000	-,412	-1,155	,275	,641	1,560
	Composite Index	,91E-005	,000	,457	1,079	,306	,454	2,204
	Rate of Risk Free As	,002	,034	,019	,051	,961	,582	1,719

a. Dependent Variable: absu

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	2,326	1,354		1,718	,117		
	Inflasi	-,044	,044	-,297	-,991	,345	,651	1,536
	Nilai tukar	,000	,000	-,525	-1,741	,112	,641	1,560
	Composite Index	,98E-005	,000	,401	1,118	,290	,454	2,204
	Rate of Risk Free As	-,027	,053	-,159	-,502	,626	,582	1,719

a. Dependent Variable: Return

Lampiran 10: Output Uji Regresi untuk Malaysia

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

			Unstandardized Residual
N			15
Normal Parameters ^{a,b}	Mean		,0000000
	Std. Deviation		,04393146
Most Extreme Differences	Absolute		,175
	Positive		,086
	Negative		-,175
Kolmogorov-Smirnov Z			,676
Asymp. Sig. (2-tailed)			,751

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,713 ^a	,509	,312	,05198	2,076

a. Predictors: (Constant), Rate of Risk Free Assets, Composite Index, Nilai Tukar, Inflasi

b. Dependent Variable: Return

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,028	4	,007	2,587	,102 ^a
	Residual	,027	10	,003		
	Total	,055	14			

a. Predictors: (Constant), Rate of Risk Free Assets, Composite Index, Nilai Tukar, Inflasi

b. Dependent Variable: Return

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,570	,476		-1,199	,258		
	Inflasi	,002	,050	,013	,038	,971	,613	1,630
	Nilai Tukar	,138	,085	,527	1,619	,137	,691	1,446
	Composite Index	3,51E-005	,000	,096	,261	,799	,540	1,853
	Rate of Risk Free Assets	,026	,127	,060	,205	,842	,851	1,176

a. Dependent Variable: absu

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-1,254	,852		-1,473	,172		
	Inflasi	-,099	,089	-,314	-1,109	,294	,613	1,630
	Nilai Tukar	,391	,152	,684	2,565	,028	,691	1,446
	Composite Index	,000	,000	,196	,649	,531	,540	1,853
	Rate of Risk Free Assets	-,070	,228	-,074	-,306	,766	,851	1,176

a. Dependent Variable: Return

Lampiran 11: Lampiran CD dan Virtual

Keseluruhan lampiran secara lengkap, termasuk tahapan-tahapan perhitungan *sharpe's measure*, beserta beberapa dokumen yang dijadikan referensi dalam penelitian ini disertakan dalam bentuk CD. File lampiran dalam CD juga bisa diunduh melalui *link-link* berikut ini:

1. http://rapidshare.com/files/142816643/Lampiran_Skripsi_Rofiq__Studi_Komparatif_terhadap_Kinerja_Saham_Syariah_di_Indonesia_dan_Malaysia_.r.html
2. http://www.4shared.com/file/61824023/832cf524/Lampiran_Skripsi_Rofiq__Studi_Komparatif_terhadap_Kinerja_Saham_Syariah_di_Indonesia_dan_Malaysia_.html
3. <http://rofiqrahmat.multiply.com/journal/item/2/Lampiran>