

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu

Beberapa hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan topik penelitian ini adalah:

1. Rizaldi Muh. Rizky (2008) dengan judul “*Analisis Pengaruh Indeks Saham Syariah Malaysia, Jepang, Inggris, dan Amerika Serikat Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Bursa Efek Indonesia (periode pengamatan satu tahun diterbitkannya ISSI)*”. Variabel dalam penelitian ini meliputi indeks saham syariah malaysia, indeks saham syariah jepang, indeks saham syariah inggris, indeks saham syariah amerika serikat. Metode yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan uji statistik regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa indeks saham syariah malaysia dan amerika serikat berpengaruh signifikan positif terhadap ISSI, sedangkan indeks saham syariah inggris berpengaruh signifikan negatif terhadap ISSI. Jadi bagi investor sebaiknya melihat pergerakan saham syariah ketiga negara tersebut sebelum menyusun portofolio. Untuk saham syariah jepang tidak berpengaruh signifikan terhadap ISSI. Hal ini memberikan peluang untuk investor melakukan diversifikasi portofolio.
2. Rofiq Abdur (2008) dengan judul “*Studi Komparatif Terhadap Kinerja Saham Syariah di Indonesia dan Malaysia*”. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi *current ratio*, *return on equity*, *debt equity ratio*, *price*

earning ratio, sharpe's measure, volatilitas saham, risk free asset, composite index, inflasi dan nilai tukar. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji beda statistik yaitu Independent Sample t-test. Hasil penelitian menunjukkan bahwa CR dan ROE saham syariah di Indonesia tidak mempunyai perbedaan sedangkan DER dan PER mempunyai rata-rata yang berbeda. Perbedaan tersebut diduga terletak pada tingkat rentabilitas perusahaan. Secara keseluruhan hasil penelitian ini menyatakan bahwa saham syariah di Indonesia kalah berkembang dibandingkan Malaysia. Selain itu, perkembangan saham secara keseluruhan di Indonesia lebih baik dibandingkan di Malaysia.

3. Yahya Mohd. Dkk. (2009) dengan judul "*Analisis Perkembangan Pasaran Saham Islam di Malaysia*". Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi ketentuan oleh SAC baik kuantitatif atau kualitatif parameter. Penelitian ini merupakan penelitian kualitatif yang menganalisis perkembangan saham islam di Malaysia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perkembangan saham syariah di Malaysia sangat pesat. Terbukti bahwa terdapat tiga bagian di pasaran saham malaysia, yaitu saham syariah di papan utama (KLSI), saham syariah di papan kedua, dan saham syariah di MESDAQ.
4. Kartika Andi (2010) dengan judul "*Volatilitas Harga Saham di Indonesia dan Malaysia*". Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *ARCH/GARCH Model*. Menyimpulkan bahwa indeks harga saham di Indonesia maupun Malaysia yaitu IHSG dan KLCI bisa dikatakan tidak ada

perbedaan yang mencolok. Hal ini nampak dari kinerja saham keduanya yang berupa trend pertumbuhan indeks yang sama-sama mengalami penurunan. Tetapi penurunan IHSG lebih kecil dibanding KLCI, begitupun bila dilihat dari *return* saham, masih lebih tinggi IHSG dibanding KLCI. Dari hasil analisis di atas bisa disimpulkan bahwa kedua indeks harga hanya mempunyai efek ARCH. Hal ini berarti bahwa pergerakan IHSG dan KLCI hanya dipengaruhi oleh volatilitas harga saham saat ini saja tanpa dipengaruhi oleh volatilitas harga saham periode sebelumnya.

5. Hanafi M. Syafiq (2011) dengan judul "*Perbandingan Kriteria Syariah pada Indeks Saham Syariah Indonesia, Malaysia dan Dow Jones*". Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi kriteria penerbitan syariah di Indonesia, Malaysia dan Amerika. Penelitian ini merupakan penelitian kualitatif yang membandingkan kriteria syariah saham-saham di Indonesia, Malaysia, dan Dow Jones. Hasil penelitian menunjukkan bahwa seleksi kriteria perusahaan syariah di Indonesia, Malaysia dan Dow Jones mencakup dua hal, yaitu kriteria obyek usaha dan kriteria kuantitatif (akuntansi). Penetapan kriteria ini didasarkan pada pendapat ulama setempat dengan melihat kondisi perusahaan masing-masing negara. Perbedaan kriteria masing-masing indeks merujuk pada pendapat fuqaha yang beragam.
6. Dewi Miranti Kartika dan Ilham Reza Ferdian (2012) dengan judul "*Evaluating Performance of Islamic Mutual Funds in Indonesia and Malaysia*". Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Model Sharpe, Treynor, Jensen, Snail Trail* dan *Market Timing*. Hasil penelitian ini

menunjukkan bahwa reksadana syariah Malaysia lebih unggul daripada reksadana syariah Indonesia meskipun pada kondisi krisis ekonomi global.

7. Aryanto Agus (2013) dengan judul "*Perbandingan Portofolio Saham dengan Model Indeks Tunggal antara JII dengan FTSE Bursa Malaysia EMAS Syariah Index di Malaysia Periode Tahun 2010-2012*". Metode yang digunakan adalah kuantitatif deskriptif. Menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan antara beta 15 saham kandidat di JII dengan beta 16 saham kandidat portofolio di FBMS. Rata-rata beta saham kandidat lebih tinggi (0,953) dibandingkan rata-rata *return* saham non kandidat (0,561). Jadi portofolio optimal dibentuk oleh saham yang mempunyai *return* tertinggi pada tingkat risiko yang relatif sama.
8. Liyanasari Rininta (2014) dengan judul "*Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio Optimal pada Saham Syariah Indonesia dan Saham Syariah Malaysia Periode 2009-2012*". Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah Model *Indeks Sharpe*, *Indeks Treynor* dan *Indeks Jensen*. Menyimpulkan bahwa hipotesis alternatif diterima yang berarti terdapat perbedaan signifikan antara kinerja portofolio optimal saham syariah Indonesia dan saham syariah Malaysia baik diukur berdasarkan model *indeks sharpe*, *indeks treynor* dan *indeks Jensen*. Dan dari hasil uji statistik didapatkan hasil bahwa kinerja saham syariah Indonesia lebih rendah dari kinerja saham syariah Malaysia.

Tabel 2.1
Matriks Penelitian Terdahulu

No	Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel	Metodologi Penelitian	Hasil
1	Rizaldi Muh. Rizky, (2008) “ <i>Analisis Pengaruh Indeks Saham Syariah Malaysia, Jepang, Inggris, dan Amerika Serikat Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Bursa Efek Indonesia (periode pengamatan satu tahun diterbitkannya ISSI)</i> ”.	indeks saham syariah malaysia, indeks saham syariah jepang, indeks saham syariah inggris, indeks saham syariah amerika serikat	Kuantitatif -uji statistik regresi linier berganda	menunjukkan bahwa Indeks Saham Syariah Malaysia dan Amerika Serikat berpengaruh signifikan positif terhadap ISSI, Sedangkan Indeks Saham Syariah Inggris berpengaruh signifikan negatif terhadap ISSI.
2	Rofiq Abdur, (2008) “ <i>Study Komparatif Terhadap Kinerja Saham Syariah di Indonesia dan Malaysia</i> ”.	<i>current ratio, return on equity, debt equity ratio, price earning ratio, sharpe’s measure, volatilitas saham, risk free asset, composite index, inflasi dan nilai tukar</i>	Kuantitatif - uji beda statistik yaitu <i>Independent Sample T-Test</i>	menunjukkan bahwa CR dan ROE saham syariah di Indonesia tidak mempunyai perbedaan sedangkan DER dan PER mempunyai rata-rata yang berbeda. Perbedaan tersebut diduga terletak pada tingkat rentabilitas perusahaan. Secara keseluruhan hasil penelitian ini menyatakan bahwa saham syariah di Indonesia kalah berkembang dibandingkan Malaysia. Selain itu, perkembangan saham secara keseluruhan di Indonesia lebih baik

				dibandingkan di Malaysia.
3	Yahya Mohd. Dkk, (2009) “ <i>Analisis Perkembangan Pasaran Saham Islam di Malaysia</i> ”	ketentuan oleh SAC baik kuantitatif atau kualitatif parameter	Kualitatif	menunjukkan bahwa perkembangan saham syariah di Malaysia sangat pesat. Terbukti bahwa terdapat tiga bagian di pasaran saham Malaysia, yaitu saham syariah di papan utama (KLSI), saham syariah di papan kedua, dan saham syariah di MESDAQ.
4	Kartika Andi, (2010) “Volatilitas Harga Saham di Indonesia dan Malaysia”		ARCH/GARCH Model	indeks harga saham di Indonesia maupun Malaysia yaitu IHSG dan KLCI bisa dikatakan tidak ada perbedaan yang mencolok. Hal ini nampak dari kinerja saham keduanya yang berupa trend pertumbuhan indeks yang sama-sama mengalami penurunan. Tetapi penurunan IHSG lebih kecil dibanding KLCI, begitupun bila dilihat dari <i>return</i> saham, masih lebih tinggi IHSG dibanding KLCI. Dari hasil analisis di atas bisa disimpulkan bahwa kedua indeks harga hanya mempunyai efek ARCH. Hal ini berarti bahwa pergerakan IHSG dan KLCI hanya dipengaruhi oleh

				volatilitas harga saham saat ini saja tanpa dipengaruhi oleh volatilitas harga saham periode sebelumnya.
5	Hanafi M. Syafiq, (2011) <i>“Perbandingan Kriteria Syariah pada Indeks Saham Syariah Indonesia, Malaysia dan Dow Jones”</i>	kriteria penerbitan syariah di Indonesia, Malaysia dan Amerika.	kualitatif	menunjukkan bahwa seleksi kriteria perusahaan syariah di Indonesia, Malaysia dan Dow Jones mencakup dua hal, yaitu kriteria obyek usaha dan kriteria kuantitatif (akuntansi). Penetapan kriteria ini didasarkan pada pendapat ulama setempat dengan melihat kondisi perusahaan masing-masing negara. Perbedaan kriteria masing-masing indeks merujuk pada pendapat fuqaha yang beragam.
6	Dewi Miranti Kartika dan Ilham Reza Ferdian, (2012) <i>“Evaluating Performance of Islamic Mutual Funds in Indonesia and Malaysia”</i>		Kualitatif - <i>Model Sharpe, Treynor, Jensen, Snail Trail dan Market Timing</i>	menunjukkan bahwa reksadana syariah Malaysia lebih unggul daripada reksadana syariah Indonesia meskipun pada kondisi krisis ekonomi global.
8	Aryanto Agus, (2013) <i>“Perbandingan Portofolio Saham dengan Model Indeks Tunggal antara JII dengan FTSE</i>		kuantitatif deskriptif	bahwa terdapat perbedaan antara beta 15 saham kandidat di JII dengan beta 16 saham kandidat portofolio di FBMS. Rata-rata beta saham kandidat lebih

	<i>Bursa Malaysia EMAS Syariah Index di Malaysia Periode Tahun 2010-2012</i>			tinggi (0,953) dibandingkan rata-rata <i>return</i> saham non kandidat (0,561). Jadi portofolio optimal dibentuk oleh saham yang mempunyai <i>return</i> tertinggi pada tingkat risiko yang relatif sama.
9	Liyanasari Rininta (2014) “Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio Optimal pada Saham Syariah Indonesia dan Saham Syariah Malaysia Periode 2009-2012”		Model <i>Indeks Sharpe</i> , <i>Indeks Treynor</i> dan <i>Indeks Jensen</i>	terdapat perbedaan signifikan antara kinerja portofolio optimal saham syariah Indonesia dan saham syariah Malaysia baik diukur berdasarkan model <i>indeks sharpe</i> , <i>indeks treynor</i> dan <i>indeks Jensen</i> . Dan dari hasil uji statistic didapatkan hasil bahwa kinerja saham syariah Indonesia lebih rendah dari kinerja saham syariah Malaysia.

Sumber: Data diolah peneliti

Hasil-hasil penelitian tersebut dapat dibandingkan perbedaan dan persamaannya dengan penelitian ini, yaitu:

1. Dari segi tujuan

Persamaan terdapat pada inti dari beberapa penelitian terdahulu yang ada yaitu untuk mengetahui kinerja saham-saham syariah baik di Indonesia sendiri atau Malaysia sendiri atau bahkan keduanya.

Adapun perbedaan juga terdapat pada inti dari tujuan penelitian ini yaitu untuk mengetahui kinerja dari saham syariah di Indonesia dan Malaysia serta untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan di antara keduanya.

2. Segi objek

Objek dari penelitian di atas bermacam-macam, namun kesemuanya fokus pada pasar modal syariah seperti saham syariah, reksadana saham syariah, indeks saham syariah, dan lain-lain.

Penelitian ini lebih spesifik pada saham syariah di Indonesia yang tergabung di JII dan saham syariah Malaysia yang tergabung dalam FBMS.

3. Segi metode analisis

Metode pada penelitian ini mengadopsi beberapa metode yang ada pada penelitian selanjutnya.

Perbedaannya terdapat pada jumlah metode yang digunakan.

4. Segi tempat

Tempat atau lokasi penelitian ini sama-sama terdapat pada Indonesia dan Malaysia atau Indonesia saja atau Malaysia saja.

5. Segi waktu

Waktu yang digunakan pada penelitian terdahulu adalah berkisar pada tahun 2008-2012.

Adapun perbedaan dengan penelitian ini adalah memakai tahun terbaru yaitu 2011-2013.

Tabel 2.2
Persamaan dan Perbedaan Penelitian Terdahulu dengan Penelitian Sekarang

Keterangan	Persamaan	Perbedaan
Tujuan	Untuk mengetahui kinerja saham-saham syariah di Indonesia dan saham-saham syariah di Malaysia	Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan antara kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia
Objek	Meneliti saham-saham yang tergabung dalam JII dan FBM EMAS Syariah Index	Penelitian ini Meneliti saham-saham yang tergabung dalam JII dan FBM EMAS Syariah Index
Analisis	Menggunakan metode <i>Indeks Sharpe, Treynor, Jensen</i>	Menggabungkan lebih banyak metode menjadi 6 jenis metode yang berbeda yaitu <i>Indeks Sharpe, Treynor, Jensen, Appraisal Ratio, Snail Trail</i>
Tempat	Meneliti di BEI dan Bursa Malaysia	Meneliti di BEI dan Bursa Malaysia
Periode	Berkisar antara tahun 2008-2012	Periode terbaru yaitu 2011-2013

Sumber: Data diolah peneliti

2.2 Kajian Teoritis

2.2.1 Investasi

Menurut Huda dan Nasution (2008:7), menjelaskan bahwa kata investasi merupakan kata adopsi dari bahasa Inggris, yaitu *investment*. Kata *invest* sebagai kata dasar dari *investment* memiliki arti menanam. Dalam Kamus Istilah Pasar Modal dan Keuangan, kata investasi diartikan sebagai penanaman uang atau modal dalam suatu perusahaan atau proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan.

Sedangkan Tandelilin (2010:2), mendefinisikan bahwa investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang. Istilah investasi bisa berkaitan dengan berbagai macam aktivitas. Menginvestasikan sejumlah dana pada aset real (tanah, emas, mesin atau bangunan) maupun aset finansial (deposito, saham ataupun obligasi) merupakan aktivitas yang umumnya dilakukan. Bagi investor yang lebih pintar dan lebih berani menanggung risiko, aktivitas investasi yang mereka lakukan juga bisa mencakup investasi pada aset-aset finansial lainnya yang lebih kompleks seperti *warrant*, *option* dan *future* maupun ekuitas internasional. Dapat dikatakan, investasi merupakan penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu tertentu (Hartono, 2013:5).

Berbagai definisi tentang pengertian investasi mengandung tiga unsur yang sama. Pertama, pengeluaran atau pengorbanan sesuatu (Sumber daya) pada saat sekarang yang bersifat pasti, Kedua, ketidakpastian mengenai hasil (risiko) dan ketiga, ketidakpastian hasil atau pengembalian di masa datang. Pengeluaran

atau pengorbanan dalam investasi diartikan sebagai pengorbanan sumber daya yang bersifat *tangible assets* misalnya dana dan properti, maupun *intangible assets* seperti tenaga dan pikiran (Nafik, 2009:67-68).

Menurut Tandelilin (2001:4-5), ada beberapa alasan mengapa seseorang melakukan investasi, antara lain adalah:

a. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa datang

Seseorang yang bijaksana akan berfikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa datang.

b. Mengurangi tekanan inflasi

Dengan melakukan investasi pada perusahaan atau obyek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi.

c. Dorongan untuk menghemat pajak

Beberapa negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

Konsep investasi dalam ajaran islam yang diwujudkan dalam bentuk non-finansial yang berimplikasi terhadap kehidupan ekonomi yang kuat tertuang dalam Al-Qur'an surat an-Nisa' ayat 9 sebagai berikut:

وَلْيَخْشَ الَّذِينَ لَوْ تَرَكَوْا مِنْ خَلْفِهِمْ ذُرِّيَّةً ضِعَفًا خَافُوا عَلَيْهِمْ

فَلْيَتَّقُوا اللَّهَ وَلْيَقُولُوا قَوْلًا سَدِيدًا ﴿٩﴾

Artinya: “Dan hendaklah takut (kepada Allah) orang-orang yang seandainya meninggalkan di belakang mereka anak-anak yang lemah, yang mereka khawatir terhadap (kesejahteraan) mereka. Oleh sebab itu, hendaklah mereka bertakwa kepada Allah dan hendaklah mereka mengucapkan perkataan yang jujur” (QS. An-Nisa’, 4:9).

Ayat di atas memerintahkan kepada kita agar tidak meninggalkan *Dzurriyyat dli’afa* (keturunan yang lemah) baik moril maupun materiil. Seolah ingin memberikan anjuran agar selalu memperhatikan kesejahteraan (dalam hal ini secara ekonomi) yang baik dan tidak meninggalkan kesusahan secara ekonomi, nampaknya Al-Qur’an telah jauh hari mengajak umatnya untuk selalu memperhatikan kesejahteraan yang salah satu caranya adalah dengan berinvestasi.

Investasi dalam Islam memiliki perbedaan nilai dengan investasi konvensional. Investasi yang Islami adalah pengorbanan sumber daya pada masa sekarang untuk mendapatkan hasil yang pasti, dengan harapan memperoleh hasil yang besar di masa yang akan datang, baik langsung maupun tidak langsung seraya tetap berpijak pada prinsip-prinsip syariah secara menyeluruh (*kaffah*). Selain itu, semua bentuk investasi dilakukan dalam rangka ibadah kepada Allah untuk mencapai kebahagiaan lahir batin di dunia dan di akhirat baik generasi sekarang maupun yang akan datang (Nafik, 2009:70).

Investasi dalam islam bisa dilihat dari tiga sudut: individu, masyarakat dan agama. Bagi individu, investasi merupakan kebutuhan fitrawi, di mana setiap individu, pemilik modal (uang) selalu berkeinginan untuk menikmati kekayaannya itu dalam waktu dan bidang seluas mungkin, bukan hanya pribadinya, bahkan untuk keturunannya. Maka investasi merupakan jembatan bagi individu dalam rangka memenuhi kebutuhan fitrah ini.

Rambu-rambu investasi dalam islam terdiri dari: investasi yang halal dan *thayyib*, di mana tidak ada unsur *riba* di dalamnya. Investasi yang haram dan *khibbas* (kotor), mungkin modal yang digunakan kotor atau hasil dari tindak kejahatan. Investasi yang tercampur di dalamnya unsur halal dan haram, misalnya investasi dengan modal yang halal akan tetapi kondisi mengharuskan adanya pembiayaan yang mengandung unsur *riba* pada sebagian proyek investasinya, atau muamalah yang dilakukan terdapat akad dan transaksi yang rusak (Djalal dan Munir, 2006:196). Hal ini dijelaskan dalam Al-Qur'an surah al-Baqarah ayat 207 berikut ini:

وَمِنَ النَّاسِ مَن يَشْرِي نَفْسَهُ ابْتِغَاءَ مَرْضَاتِ اللَّهِ وَاللَّهُ رَءُوفٌ

بِالْعِبَادِ

Artinya: “*dan di antara manusia, ada orang yang mengorbankan dirinya karena mencari keridhoan Allah; dan Allah Maha Penyantun kepada hamba-hambanya*” (QS. Al-Baqarah, 2:207).

Dalam surah al-Baqarah ayat 207 menerangkan bahwa segala apa yang kita lakukan dan harta yang diinvestasikan semata-mata bertujuan untuk mencari ridho Allah. Selain itu, tujuan dari investasi juga harus memperhatikan kehalalan.

Dalam ajaran Islam, bahwa kegiatan berinvestasi dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang sekaligus kegiatan tersebut termasuk kegiatan muamalah yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan antar manusia. Sementara itu berdasarkan kaidah Fikih, bahwa hukum asal dari kegiatan muamalah itu adalah *mubah* (boleh) yaitu semua kegiatan dalam pola hubungan antar manusia adalah *mubah* (boleh) kecuali yang jelas ada larangannya (haram). Ini berarti ketika suatu kegiatan muamalah yang kegiatan tersebut baru muncul dan belum dikenal sebelumnya dalam ajaran Islam maka kegiatan tersebut dianggap dapat diterima kecuali terdapat implikasi dari Al Qur'an dan Hadist yang melarangnya secara implisit maupun eksplisit. Investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan juga mendatangkan manfaat bagi orang lain. Al-Qur'an dengan tegas melarang aktivitas penimbunan (*iktinaz*) terhadap harta yang dimiliki. Hal tersebut dijelaskan dalam Al-Qur'an surah at-Taubah ayat 34 berikut ini:

﴿ يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْأَحْبَارِ وَالرُّهْبَانِ لَيَأْكُلُونَ

أَمْوَالَ النَّاسِ بِالْبَطْلِ وَيَصُدُّونَ عَن سَبِيلِ اللَّهِ وَالَّذِينَ

يَكْتُمُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يُنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ

أَلِيمٍ

Artinya: “hai orang-orang yang beriman, sesungguhnya sebagian besar dari orang-orang alim yahudi dan rahib-rahib nasrani benar-benar memakan harta orang dengan jalan yang batil dan mereka menghalang-halangi (manusia) dari jalan Allah. Dan orang-orang yang menyimpan emas dan perak tidak menafkakhannya pada jalan Allah, maka beritahukanlah kepada mereka (bahwa mereka akan mendapat) siksa yang pedih” (QS. At-Taubah, 9:34).

Untuk mengimplementasikan seruan tersebut, maka harus diciptakan sarana untuk berinvestasi. Banyak pilihan cara dalam menentukan bentuk investasi, salah satunya adalah dengan menanamkan harta di pasar modal.

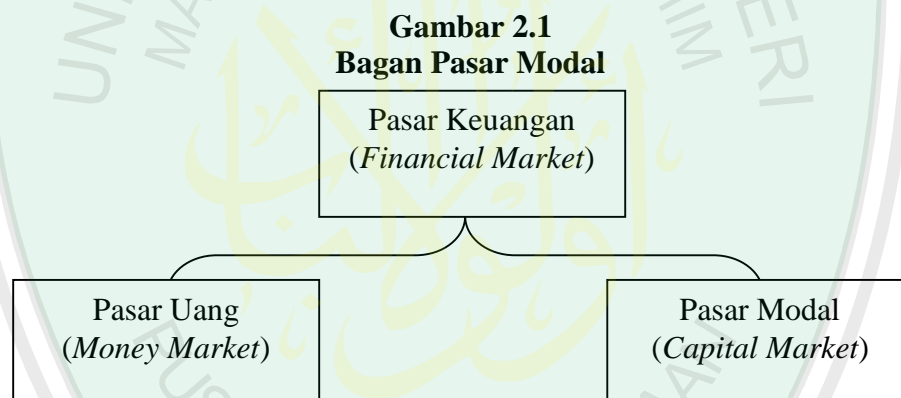
2.2.2 Pasar Modal

Menurut Samsul (2006:43), pasar modal merupakan tempat bertemunya antara permintaan dan penawaran atas instrumen keuangan jangka panjang, umumnya lebih dari 1 (satu) tahun. Menurut undang-undang pasar modal nomor 8 tahun 1995 pasal 1, pasar modal merupakan kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Pasar modal memiliki peran penting dalam perekonomian suatu negara, karena pasar modal menjalankan dua fungsi utama, yaitu pertama, sebagai sarana

bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor). Kedua, pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksadana, dan lain-lain.

Kalau pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk surat berharga jangka panjang, maka pasar uang (*money market*) pada sisi yang lain merupakan pasar surat berharga jangka pendek. Baik pasar modal maupun pasar uang merupakan bagian dari pasar keuangan (*financial market*), sebagaimana ditunjukkan dalam bagan berikut:



Sumber: Darmadji dan Fakhruddin (2012:01)

Menurut Samsul (2006:43-45), tujuan dan manfaat pasar modal dapat dilihat dari 3 sudut pandang, yaitu:

1. Sudut pandang negara

Pasar modal dibangun dengan tujuan menggerakkan perekonomian negara melalui kekuatan swasta dan mengurangi beban negara. Negara memiliki kekuatan untuk mengatur bidang perekonomian tetapi tidak harus memiliki perusahaan sendiri.

Jika kegiatan ekonomi dapat dilaksanakan oleh pihak swasta, maka negara tidak perlu ikut campur agar tidak membuang-buang biaya. Akan tetapi, negara mempunyai kewajiban membuat perundang-undangan agar pihak swasta dapat bersaing dengan jujur dan tidak terjadi monopoli.

Di negara yang sudah maju, pasar modal merupakan sarana utama dalam pembangunan perekonomiannya. Negara maju tidak membutuhkan Badan Usaha Milik Negara (BUMN), tetapi membutuhkan usaha swasta yang professional yang tercermin dalam pasar modal.

2. Sudut pandang emiten

Pasar modal merupakan sarana untuk mencari tambahan modal. Perusahaan berkepentingan untuk mendapatkan dana dengan biaya yang lebih murah dan hal itu hanya bisa diperoleh di pasar modal.

Perusahaan yang masuk ke dalam pasar modal akan lebih dikenal karena setiap hari bursa namanya selalu muncul dalam berita televisi, radio, atau surat kabar. Perusahaan yang sudah dikenal namanya akan lebih mudah mencari hubungan bisnis dengan perusahaan domestik atau luar negeri. Selain itu, perusahaan yang masuk ke pasar modal juga selalu mendapat perhatian, sorotan, kritik, pujian dan sebagainya dari masyarakat, sehingga kontrol masyarakat akan berakibat positif bagi perusahaan.

Manajemen perusahaan yang semula tertutup akan berubah menjadi terbuka setelah masuk pasar modal dan Hal ini menguntungkan bagi pemegang saham.

3. Sudut pandang masyarakat

Masyarakat memiliki sarana baru untuk menginvestasikan uangnya. Investasi yang semula dilakukan dalam bentuk deposito, emas, tanah, atau rumah sekarang dapat dilakukan dalam bentuk saham dan obligasi.

Pasar modal merupakan sarana yang baik untuk melakukan investasi dalam jumlah yang tidak terlalu besar bagi kebanyakan masyarakat. Jika pasar modal berjalan baik, jujur, pertumbuhannya stabil dan harganya tidak terlalu bergejolak, maka sarana itu akan mendatangkan kemakmuran bagi masyarakat.

Menurut Samsul (2006:45-46), bentuk instrumen di pasar modal disebut efek, yaitu surat berharga yang berupa:

1. Saham (*Stock*)

Saham adalah tanda bukti memiliki perusahaan di mana pemiliknya disebut juga sebagai pemegang saham (*shareholder* atau *stockholder*). Bukti bahwa seseorang atau suatu pihak dapat dianggap sebagai pemegang saham adalah apabila mereka sudah tercatat sebagai pemegang saham dalam buku yang disebut Daftar Pemegang Saham (DPS).

Jenis saham ada dua, yaitu: saham preferen (*preferred stock*), yaitu jenis saham yang memiliki hak terlebih dahulu untuk menerima laba dan memiliki hak laba kumulatif. Hak kumulatif adalah hak untuk mendapatkan laba yang tidak dibagikan pada suatu tahun yang mengalami kerugian, tetapi akan dibayar pada tahun yang mengalami keuntungan, sehingga akan menerima laba dua kali. Yang kedua adalah saham biasa (*common stock*), yaitu jenis

saham yang akan menerima bagian laba setelah laba saham preferen dibagikan. Keuntungan saham biasa adalah memiliki hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

2. Obligasi (*Bond*)

Obligasi berdasarkan definisinya adalah suatu surat berharga jangka panjang yang bersifat hutang yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi dengan kewajiban membayar bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok pada saat jatuh tempo kepada pemegang obligasi.

Pihak yang membeli obligasi disebut pemegang obligasi (*bondholder*) dan akan menerima kupon sebagai pendapatan dari obligasi yang dibayarkan setiap 3 bulan atau 6 bulan sekali.

Pada saat pelunasan obligasi oleh perusahaan, pemegang obligasi akan menerima kupon dan pokok obligasi.

3. Reksadana

Reksadana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.

4. Bukti Right (*Right Issue*)

Bukti right adalah hak untuk membeli saham pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu. Hak membeli itu dimiliki oleh pemegang saham lama.

Harga tertentu di sini berarti harganya sudah ditetapkan di muka dan biasa disebut harga pelaksanaan atau harga tebusan (*strike price* atau *exercise*

price). Pada umumnya, *strike price* dari bukti right berada di bawah harga pasar saat diterbitkan.

Sementara jangka waktu tertentu berarti waktunya kurang dari 6 bulan sejak diterbitkan. Jika pemegang saham lama yang menerima bukti right tidak mampu atau tidak berniat menukarkan bukti right dengan saham, maka bukti right tersebut dapat dijual di Bursa Efek melalui Broker Efek.

Apabila pemegang bukti right lalai menukarkannya dengan saham dan waktu penukaran sudah kadaluwarsa, maka bukti right tersebut tidak berharga lagi dan akan mengalami kerugian.

5. Waran (*Warrant*)

Waran adalah hak untuk membeli saham pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu. Waran tidak saja dapat diberikan kepada pemegang saham lama, tetapi juga sering diberikan kepada pemegang obligasi sebagai pemanis (*sweetener*) pada saat perusahaan menerbitkan obligasi.

Harga waran sudah ditetapkan di muka sebesar di atas harga pasar saat diterbitkan. Jangka waktu tertentu berarti setelah 6 bulan, atau dapat setelah 3 tahun, 5 tahun, atau 10 tahun.

Pemegang waran tidak akan menderita kerugian seandainya waran tidak bisa dilaksanakan.

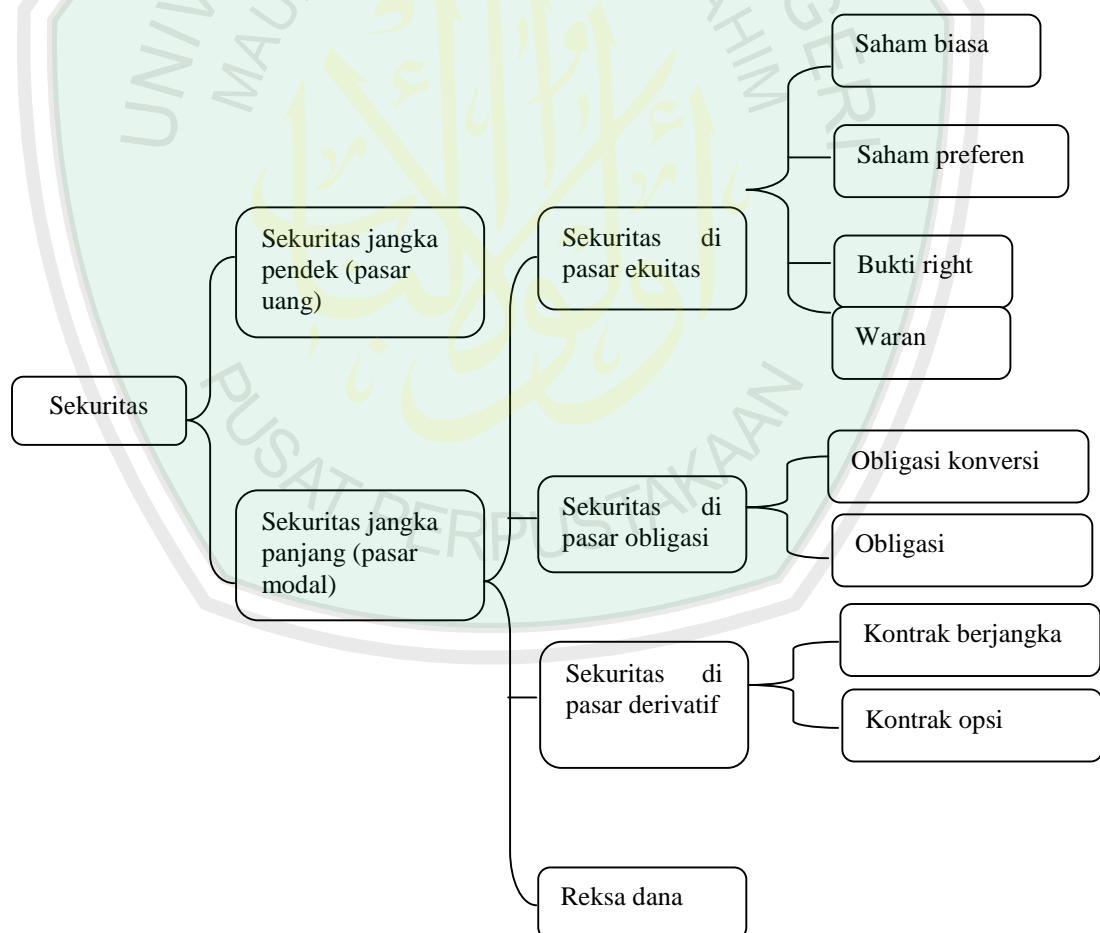
6. Produk turunan (*derivative*)

Contoh produk *derivative* di pasar modal adalah indeks harga saham dan indeks kurs obligasi.

Indeks saham dan indeks obligasi adalah angka indeks yang diperdagangkan untuk tujuan spekulasi dan lindung nilai (*hedging*). Perdagangna yang dilakukan tidak memerlukan penyerahan barang secara fisik, melainkan hanya perhitungan untung rugi dari selisih antara harga beli dan harga jual.

Berbeda dengan saham, obligasi, bukti right dan waran, indeks saham dan indeks obligasi diperdagangkan secara berjangka. Mekanisme perdagangan produk derivative ini dilakukan secara *future* dan *option*.

Gambar 2.2
Sekuritas di Pasar Modal Indonesia



Sumber: Tandelilin (2010:31), portofolio dan investasi

Selain pasar modal konvensional, terdapat juga pasar modal syariah. Secara sederhana, pasar modal syariah dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan transaksi ekonomi dan terlepas dari hal-hal yang dilarang seperti: riba, perjudian, spekulasi, dan lain-lain (Yuliana, 2010:45).

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

Bangkitnya ekonomi Islam di Indonesia dewasa ini menjadi fenomena yang menarik dan menggembirakan terutama bagi penduduk Indonesia yang mayoritas beragama Islam. Praktek kegiatan ekonomi konvensional, khususnya dalam kegiatan pasar modal yang mengandung unsur spekulasi sebagai salah satu komponennya nampaknya masih menjadi hambatan psikologis bagi umat Islam untuk turut aktif dalam kegiatan investasi terutama di bidang pasar modal.

Langkah awal perkembangan pasar modal syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya Reksadana Syariah pada 25 Juni 1997 diikuti dengan

diterbitkannya obligasi syariah pada akhir 2002, kemudian diikuti pula dengan hadirnya *Jakarta Islamic Index* (JII) pada Juli 2000. Instrumen-instrumen investasi syariah tersebut kemudian mengalami perkembangan sejalan dengan maraknya pertumbuhan bank-bank nasional yang membuka “*window*” syariah.

Sebagaimana diketahui bahwa Indonesia adalah merupakan sebuah negara dengan penduduk yang mayoritasnya beragama Islam, oleh karena itu sektor industri pasar modal diharapkan bisa mengakomodir dan sekaligus melibatkan peranserta warga muslim yang dimaksud secara langsung untuk ikut aktif menjadi pelaku utama pasar, tentunya adalah sebagai investor lokal di pasar modal Indonesia. Sebagai upaya dalam merealisasikan hal tersebut, maka sudah sewajarnya disediakan dan dikembangkan produk-produk investasi di pasar modal Indonesia yang sesuai dengan prinsip dasar ajaran agama Islam.

Pasar modal syariah dikembangkan dalam rangka mengakomodir kebutuhan umat Islam di Indonesia yang ingin melakukan investasi di produk-produk pasar modal yang sesuai dengan prinsip dasar syariah. Dengan semakin beragamnya sarana dan produk investasi di Indonesia, diharapkan masyarakat akan memiliki alternatif berinvestasi yang dianggap sesuai dengan keinginannya, disamping investasi yang selama ini sudah dikenal dan berkembang di sektor perbankan.

Hal tersebut di atas menjadi penting mengingat masih adanya anggapan di kalangan umat Islam sendiri bahwa berinvestasi di sektor pasar modal di satu sisi adalah merupakan sesuatu yang tidak diperbolehkan (diharamkan) berdasarkan ajaran Islam, sementara pada sisi yang lain bahwa Indonesia juga perlu

memperhatikan serta menarik minat investor mancanegara untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia, terutama investor dari negara-negara Timur Tengah yang diyakini merupakan investor potensial.

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 Bai'*).

Dalam melakukan praktek investasi syariah terdapat karakteristik tersendiri, termasuk juga di sektor pasar modal. Batasan tersebut adalah berupa kesesuaian suatu produk investasi atas prinsip-prinsip ajaran Islam. Dewan Syariah Nasional (DSN) suatu lembaga dibawah MUI (Majelis Ulama Indonesia) yang dibentuk tahun 1999 telah mengeluarkan ketentuan mengenai kegiatan investasi di pasar modal syariah. Ketentuan tersebut dituangkan ke dalam beberapa fatwa MUI tentang kegiatan investasi yang sesuai syariah ke dalam produk-produk investasi di Pasar Modal Indonesia.

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. Pasal 3 keputusan DSN Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 adalah:

EMITEN YANG MENERBITKAN EFEK SYARIAH

Pasal 3

Kriteria Emiten atau Perusahaan Publik

- 1) Jenis Usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaan perusahaan Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.
- 2) Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam pasal 3 angka 1 di atas, antara lain:
 - a. 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; dan
 - d. Produsen, distributor, dan/atau penyedia barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat;
 - e. Melakukan investasi pada emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (*nisbah*) hutangnya perusahaan kepada lembaga keuangan *ribawi* lebih dominan dari modalnya.
- 3) Emiten atau perusahaan publik yang bermaksud menerbitkan efek syariah wajib untuk menandatangani dan memenuhi ketentuan akad yang sesuai dengan syariah atas efek syariah yang dikeluarkan.
- 4) Emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah wajib menjamin bahwa kegiatan usahanya memenuhi prinsip-prinsip syariah dan memiliki *shariah compliance officer*.

Dalam hal emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah sewaktu-waktu tidak memenuhi persyaratan tersebut di atas, maka efek yang diterbitkan dengan sendirinya sudah bukan sebagai efek syariah.

Kriteria DSN-MUI tersebut ditindaklanjuti dengan Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: KEP.-130/BL/2006 Tentang Penerbitan Efek Syariah dengan lampiran pada Angka 2 huruf a Peraturan IX.A.13 adalah:

2. Ketentuan Umum

a. Kegiatan usaha yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah antara lain:

- 1) perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
- 2) menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep *ribawi*, jual beli risiko yang mengandung *gharar* dan atau *maysir*;
- 3) memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan atau menyediakan:
 - a) barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzatihi*);
 - b) barang dan atau jasa yang haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; dan atau
 - c) barang dan atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat; dan atau
- 4) melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (*nisbah*) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan *ribawi* lebih

dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahannya oleh DSN-MUI.

Peraturan Bapepam-LK Nomor: KEP.-130/BL/2006 ditindaklanjuti dengan peraturan Nomor: KEP-314/BL/2007 tentang kriteria dan penerbitan daftar efek syariah yang dimuat dalam peraturan II.K.1, yaitu tidak melebihi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:

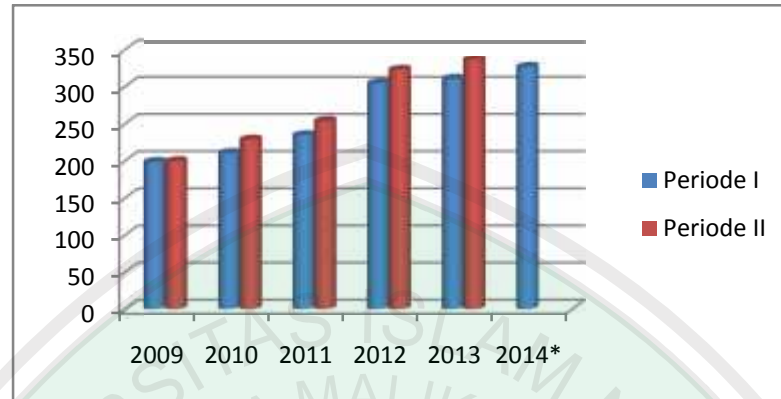
- a) Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45%:55%); dan
- b) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.

Saham-saham yang masuk dalam Daftar Efek Syariah adalah saham-saham yang telah lolos melalui kriteria obyek usaha maupun rasi-rasio yang telah ditetapkan. Penilaian terhadap kriteria tersebut dilakukan 2 kali dalam 1 tahun yaitu berdasar laporan setiap 6 bulan dan laporan akhir tahun secara periodik.

2.2.3 Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia

Sejak diluncurkannya reksadana syariah pertama kali yaitu reksadana Danareksa Syariah 25 Juni 1997, perkembangan instrumen syariah terus mengalami perkembangan walaupun lambat namun pasti, sampai saat ini jumlah saham syariah juga terus-menerus mengalami peningkatan, sebagaimana ditunjukkan dalam gambar berikut:

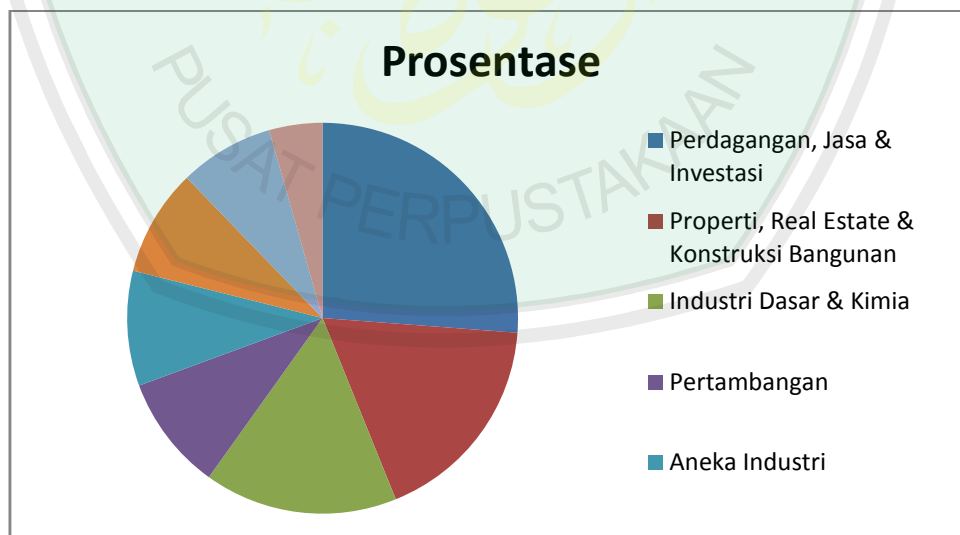
Gambar 2.1
Perkembangan Jumlah Saham Syariah di Indonesia



*per 29 Agustus 2014, sumber: www.ojk.go.id, data diolah penulis

Mayoritas Saham Syariah bergerak dalam sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi (26,2%), sektor Properti, Real Estate &Konstruksi (17,7%), sektor Industri Dasar dan Kimia (15,99%), dan sektor-sektor lainnya dibawah 10%.

Gambar 2.2
Sektor Industri Saham-Saham Syariah di Indonesia



Sumber: www.ojk.go.id, data diolah peneliti

Hal-hal yang mempengaruhi perkembangan Pasar Modal Syariah antara lain: pertama, Perkembangan macam-macam instrumen pasar modal sesuai

dengan syariah yang dikuatkan dengan fatwa DSN–MUI; kedua, Perkembangan transaksi sesuai syariah atas instrumen pasar modal syariah; dan ketiga, Perkembangan kelembagaan yang memantau macam dan transaksi pasar modal syariah (termasuk Bapepam Syariah, Lembaga Pemeringkat Efek Syariah dan Dewan Pengawas *Islamic Market/Index*).

Peluncuran *Jakarta Islamic Index* (JII) pada tanggal 3 Juli 2000 oleh PT. Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan “*Benchmark*” bagi saham-saham yang berisikan saham-saham likuid dan memenuhi prinsip syariah Islam. Tujuan pembentukan JII adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di Bursa. JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia. Anggota JII terdiri dari 30 saham yang mewakili + 42% dari kapitalisasi pasar di BEI dan anggota JII akan ditinjau kembali tiap 6 bulan sekali, tepatnya bulan Januari dan bulan Juni pada tiap-tiap tahunnya (Jogiyanto, 2013:107).

JII merupakan indeks yang berisi 30 saham perusahaan yang memenuhi kriteria investasi berdasarkan syariah islam, dengan prosedur sebagai berikut:

1. Saham yang dipilih harus sudah tercatat paling tidak 3 bulan terakhir, kecuali saham yang termasuk dalam 10 kapitalisasi terbesar.
2. Mempunyai rasio utang terhadap aktiva tidak lebih dari 90% di laporan keuangan tahunan atau tengah tahunan.

3. Saham yang memenuhi kriteria nomer 1 dan 2, dipilih 60 saham dengan urutan rata-rata kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir.
4. Kemudian dipilih 30 saham dengan urutan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.

Perkembangan saham syariah juga bisa dilihat melalui nilai kapitalisasi pasar *Jakarta Islamic Index* (JII) dan Indeks saham syariah Indonesia (ISSI) yang terus mengalami kenaikan bahkan mencapai lebih dari 50% nilai kapitalisasi pasar saham keseluruhan yang dilihat pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Tabel 2.3
Kapitalisasi Pasar Bursa Efek Indonesia (Rp. Miliar)

Tahun	Jakarta Islamic Index (JII)	Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)	Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)
2009	937.919,08	-	2.019.375,13
2010	1.134.632,00	-	3.247.096,78
2011	1.414.983,81	1.968.091,37	3.537.294,21
2012	1.671.004,23	2.451.334,37	4.126.994,93
2013	1.672.099,91	2.557.846,77	4.219.020,24
2014*	2.016.429,07	2.993.518,56	5.108.513,39

Sumber: www.ojk.go.id, data diolah peneliti

2.2.4 Perkembangan Pasar Modal Syariah di Malaysia

Malaysia merupakan sebuah negara yang mengadopsi prinsip keuangan syariah paling agresif di dunia, prinsip keuangan syariah ini juga berlaku pada aktivitas pasar modal. 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.

Indek saham syariah di Malaysia terdiri dari dua, *Kuala Lumpur Syariah Index* (KLSI) dan *Rashid Husein Berhad Islamic Market Index* (RHBIMI). KLSI didirikan oleh pemerintah sedangkan RHBIMI didirikan oleh swasta (Rashid Hussain Berhad). Munculnya dua indeks tersebut menunjukkan besarnya minat investor Malaysia dan negara lain terhadap investasi Islam di Malaysia. Perkembangan tersebut dapat dilihat dari emiten yang selalu bertambah dan saat ini saham syariah telah menguasai 88% dari seluruh saham yang tercatat di KLSE pada tahun 2014 (www.sc.com.my).

Adapun Indeks Syariah diluncurkan oleh *Kuala Lumpur Stock Exchange* dengan nama *Kuala Lumpur Syariah Index* (KLSI) pada tanggal 17 April 1999, peluncuran tersebut didasarkan pada permintaan investor lokal maupun asing yang menginginkan investasi pada saham yang didasarkan pada syariah. KLSI adalah indeks rata-rata tertimbang (*weighted average index*) dan terdiri dari saham-saham yang tercatat pada papan utama *Kuala Lumpur Composite Index* (KLCI). KLCI adalah indeks pasar saham yang secara umum diterima sebagai barometer pasar saham lokal, diperkenalkan pada tahun 1986 untuk menjawab kebutuhan akan indeks pasar saham di mana akan melayani sebagai indikator *performance* dari pasar saham Malaysia yang akurat. KLCI digunakan sebagai indeks utama dan sekarang menjadi salah satu dari tiga indeks utama untuk pasar saham Malaysia. Saham-saham tersebut telah mengalami penyaringan sesuai ketentuan yang ditetapkan oleh majelis penasehat syariah (*Shariah advisory council/SAC*) dari komisi sekuritas malaysia (SC).

RHBIMI adalah pasar modal syariah pertama di Malaysia yang diperkenalkan oleh Rashid Hussein Group Malaysia pada tanggal 1 juni 1992. RHBIMI adalah indeks yang berbasis kapitalisasi yang didasarkan pada perusahaan yang terdaftar di papan utama dan papan kedua *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE). Untuk dapat dimasukkan ke dalam indeks, maka saham perusahaan tersebut harus lolos dari kriteria syariah yang telah ditetapkan oleh pihak RHBIMI.

Inti bisnis emiten (perusahaan) yang dilarang oleh *shariah advisory council* (SAC) dari komisi sekuritas (SC) adalah kegiatan emiten:

a. Kriteria kualitatif

Secara umum, perusahaan yang masuk dalam kategori saham syariah jika inti bisnis perusahaan tidak bergerak pada aktivitas:

1. Jasa keuangan berbasis bunga;
2. Aktivitas yang mengandung unsur permainan, judi, maysir;
3. Perusahaan atau menjual dan memproduksi produk non halal;
4. Asuransi konvensional;
5. Aktivitas hiburan yang bertentangan dengan syariah;
6. Perusahaan yang memproduksi dan menjual tembakau dan produk turunannya;
7. Jasa perantara dan perdagangan saham yang diragukan kesyariahnya;
8. Aktivitas perusahaan yang dianggap bertentangan dengan syariah.

SAC juga memperhitungkan kontribusi pendapatan tingkat bunga yang diterima oleh perusahaan dari deposito atau bunga dari instrument

keuangan. Demikian juga dengan dividen dari perusahaan non syariah yang telah disetujui oleh SAC. Pada perusahaan yang mengkombinasikan antara unsur yang diperbolehkan dan tidak maka SAC menambahkan dua kriteria:

1. Persepsi publik dan imej perusahaan harus baik;
2. Aktivitas inti perusahaan memiliki manfaat dan masalah (*public benefit*) untuk umat dan bangsa dan unsur yang tidak diperbolehkan sangat minimal karena tidak dapat dihindarkan.

b. Kriteria Kuantitatif

Untuk menentukan toleransi percampuran antara saham yang diperbolehkan dan tidak diperbolehkan terhadap pendapatan dan keuntungan sebelum pajak sebuah perusahaan. SAC menetapkan beberapa pembandingan yang didasarkan pada ijtihad. Jika pendapatan dari usaha yang tidak diperbolehkan syariah melebihi batas, maka saham perusahaan tersebut tidak dikategorikan sebagai saham syariah.

Batasan tersebut adalah:

1. Batasan 5%

Batasan ini dipergunakan dari berbagai aktivitas bisnis yang secara tegas dilarang oleh syariah seperti bunga (riba, dari lembaga keuangan konvensional seperti bank, perjudian dan aktivitas minuman keras dan babi).

2. Batasan 10%

Batasan ini dipergunakan dari berbagai aktivitas bisnis yang dilarang tetapi sangat sulit dihindari, seperti bunga simpanan deposito perbankan konvensional dan produk rokok.

3. Batasan 20 %

Batasan ini dipergunakan terhadap penerimaan sewa dari aktivitas bisnis yang tidak diperkenankan oleh syariah seperti penerimaan dari perjudian, minuman keras dan lainnya.

4. Batasan 25%

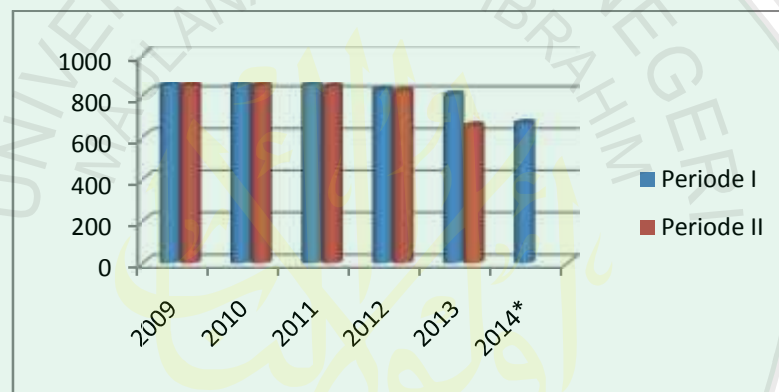
Batasan ini dipergunakan untuk aktivitas bisnis yang diperbolehkan oleh syariah dan memiliki kemaslahatan tetapi masih terdapat unsur yang dapat mempengaruhi kesyariahan aktivitas tersebut. Aktivitas tersebut adalah hotel, perdagangan saham, broker saham dan aktivitas bisnis yang bertentangan dengan syariah.

Pada tanggal 1 november 2007 keberadaan KLSI digantikan oleh FTSE Bursa Malaysia EMAS Syariah Index dengan alasan untuk mengoptimalisasi aktivitas jual-beli yang lebih relevan dan global.

FBM Emas Syariah Index adalah standart yang digunakan yang mengaplikasikan prinsip yang ditetapkan oleh SAC. Perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam indeks ini adalah perusahaan yang termasuk dalam FTSE Bursa Malaysia EMAS Index dan aktivitas bisnisnya tidak mengandung atau menjalankan kriteria syariah yang sudah disebutkan di atas.

Perkembangan jumlah saham syariah di Malaysia mengalami tren menurun meskipun tidak begitu signifikan, penurunan terlihat jelas pada tahun 2013 periode 2. Penurunan ini berbanding terbalik dengan jumlah saham syariah di Indonesia yang justru mengalami tren meningkat, padahal Malaysia adalah negara terdekat Indonesia yang mempunyai kinerja saham syariah bagus. Bahkan di mata negara lain pun, Malaysia adalah pusat investasi berbasis syariah di dunia.

Gambar 2.3
Perkembangan Jumlah Saham Syariah di Malaysia



Sumber: *securities commision Malaysia*, 2014

2.2.5 Kinerja Saham (*Market Performance*)

Menurut Stephen Robbins, pengertian kinerja (*performance*) adalah hasil evaluasi terhadap pekerjaan yang dilakukan individu dibandingkan dengan kriteria yang telah ditetapkan bersama (Robbins, 1996:439).

Pengukuran kinerja (*performance measurement*) atau penilaian atau dalam bahasa kepastakaan lazim disebut evaluasi kinerja adalah suatu metode dan proses penilaian pelaksanaan tugas seseorang atau sekelompok orang atau unit-unit kerja dalam suatu perusahaan atau organisasi sesuai dengan standart kinerja atau tujuan yang ditetapkan terlebih dahulu (Simanjuntak, 2005:103).

Islam sudah mengajarkan kepada umatnya bahwa kinerja harus dinilai. Ayat yang dijadikan rujukan tentang penilaian kinerja adalah QS. At-taubah: 105, yaitu:

وَقُلِ أَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ إِلَىٰ

عِلْمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ ﴿١٠٥﴾

Artinya: Dan katakanlah: “Bekerjalah kamu, maka Allah dan rasul-Nya serta orang-orang mukmin akan melihat pekerjaanmu itu, dan kamu akan dikembalikan kepada (Allah) yang mengetahui akan yang ghaib dan yang nyata, lalu diberitakan-Nya kepada kamu apa yang telah kamu kerjakan” (QS. At-taubah. 9:105).

Market performance atau kinerja pasar merupakan cerminan kinerja saham yang diukur dari pergerakan harganya yang terjadi di pasar. M. Alaik Falah (2008) pernah melakukan penelitian yang menggunakan *term market performance* dalam mengevaluasi kinerja saham. Untuk melakukan penilaian terhadap kinerja saham terdapat beberapa cara yang dapat digunakan. Salah satu contoh dari beberapa metode konvensional yang sering digunakan untuk mengevaluasi *market performance* adalah dengan menggunakan *sharpe's model*, *jensen's model* dan *appraisal ratio*.

Sebagai dasar penilaian terhadap kinerja saham, investor perlu mengetahui nilai intrinsik dan nilai pasar suatu saham. Keputusan membeli atau menjual harga saham akan sangat bergantung kepada hasil perbandingan nilai intrinsik dengan

nilai pasar saham yang dilakukan investor. Menurut Husnan (2001:288), pedoman pengambilan keputusan 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 yang dimilikinya.
- 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.

Penelitian yang dilakukan oleh Miranti Kartika Dewi (2012) tentang kinerja reksadana syariah menggunakan 5 metode pendekatan, yaitu: *sharpe's model, Treynor, jensen, snail trail* dan *market timing*.

a. *Sharpe's model*

Indeks sharpe dikembangkan oleh William Sharpe dan sering juga disebut *reward to variability ratio*. *Indeks sharpe* mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai patok duga, yaitu dengan cara membagi premi risiko portofolio atau saham (*excess return*) dengan standar deviasinya. *Indeks sharpe* dapat dicari dengan rumus sebagai berikut (Tandelilin, 2001:324):

$$S = \frac{R_i - RF}{\sigma_i} \dots \dots \dots 2.1$$

Di mana:

S = *Indeks Sharpe*

R_i = *Return* rata-rata _i selama periode pengamatan

R_f = Rata-rata tingkat *return* bebas risiko selama periode pengamatan

σ_i = standar deviasi *return*_{*i*} selama periode pengamatan

Indeks sharpe membagi *excess return* dengan standar deviasi dari portofolio selama periode pengukuran. Dalam teori portofolio, standar deviasi merupakan risiko total sebagai penjumlahan dari *systematic risk* atau *market risk* dan *unsystematic risk*. Dengan menghitung risiko, maka semakin tinggi nilai sharpe, semakin baik kinerja portofolio tersebut (Tandelilin, 2001:324-325). Adapun standar deviasi bisa dicari dengan rumus di bawah ini:

$$\sigma = \left(\sum p_i (R_i - E(R))^2 \right)^{\frac{1}{2}} \dots \dots \dots 2.2$$

adapun *varians return* bisa dicari dengan rumus:

$$\sigma^2 = \sum p_i [R_i - E(R)]^2 \dots \dots \dots 2.3$$

Di mana:

σ^2 = *varians return*

σ = *standar deviasi*

$E(R)$ = *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas

R_i = *return* ke-I yang mungkin terjadi

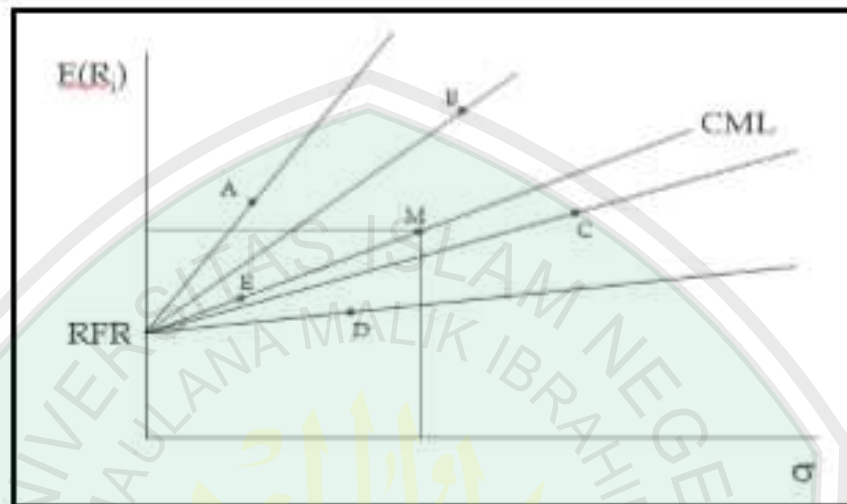
p_i = probabilitas kejadian *return* ke-i

Model sharpe berguna untuk:

- a. Mengukur kelebihan pengembalian (*excess return*) per unit dari risiko total (standar deviasi).
- b. Suatu portofolio yang mempunyai *indeks sharpe* lebih tinggi, berarti mempunyai kinerja yang lebih baik.

c. Meranking portofolio.

Gambar 2.3
Arah Market Performance pada CML (Indeks Sharpe)



Sumber: Reilly Brown, 2006

b. *Treynor's Model*

Indeks Treynor ditemukan oleh Jack Treynor (1965). Terdapat perbedaan mendasar antara pengukuran kinerja sharpe dengan pengukuran kinerja treynor. Pada pengukuran kinerja sharpe, konsep risiko yang digunakan sebagai penyesuai adalah risiko total dan penggunaan garis pasar modal (CML) sebagai patokan duga serta dengan *standar deviasi* sebagai ukurannya, sedangkan pada pengukuran kinerja treynor, konsep risiko yang digunakan sebagai penyesuai adalah risiko sistematis, dengan beta sebagai ukurannya dan penggunaan garis pasar sekuritas (SML) sebagai patok duga serta dengan asumsi bahwa portofolio terdiversifikasi dengan baik.

Ukuran hasil analisis kinerja treynor sering disebut dengan rasio imbalan terhadap volatilitas atau *reward to volatility ratio* (RVOL). *Indeks treynor* dapat dihitung dengan formulasi sebagai berikut:

$$T = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \dots \dots \dots 2.4$$

Di mana:

T = *indeks treynor*

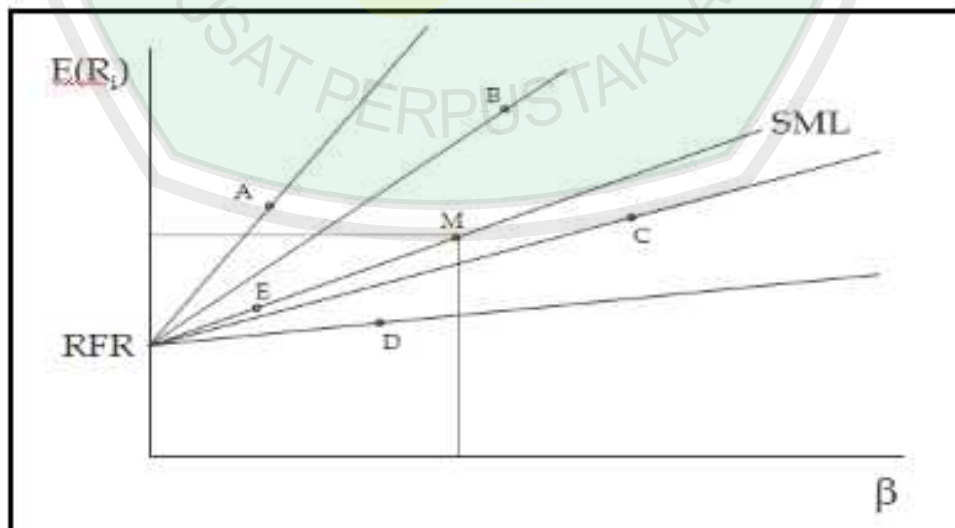
R_i = rata-rata *return*_{*i*} selama periode pengamatan

R_f = rata-rata tingkat *return* bebas risiko selama periode pengamatan

β_i = beta portofolio *i*

Seperti dalam pengukuran kinerja sharpe, *indeks treynor* dengan nilai lebih tinggi juga mengindikasikan kinerja yang lebih baik (Tandelilin: 2001:326).

Gambar 2.4
Arah Market Performance pada SML (*Indeks Treynor*)



Sumber: Reilly Brown, 2006

3. Jensen's Model

Indeks jensen merupakan indeks yang menunjukkan perbedaan antara tingkat *return* aktual yang diperoleh portofolio dengan tingkat *return* yang diharapkan jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal. Metode ini didasarkan pada konsep *security market line* (SML) yang merupakan garis yang menghubungkan portofolio pasar dengan kesempatan investasi yang bebas risiko.

Dalam keadaan ekulibrium, semua portofolio diharapkan berada pada SML. Jika terjadi penyimpangan, artinya jika dengan risiko yang sama keuntungan suatu portofolio berbeda dengan keuntungan pada SML, maka perbedaan tersebut disebut *indeks jensen*, di mana risikonya dinyatakan dalam beta.

Apabila keuntungan aktual dari suatu portofolio lebih besar dari keuntungan yang sesuai dengan persamaan aktual, berarti *indeks jensen* akan positif. Sebaliknya, apabila keuntungan aktual dari suatu portofolio lebih kecil dari keuntungan yang sesuai dengan persamaan SML, maka *indeks jensen* akan negatif.

Dengan demikian *indeks jensen* dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$J = R_i - [RF + (R_m - RF)\beta_i] \dots \dots \dots 2.5$$

Di mana:

J = *Indeks jensen*

R_i = rata-rata *return*_i selama periode pengamatan

R_f = rata-rata tingkat *return* bebas risiko selama periode pengamatan

β_i = beta portofolio i

R_m = rata-rata tingkat *return* pasar (diwakili oleh IHSG)

$R_p - R_F$ = premi risiko portofolio i

$R_m - R_F$ = premi risiko pasar

Jika hasil pengukuran menunjukkan *indeks jensen* positif yang semakin tinggi berarti menunjukkan kinerja yang semakin baik (Tandelilin, 2001:330).

4. *Appraisal ratio*

Appraisal ratio atau yang sering juga disebut dengan model Treynor & Black (1973) adalah metode lain yang sering digunakan untuk menganalisis kinerja saham (Samsul, 2006:368). Model ini menyeleksi saham dengan cara memperhatikan risiko pasar dan risiko spesifik dengan asumsi suatu saham selalu mengandung risiko pasar dan risiko spesifik.

Model ini mengoreksi *indeks jensen* yang menjadikan alpha sebagai tolak ukur kinerja dengan risiko spesifik yang diukur dengan *stock residual variance*. *Appraisal ratio* dicari dengan rumus sebagai berikut (samsul, 2006:368):

$$AppraisalRatio = (R_i - R_m) / \beta_i$$

Di mana:

R_i = rata-rata *return*_i selama periode pengamatan

R_m = rata-rata tingkat *return* pasar (diwakili oleh IHSG)

β_i = beta portofolio i

5. *Snail Trail Method*

Metode ini merupakan jenis metode baru untuk menilai kinerja portofolio untuk jangka panjang. Metode ini sangat berbeda dengan metode lainnya yang sudah disebut di atas.

Metode ini merupakan aplikasi dari risiko dan tingkat pengembalian. Risiko dan tingkat pengembalian tersebut diplot pada bentuk kuadran dimana horizontalnya menyatakan risiko dan vertikalnya menyatakan tingkat pengembalian. Selanjutnya, tingkat pengembalian dan risiko portofolio diplot ke dalam kuadran dari waktu ke waktu, sehingga terlihat pergerakan dari portofolio sepanjang waktu. Dalam hal ini, investor dapat melihat arah pergerakan portofolio yang merupakan refleksi dari kebijakan yang dilakukan manajer investasi. Bila manajer investasi melakukan perbaikan dalam portofolio maka arah dari portofolio akan terlihat. Oleh karenanya, metode ini sangat cocok untuk melihat perbaikan atau tidak ada perbaikan yang dilakukan manajer investasi sepanjang waktu (manurung, 2008).

Gambar 2.5
Gambar Quadran *Risk* dan *Return*



Sumber: Sumber: Reilly Brown, 2006

Keterangan:

Kuadran-1 menyatakan risiko rendah dan tingkat pengembalian tinggi.

Biasanya investor menyukai kuadran ini.

Kuadran-2 menyatakan risiko tinggi dan tingkat pengembalian tinggi.

Investor yang suka berspekulasi menyukai daerah ini dan umumnya instrumen investasi yang memberikan risiko tinggi mempunyai tingkat pengembalian yang tinggi.

Kuadran-3 menyatakan tingkat pengembalian yang rendah dengan risiko tinggi. Investor tidak menginginkan daerah ini.

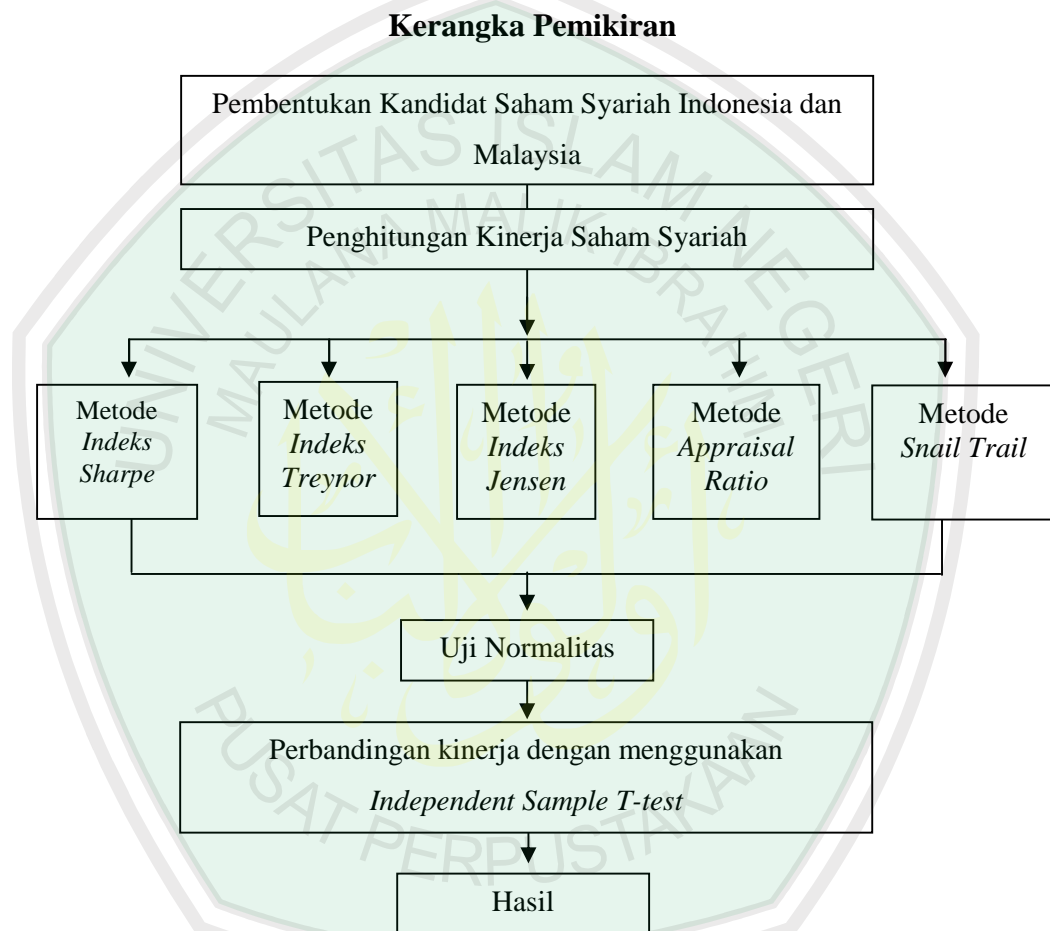
Kuadran-4 menyatakan tingkat pengembalian yang rendah dan tingkat risiko yang rendah. Umumnya dana yang baru dikelola akan terletak pada daerah kuadran ini serta investor yang mendekati pensiun menginginkan hasil pada daerah ini.

Untuk membuat pembatas dari risiko rendah dan tinggi serta tingkat pengembalian rendah dan tinggi, maka risiko portofolio dikurangi dengan risiko pembanding (*benchmark*) dan demikian juga tingkat pengembaliannya. Bila tingkat pengembalian di bawah nol maka tingkat pengembalian portofolio di bawah dari tingkat pengembalian pembanding. Bila risiko di bawah nol maka risiko portofolio di bawah risiko pembanding dan umumnya investor menyukai risiko seperti ini.

2.3 Kerangka Pemikiran

Dari uraian hasil penelitian terdahulu dan kajian teori di atas, maka dapat diambil ringkasan kerangka pemikiran seperti pada gambar di bawah ini:

Gambar 2.6



Adapun tahapan pertama yang dilakukan dalam penelitian ini adalah:

1. Menentukan kandidat saham syariah Indonesia dan Malaysia dengan pertimbangan beberapa kriteria yang cocok dalam teknik pengambilan sampel.
2. Setelah ditemukan sampel yang akan digunakan, penghitungan kinerja saham syariah dimulai dengan menggunakan 5 metode secara berurutan, yaitu: *sharpe's model*, *Treynor*, *jensen*, *appraisal ratio*, dan *snail trail*.

3. Setelah diketahui hasil tentang kinerja saham pada point 2, kemudian dilanjutkan dengan uji normalitas dengan menggunakan SPSS, uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah data yang akan diteliti telah terdistribusi normal.
4. Langkah selanjutnya adalah untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan kinerja antara saham syariah Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan uji beda – *Independet Sample T test*.
5. Maka setelah semua langkah di atas dilakukan, akan ditemukan hasil perbandingan kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia periode januari 2011-desember 2013.

2.4 Hipotesis Penelitian

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Rofiq (2008) bahwa CR dan ROE saham syariah di Indonesia dan Malaysia tidak mempunyai perbedaan sedangkan DER dan PER mempunyai rata-rata yang berbeda. Berdasar penelitian di atas, penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : Diduga tidak terdapat perbedaan kinerja antara saham syariah di Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan metode *Indeks Sharpe, Indeks Treynor, Indeks Jensen, Appraisal Ratio, dan Snail Trail*.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Ferdian (2012) terdapat perbedaan kinerja antara reksadana saham syariah di Indonesia dan Malaysia. Begitu juga penelitian Aryanto (2013) dan Liyanasari (2014) bahwa terdapat perbedaan. Berdasar penelitian di atas, penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Diduga terdapat perbedaan kinerja antara saham syariah di Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan metode *Indeks Sharpe*, *Indeks Treynor*, *Indeks Jensen*, *Appraisal Ratio* dan *Snail Trail*.



