



Kinerja Portofolio Saham Syariah dan Faktor yang Memengaruhi Kinerja Saham Syariah di Indonesia

Alwahidin

Institut Agama Islam Negeri (IAIN) Kendari
Email: alwahidin@iainkendari.ac.id

INFO ARTIKEL

Keywords: kinerja portofolio, saham syariah, ISSI, faktor fundamental, *debt to equity ratio*

DOI:
<http://dx.doi.org/10.31332/lifalah.v5i1.1884>

ABSTRACT

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kinerja saham syariah di Bursa Efek Indonesia melalui indeks ISSI, JII, dan portofolio yang dibentuk secara acak dari kelompok saham syariah kemudian membandingkannya dengan kinerja portofolio konvensional melalui tujuh indeks dan portofolio yang dibentuk secara acak dari kelompok saham konvensional. Penelitian ini juga menguji faktor-faktor fundamental perusahaan yang memengaruhi kinerja saham syariah dan membandingkannya dengan faktor yang memengaruhi kinerja saham konvensional. Data yang digunakan dalam penelitian berjumlah 355 emiten terdiri dari 134 emiten saham syariah dan 221 emiten saham konvensional pada periode waktu 2011—2015. Metode yang digunakan untuk mengukur kinerja saham adalah *risk-adjusted model* dengan empat pendekatan *Sharpe*, *Treynor*, M^2 , dan *Jensen' Alpha*. Analisis regresi linear berganda menggunakan metode *Ordinary Least Square* (OLS) dengan *Cross Random Model*. Hasil pengujian dan pengukuran menunjukkan bahwa secara umum sepanjang 2011—2015 kinerja portofolio saham konvensional mengungguli portofolio syariah. Namun demikian pada periode krisis global akhir tahun 2011 dan 2012 kinerja portofolio saham syariah mengungguli portofolio saham konvensional, ini memperkuat hasil penelitian yang mengatakan bahwa kinerja saham syariah lebih baik ketika krisis karena investor melakukan mekanisme *hedging*. Faktor fundamental yang memengaruhi kinerja saham syariah berbeda dengan faktor yang memengaruhi kinerja saham konvensional, terutama pada *debt to equity ratio*, yang menunjukkan hubungan positif signifikan pada saham syariah dan hasil sebaliknya pada saham konvensional menunjukkan hubungan negatif walaupun tidak signifikan secara statistik.

1. Pendahuluan

Pertumbuhan aset keuangan Islam di seluruh dunia mencapai USD 1.9 triliun pada tahun 2014, tumbuh sebesar 16.94 per tahun, dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2013 dan industrinya mulai berkembang di luar negara yang menjadi industri utamanya, seperti Asia Tengah dan Malaysia (Ahmed, 2014). Perkembangan saham syariah di Indonesia juga menunjukkan statistik yang cukup baik. Sejak diluncurkan pada tahun 2011, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tumbuh signifikan. Menurut data OJK per September 2016, nilai kapitalisasi saham syariah di Indonesia mencapai tiga ribu triliun rupiah atau 61 persen dari seluruh nilai kapitalisasi saham di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Investasi merupakan komitmen sejumlah dana untuk tujuan memperoleh keuntungan pada masa yang akan datang. Harapan keuntungan pada masa yang akan datang tersebut merupakan kompensasi atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi yang dilakukan. Dalam konteks investasi, harapan keuntungan tersebut sering juga disebut sebagai *return* (Tandelilin, 2001). Investasi saham syariah tidak berbeda dengan investasi saham konvensional. Setiap investor memiliki pengharapan keuntungan yang sama untuk tingkat risikonya pada masa yang akan datang. Perbedaan pengharapan investor adalah selain memperhatikan tingkat keuntungan dan risiko dalam berinvestasinya, juga memperhatikan prinsip etika dan agama (Albaity, 2008).

Investasi dalam efek syariah Islam adalah investasi yang menggunakan prinsip dasar syariah Islam. Investasi dengan prinsip syariah Islam melarang aktivitas yang di dalamnya terdapat unsur riba, perjudian, ketidakpastian dan melarang kegiatan seperti produksi barang dan jasa yang dilarang dalam syariah Islam misalnya pornografi, alkohol, usaha kasino dan lainnya.

Berdasarkan Fatwa DSN-MUI Nomor 40/DSN-MUI/X/2002 yang dimaksudkan

dengan saham atau efek syariah adalah saham atau surat berharga yang akad, pengelolaan perusahaan, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah Islam. Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah Islam itu adalah perusahaan perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang, lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional, produsen atau distributor, serta pedagang minuman yang haram dan produsen atau distributor penyedia barang ataupun jasa yang dapat merusak moral serta bersifat mudarat.

Beberapa peneliti berbeda pendapat mengenai kinerja saham syariah dan konvensional sehingga belum ada kesimpulan yang dapat diambil mengenai pertanyaan apakah kinerja saham syariah lebih baik dibandingkan dengan saham konvensional, begitu pula sebaliknya. Salah satu pihak mengatakan bahwa seharusnya perbedaan antara kinerja saham syariah dan saham konvensional sangat kecil (Abbes, 2012). Pihak lain berpendapat bahwa saham konvensional seharusnya memiliki kinerja lebih baik dibandingkan dengan saham syariah (McGowan & Junaina, 2010). Mereka mengatakan bahwa ketatnya aturan syariah membatasi kemampuan perusahaan untuk menggunakan sumber daya eksternal sehingga mengurangi kemampuan dan potensi perusahaan untuk terus tumbuh dan berkembang pada masa yang akan datang.

Makni dkk (2015) menemukan bahwa reksadana syariah memiliki kinerja lebih baik dibandingkan dengan kinerja reksadana konvensional dalam periode krisis keuangan, menurut mereka ini menunjukkan bahwa reksadana syariah memainkan peranan *hedging* selama periode krisis. Sejalan dengan itu, Boo dkk. (2016) menyimpulkan bahwa reksadana syariah memiliki manajemen risiko yang lebih baik karena menunjukkan kinerja lebih baik dibandingkan dengan kinerja reksadana konvensional hanya pada periode ketika

terjadi krisis dan setahun sebelumnya. Di lain pihak, Narayan dkk. (2015) menemukan krisis keuangan memberikan dampak negatif terhadap kinerja reksadana syariah. Umar (2015) menemukan bahwa saham syariah diminati oleh investor untuk kinerja jangka pendek, sedangkan saham konvensional lebih diminati investor untuk kinerja jangka panjang. Al-Khazali dkk. (2014) dan Ho dkk. (2014) menemukan fakta bahwa kinerja saham syariah lebih menguntungkan. Mereka menunjukkan bahwa saham syariah mengindikasikan kinerja lebih baik daripada kinerja saham konvensional selama periode krisis namun tidak pada periode bukan krisis. Asharaf dan Mohammad (2014), Bialkowski dkk. (2014), dan Hoepner dkk. (2011) menemukan bahwa saham syariah lebih menguntungkan secara relatif.

Penelitian mengenai kinerja portofolio saham syariah di Indonesia dan perbandingannya dengan kinerja saham konvensional serta penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi kinerja keuangan, dalam hal ini *return* saham syariah, masih sedikit dilakukan. Penelitian tentang kinerja saham syariah sangat penting dilakukan mengingat potensi yang dimiliki oleh investasi dalam efek syariah. Penelitian mengenai kinerja saham syariah akan sangat baik apabila dilakukan pada Bursa Efek yang memiliki investor muslim dan penduduk muslim mayoritas seperti di Indonesia, dengan jumlah penduduk muslim mencapai 86.1 persen dari total 260 juta jumlah penduduknya. Potensi Indonesia dalam pengembangan instrumen investasi dengan prinsip syariah Islam masih sangat besar.

Informasi akuntansi atau laporan keuangan suatu perusahaan dapat menggambarkan keadaan suatu perusahaan tersebut. Laporan keuangan dipengaruhi oleh dua faktor, yaitu aktivitas perusahaan dan sistem akuntansi yang diadopsi oleh perusahaan tersebut (Palepu dkk., 2004 dalam Scrimgeour, 2014). Banyak penelitian telah membahas nilai dari informasi laporan keuangan. Beberapa peneliti mencoba memprediksi kinerja

keuangan perusahaan pada masa yang akan datang dengan menggunakan laporan keuangan perusahaan, seperti informasi *earning* perusahaan dan *growth* (Lev, 1993). Adapula peneliti lain yang mencoba menguji hubungan laporan keuangan terhadap harga saham (Abarbanell & Bushee, 1998).

Untuk mengukur perbandingan kinerja keuangan portofolio yang dibentuk dari *screening* saham syariah oleh DSN-MUI dan kinerja portofolio keuangan saham konvensional, penelitian ini menggunakan *Risk-Adjusted Return Analysis*. Pendekatan tersebut akan menjelaskan bagaimana keseimbangan antara tingkat pengembalian dan tingkat risiko yang mampu diterima secara wajar oleh investor. Untuk mengukurnya, penelitian ini menggunakan empat pendekatan ukuran kinerja, yaitu dengan model indeks *sharpe*, indeks *treynor*, dan *jensen's alpha* menggunakan model CAPM dan indeks M^2 . Untuk menjelaskan faktor-faktor yang memengaruhi kinerja saham syariah, penelitian ini menggunakan rasio keuangan untuk menjelaskan faktor fundamental yang memengaruhi *return* saham dari perusahaan tersebut.

Analisis rasio keuangan atau analisis fundamental perusahaan memerlukan informasi keuangan yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang dapat mencerminkan nilai perusahaan sesungguhnya pada nilai saham perusahaan tersebut sehingga informasi itu dapat digunakan untuk memprediksi harga saham dan *return* pada masa yang akan datang.

Penelitian ini akan memberikan tambahan kontribusi empiris mengenai perdebatan kinerja saham syariah dibandingkan dengan kinerja saham konvensional. Penelitian ini juga akan melihat dan menguji kinerja portofolio saham yang dibentuk dengan menggunakan mekanisme *screening* saham syariah di Indonesia dan menjelaskan faktor-faktor keuangan dengan menggunakan *proxi* informasi rasio

keuangan yang dapat dijadikan refleksi ataupun prediksi untuk menentukan hubungan dan pengaruhnya terhadap kinerja saham syariah di Bursa Efek Indonesia.

2. Metodologi

2.1 Pemilihan Sampel

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari emiten perusahaan yang secara konsisten telah lolos mekanisme *screening* oleh MUI dan OJK sebagai perusahaan yang masuk dalam kategori saham syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2011 hingga 2015. Sedangkan sebagai data pembanding, penelitian ini menggunakan data emiten perusahaan yang tidak pernah menjadi bagian dari saham syariah juga dari tahun 2011-2015. Data penelitian diperoleh dari berbagai sumber, seperti pusat data pasar modal FEB UGM, dari pangkalan data Bursa Efek Indonesia, pangkalan data *osiris* dan laporan keuangan tahunan dari masing-masing perusahaan serta sumber data lain yang relevan.

Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik pengumpulan data menggunakan metode *purposive sampling*, dimana sampel dipilih berdasarkan kriteria data sesuai dengan kebutuhan penelitian, yaitu, perusahaan yang memiliki data lengkap, seperti data harga saham pembukaan dan penutupan, data *size* perusahaan, dan data keuangan lain yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian adalah perusahaan yang telah *listing* di Bursa Efek Indonesia dari Januari 2011 hingga Desember 2015. Saham-saham yang dikategorikan sebagai saham syariah pada pengumuman DES oleh MUI dan OJK atau saham yang masuk dalam indeks saham syariah pada periode 2011—2015. Kelompok saham perusahaan yang secara konsisten menjadi bagian Indeks Saham Syariah Indonesia dari tahun 2011—2015. Kelompok saham perusahaan yang tidak pernah menjadi bagian dari ISSI, periode

2011—2015. Data Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dari tahun 2011—2015. Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari tahun 2011—2015. Data Indeks di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011—2015. Data *BI Rate* dari tahun 2011—2015. Data rasio keuangan melalui laporan keuangan perusahaan dari tahun 2011—2015.

2.2 *Random Sampling*

Untuk membentuk portofolio dari saham yang telah dikelompokkan sebagai saham syariah dan saham konvensional sebagai pembandingnya, dalam penelitian ini menggunakan teknik *random sampling*. Teknik *random sampling* adalah analisis statistik yang salah satu prosesnya melalui cara menyeleksi beberapa bagian dari populasi secara random untuk diestimasi sehingga diperoleh informasi yang dapat mewakili dari populasi. Thomson (2012) mendefinisikan *random sampling* sebagai desain sampel dimana k merupakan item yang secara jelas adalah hasil seleksi dari n item suatu populasi, yang pada setiap kombinasi kemungkinan dari item k memiliki kedudukan yang sama dalam proses seleksinya.

Jumlah saham yang dibentuk dalam tiap portofolio adalah lima belas. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Tandelilin (1998) pada bursa efek Indonesia dan Filipina. Ditemukan bahwa jumlah saham yang dibentuk menjadi sebuah portofolio saham untuk mengurangi risiko tidak sistematis maksimal berjumlah lima belas saham hingga dua puluh saham.

2.3 Metode Analisis Pengukuran Kinerja

2.3.1 Indeks *Sharpe*

Sharpe (1966) mengembangkan model indeks *sharpe* untuk mengukur dan memprediksi kinerja *mutual funds* berdasarkan teori pasar modal dan perilaku harga pasar saham. Dia menunjukkan bahwa kinerja keuangan

saham secara teoretis dapat diukur dengan cara membagi rata-rata *return* per unit dengan total risiko per unit, dengan persamaan sebagai berikut.

$$SR = \frac{(R_{i,t} - R_{f,t})}{\sigma(R_{i,t})}$$

Dimana SR adalah nilai rasio *Sharpe*, $R_{i,t}$ adalah rata-rata *return* saham, $R_{f,t}$ adalah rata-rata keuntungan investasi bebas risiko, dan $\sigma(R_{i,t})$ adalah standar deviasi rata-rata *return* saham

Indeks *Sharpe* akan digunakan untuk memberikan peringkat dari beberapa portofolio saham. Semakin tinggi indeks *Sharpe* suatu portofolio dibandingkan dengan portofolio lain, semakin baik kinerja portofolio tersebut (Tandelilin, 2010).

2.3.2 Indeks *Treynor*

Model indeks *Treynor* memiliki kemiripan model dengan model indeks *Sharpe*, perbedaan keduanya adalah pada sudut pandang dalam mengukur risiko saham, apabila *Sharpe* menggunakan ukuran standar deviasi untuk melihat risiko, *Treynor* (1965) menggunakan *beta* sebagai ukuran risiko sistematis dari suatu portofolio, dengan persamaan sebagai berikut.

$$TR = \frac{(R_{i,t} - R_{f,t})}{\beta(R_{i,t})}$$

Dimana TR adalah nilai rasio *Treynor*, $R_{i,t}$ adalah rata-rata *return* saham, $R_{f,t}$ adalah rata-rata keuntungan investasi bebas risiko, dan β adalah *beta* persamaan garis regresi linear berganda

2.3.3 Indeks *Jensen (Jensen's Alpha)*

Berbeda dengan ukuran kinerja sebelumnya, *Jensen* (1968) menggunakan ukuran yang lain dalam melihat dan mengukur *risk-adjusted* kinerja dari suatu saham, namun tetap berdasarkan pada risiko sistematis. Dia mengukur kinerja

dari saham berdasarkan ukuran kinerja teoritis model CAPM dari *Sharpe* (1964) dan *Litner* (1965), dengan persamaan sebagai berikut.

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta(R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_t$$

Dimana α adalah *Jensen's Alpha*, $R_{i,t}$ adalah rata-rata *return* saham, $R_{f,t}$ adalah rata-rata keuntungan investasi bebas risiko, β adalah *beta* persamaan garis regresi linear berganda, $R_{m,t}$ adalah rata-rata keuntungan pasar, dan $(R_{m,t} - R_{f,t})$ adalah *excess return* saham

Semakin besar nilai *alpha* yang positif maka terlihat kinerja suatu saham *outperform* karena memberikan *actual return* lebih baik dibandingkan dengan *return* yang diharapkan.

2.3.4 Indeks M^2

Formula indeks M^2 adalah sebagai berikut

$$M^2 = \left(\left(\frac{R_{i,t} - R_{f,t}}{\sigma(R_{i,t})} \sigma(R_{m,t}) \right) + R_{f,t} \right) - R_{m,t}$$

Dimana M^2 adalah nilai Indeks M^2 , $R_{i,t}$ adalah Rata-rata *return* saham, $R_{f,t}$ adalah rata-rata keuntungan investasi bebas risiko, $R_{m,t}$ adalah *return* pasar, $\sigma(R_{i,t})$ adalah standar deviasi rata-rata *return* saham, dan $\sigma(R_{m,t})$ adalah standar deviasi *return* pasar

2.4 Uji Beda Dua Rerata

Metode uji beda dua rerata digunakan untuk menguji suatu nilai yang diberikan sebagai pembanding apakah berbeda secara statistik atau tidak berbeda secara statistik terhadap rerata suatu sampel. Uji beda dua rerata adalah suatu metode analisis pengujian antara rata-rata dua sampel apakah berbeda signifikan secara statistik. Ada dua jenis kelompok data sampel dalam Uji beda dua rerata yaitu kelompok sampel yang saling berhubungan dan kelompok sampel yang tidak saling berhubungan. Dalam penelitian ini kelompok sampel yang digunakan adalah kelompok sampel yang tidak saling berhubungan atau *independen*.

Analisis Uji beda dua rerata menghipotesiskan bahwa H_0 menyatakan kedua kelompok rata-rata sampel secara statistik tidak berbeda secara signifikan, sedangkan H_a sebaliknya menyatakan bahwa kedua kelompok rata-rata sampel secara statistik berbeda secara statistik. Secara matematik hipotesis yang diuji dapat dituliskan sebagai berikut.

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_a : \mu_1 \neq \mu_2$$

Dimana μ_1 adalah rata-rata data kelompok eksperimen dan μ_2 adalah rata-rata data kelompok kontrol. Dalam uji beda dua rerata formula yang digunakan dalam proses perhitungan menggunakan formula *t-test*, yaitu teknik statistik yang digunakan untuk menguji signifikansi perbedaan dua rata-rata yang berasal dari dua distribusi normal.

2.5 Analisis Model Multi Faktor

Untuk menentukan faktor yang memengaruhi kinerja saham syariah yang telah dikategorikan sebagai saham syariah dan faktor yang memengaruhi kinerja saham pembandingnya, penelitian ini menggunakan rasio keuangan dari laporan keuangan perusahaan dari tahun 2011 hingga 2015.

Analisis dan pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linear berganda dengan program pengolah data *Eviews version 8*. Analisis dan pengolahan data menggunakan metode *Ordinary Least Square (OLS)* data panel. Metode estimasi OLS adalah metode estimasi untuk mendapatkan penyimpangan atau kesalahan *error* terkecil.

Model penelitian untuk menguji kinerja saham syariah dan kinerja saham konvensional sekaligus faktor yang memengaruhi kinerja saham syariah dan saham konvensional di Indonesia dimodelkan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} AdjR_{i,t} = & \alpha + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} \\ & + \beta_4 DER_{i,t} + \beta_5 TATO_{i,t} + \beta_6 PER_{i,t} \\ & + \beta_7 NPM_{i,t} + \beta_8 PBV_{i,t} \\ & + \beta_9 Dummy_{i,t} + \beta_{10} Crisis_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$AdjR_{i,t}$ merupakan *adjusted return* dari saham i pada periode waktu t . ROA adalah *return on assets*. ROE adalah *return on equity*. EPS adalah *earning per share*, DER adalah *debt to equity ratio*. TATO adalah *total assets turnover*. PER adalah *price earning ratio*. NPM adalah *net profit margin*. PBV adalah *price to book value*. *Dummy* adalah kategori dari perusahaan i pada tahun t . *Crisis* adalah kategori saham syariah ketika terjadi krisis, sedangkan $\varepsilon_{i,t}$ adalah *error term*.

3. Hasil dan Pembahasan

3.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kinerja portofolio saham-saham syariah melalui Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan *Jakarta Islamic Index (JII)* beserta kinerja portofolio saham syariah yang dibentuk secara acak dari daftar saham syariah yang secara konsisten menjadi emiten ISSI dari tahun 2011—2015, kemudian dibandingkan kinerja tersebut dengan kinerja 7 (tujuh) indeks konvensional dan kinerja portofolio saham yang dibentuk secara acak dari kelompok saham-saham konvensional dari periode tahun 2011—2015. Penelitian ini juga bertujuan untuk menguji faktor yang memengaruhi kinerja saham syariah yang diukur melalui *adjusted return* saham, sedangkan faktor fundamental perusahaan yang memengaruhinya diukur dengan menggunakan rasio keuangan perusahaan dari tahun 2011—2015 dan membandingkan faktor tersebut dengan faktor yang memengaruhi kinerja saham konvensional pada periode tahun 2011—2015.

3.2 Gambaran Umum Sampel Indeks

Indeks yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 9 (sembilan) indeks, terdiri dari 2 (dua) indeks saham syariah diwakili oleh ISSI dan JII, dan 7 (tujuh) indeks saham konvensional yang terdiri dari IHSG, LQ45, Kompas100,

Finance, Bisnis27, Pefindo25, dan Srikehati.

Pemilihan sampel indeks berdasarkan pada kriteria indeks populer yang dibentuk oleh badan atau lembaga terpercaya dan memiliki kredibilitas yang baik serta indeks yang dibentuk berdasarkan asumsi sebagai bagian dari portofolio yang memenuhi *mean-variance*

efficient Markowitz (1950s), indeks yang dipilih mengabaikan indeks sektoral dan hanya memilih indeks yang dapat mencerminkan keadaan pasar secara keseluruhan.

Gambaran umum mengenai informasi statistik sembilan indeks yang dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini ditampilkan pada tabel berikut.

Gambaran Umum Informasi Statistik Sampel

No	Indeks	N	Rata-Rata Return (Bulanan)	Standar Deviasi	Beta	N	Rata-Rata Return (Harian)	Beta	Standar Deviasi
1	ISSI	56	0,370%	4,057%	0,952***	1146	0,022%	1,019***	1,192%
2	JII	56	0,323%	4,201%	0,969***	1146	0,021%	0,759***	1,390%
3	IHSG	56	0,391%	4,123%	1	1146	0,023%	1	1,146%
4	LQ45	56	0,380%	4,660%	1,107***	1146	0,023%	1,209***	1,400%
5	Kompas 100	56	0,313%	4,674%	1,122***	1146	0,019%	1,162***	1,338%
6	Finance	56	0,687%	5,636%	1,241***	1146	0,038%	1,128***	1,413%
7	Bisnis 27	56	0,436%	5,078%	1,186***	1146	0,026%	1,237***	1,448%
8	Pefindo 25	56	-0,0373%	6,3960%	1,298***	1146	-0,0028%	1,046***	1,4682%
9	Srikehati	56	0,607%	4,630%	1,073***	1146	0,035%	1,195***	1,407%

*** Signifikan di 1%

Risk Free Harian 0,0186%

Risk Free Bulanan 0,566%

Gambaran umum mengenai informasi statistik indeks-indeks saham dikelompokkan dalam dua jenis data, yaitu data bulanan dan data harian. Data harian berjumlah 1.146 observasi setiap indeksnya, sedangkan data bulanan berjumlah 56 observasi setiap indeks. Jumlah observasi sesuai dengan hari awal penerbitan ISSI pada Mei 2011 hingga Desember 2015. Beberapa data informasi statistik yang ditampilkan dalam tabel berupa rata-rata *return* bulanan dan harian, standar deviasi, dan *beta* masing-masing indeks. Data *beta* indeks diperoleh dari koefisien indeks dimaksud melalui hasil regresi sederhana antara data *excess return* indeks dimaksud sebagai variabel terikat dan *excess return* indeks IHSG sebagai variabel bebasnya, juga sebagai representasi pasar.

3.3 Pengukuran Kinerja Indeks

Data yang diolah dalam subbagian penelitian ini adalah data sembilan indeks dibagi dalam dua kelompok data, yaitu data harian dan data bulanan. Informasi penunjang yang dibutuhkan dalam pengukuran seperti informasi *risk free* diperoleh dari data *BI rate* dari tahun 2011—2015. Data *BI rate* disesuaikan berdasarkan informasi data harian dan informasi data bulanan untuk memenuhi kebutuhan data sesuai dengan data yang dibutuhkan dalam penelitian ini sehingga diperoleh rata-rata *risk free* harian dan bulanan berturut-turut, 0,0186% dan 0,566%, sedangkan indeks *market* dalam penelitian ini menggunakan data IHSG.

Data sembilan indeks berupa data *return* harian dan bulanan dihitung dengan menggunakan metode ukuran kinerja *risk-*

adjusted return dengan 4 (empat) pendekatan, yaitu pendekatan *Sharpe*, *Treynor*, M^2 dan *Jensen's alpha*. Hasil

pengukuran tersebut disajikan dalam dua tabel berikut ini.

Hasil Pengukuran Kinerja Indeks Bulanan

No	Indeks	N	Indeks Sharpe	Indeks Treynor	M^2	Jensen's alpha
1	ISSI	56	-0,0484	-0,0020	-0,0004	-0,0005
2	JII	56	-0,0577	-0,0025	-0,0008	-0,0009
3	IHSG	56	-0,0275	-0,0011	0	-
4	LQ45	56	-0,0399	-0,0016	-0,0001	-0,0001
5	Kompas100	56	-0,0541	-0,0022	-0,0007	-0,0008
6	Finance	56	0,0214	0,0009	0,0024	0,0030
7	Bisnis 27	56	-0,0255	-0,0010	0,0004	0,00050
8	Pefindo 25	56	-0,0943	-0,0046	-0,0023	-0,0040
9	Srikehati	56	0,0087	0,0003	0,0018	0,0020

Hasil Pengukuran Kinerja Indeks Harian

No	Indeks	N	Indeks Sharpe	Indeks Treynor	M^2	Jensen's alpha
1	ISSI	1146	0,0026	0,00003	-0,00001	-0,00001
2	JII	1146	0,0013	0,00002	-0,00002	-0,00001
3	IHSG	1146	0,0037	0,00004	0	-
4	LQ45	1146	0,0029	0,00003	-0,000004	-0,000006
5	Kompas100	1146	0,0005	-0,000006	-0,00003	-0,00004
6	Finance	1146	0,0138	0,0001	0,0001	0,0001
7	Bisnis 27	1146	0,0053	0,00006	0,00001	-0,0002
8	Pefindo 25	1146	-0,0145	-0,0002	-0,0002	-0,0002
9	Srikehati	1146	0,0119	0,0001	0,00009	0,0001

Hasil pengukuran kinerja menggunakan metode *risk-adjusted return* menunjukkan hasil yang konsisten antara keempat pendekatan ukuran kinerja *Sharpe*, *Treynor*, M^2 , dan *Jensen's alpha*. Apabila satu indeks menunjukkan kinerja terbaik hingga terburuk menggunakan ukuran *Sharpe*, hasil yang sama juga ditunjukkan apabila menggunakan ukuran kinerja *Treynor*, M^2 dan *Jensen's alpha*. Perbandingan konsistensi peringkat kinerja terbaik hingga terburuk antara data bulanan dan data harian, walaupun ada dua indeks yang mengalami perubahan peringkat dari data bulanan dibandingkan dengan data harian, secara keseluruhan urutan peringkat kinerja indeks terbaik hingga terburuk menunjukkan hasil dengan konsistensi yang baik.

Hasil pengukuran kinerja menunjukkan bahwa baik itu data harian maupun data bulanan, indeks Finance dan indeks Srikehati menunjukkan kinerja lebih baik dibandingkan dengan tujuh indeks lainnya. Indeks Finance dan indeks Srikehati menunjukkan nilai ukuran kinerja positif dari empat ukuran kinerja dan dari kedua kelompok data. Indeks Finance memperoleh nilai *Sharpe*, *Treynor*, M^2 dan *Jensen's alpha* untuk data bulanan berturut-turut, 0,0214, 0,0009, 0,0024, dan 0,0030, sedangkan untuk data harian berturut-turut adalah 0,0138, 0,0001, 0,0001, dan 0,0001. Urutan kedua adalah indeks Srikehati dengan nilai *Sharpe*, *Treynor*, M^2 dan *Jensen's alpha* untuk data bulanan berturut-turut adalah 0,0087, 0,0003, 0,0018, dan 0,0020, sedangkan

untuk data harian berturut-turut adalah 0,0119, 0,0001, 0,00009, dan 0,0001.

Informasi pada tabel menunjukkan bahwa ISSI dan JII memiliki kinerja di bawah rata-rata beberapa indeks lainnya. Secara peringkat, ISSI hanya berada pada posisi ke-6 (enam), baik itu dalam data bulanan maupun data harian. Pada kelompok data bulanan, semua nilai ukuran kinerja *Sharpe*, *Treynor*, M^2 dan *Jensen's alpha* ISSI berada pada kisaran nilai di bawah nol, dengan nilai kinerja untuk data bulanan berturut-turut adalah -0,0484, -0,0020, -0,0004, dan -0,0005. Hasil ukuran kinerja ini menunjukkan bahwa rata-rata *return* bulanan ISSI masih berada dibawah *return* investasi *risk free* bulanan dan masih berada di bawah rata-rata *return* pasar dalam hal ini *return* IHSG apabila menggunakan pendekatan M^2 , dan *Jensen's alpha*, sedangkan dalam data harian nilai ukuran kinerja ISSI berturut-turut adalah 0,0026, 0,00003, -0,00001, dan -0,00001. Hasil ukuran kinerja data harian menunjukkan bahwa, walaupun ISSI berada pada posisi peringkat keenam namun nilai ukuran kinerja *Sharpe* dan *Treynor* masih menunjukkan angka positif, hal ini berarti bahwa rata-rata *return* harian ISSI masih di atas rata-rata *return* harian investasi *risk free*. Akan tetapi, nilai negatif pada ukuran kinerja M^2 , dan *Jensen's alpha* mengindikasikan bahwa rata-rata *return* harian ISSI masih di bawah rata-rata *return* harian IHSG.

Berbeda dengan ISSI yang konsisten berada pada urutan kinerja enam terbaik pada semua kelompok data, JII berada pada posisi kedelapan urutan

kinerja untuk nilai ukuran kinerja kelompok data bulanan, hanya setingkat lebih baik dibandingkan dengan indeks pefindo 25. Dalam kelompok data harian, indeks JII berada pada posisi ketujuh di atas indeks Kompas 100 dan Pefindo 25. Nilai ukuran kinerja JII menggunakan pendekatan *Sharpe*, *Treynor*, M^2 , dan *Jensen's alpha* untuk kelompok data bulanan berturut-turut adalah -0,0577, -0,0025, -0,0008, dan -0,0009, sedangkan untuk kelompok data harian nilainya berturut-turut adalah 0,0013, 0,00002, -0,00002, dan -0,00001.

3.4 Pengukuran Kinerja Tahunan

Untuk memperdalam hasil analisis sebelumnya, dalam subbagian ini analisis kinerja sembilan indeks dibagi dalam beberapa kategori kelompok tahun, yaitu tahun 2011, 2012, 2013, 2014, dan 2015. Analisis ini bertujuan untuk menangkap kinerja sembilan indeks pada setiap periode tahun, dari mulai ISSI dibentuk pada tahun 2011 hingga akhir tahun 2015.

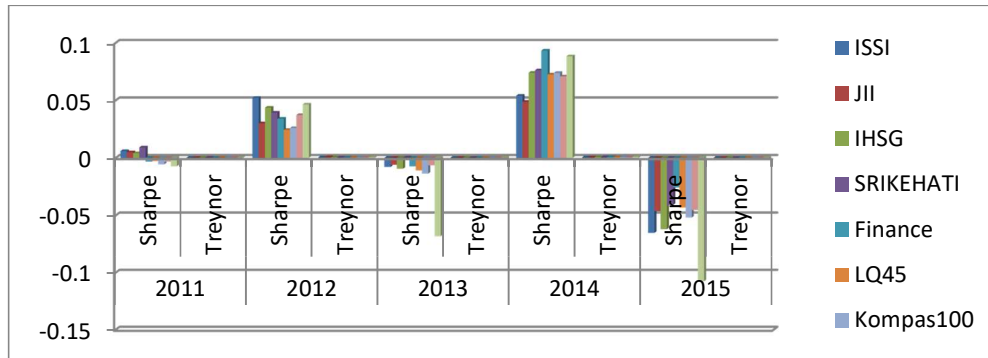
Seperti halnya teknik pengukuran kinerja indeks sebelumnya, yaitu kinerja sembilan indeks selama periode waktu lima tahun dari tahun 2011—2015, analisis pengukuran kelompok tahunan ini juga menggunakan teknik metode analisis *Risk Adjusted Return* dengan pendekatan *Sharpe* dan *Treynor* dengan data *return* indeks harian dan data BI *rate* berturut-turut dari tahun 2011—2015 sebesar 0,0180%, 0,0158%, 0,0177%, 0,0206%, dan 0,0206%. Hasil pengukuran kinerja indeks tahunan dapat dilihat pada Tabel 4.5.1 berikut.

Kinerja Tahunan Sembilan Indeks

Indeks	2011		2012		2013		2014		2015	
	Sharpe	Treynor	Sharpe	Treynor	Sharpe	Treynor	Sharpe	Treynor	Sharpe	Treynor
ISSI	0,0059	0,00009	0,0521	0,0004	-0,0079	-0,0001	0,0540	0,0004	-0,0652	-0,0007
JII	0,0049	0,00008	0,0300	0,0006	-0,0060	-0,00008	0,0487	0,0004	-0,0463	-0,0005
IHSG	0,0040	0,00005	0,0435	0,0003	-0,0094	-0,0001	0,0739	0,0006	-0,0619	-0,0006
SRIKEHATI	0,0091	0,00015	0,0392	0,0003	0,0002	0,000003	0,0761	0,0006	-0,0409	-0,0004
Finance	-0,0031	-0,00005	0,0340	0,0003	-0,0073	-0,0001	0,0932	0,0008	-0,0257	-0,0003
LQ45	-0,0027	-0,00004	0,0243	0,0002	-0,0108	-0,0001	0,0724	0,0006	-0,0431	-0,0004
Kompas100	-0,0055	-0,00009	0,0259	0,0002	-0,0136	-0,0001	0,0738	0,0006	-0,0518	-0,0005
Bisnis27	-0,0033	-0,00005	0,0371	0,0003	-0,0065	-0,00008	0,0707	0,0005	-0,0453	-0,0005
Pefindo25	-0,0073	-0,00013	0,0463	0,0004	-0,0680	-0,0011	0,0882	0,0009	-0,1075	-0,0015

Pergerakan kinerja sembilan indeks dengan menggunakan pengukuran kinerja *Sharpe* dan *treynor* menunjukkan nilai fluktuatif setiap tahunnya. Selain indeks Srikehati yang memiliki kinerja cukup stabil berada pada zona positif setiap tahunnya kecuali pada tahun 2015, hampir semua indeks menunjukkan pergerakan kinerja yang berbeda atau fluktuatif pada setiap tahunnya.

Ketika ISSI diterbitkan pada 13 Mei hingga akhir tahun 2011, sebagian kinerja sembilan indeks berada pada zona positif dengan indeks Srikehati sebagai indeks dengan kinerja terbaik, sedangkan sebagian lainnya berada pada zona negatif. Kinerja ISSI ketika diterbitkan pada tahun 2011 sangat baik, dengan menempati posisi kedua di antara empat indeks lainnya yang berada pada zona positif menyusul JII dan IHSG.



Grafik Pergerakan Kinerja Tahunan Sembilan Indeks

Kinerja ISSI terbaik ditunjukkan pada tahun 2012, ISSI mengalahkan delapan indeks pembandingnya dengan nilai *Sharpe* dan *Treynor*, 0,0521 dan 0,0004 kemudian menyusul JII dan IHSG. Hasil analisis ini sesuai dengan pendapat beberapa peneliti terdahulu mengenai kinerja saham syariah seperti Hoepner dkk. (2011), Merdad dkk. (2010), Hooi dan Parsva (2012), Makni dkk. (2015), dan Boo dkk. (2016). Berdasarkan pengujian empiris yang mereka lakukan ditemukan bahwa kinerja saham syariah menunjukkan *performance* terbaiknya ketika kondisi sedang resesi atau krisis. Pada akhir tahun 2011 sampai 2012 kondisi ekonomi global memburuk akibat permasalahan ekonomi di Eropa dan di Amerika Serikat (Laporan Bank Indonesia, 2012). Kondisi tersebut berdampak pada negara-negara berkembang seperti Indonesia. Dampak itu juga dirasakan oleh pasar modal seperti di Bursa Efek Indonesia, IHSG sempat mencatatkan harga terendahnya, yaitu di bawah angka 4000 ketika itu. Walaupun demikian, ISSI

dan JI pada tahun 2011 dan 2012 justru menunjukkan kinerja terbaiknya.

Kondisi ini dapat dijelaskan karena beberapa alasan, antara lain, momentum pembentukan indeks ISSI pada pertengahan tahun 2011 ditangkap oleh investor sebagai informasi positif sehingga saham-saham syariah menjadi pilihan berinvestasi yang menjanjikan. Kondisi krisis global pada akhir tahun 2011 memperkuat posisi saham syariah sebagai instrumen investasi yang bukan saja dapat digunakan sebagai investasi jangka panjang, namun juga dapat digunakan dalam mekanisme *hedging* ketika terjadi krisis (Makni dkk., 2015).

3.5 Analisis Kinerja Portofolio

Portofolio saham dibentuk secara acak dari tiga jenis data kelompok saham. Kelompok pertama adalah kelompok saham yang secara konsisten selalu berada dalam emiten ISSI dari tahun 2011—2015, dikategorikan sebagai kelompok saham syariah. Kelompok saham yang kedua adalah kelompok saham yang di

dalamnya terdapat saham-saham yang tidak pernah masuk sebagai emiten ISSI dan saham-saham yang keluar masuk sebagai emiten ISSI dari periode tahun 2011—2015 yang dikategorikan sebagai saham konvensional. Kelompok terakhir adalah gabungan antara kelompok saham syariah dan kelompok saham konvensional yang dikategorikan sebagai kelompok saham gabungan.

Jumlah emiten yang berada dalam kelompok saham syariah adalah sebanyak 134 emiten, Emiten yang tergabung sebagai kelompok saham konvensional berjumlah sebanyak 221 emiten, sedangkan jumlah kelompok gabungan keduanya adalah sebanyak 355 emiten. Portofolio saham dibentuk secara acak dari masing-masing kelompok saham. Pembentukan portofolio mempertimbangkan beberapa hal. Pertimbangan pertama adalah saham-saham yang dibentuk dalam sebuah portofolio berjumlah 15 saham. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Tandelilin (2001) yang menemukan bahwa jumlah saham yang dibentuk untuk mendapatkan manfaat pengurangan risiko paling optimum di Bursa Efek Indonesia adalah sebanyak 15 saham. Kedua, dalam proses pembentukan portofolio, saham secara acak mensyaratkan bahwa sebuah saham tidak boleh dipilih lebih dari sekali dalam sebuah portofolio. Apabila dalam sebuah portofolio terdapat lebih dari satu saham yang sama, manfaat pengurangan risiko tidak akan dapat dicapai secara optimum karena korelasi antara saham sebagai syarat pengurangan risiko yang telah dijelaskan oleh Elton & Gruber (1996a) tidak boleh berkorelasi secara sempurna.

Pembentukan portofolio tidak menggunakan metode *Market Value Weighted Average Index* sehingga proporsi setiap saham dari lima belas saham yang dibentuk sebagai anggota saham dalam sebuah portofolio bobotnya dianggap sama. Berdasarkan asumsi tersebut maka perhitungan *return* portofolio dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$r^P = 1/15 \sum_{i=1}^{15} r_i$$

Dalam hal ini, r^P adalah *return Portofolio* atau tingkat keuntungan suatu portofolio yang telah dibentuk secara acak, r_i adalah *return* saham i dalam suatu portofolio, sedangkan $1/15$ adalah proporsi tiap saham dalam portofolio tersebut.

Data yang diolah adalah tiga puluh portofolio saham yang telah dibentuk secara acak dari tiga kelompok saham, yaitu kelompok saham syariah, kelompok saham konvensional, dan kelompok saham gabungan. Informasi penunjang yang dibutuhkan dalam pengukuran seperti *risk free* diperoleh dari data *BI rate* dari tahun 2011—2015. Data *BI rate* disesuaikan berdasarkan informasi data bulanan sesuai dengan kebutuhan data dalam penelitian ini sehingga diperoleh rata-rata *risk free* bulanan sebesar 0,566%, sedangkan indeks *market* dalam penelitian ini menggunakan data IHSG. Data portofolio dari tiga kelompok jenis saham yang berupa *return* bulanan tiap portofolio diukur dan dihitung dengan menggunakan empat pendekatan ukuran kinerja, pendekatan *Sharpe*, *Treynor*, M^2 , dan *Jensen's alpha*. Hasil pengukuran tersebut disajikan dalam tiga tabel berikut.

Hasil Pengukuran Kinerja Portofolio Saham Syariah

No	Portofolio Syariah (PS)	Indeks Sharpe	Indeks Treynor	Indeks M^2	Jensen's alpha
1	PS1	0,0602	0,0031	0,0042	0,0047
2	PS2	0,2021	0,0101	0,0102	0,0127
3	PS3	0,1514	0,0092	0,0080	0,0102
4	PS4	0,0928	0,0052	0,0056	0,0068
5	PS5	-0,0739	-0,0047	-0,0013	-0,0026
6	PS6	0,0480	0,0025	0,0037	0,0037
7	PS7	0,0877	0,0051	0,0054	0,0082
8	PS8	-0,0109	-0,0006	0,0012	0,0008
9	PS9	0,0086	0,0005	0,0021	0,0022
10	PS10	0,0986	0,0059	0,0058	0,0090
Rata-rata		0,0664	0,0036	0,0045	0,0056

Hasil Pengukuran Kinerja Portofolio Saham Konvensional

No	Portofolio Konvensional (PK)	Indeks Sharpe	Indeks Treynor	Indeks M^2	Jensen's alpha
1	PK1	0,1853	0,0127	0,0095	0,0132
2	PK2	0,1355	0,0113	0,0074	0,0080
3	PK3	0,1035	0,0071	0,0060	0,0080
4	PK4	0,1953	0,0142	0,0099	0,0158
5	PK5	0,0195	0,0011	0,0025	0,0030
6	PK6	0,32	0,0344	0,0151	0,0178
7	PK7	0,1893	0,0155	0,0096	0,0089
8	PK8	0,0943	0,0063	0,0056	0,0087
9	PK9	0,0848	0,0057	0,0053	0,0067
10	PK10	0,0412	0,0027	0,0034	0,0032
Rata-rata		0,1369	0,0111	0,0074	0,0093

Hasil Pengukuran Kinerja Portofolio Saham Gabungan

No	Portofolio Gabungan (PG)	Indeks Sharpe	Indeks Treynor	Indeks M^2	Jensen's alpha
1	PG1	0,0791	0,0048	0,0050	0,0051
2	PG2	0,0978	0,0069	0,0058	0,0087
3	PG3	0,1419	0,0122	0,0076	0,0093
4	PG4	0,0688	0,0046	0,0046	0,0059
5	PG5	0,3536	0,0290	0,0165	0,0231
6	PG6	0,0255	0,0014	0,0028	0,0031
7	PG7	0,0990	0,0069	0,0058	0,0073
8	PG8	0,0337	0,0021	0,0031	0,0037
9	PG9	0,1613	0,0128	0,0085	0,0121
10	PG10	0,0322	0,0025	0,0030	0,0032
Rata-rata		0,1093	0,0083	0,0063	0,0082

Hasil pengolahan ukuran kinerja portofolio dari tiga kelompok jenis saham di atas secara umum menunjukkan bahwa portofolio kelompok saham konvensional *outperform* dibandingkan dengan kelompok portofolio saham syariah maupun portofolio saham konvensional melalui informasi rata-rata nilai ukuran keempat

pendekatan ukuran kinerja, *Sharpe*, *Treynor*, M^2 , dan *Jensen's alpha*.

Rata-rata nilai ukuran kinerja portofolio saham konvensional berturut-turut dari empat pendekatan ukuran kinerja adalah 0,134, 0,011, 0,007, dan 0,009. Nilai ukuran kinerja portofolio kelompok saham syariah adalah 0,066, 0,003, 0,004,

dan 0,005. Nilai ukuran kinerja portofolio kelompok saham gabungan adalah 0,109, 0,008, 0,006, dan 0,008.

Selain kesimpulan secara umum mengenai kinerja tiap jenis kelompok saham, untuk kinerja portofolio saham individu, kinerja terbaik berurutan ditunjukkan oleh portofolio PK6 dari kelompok saham konvensional, lalu PG5 dari kelompok saham gabungan dan PS2 dari kelompok saham syariah dengan nilai kinerja *Sharpe*, *Treynor*, M^2 , dan *Jensen's alpha* berturut-turut untuk PK6 sebesar 0,32, 0,034, 0,15, dan 0,17 kemudian PG5 sebesar 0,353, 0,029, 0,16, dan 0,023, sedangkan untuk PS2 sebesar 0,202, 0,010, 0,010, dan 0,012. Kinerja portofolio dalam kelompok saham syariah dari informasi tabel di atas menunjukkan bahwa hanya 40% dari portofolio yang dibentuk mampu bersaing dengan kinerja portofolio dalam kelompok portofolio saham konvensional maupun kelompok saham gabungan. Hampir 90% dari portofolio dalam kelompok saham konvensional menunjukkan kinerja terbaik, sedangkan sebesar 70% portofolio yang dibentuk dari saham gabungan menunjukkan kinerja terbaiknya. Kinerja terburuk dari hasil pengukuran empat pendekatan ukuran ditunjukkan oleh dua

portofolio dari kelompok saham syariah, yaitu PS5 dengan nilai sebesar -0,073, -0,004, -0,001, dan -0,002 kemudian PS8 dengan nilai -0,010, -0,0001, 0,001, dan 0,001. Bahkan, hasil ukuran tersebut menunjukkan bahwa kinerja dua portofolio itu di bawah investasi *risk free* dan di bawah kinerja market.

3.6 Uji Beda Dua Rata-rata

Hasil analisis deskriptif data pengukuran kinerja portofolio dari tiga kelompok saham menunjukkan bahwa kelompok portofolio saham syariah *underperform* dibandingkan dengan kinerja kelompok portofolio saham konvensional dan kelompok portofolio saham gabungan. Namun demikian untuk memperkuat hasil analisis dan pengujian hipotesis, dibutuhkan pengujian secara statistik sehingga kesimpulan mengenai kinerja portofolio saham syariah dapat dijelaskan secara ilmiah dengan pengujian statistik yang dapat dipercaya secara matematis. Untuk kebutuhan tersebut, langkah selanjutnya dalam pengukuran kinerja portofolio saham syariah adalah pengujian secara statistik dengan menggunakan metode uji beda dua rerata. Hasil uji tersebut disajikan dalam tabel berikut.

Hasil uji beda dua rata-rata antara kinerja kelompok saham syariah dan saham konvensional, dan kinerja saham syariah dan saham gabungan

Metode	VS	Mean	t-stat	Sig.(2-tailed)	Beda rata-rata
<i>Sharpe</i>	Syariah, konvensional	0,066 0,136	-2,151	0,05	-0,07
	Syariah, Gabungan	0,066 0,109	-0,894	0,39	-0,043
<i>Treynor</i>	Syariah, konvensional	0,003 0,011	-2,424	0,03	-0,011
	Syariah, Gabungan	0,003 0,008	-1,33	0,21	-0,005
M^2	Syariah, konvensional	0,004 0,007	-2,151	0,05	-0,003
	Syariah, Gabungan	0,004 0,006	-0,894	0,39	-0,002
<i>Jensen's alpha</i>	Syariah, konvensional	0,005 0,009	-1,820	0,10	-0,004
	Syariah, Gabungan	0,005 0,008	-0,891	0,39	-0,003

*T*_{tabel}: 2,10092

Uji beda dua rerata digunakan untuk menguji rata-rata tingkat perbedaan antara dua variabel, yaitu untuk menguji perbedaan rata-rata kinerja antara portofolio saham syariah dan kinerja portofolio saham konvensional dan kemudian menguji perbedaan rata-rata kinerja portofolio saham syariah dengan rata-rata kinerja portofolio saham gabungan. Uji hipotesis beda dua rata-rata menjelaskan bahwa H_0 atau hipotesis *null* mengatakan bahwa rata-rata antara dua variabel tidak berbeda secara signifikan. Hipotesis alternatif atau H_a menjelaskan bahwa ada perbedaan rata-rata antara dua variabel secara signifikan.

Hasil uji beda dua rerata antara kinerja portofolio kelompok syariah dan kelompok saham konvensional antara perbandingan kinerja *Sharpe*, *Treynor*, M^2 , dan *Jensen's alpha* menunjukkan bahwa dari empat ukuran kinerja tersebut tiga ukuran kinerja *Sharpe*, *Treynor*, dan M^2 menunjukkan adanya perbedaan rata-rata kinerja dengan nilai *Sig(2-tailed)* berada pada rentang tingkat kepercayaan sebesar 5%. Hasil uji beda rata-rata antara portofolio saham syariah dan portofolio kelompok saham konvensional pada ukuran kinerja *Jensen's alpha* menunjukkan nilai yang tidak signifikan sehingga dapat

disimpulkan bahwa untuk kinerja *Jensen's alpha* tidak berbeda signifikan secara statistik.

Kolom tabel beda rata-rata menunjukkan perbedaan rata-rata nilai ukuran kinerja antara saham syariah dan saham konvensional, juga antara saham syariah dan saham konvensional. Arah negatif yang ditunjukkan pada nilai beda rata-rata menunjukkan bahwa hasil uji beda dua rata-rata mengindikasikan perbedaan signifikan pada hasil uji yang mengarah pada kinerja saham syariah yang *underperform*.

3.7 Faktor yang Memengaruhi Kinerja Saham

Data panel yang dianalisis dalam pengujian faktor-faktor fundamental perusahaan yang memengaruhi kinerja sahamnya, baik itu kelompok saham syariah, saham konvensional, maupun saham gabungan tiap variabel berjumlah 1.272 observasi. Jumlah data observasi diperoleh dari 355 emiten yang *listing* di bursa efek Indonesia periode tahun 2011-2015, terdiri dari 134 emiten syariah dan 221 emiten konvensional. Statistik deskriptif data sampel disajikan dalam tabel berikut

Statistik Deskriptif Data Sampel Analisis Multifaktor

	ADJRETUR	DER	DUMMY	EPS	LOGSIZE	NPM	PBV	PER	ROA	ROE	TATO
Mean	0,0770	1,3268	0,4544	2434633	2,9824	0,7750	2,5242	40,1288	9,7470	19,5837	0,9810
Median	0,0251	0,8876	0,0000	42,8700	3,0433	0,0653	1,3730	15,0400	7,1250	15,2900	0,8369
Maximum	2,5317	39,7896	1,0000	8,97x10 ⁰⁸	3,2667	254,8076	58,4810	989,500	70,7900	245,5200	6,1735
Minimum	-4,0451	0,0002	0,0000	-0,0600	2,3390	0,0000	0,0500	0,3600	-4,3600	-6,2000	0,0000
Std. Dev.	0,4927	1,8064	0,4981	38258309	0,1993	11,1484	4,6113	99,4749	9,9056	21,9995	0,8291
Skewness	-0,1669	9,2864	0,1831	18,3205	-1,5236	19,7223	7,2389	5,9560	2,4413	4,7429	1,9666
Kurtosis	11,0288	169,3787	1,0335	363,8543	4,3809	407,5066	68,3804	43,4255	10,9679	37,5393	9,3185
Jarque-Bera	3422,405	148542	212,0596	6972597	593,1954	8754618	237663.5	94134,46	4628,372	67996,11	2935,942
Probability	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Sum	97,9707	1687,785	578	3,10x10 ⁰⁹	3793,660	985,8764	3210,820	51043,95	12398,30	24910,48	1247,870
Sum Sq. Dev.	308,5965	4147,659	315,3553	1,86x10 ¹⁸	50,4847	157969,4	27026,92	12576873	124713,8	615140,0	873,8304
Observations	1272	1272	1272	1272	1272	1272	1272	1272	1272	1272	1272

Variabel sebagai *proxy* faktor fundamental yang memengaruhi kinerja

saham perusahaan dalam pengujian analisis multifaktor berjumlah 8 (delapan)

rasio keuangan, yaitu ROA adalah *return on assets*, ROE adalah *return on equity*, EPS adalah *earning per share*, DER adalah *debt to equity ratio*, TATO adalah *total assets turnover* PER adalah *price earning ratio*, NPM adalah *net profit margin*, dan PBV adalah *price to book value*. Namun demikian, selain delapan rasio keuangan tersebut, variabel lain yang masuk dalam model sebagai variabel control adalah variabel *size* perusahaan yang diproksikan menggunakan data total aset. Variabel *size* digunakan sebagai kontrol dalam model penelitian mengacu pada model Fama and French (1992) yang selain mempertimbangkan *price to book ratio* juga mempertimbangkan *size* perusahaan dalam memengaruhi *return* perusahaan.

Variabel *dummy* dalam statistik deskriptif pada tabel di atas digunakan untuk membedakan antara saham syariah dan saham konvensional. Tanda 1 (satu) dalam sampel menunjukkan bahwa sampel tersebut merupakan bagian dari kelompok saham syariah, sedangkan 0 (nol) merupakan bagian dari kelompok saham konvensional. Penggunaan variabel *dummy* dalam uji faktor-faktor yang memengaruhi kinerja saham tersebut bertujuan untuk mengkonfirmasi hasil pengukuran kinerja indeks saham syariah dan kinerja portofolio saham syariah, yang sebelumnya telah diukur dengan menggunakan metode *risk-adjusted return* dan metode uji beda dua

rata-rata. Hipotesis yang digunakan adalah apabila koefisien regresi variabel *dummy* menunjukkan arah negatif dengan tingkat kepercayaan statistik yang signifikan ($p\text{-value} < 5\%$), hasil pengukuran kinerja indeks saham syariah dan kinerja portofolio pada pengukuran sebelumnya sejalan dengan hasil pengujian dalam model multifaktor.

3.8 Hasil Uji Model Multifaktor Variabel *Dummy*

Pengujian model multifaktor dengan variabel *dummy* dan *Crisis* bertujuan untuk menguji kategori saham-saham yang termasuk dalam kelompok saham syariah dan menguji kategori untuk saham-saham yang termasuk dalam kelompok saham konvensional terhadap kinerja sahamnya. Kategori atau *dummy* bertujuan untuk membedakan kinerja yang dimiliki oleh saham-saham syariah dan kinerja yang dimiliki oleh saham-saham konvensional. Nilai satu pada variabel *dummy* merupakan kategori untuk saham syariah, sedangkan kategori alternatif atau nilai nol adalah untuk saham-saham dalam kelompok saham konvensional. Nilai 1 pada variabel *Crisis* adalah kategori untuk saham syariah pada tahun 2011 dan 2012. Hasil uji regresi linear berganda dengan model variabel *dummy* dan metode OLS untuk sampel kelompok saham gabungan disajikan dalam tabel berikut.

Hasil Analisis Regresi Multifaktor

Variabel dependent :Adjreturn	Common Model (ii)	Random Effects Model (iv)	Fixed Model (iii)
	Coefficient	Coefficient	Coefficient
DUMMY	-0,062517** (2,028022)	-0,064509** (2,101415)	-0,049934* (-1,787946)
Crisis	0,078406** (1,901236)	0,078078** (1,979899)	
DER	-0,011023 (-0,981451)	-0,002280 (-0,243795)	-0,004970 (-0,558315)
EPS	-2,76x10 ⁻¹⁰ (-0,736435)	-2,70x10 ⁻¹⁰ (-0,720366)	-3,46x10 ⁻¹⁰ (-1,002877)
LOG2SIZE	0,082040 (1,097981)	0,083703 (1,123196)	0,106622 (1,566723)
PBV	0,009289** (2,076444)	0,008369** (2,118091)	0,007510* (1,979882)
NPM	0,000942 (0,757972)	0,000680 (0,545389)	0,000405 (0,340990)
PER	0,000175	0,000199	0,000136

	(1,153808)	(1,326475)	(0,938508)
ROA	0,006852** (2,118094)	0,013788*** (5,160472)	0,011251*** (4,461334)
ROE	-0,000425 (-0,256671)	-0,002692* (-1,924542)	-0,002287* (-1,697547)
TATO	-0,008225 (-0,447587)	-0,006337 (-0,346281)	-0,006812 (-0,405452)
<i>Constant</i>	-0,267184 (-1,162123)	-0,288132 (-1,261359)	-0,277670 (-1,347681)
Observasi	1272	1273	1273
R ²	0,034029	0,036737	0,102056
F-statistik	4,442251	4,813090	10,21268
<i>Prob</i> (F-statistik)	0,000004	0,000001	0,000000
<i>Mean dependent var</i>	0,069068	0,069851	0,077204
<i>S.D. dependent var</i>	0,481589	0,482279	0,492595

***Signifikan 1%

**Signifikan 5%

*Signifikan 10%

Hasil pengujian menunjukkan hasil yang konsisten pada variabel *dummy* yang secara statistik *significant* pada toleransi kesalahan sebesar 5%, pada *common model* dan *random effect model*, kemudian signifikan pada toleransi kesalahan 10% untuk *effect model period fix model* dengan nilai koefisien variabel *dummy* untuk *common model* sebesar -0,0625, sedangkan nilai koefisien variabel *dummy* dengan *random effect model* adalah sebesar -0,0645, dan terakhir koefisien pada model OLS *period fix model* sebesar -0,0499. Hasil pengujian dari ketiga model tersebut menunjukkan hasil yang konsisten pada variabel *dummy*, namun pada satu model hanya dengan tingkat kepercayaan signifikan pada rentang 10% dan arah koefisien yang negatif.

Nilai koefisien negatif untuk variabel *dummy* pada hasil uji regresi linear berganda dengan menggunakan data panel yang dihasilkan dari tiga model menunjukkan bahwa kinerja kelompok saham syariah *underperform* dibandingkan dengan kinerja saham konvensional. Hal ini ditandai dengan variabel *dummy* satu yang menunjukkan kategori saham syariah dan variabel alternatif atau nol untuk kategori saham konvensional. Koefisien negatif menjelaskan bahwa kategori satu atau kelompok saham syariah secara signifikan

berpengaruh negatif terhadap kinerja sahamnya. Namun untuk *dummy category crisis* terlihat bahwa arahnya positif untuk semua model dengan koefisien sebesar 0,078406, 0,078078, dan 0,0780507. Hasil sejalan dengan penelitian Makni dkk (2015) yang menyatakan bahwa saham syariah memiliki ketahanan pada kondisi krisis seperti dijelaskan pada pembahasan sebelumnya.

Hasil pengujian yang menunjukkan kinerja saham syariah *underperform* dibandingkan dengan kinerja saham konvensional menggunakan model multifaktor dengan variabel *dummy* di atas konsisten dengan hasil pengukuran kinerja indeks saham syariah melalui ISSI dan JII selama periode tahun 2011—2015 dan melalui pengukuran kinerja portofolio yang dibentuk secara acak dari kelompok saham yang konsisten sebagai anggota emiten ISSI dari tahun 2011—2015 yang juga menunjukkan kinerja *underperform* dibandingkan dengan kinerja indeks konvensional maupun dengan portofolio yang dibentuk secara acak dari saham-saham yang tidak dikategorikan sebagai saham-saham syariah.

Selain variabel *dummy* yang disoroti dalam analisis multifaktor di atas, ada beberapa hal yang dapat disimpulkan. Dengan mengabaikan kelompok saham

syariah dan kelompok saham konvensional, secara umum faktor fundamental perusahaan yang dapat memengaruhi kinerja saham di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2011—2015 berdasarkan hasil uji multifaktor di atas dapat disimpulkan sebagai berikut. Rasio *price to book value* (PBV) dengan nilai koefisien 0,009289 signifikan pada 5% dalam *random effect model*. Hasil ini sejalan dengan uji empiris model *three factor* Fama and French (1992) yang mengatakan bahwa *return* saham tidak hanya dipengaruhi oleh faktor pasarnya, namun juga dipengaruhi oleh *size* dan nilai buku sahamnya.

Variabel lain yang juga signifikan positif dalam uji multifaktor di atas adalah variabel ROA baik itu ROA yang menggunakan *earning* sebelum pajak dan bunga maupun yang menggunakan *net income* sebagai pembilang. Hasil uji ini sejalan dengan hasil uji empiris peneliti sebelumnya yang mengatakan bahwa semakin besar rasio ROA maka investor akan mengonpensasi nilai perusahaan menjadi lebih tinggi sehingga kinerja atau *return* saham untuk perusahaan tersebut juga akan meningkat (Palepu dkk. 2010). Selain variabel ROA, yang menarik untuk dicermati dalam hasil analisis regresi multifaktor di atas adalah arah koefisien variabel *debt to equity ratio* (DER) yang menunjukkan nilai koefisien negatif walaupun tidak signifikan secara statistic. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio *leverage* suatu perusahaan, kinerja perusahaan tersebut akan semakin buruk. Temuan ini sejalan dengan *trade of teory* yang mengatakan bahwa pada titik tertentu, hutang akan memberikan manfaat melalui pengurangan biaya modal karena manfaat dari mekanisme *tax shield*. Namun demikian setelah titik optimum, hutang hanya akan menjadi beban yang besar bagi perusahaan.

3.9 Hasil Uji Faktor Yang Memengaruhi Kinerja Saham

Faktor fundamental perusahaan berupa rasio yang menjadi proksi dalam penelitian ini berjumlah delapan rasio keuangan, yaitu ROA adalah *return on assets*, ROE adalah *return on quity*, EPS adalah *earning per share*, DER adalah *debt to quity ratio*, TATO adalah *total assets turnover*, PER adalah *price earning ratio*, NPM adalah *net provit margin*, dan PBV adalah *price to book value*. Namun demikian selain delapan rasio keuangan tersebut, variabel lain yang juga dipertimbangkan masuk dalam model sebagai variabel kontrol adalah variabel *size* perusahaan, yang diproksikan menggunakan data total aset perusahaan. Variabel *size* digunakan sebagai kontrol dalam model penelitian dengan mengacu pada model Fama dan French (1992), yang selain mempertimbangkan *price to book ratio*, juga mempertimbangkan *size* perusahaan dalam memengaruhi *return* perusahaan.

Selain model OLS dengan *common model* di atas, penelitian ini juga mempertimbangkan *random effect model* dan *period fix model* sebagai model tambahan agar hasil uji regresi yang dilakukan lebih meyakinkan. Setelah melakukan beberapa pengujian model terbaik seperti uji *chow* dan *hausman test*, model yang dipilih dalam penelitian ini sebagai model utama adalah *random effect model*. Selain itu, pertimbangan lain yang membuat *random effect model* sebagai pilihan model utama karena jumlah variabel *cross section* dalam sampel penelitian lebih banyak dibandingkan dengan variabel *time series*. Hal ini sesuai dengan *rule of thumb* penentuan model penelitian terbaik metode OLS. Nilai R^2 yang kecil pada *common model* menunjukkan bahwa ada faktor lain di luar model yang lebih besar pengaruhnya terhadap *return* saham sehingga diharapkan dengan *random effect model* akan ditangkap faktor tersebut melalui residual model. Ketiga model diuji secara berbeda terhadap dua kelompok saham, yaitu kelompok saham syariah dan

kelompok saham konvensional. Hasil uji analisis regresi keempat model dari dua

kelompok saham berbeda tersebut ditampilkan dalam dua tabel berikut.

Hasil Uji Regresi Faktor Yang Mempengaruhi Kinerja Saham Syariah

Variabel	Common Model (i)	Random Effects Model (ii)	Fixed Model (iv)
	<i>Coefficient</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Coefficient</i>
DER	0,128739*** (2,840539)	0,128197*** (2,894594)	0,136298*** (3,101120)
EPS	-2,47x10 ⁻¹⁰ (-0,716711)	-2,58x10 ⁻¹⁰ (-0,738705)	-3,04x10 ⁻¹⁰ (-0,907742)
LOG2SIZE	0,193898* (1,728330)	0,181969 (1,577771)	0,218698** (2,010076)
PBV	0,014996* (1,625661)	0,017418** (1,916350)	0,020111** (2,220962)
NPM	0,001987 (0,783125)	0,001659 (0,681155)	0,001662 (0,675212)
PER	-6,46x10 ⁻⁰⁵ (-0,269535)	-3,70x10 ⁻⁰⁵ (-0,160287)	-0,000193 (-0,827800)
ROA	0,015424** (2,208018)	0,017410** (2,526995)	0,017242** (2,543612)
ROE	-0,007733 (-1,620825)	-0,008613* (-1,840738)	-0,010176** (-2,184269)
TATO	0,000107 (0,004141)	-0,000988 (-0,037804)	-0,005116 (-0,204835)
<i>Constant</i>	-0,689479 (-2,026076)	-0,663994 (-1,898757)	-0,744589 (-2,258242)
Observasi	578	578	578
R ²	0,039230	0,038327	0,106281
F-statistik	2,576965	2,515255	5,159271
<i>Prob(F-statistik)</i>	0,006492	0,007879	0,000000
<i>Mean dependent var</i>	0,060398	0,053294	0,060398
<i>S.D. dependent var</i>	0,473691	0,462647	0,473691

***Significant 1%

**Significant 5%

*Significant 10%

Hasil regresi OLS tiga model untuk kelompok saham syariah pada tabel di atas dapat menjelaskan beberapa kesimpulan. Rasio *debt to equity ratio* (DER) secara konsisten menunjukkan signifikansi dengan tingkat kepercayaan sebesar 1% untuk semua model. Selain itu, arah koefisien variabel DER berada pada zona nilai positif, hal ini menjelaskan bahwa proporsi hutang atau rasio *leverage* emiten atau perusahaan yang tergabung dalam kelompok saham syariah memiliki pengaruh positif terhadap kinerja *return* saham perusahaan tersebut. Hasil ini agak sedikit bertolak belakang dengan hasil pengujian regresi sebelumnya untuk data gabungan semua kelompok saham yang menunjukkan rasio DER memiliki

koefisien negatif walaupun hasil pengujian tersebut tidak signifikan secara statistik.

Dari delapan rasio keuangan yang digunakan sebagai proksi faktor fundamental perusahaan, hanya rasio DER yang secara langsung memiliki hubungan dengan prinsip dasar aturan *screening* saham syariah oleh DSN-MUI dan OJK, yakni berkaitan dengan proporsi struktur modal perusahaan emiten kelompok saham syariah yang disyaratkan bahwa rasio hutang tidak boleh melebihi 45% dari ekuitas. (Peraturan terbaru menjelaskan bahwa ekuitas diubah menjadi total aset). Dapat disimpulkan bahwa salah satu faktor yang menjelaskan signifikansi yang baik dari hasil uji regresi pada variabel DER salah satunya ialah karena aturan *screening* tersebut. Menariknya, selain analisis

regresi statistik dengan tingkat signifikansi yang baik, arah koefisien variabel DER pada tabel di atas menunjukkan nilai positif. Hasil temuan ini dapat dijelaskan dengan pendapat *trade of theory* yang mengatakan bahwa hutang dapat memberikan manfaat pengurangan pajak (Modigliani dan Miller, 1963) sehingga pada titik tertentu rasio *leverage* dapat meminimumkan *cost of capital* atau biaya modal. Penurunan biaya modal merupakan signal yang positif kepada investor sehingga mereka mengapresiasi penurunan biaya modal itu dengan menyesuaikan harga saham kearah yang positif. Diduga batasan rasio hutang yang ditetapkan oleh DSN-MUI bersama OJK sebesar 45% dari ekuitas atau total aset berada pada rentang sisi kiri grafik hubungan antara rasio *leverage* dan biaya modal yang berada pada titik optimum, dengan demikian hubungan antara DER dan kinerja saham syariah ketika diuji secara statistik melalui regresi linear berganda dengan metode OLS memiliki korelasi positif dan signifikan.

Hasil pengujian tiga model pada kelompok saham syariah menunjukkan bahwa, selain rasio DER, beberapa rasio

keuangan juga menunjukkan tingkat signifikan yang baik, seperti variabel ROA dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Palepu dkk. (2010) yang mengatakan bahwa investor akan menilai perusahaan secara baik apabila memiliki ROA positif. Hasil penilaian tersebut kemudian tercermin pada nilai perusahaan melalui harga saham perusahaan yang dihargai premium oleh para investor.

Variabel lain yang juga menunjukkan tingkat signifikansi walaupun hanya pada dua model, yaitu *common model* dan *period fix model* adalah variabel logaritma total aset dengan tingkat kepercayaan 5% dan 10% dengan koefisien 0,1938 dan 0,2186. Selain itu, variabel lain yang juga menunjukkan hubungan terhadap *return* dengan tingkat signifikansi yang baik dengan arah nilai koefisien positif adalah rasio *price book value* (PBV) yang rata-rata sebesar 5%. Temuan ini sesuai dengan model empiris *three factor model* Fama dan French (1992) yang mengatakan bahwa selain faktor pasar, *return* saham juga dapat dipengaruhi oleh *price to book ratio* dan *size* perusahaan.

Hasil Uji Regresi Faktor Yang Mempengaruhi Kinerja Saham Konvensional

Variabel	Common Model (i)	Random Effects Model (ii)	Fixed Model (iv)
	<i>Coefficient</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Coefficient</i>
DER	-0,007347 (-0,748720)	-0,007102 (-0,720659)	-0,010381 (-1,101399)
EPS	-7,11x10 ⁻⁰⁸ (-0,197269)	-7,94x10 ⁻⁰⁸ (-0,217339)	-1,20x10 ⁻⁰⁷ (-0,346059)
LOG2SIZE	5,12x10 ⁻⁰⁵ (0,000557)	-0,007446 (-0,078926)	-0,004630 (-0,052521)
PBV	0,007181 (1,535645)	0,007714* (1,658361)	0,006159 (1,371166)
NPM	0,000129 (0,089954)	0,000236 (0,163996)	-2,52x10 ⁻⁰⁵ (-0,018350)
PER	0,000337* (1,752552)	0,000331* (1,727343)	0,000332* (1,799239)
ROA	0,016081*** (4,595779)	0,016723*** (4,721083)	0,015535*** (4,621855)
ROE	-0,002399 (-1,492119)	-0,002577 (-1,610641)	-0,002025 (-1,311477)
TATO	-0,013078 (-0,550733)	-0,014243 (-0,584185)	-0,010830 (-0,475208)
<i>Constant</i>	0,017240 (0,062013)	0,038262 (0,133969)	0,035625 (0,133449)

Observasi	695	695	695
R ²	0,053562	0,053217	0,134011
F-statistik	4,307377	4,278038	8,106437
Prob(F-statistik)	0,000018	0,000020	0,000000
Mean dependent var	0,091181	0,086495	0,091181
S.D. dependent var	0,507696	0,501576	0,507696

***Significant 1%

**Significant 5%

*Significant 10%

Pengujian tiga model penelitian yang menggunakan regresi linear berganda dengan metode OLS untuk kelompok saham konvensional menunjukkan hasil yang sedikit berbeda apabila dibandingkan dengan hasil pengujian pada kelompok saham syariah. Apabila sebelumnya pada kelompok saham syariah ada tiga variabel yang menunjukkan signifikansi yang baik, yaitu DER, ROA, dan PBV, pada kelompok saham konvensional juga ada tiga variabel yang menunjukkan hasil yang signifikan yaitu variabel ROA, PER, dan logaritma total aset.

Perbedaan paling signifikan antara faktor yang mempengaruhi kinerja saham syariah dan faktor fundamental perusahaan yang memengaruhi kinerja saham konvensional adalah variabel DER. Apabila pada kelompok saham syariah koefisien DER menunjukkan arah positif dengan tingkat kepercayaan statistik 1%, variabel DER pada kelompok saham konvensional memiliki koefisien dengan arah atau nilai negative, namun tidak signifikan pada semua tingkat kepercayaan. Hasil signifikansi yang baik pada pengujian kelompok saham konvensional ditunjukkan oleh variabel ROA dengan tingkat kepercayaan sebesar 1%, sedangkan variabel PBV hanya signifikan pada *random effect model* sebesar 10%. Variabel terakhir adalah rasio PER signifikan pada tingkat kepercayaan 10% pada *random effect model* dan *period fix model*.

Secara umum, kesimpulan dari hasil uji model mengenai perbedaan faktor-faktor yang memengaruhi kinerja saham syariah dan konvensional menunjukkan bahwa melalui pengujian secara empiris

terdapat perbedaan faktor yang memengaruhi kinerja saham syariah dan saham konvensional, khususnya pada variabel *debt to equity ratio* (DER) pada kelompok saham syariah yang menunjukkan nilai koefisien positif dengan tingkat signifikansi sebesar 1%.

Seperti yang dijelaskan sebelumnya bahwa rasio DER berhubungan erat dengan prinsip dasar penentuan emiten yang masuk sebagai saham syariah oleh DSN-MUI dan OJK. Keduanya menetapkan bahwa rasio hutang sebesar 45% dari ekuitas atau total aset perusahaan, sedangkan hubungan positif koefisien terhadap kinerja perusahaan dalam hasil uji tersebut mengonfirmasi pendapat *trade of theory* tentang manfaat hutang pada rasio *leverage* perusahaan terhadap *cost of capital*. Selain itu, hasil pengujian faktor yang memengaruhi kinerja kelompok saham syariah juga mengonfirmasi model *three factor model* (Fama & French, 1997) dikatakan bahwa faktor yang mempengaruhi *return* suatu saham bukan hanya menggunakan *single indeks model* dengan proksi faktor pasar saja sebagai faktor utama yang memengaruhinya. Akan tetapi, lebih jauh mereka juga mempertimbangkan faktor *size* perusahaan dan *price to book value* (PBV). Selain itu, pada kelompok saham konvensional terdapat rasio *price earning ratio* (PER) yang juga dipertimbangkan oleh investor sebagai faktor yang dapat memengaruhi kinerja saham konvensional.

4. Simpulan

Berdasarkan hasil pengukuran dan pengujian serta analisis data yang telah dilakukan pada bahasan sebelumnya, dapat ditarik lima kesimpulan. Pertama, kinerja portofolio saham syariah, baik itu dari indeks syariah maupun dari portofolio saham syariah yang dibentuk secara acak kalah dibandingkan dengan kinerja indeks dan portofolio saham konvensional ketika menggunakan empat ukuran kinerja *risk adjusted model* melalui model *Sharpe*, *Tryenor*, M^2 , dan *Jensen's alpha*. Selain itu indikator lain yang juga menunjukkan bahwa kinerja saham syariah kalah dibandingkan dengan saham konvensional, yakni melalui pengujian regresi linear berganda pada model multifaktor variabel *dummy*, dengan *dummy* 1 (satu) sebagai kategori saham syariah dan *dummy* null sebagai alternatif atau kategori saham konvensional. Hasilnya, pengujian menunjukkan bahwa dari semua model, variabel *dummy* signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan sebesar 5%, namun arah koefisiennya negatif, berurut-turut sebesar -0,0625, -0,0645, dan -0,0499. Hal ini menunjukkan bahwa kategori saham syariah memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja saham di Bursa Efek Indonesia.

Kedua, walaupun secara umum hasil pengukuran dan pengujian kinerja portofolio saham syariah pada periode tahun 2011—2015 kalah dibandingkan dengan kinerja portofolio saham konvensional, namun apabila diukur berdasarkan kelompok tahun, kinerja portofolio saham syariah menunjukkan kinerja yang sangat baik pada awal pembentukan ISSI dan setahun setelahnya, yaitu pada tahun 2011 dan 2012, kinerja ISSI mengungguli kinerja tujuh indeks konvensional pembandingnya. Ketiga, saham-saham syariah menunjukkan kinerja yang unggul ketika masa resesi atau krisis. Hal itu terlihat dengan kinerja ISSI dan JII pada tahun 2011 dan 2012 yang menunjukkan kinerja yang sangat baik sementara krisis global pada tahun 2012

mengguncang pasar modal Indonesia melalui indeks pasar atau IHSG. Hasil ini menunjukkan bahwa investor menggunakan saham syariah sebagai instrumen mekanisme *hedging* ketika terjadi krisis. Keempat, faktor yang memengaruhi kinerja saham syariah berbeda dengan faktor yang memengaruhi kinerja saham konvensional, khususnya dalam hal pengaruh *leverage* yang ditunjukkan melalui variabel *debt to equity ratio* (DER) terhadap kinerja *return* saham, baik itu saham syariah maupun konvensional. Variabel DER berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja saham syariah. Sedangkan koefisien DER pada saham konvensional menunjukkan arah negatif walaupun tidak signifikan secara statistik. Hasil pengujian ini sesuai dengan *trade of theory* (Modigliani & Miller, 1963).

Kelima, hasil pengujian model multifaktor kelompok saham syariah, kelompok saham konvensional, dan kelompok saham gabungan dari semua model menunjukkan kesesuaian dengan asumsi Fama & French (1997) dalam model *three factor*, yang menyatakan bahwa kinerja *return* saham selain dipengaruhi oleh faktor pasar dalam *single indeks model* juga dipengaruhi oleh nilai buku dan *size* perusahaan. Apabila diperhatikan secara spesifik, hasil pengujian pada kelompok saham syariah lebih kuat mendukung teori ini dengan tingkat signifikansi yang baik sementara kelompok saham konvensional rata-rata menunjukkan tingkat signifikansi di atas 5%.

4.1 Keterbatasan

Penelitian ini mempunyai keterbatasan yang dapat dijadikan acuan bagi peneliti lain sebagai bahan pertimbangan agar hasil penelitian berikutnya lebih baik. Penelitian ini menggunakan ISSI sebagai subjek utama penelitian, sehingga analisisnya terbatas dalam beberapa hal yang berkaitan dengan subjek penelitiannya baik itu dari segi keterbatasan data maupun periode penelitiannya hanya 2011—2015.

Pengukuran kinerja tahunan hanya dilakukan pada kinerja indeks tidak pada kinerja portofolio yang dibentuk secara random. Metode pengukuran kinerja hanya menggunakan metode *risk adjusted return* dengan empat pendekatan yaitu *Sharpe*, *Treynor*, M^2 , dan *Jensen's alpha*. Model multifaktor sebagai faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja saham hanya menggunakan faktor fundamental perusahaan melalui 8 (delapan) rasio keuangan dan satu variabel control yaitu *size* perusahaan.

4.2 Saran

Berdasarkan hasil pengukuran dan pengujian serta analisis yang telah dilakukan pada bab sebelumnya terlihat bahwa terdapat beberapa keterbatasan dalam segi data dan analisis dalam penelitian ini. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya lebih baik apabila dipertimbangkan Daftar Efek Syariah (DES) sebagai subjek penelitian karena periode waktu yang digunakan akan lebih panjang dan data yang dimiliki akan lebih kaya.

Hasil pengujian dan pengukuran menunjukkan bahwa pada tahun 2011 dan 2012 kinerja saham syariah *mengguli* dibandingkan kinerja saham konvensional. Ketika itu kondisi keuangan global sedang mengalami permasalahan keuangan. Pasar modal Indonesia juga mengalami dampak krisis kala itu. Dengan mempertimbangkan anomali kinerja saham syariah pada tahun 2011 dan 2012 tersebut, penelitian selanjutnya akan sangat baik apabila menggali lebih dalam mengenai kinerja saham syariah ketika sedang terjadi masa krisis, baik itu mempertegas hasil penelitian sebelumnya ataupun mencari faktor-faktor yang memengaruhi anomali tersebut. Model penelitian ini hanya mempertimbangkan faktor fundamental perusahaan sebagai indikator yang dapat memengaruhi kinerja saham sehingga R^2 hasil pengujian regresi dengan menggunakan metode OLS masih sangat kecil. Hal ini mengindikasikan bahwa ada

faktor lain yang lebih besar, yang memengaruhi kinerja saham. Penelitian selanjutnya akan lebih baik apabila mempertimbangkan model-model tentang *pricing* pasar yang telah mapan, seperti CAPM, model *three factor* Fama & French (1996), model *four factors* Charhat (1997), dan Model APT sebagai model pendukung dalam penelitian.

Struktur modal perusahaan atau emiten syariah perlu dikaji lebih mendalam karena hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal saham syariah memiliki korelasi yang positif terhadap kinerja saham emiten syariah di Bursa Efek Indonesia. Sebaliknya struktur modal emiten konvensional sesuai dengan *trade of theory*, walaupun tidak signifikan secara statistik. Akan tetapi hasil pengujiannya memiliki hubungan negatif terhadap kinerja sahamnya di Bursa Efek Indonesia.

4.3 Implikasi

Berdasarkan hasil pengukuran, analisis data, dan kesimpulan yang telah diuraikan sebelumnya, maka penelitian ini memberikan implikasi beberapa implikasi. Penelitian ini memperkuat hasil penelitian sebelumnya dan mengisi gap empiris mengenai perbandingan kinerja saham syariah dan kinerja saham konvensional khususnya di Indonesia dan pada umumnya di dunia bahwa kinerja saham syariah lebih baik ketika dalam kondisi krisis keuangan. Sedangkan secara umum, pada periode waktu 2011—2015 di BEI kinerja portofolio saham konvensional *mengguli* dibandingkan dengan kinerja portofolio saham syariah. Investor dapat menjadikan hasil penelitian ini sebagai salah satu informasi untuk membantu mereka dalam mengambil keputusan pembentukan portofolio investasi, khususnya pada saham-saham yang dikategorikan sebagai saham syariah. Penelitian ini memperlihatkan bahwa rasio *leverage* keuangan emiten yang dikategorikan sebagai saham syariah memiliki pengaruh positif terhadap kinerja

saham syariah. Hal ini menjadi informasi baru yang menarik bagi peneliti dalam mengembangkan penelitian lebih lanjut pada pasar modal syariah, juga membantu investor dalam menilai kinerja saham syariah di pasar modal secara rasional.

Daftar Pustaka

- Abarbanell, Jeffery S & Bushee, Brian J. 1998. Abnormal return to a fundamental analysis strategy. *The Accounting Review*. 73(1), 19-45
- Abbes, M. 2012. Risk and Return of Islamic and Conventional Indices. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, 5(1) 1-23 <http://dx.doi.org/10.1007/s40321-012-0001-9>
- Albaity, M., Ahmad, R., 2008, Performance Of Syariah And Composite Indices: Evidence From Bursa Malaysia, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. 4(1), 23-43
- Al-Khazali, O., Lean, H. H., & Samet, A. 2014. Do Islamic stock Indexes Outperform Conventional Stock Indexes? A Stochastic dominance approach. *Pacific Basin Finance Journal*, 28, 29-46.
- Al-Zoubi H, Maghyereh A. 2007. The relative risk performance of Islamic finance: a new guide to less risky investments. *International Journal Theory Appl Finance*, 10(2):235-47.
- Ashraf, D., & Mohammad, N. 2014. Matching perception with the reality: Performance of Islamic equity investments. *Pacific Basin Finance Journal*, 28, 175-189.
- Bhandari, Laxmi Chand, 1988, Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. *Journal of Finance* 43, 507-528.
- Boo, Y, L., Ee, M.S., Li, B., & Rashid, M., 2016, Islamic or conventional mutual funds: Who has the upper hand? Evidence from Malaysia, *Pacific-Basin Finance Journal*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.pasfin.2016.01.004>.
- Carhart MM. 1997. On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Cohen, Mark A., Scott A. Fenn, and Shameek Konar, 1997, Environmental and financial performance: Are they related?, Working Paper.
- Cowton, C.J. (1994), "The Development of Ethical Investment Products", in A.R. Pindl and B. Prodhon (eds), *Ethical Conflicts in Finance*, Oxford: Blackwell.
- Cudia, C. P., & Manaligod, G. T. (2011). EPS as a measure of intercompany performance: Philippine evidence. *Journal of International Business Research*, 10(1), 79-90.
- Derwall, Jeroen, Nadja Günster, Rob Bauer, and Kees Koedijk, 2005, The ecoefficiency premium puzzle, *Financial Analysts Journal* 61, 51-63.
- Diltz, J. David, 1995, Does social screening affect portfolio performance?, *The Journal of Investing* 4, 64-69.
- Elfakhani S, Kabir H. 2005. The performance of Islamic mutual funds. Working paper no. 2005-2, Economic Research Forum.
- Fama, Eugene F., and James MacBeth, 1973, Risk, return and equilibrium: Empirical tests, *Journal of Political Economy* 81, 607-363
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
- [Fama, E. F.; French, K. R. \(1993\). "Common risk factors in the returns on stocks and bonds". *Journal of Financial Economics*. 33:3.doi:10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](#)
- Fikriyah A, Hassan T, Shamsheer M. 2007. Investigation of performance of Malaysian Islamic unit trust funds. *Managerial Finance*, 33(2), 142-53.
- Gallizo, J. L., & Salvador, M. 2003. Understanding the behavior of financial ratio: The adjustment process.

- Journal of Economics and Business*. 55(3), 267-283.
- Guerard, John B., 1997, Additional evidence on the cost of being socially responsible in investing, *The Journal of Investing* 6, 31-36.
- Hassan, Kabir.M., & Girard, Eric. 2008. Is There a Cost to Faith-Based Investing: Evidence from FTSE Islamic Indices. *The Journal of Investing*, 17, 4, 112-121
- Hassan, Kabir.M., & Girard, Eric. 2011. Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes. *Working Paper*.
- Ho, C.F.S., Rahman, N.A.A., Yusuf, N.H.M., & Zamzamin, Z. 2014. Performance of global Islamic vs Conventional share indices: International evidence. *Pacific Basin Finance Journal*, 28, 110-121.
- Hoepner AG, Rammal HG, Rezec M. 2009. Islamic mutual funds' financial performance and investment style: evidence from 20 countries. Working Paper, School of Management, University of St. Andrews.
- Jawadi, F., Jawadi, N., & Louhichi, W. 2014. Conventional and Islamic stock price performance: An empirical investigation. *Journal International Economics*, 137, 73-87.
- Makni, R., Benouda, O., & Delhoumi, E., 2015, Large scale analysis of islamic equity funds using a meta-frontier approach with data envelopement analysis. *Research in International Business and Finance*, 34, 324-337
- Manao, H dan Deswin, N. 2001. Asosiasi rasio keuangan dengan return saham: Pertimbangan ukuran perusahaan serta pengaruh krisis ekonomi di Indonesia. *Simposium Nasional Akutansi UI, Jakarta*.
- Martani, D., Mulyono, & Khairurizka, R. 2009. The effect of financial rasio, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return. *Chinese Business Review*, ISSN 1537-1506, pp. 44-55.
- McGowan, C., Junaina, M. 2010. The Theoretical Impact Of The Listing of Syariah Approved Stock on Stock Price and Trading Volume. *International Business and Economics Research Journal*, 9(3), 11-19
- Modigliani, F.; Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review*. 48 (3): 261-297. [JSTOR 1809766](https://www.jstor.org/stable/1809766)
- Modigliani, F.; Miller, M. (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction". *American Economic Review*. 53 (3): 433-443. [JSTOR 1809167](https://www.jstor.org/stable/1809167)
- Murningham, M. (1992), "Corporations and Social Responsibilities: A Historical Perspective", in P.D. Kinder, S.D. Lydenberg and A.L. Domini, *The Social Investment Almanac*, New York: Henry Holt and Company.
- Narayan, P.K., Narayan, S., Phan, D., Thuraishamy, K, and Tran, V. 2015. Credit Quality Implied Momentum Profits for Islamic Stock. *Pacific Basin Journal*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.11.004>.
- Ngapon. 2006. Semarak Pasar Modal Syariah. Jakarta: Bagian Riset BAPEPAM
- Nik Maheran M, Masliza M. 2008. Islamic equity mutual performance in Malaysia: risk and return analysis. *Working Paper, Universiti Teknologi MARA, Kelantan*.
- Guyot, A., 2011. Efficiency and Dynamics Of Islamic Investment: Evidence of Geopolitical Effects on Dow Jones Islamic Market Indexes. *Emerging Markets Finance and Trade*.
- Hakim, S., Rashidian, M., 2002. Risk and return of Islamic Stock Market Indexes. Islamic Economic and Finance Pedia. http://www.erf.org.eg/CMS/uploads/pdf/1185350388_F-P_Sam_Rashidian.pdf
- Hassan, A., Antonious, A. & Paudyal, D.K. 2005. Impact of ethical screening on investment performance: the case of the Dow Jones Islamic Index. *Islamic Economic Studies* 13(1) 67-97

- Hassan, M.K., Girard, E., 2011. Faith-based ethical investing: The case of Dow Jones Islamic Indexes. Network Finance Institute Working Paper No. 2011-WP-05. (retrieved on Jan 15, 2013 at <http://ssrn.com/abstract=1808853> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.18808853>)
- Hussein, K., Omran, M. 2005. Ethical investment revisited: Evidence from Dow Jones Islamic Indexes. *Journal Of Investing*. 14(3), 105-124.
- Lev, Thigarajan. 1993. Fundamental information analysis. *Journal Of Accounting Research*. 31(2), 190-215.
- Livingstone, J. L., & Grossman, T. (2002). *The portable MBA in Finance and Accounting*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., Bernard, V. L., Wright, S., Bradbury, M., & Lee, P. (2010). *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*(4ed). Mason
- Sauer, D. 1997. "The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Funds", *Review of Financial Economics*, 6(2), 137-49.
- Social Investment Forum, 2006, 2005 report on socially responsible investing trends in the United States, SIF Industry Research Program.
- Tandelilin, Eduardus. (2001). Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio. *Yogyakarta: BPFE*.
- Tandelilin, Eduardus. (1998). Portofolio Diversification and Determinants of Stock Returns: Philippine and Indonesian Perspectives". *Disertasi*.
- Thompson, S. K. Sampling. Wiley, 3 edition, 2012.
- Umar, Z. 2015. Islam vs conventional equities in a strategic asset allocation framework. *Pacific Basin Finance Journal*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.10.006>.
- Scrimgeour, Frank. 2014. Stock return and fundamentals in the Australian market. *Asian Journal of Financial & Accounting*. 6(1), 271-290.
- Williams, J. R. (2000). *GAAP guide, college edition*. San Diego, CA: Harcourt Professional.
- Yalcin, N., Bayrakdaroglu, A., & Kahraman, C. (2012). Application of fuzzy multi-criteria decision making methods for financial performance evaluation of Turkish manufacturing industries. *Expert Systems with Applications*, 39(1), 350-364. <http://dx.doi.org/10.1016/j.eswa.2011.07.024>
- Yamashita, Miwaka, Swapan Sen, and Mark C. Roberts, 1999, The rewards for environmental conscientiousness in the U.S. capital markets, *Journal of Financial and Strategic Decisions* 12, 73–82.