

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian

Investasi saat ini telah menjadi bagian hidup masyarakat, baik masyarakat muslim maupun non muslim. Dalam bingkai kaca mata syariat Islam, investasi merupakan salah satu metode agar mengoptimalkan harta menjadi produktif dan sekaligus menjadi salah satu bentuk usaha agar penimbunan harta (*ikhtikar*) tidak terjadi yang bertujuan untuk memelihara kondisi pasar supaya tidak mengalami kerusakan.¹ Dari uraian di atas, dapat dikatakan bahwa dalam syariat Islam, investasi adalah salah satu kegiatan muamalah yang diperkenankan dan bahkan mungkin sangat dianjurkan.

Sesuai dengan kaidah fiqh muamalah, maka dalam aktivitas investasi, syariat Islam hanya memberikan rambu-rambu larangannya. Jika dalam aktivitas investasi tidak ada larangan syariat yang di langgar, maka hukum asalnya boleh. Untuk itu dalam menjalankan aktivitas investasi syariah, yang perlu di gali adalah larangan-larangan syariat Islam dalam hal tersebut. Larangan-larangan yang berhubungan dengan investasi diantaranya ialah larangan riba, larangan transaksi gharar, larangan maysir serta larangan dholim. Untuk membuat aktivitas investasi sesuai syariah cukup dengan menjauhi larangan-larangan tersebut di atas, tanpa perlu mencari dalil yang memerintahkan untuk investasi.

Dari banyak hal yang berkaitan dengan kegiatan investasi, ada dua unsur penting yang harus menjadi perhatian seorang investor dalam menjalankan kegiatan investasi. Kedua unsur tersebut adalah adanya risiko dan imbal hasil (*return*).² Berdasarkan pemikiran ekonomi Islam, unsur yang harus menjadi perhatian pertama dan utama dalam aktivitas investasi adalah risiko. Dalam melakukan aktivitas investasinya, investor tidak akan terlepas dari adanya unsur risiko atau ketidakpastian. Hal ini disebabkan kenyataan yang ada, bahwa

¹ Shafira Syauqiyah and Muhammad Nafik, “Perbandingan Kinerja Reksadana Syariah Dan Reksadana Non Syariah Di Indonesia Berdasarkan Return, Resiko Dan Koefisien Variasi,” *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* 5 No2 (February 2, 2018): 123–134.

² Yoyok Prasetyo, “Perbandingan Risiko Dan Return Investasi Pada Indeks LQ 45 Dengan Indeks Jakarta Islamic Indeks (JII),” *el Jizya-Jurnal Ekonomi Islam* 6 No.2 (July 2018): 312.

terkadang tingkat keuntungan yang diperolehnya tidak sesuai harapan. Dengan kata lain jika tingkat keuntungan yang diperoleh lebih rendah dibandingkan dengan tingkat keuntungan yang diharapkan. Kenyataan ini menjadi dasar bagi sebagian investor, menjadikan risiko sebagai perhatian utama dalam menentukan keputusan investasinya. Sehingga pengetahuan dan pemahaman mengenai risiko menjadi unsur penting yang harus dimiliki oleh setiap pemilik dana baik yang sudah menjadi investor maupun masih sekedar calon investor.³

Risiko (*risk*) yang dapat terjadi pada saat berinvestasi secara umum dapat dikategorikan menjadi dua, yaitu risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) dan risiko sistematis (*systematic risk*). Risiko tidak sistematis merupakan risiko yang muncul dari perusahaan itu sendiri atau sektor industri tertentu yang berkaitan dengan kondisi internal perusahaan atau sektor industri tersebut. Adapun risiko sistematis adalah risiko yang dapat menimpa seluruh perusahaan atau sektor industri. Risiko tidak sistematis bisa diturunkan dengan melakukan *diversifikasi* adapun risiko sistematis tidak bisa diturunkan walaupun dengan *diversifikasi*.

Imbal hasil (*return*) merupakan unsur yang juga harus dipertimbangkan seseorang dalam berinvestasi. Bahkan terkadang menjadi fokus utama sebagian pemilik dana dalam menjalankan aktivitas investasinya, yaitu mendapatkan keuntungan. Hal ini tentunya selaras dengan salah satu tujuan investasi itu sendiri yaitu untuk mendapatkan keuntungan. Jika dikaitkan dengan inflasi maka yang disebut dengan keuntungan adalah, jika imbal hasil (*return*) yang didapatkan lebih tinggi dari tingkat inflasi. Dalam hal ini tidak ada perbedaan, baik bagi investor yang berbasis syariah maupun non syariah, menginginkan imbal hasil (*return*) dalam aktivitas investasinya. Namun demikian kenyataan di masyarakat terkadang kinerja instrumen investasi berbasis syariah masih di pandang sebelah mata dibandingkan instrumen investasi non syariah.⁴

Dengan demikian, dari dua unsur tersebut hal yang menjadi perhatian bagi pemilik dana ialah kombinasi tingkat risiko (*risk*) yang di tanggung dengan

³ Paulina Amtiran, "The Effect of Macroeconomic Factors Market Risk and Political Risk on Stock Returns in Indonesia Stock Exchange" (Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Padjajaran, 2017), 1.

⁴ Ida Syafrida, Indianik Aminah, and Bambang Waluyo, "Perbandingan Kinerja Instrumen Investasi berbasis syariah dengan konvensional pada Pasar Modal di Indonesia," *Al- Iqtishad: Journal of Islamic Economics* 6, no. 2 (March 13, 2015): 195–206.

tingkat pengembalian atau imbal hasil (*return*) yang ditawarkan. Hal ini selaras dengan apa yang dikemukakan Weston⁵ sebagai berikut :

“...all decision makers are risk averse and prefer higher mean return and lower variance of return. Furthermore, ...nothing other than mean and variance of return matters to investors. Thus, the mean and variance are objects of choice, which investors will choose between alternatives which have different combination of risk and return”

Risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) mempunyai hubungan yang berbanding lurus (*linier*), yang mempunyai makna bahwa semakin besar risiko (*risk*) yang harus di tanggung, semakin besar imbal hasil (*return*) yang harus dikompensasikan⁶. Jika pemilik modal memimpikan untuk mendapatkan imbal hasil (*return*) yang tinggi, maka pemilik modal tersebut juga harus bersiap menanggung risiko (*risk*) yang tinggi pula. Demikian pula sebaliknya, apabila seorang pemilik modal tidak bersedia memikul risiko (*risk*) yang tinggi, konsekuensinya jangan berharap mendapatkan imbal hasil (*return*) yang tinggi pula.

Berbagai instrumen investasi menawarkan kombinasi risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) tertentu. Seperti telah disebutkan di atas bahwa dua unsur yang harus diperhatikan seorang investor dalam menjalankan aktivitas investasi yakni risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*). Untuk itu ada sebuah metode untuk mengukur kinerja instrumen investasi yang mengakomodasi keduanya, yaitu metode *Risk Adjusted Performance*. Dengan mengetahui kinerja instrumen investasi berdasarkan metode di atas, diharapkan seorang investor dapat memilih instrumen investasi yang terbaik dalam keranjang investasinya. Karena sesungguhnya seorang investor selalu dihadapkan pada pilihan-pilihan yang sangat banyak atas besaran kombinasi risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) dalam investasi.

Perkembangan investasi di suatu negara memegang peranan yang penting di dalam mendorong kegiatan ekonominya. Semakin besar nilai investasi yang ditanamkan di suatu negara atau daerah maka akan semakin tinggi pula aktivitas

⁵ J.Ferd Weston and Thomas E Copeland, *Managerial Finance*, vol. 9 (The Dryden Press, 1996).

⁶ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, Kesebelas. (BPFE Yogyakarta, 2017), 305.

perekonomian di negara maupun daerah tersebut.⁷ Kegiatan investasi dapat berupa sektor riil maupun sektor keuangan. Perkembangan investasi di sektor keuangan tercermin salah satunya dalam perkembangan aktivitas investasi di pasar modal. Pasar modal menjanjikan lebih banyak kemungkinan untuk seorang investor melakukan investasi sesuai dengan *preferensi* risikonya dibandingkan sektor perbankan.

Peran pasar modal telah mampu menjadi sumber pendanaan utama, bukan hanya sebagai sekedar alternatif pilihan yang mempunyai dampak bagi perekonomian suatu bangsa atau negara.⁸ Pasar modal memiliki dua fungsi sekaligus, baik sebagai sarana pembiayaan bagi dunia usaha/perusahaan yang membutuhkan tambahan modal, maupun bagi investor yang mempunyai kelebihan dana. Pasar Modal memegang peran yang utama dalam pembangunan nasional sebagai salah satu sumber pendanaan bagi dunia usaha dan tempat penanaman modal bagi masyarakat⁹. Perkembangan ekonomi suatu bangsa tidak dapat dilepaskan dari perkembangan dunia pasar modal¹⁰.

Dalam rangka mendorong dunia usaha untuk terus berkembang tentunya akan semakin dibutuhkan pembiayaan yang lebih baik. Harus ada sistem pembiayaan yang lebih bersaing dibandingkan pembiayaan dari sektor perbankan. Pembiayaan tersebut ada dalam instrument investasi pasar modal. Sehingga secara umum pasar modal memberikan pengaruh yang signifikan terhadap pertumbuhan perekonomian.¹¹

Pembiayaan perbankan dengan skema bunga sangat jelas mengandung ketidakadilan. Dunia usaha dibebani oleh bunga kredit yang bersifat tetap (*fixed*), sementara keuntungan yang di peroleh dunia usaha (perusahaan) tidak mungkin tetap atau bahkan sangat berfluktuasi. Berapapun jumlah keuntungan perusahaan, bahkan saat mengalami kerugianpun tetap harus membayar bunga kredit yang

⁷ Firdaus Nur, "*The Effect of Systematic Risk Ang Macroeconomic Factors on Stock Return Listed in JII*" (Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Padjajaran, 2010), 1.

⁸ Yenni Nasution, "*Peranan Pasar Modal Dalam Perekonomian Negara*," *Human Falah* 2 (June 2015): 95.

⁹ "*Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8*," 1995.

¹⁰ DSN MUI, "*Fatwa DSN MUI Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal Dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal, Menimbang*," 2003.

¹¹ Sabariah Nordin and Norhafiza Nordin, "*The Impact of Capital Market on Economic Growth: A Malaysian Outlook*," *International Journal of Economics and Financial Issue* 6(S7) (2016): 263.

telah ditetapkan. Hal ini tentunya menjadi permasalahan tersendiri buat perusahaan yang harus dicarikan jalan keluarnya. Fenomena ini tentunya akan menjadi penghambat perusahaan untuk dapat berkembang lebih maju. Sementara perkembangan perusahaan menjadi salah satu faktor penentu perkembangan ekonomi suatu bangsa.

Pasar modal dengan instrumen saham menawarkan solusi untuk permasalahan tersebut. Dengan menawarkan saham kepada masyarakat, perusahaan memberikan kompensasi kepada para pemegang sahamnya berupa *dividen*. Skema *dividen* ini di rasa lebih memberikan aspek keadilan dibandingkan skema bunga. Besarnya *dividen* yang menjadi beban perusahaan tergantung dari jumlah keuntungan yang dapat di cetak perusahaan. Semakin besar keuntungan perusahaan, maka semakin besar potensi *dividen* yang akan dibagikan. Demikian pula, jika perusahaan mengalami kerugian, maka perusahaan tidak ada beban ataupun kewajiban membagikan *dividen*. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa saham seharusnya menjadi bentuk penanaman modal yang ideal bagi investor muslim yang tidak setuju dengan sistem bunga.¹²

Pihak yang mempunyai kelebihan dana atau sering disebut dengan istilah investor dapat menanamkan dananya ke perusahaan. Dengan berinvestasi dalam bentuk penyertaan saham, seorang investor dapat memperoleh keuntungan baik berupa *capital gain* maupun *dividen*. Besarnya keuntungan yang di peroleh pemilik modal dengan investasi saham dapat melebihi keuntungan jika hanya sekedar menaruh dananya di sektor perbankan.

Investasi dalam pasar modal sudah menjadi komponen dari kehidupan masyarakat modern kala ini, seakan menjadi bagian yang tidak dapat dipisahkan dalam kehidupan mereka dalam rangka mempertahankan ataupun menaikkan nilai asset mereka.¹³

Mengacu pada hasil sensus tahun 2010, di peroleh data bahwa sebesar 87,18% dari 237.641.326 penduduk Indonesia adalah pemeluk agama Islam,

¹² Hadi Kuncoro, “*Analisis Risiko Harga Saham Syariah Menggunakan Daily Earning at Risk*,” (Pasca Sarjana Universitas Indonesia, 2004).

¹³ Yoyok Prasetyo, “*Analisis Terhadap Kriteria Rasio Keuangan Saham Syariah Dalam Peraturan Bapepam LK II.K.1*” (Pasca Sarjana Universitas Islam Negeri Sunan Gunung Djati, 2016), 1.

sehingga dapat dikatakan mayoritas penduduknya adalah muslim.¹⁴ Potensi pasar umat Islam ini menjadi salah satu pendorong dikembangkannya investasi berbasis syariah di Indonesia. Walaupun dalam kenyataannya masih ada pemahaman yang berbeda mengenai boleh tidaknya investasi di pasar modal di kalangan masyarakat muslim itu sendiri. Demikian juga masih adanya keraguan masyarakat terhadap status kesyariahan instrumen keuangan syariah, baik di lembaga keuangan bank maupun non bank¹⁵. Untuk itu diperlukan regulasi atau peraturan dari negara dengan mengandeng unsur alim ulama (ahli hukum Islam) untuk menyamakan pemahaman dan menghilangkan keraguan masyarakat tersebut.

Dalam sistem ekonomi Islam negara mempunyai kewenangan untuk mengintervensi aktivitas ekonomi masyarakat. Intervensi ini tidak sekedar mengadaptasi hukum Islam yang sudah tertera dalam teks dalil, namun juga mengisi kekosongan hukum yang terjadi dalam hukum Islam.¹⁶ Dalam rangka memberikan jawaban atas perbedaan tersebut dan mengisi kekosongan dalam hukum Islam Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengandeng Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Sehingga hasilnya saat ini bisa didapati adanya berbagai instrumen syariah, yaitu : saham syariah, sukuk perusahaan (korporasi), Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) maupun reksa dana syariah.

Dalam rangka mengisi kekosongan hukum tentang saham syariah maupun instrumen yang berbasis syariah yang lainnya, maka Bapepam LK mengeluarkan Keputusan Ketua Bapepam LK tentang kriteria saham syariah. Dalam lampiran keputusan Bapepam LK terbaru Nomor KEP-208/BL/2012 tertanggal 24 April 2012. Keputusan ini memperhatikan surat DSN MUI Nomor: B-370/DSN-MUI/X/2011 tertanggal 20 Oktober 2011 mengenai Penjelasan DSN-MUI atas penggunaan Total Asset sebagai Pengganti Total Ekuitas dalam Kriteria Rasio Keuangan saham Syariah. Dengan adanya kriteria saham syariah ini, maka konsekuensinya ada saham yang dapat memenuhi, namun ada pula saham yang

¹⁴ BPS, *Penduduk Menurut Wilayah Dan Agama Yang Dianut*, Sensus Penduduk 2010 (Jakarta: BPS, 2010).

¹⁵ Septiani Emilia, Budi Santoso, and Mulyadi, “Analisis Persepsi Masyarakat Umum Terhadap Produk Investasi Syariah Dan Keputusan Untuk Berinvestasi,” *Jurnal Distribusi-Jurnal Manajemen dan Bisnis* 6 No.1 (March 2018): 55–68.

¹⁶ Ija Suntana, *Politik Ekonomi Islam* (Bandung: ,CV Pustaka setia, 2010), 14.

tidak dapat memenuhi kriteria tersebut. Sehingga menurut hukum Islam tidak seluruh saham yang tercatat di PT. Bursa Efek Indonesia (BEI) halal hukumnya sebagai pilihan instrumen investasi bagi umat Islam.¹⁷

Dari sisi jumlah saham syariah di Indonesia, sejak diluncurkannya Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tahun 2011 sampai dengan saat ini terus mengalami pertumbuhan. Pertumbuhan secara kuantitas, dari sisi jumlah saham syariah yang menjadi anggotanya (*konstituennya*). Hal ini menunjukkan bahwa banyak emiten (perusahaan publik) di Indonesia yang dapat memenuhi kriteria sebagai saham syariah. Pertumbuhan jumlah saham syariah setiap tahunnya dapat ditabulasikan sebagai berikut :

Tabel.1.1. Pertumbuhan Jumlah Saham Syariah di BEI Periode Tahun 2011 sampai dengan 2018

Tahun	Pengumuman	Tanggal	Jumlah	Kenaikan
2011	Peng-00633/BEI.PSH/12-2011	6/12/2011	235	
2012	Peng-00630/BEI.PSH/11-2012	30/12/2012	300	65
2013	Peng-00676/BEI.PSH/11-2013	28/12/2013	311	11
2014	Peng-00891/BEI.OPP/12-2014	22/12/2014	316	5
2015	Peng-00957/BEI.OPP/11-2015	27/11/2015	315	-1
2016	Peng-00909/BEI.OPP/11-2016	28/11/2016	331	16
2017	Peng-01016/BEI.OPP/12-2017	28/12/2017	365	34
2018	Peng-00831/BEI.OPP/10-2018	26/10/2018	388	23

Sumber : [http://www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/\(diolah\)](http://www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/(diolah))

Mencermati data di atas, terlihat bahwa jumlah saham syariah terus mengalami pertumbuhan. Pertumbuhan jumlah saham syariah ini ternyata juga diiringi dengan kenaikan angka Jakarta Islamic Index (JII) beserta kapitalisasi pasarnya. Untuk melengkapi data, berikut data perkembangan angka indeks JII

¹⁷ Yoyok Prasetyo, "Rasio Keuangan Sebagai Kriteria Saham Syariah," Jurnal EKUBIS 1, No.2 (February 2017): 68.

dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) beserta kapitalisasinya sebagai berikut¹⁸ :

Tabel 1.2. Perkembangan Angka Indeks dan Kapitalisasi JII dan IHSG (Rp.Trilyun)

Tahun	JII	Kapitalisasi	IHSG	Kapitalisasi
2012	594,79	1.671,00	4.316,69	4.126,99
2013	585,11	1.672,01	4.274,18	4.219,02
2014	691,04	1.944,53	5.226,95	5.228,04
2015	603,35	1.737,29	4.593,01	4.872,70
2016	694,13	2.035,19	5.296,71	5.753,61
2017	759,07	2.288,02	6.355,65	7.052,39
2018	685,22	2.239,51	6.194,50	7.023,50

Agar dapat memberikan gambaran yang lebih jelas, maka selanjutnya di hitung perubahannya dari waktu ke waktu. Dari data tersebut dapat di hitung perubahannya. Perubahan dapat berupa baik kenaikan maupun penurunan. Setelah di hitung, perubahan angka indeks maupun kapitalisasi pasar antara JII dan IHSG bisa ditampilkan dalam tabel di bawah ini.

Tabel 1.3 Prosentase perubahan Angka Indeks dan Kapitalisasi JII dan IHSG (%)

Tahun	JII		IHSG	
	Indeks	Kapitalisasi	Indeks	Kapitalisasi
2013	-0,0160	0,0006	-0,0100	0,0220
2014	0,1810	0,1630	0,2230	0,2390
2015	-0,1230	-0,1060	-0,1210	-0,0670
2016	0,1500	0,1710	0,1470	0,1800
2017	0,0940	0,1240	0,1990	0,2250
2018	-0,1630	-0,1350	-0,0940	-0,0780

Sumber : Statistik Pasar Modal (diolah)

¹⁸ "Statistik Mingguan Pasar Modal - Desember 2018," accessed June 27, 2020, <https://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/data-dan-statistik/statistik-pasarmodal/Pages/Statistik-Mingguan-Pasar-Modal---Desember-2018.aspx>.

Pertumbuhan dari sisi jumlah saham syariah, kenaikan angka indeks maupun kapitalisasi JII belum dapat mencerminkan adanya peningkatan minat investor terhadap saham syariah. Untuk itu harus dikonfirmasi dengan jumlah investor yang memiliki rekening khusus saham syariah. Pertumbuhan jumlah saham syariah maupun kenaikan indeks syariah ternyata juga di topang oleh naiknya jumlah investor yang secara khusus melakukan transaksi sesuai dengan prinsip-prinsip syariat Islam. Hal ini terlihat pada data perkembangan jumlah investor yang membuka rekening pada *Syariah Online Trading System (SOTS)*. Berikut perbandingannya dengan jumlah seluruh investor yang ada di Indonesia.

Tabel 1.4. Perkembangan Jumlah Investor SOTS

Tahun	Jumlah Investor saham syariah	Jumlah Investor di CBEST	Prosentase
2012	531	281.256	0,19
2013	803	320.506	0,25
2014	2.705	364.465	0,74
2015	4.908	434.108	1,13
2016	12.283	535.994	2,29
2017	23.207	628.491	3,69
2018	39.711	813.969	4,88

Sumber : Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI)

Perkembangan saham syariah di Indonesia jika di lihat dari pertumbuhan jumlah saham syariah maupun perkembangan investor yang berbasis syariah memang menunjukkan kenaikan. Namun demikian kenaikan jumlah investor syariah belum proposional dengan jumlah penduduk muslim di Indonesia. Data di atas menunjukkan bahwa prosentase jumlah investor syariah hanya 4,88% dibandingkan total investor yang ada di Indonesia. Masih sangat jauh jika dibandingkan dengan potensi yang ada, dimana jumlah penduduk muslim di Indonesia mencapai 87,18%.

Selain instrumen saham, di kenal juga instrumen reksa dana. Sama halnya seperti saham, di kenal pula pengkategorian reksa dana yang berbasis syariah dan reksa dana berbasis non syariah. Perbedaan mendasar antara instrumen saham dan

reksa dana terletak pada pihak yang mengelola dana. Pada instrumen saham, investor mengelola sendiri dananya dengan melakukan berbagai analisa untuk menentukan keputusan pembelian maupun penjualan sahamnya. Namun pada instrumen reksa dana, investor menyerahkan kebijakan pengelolaan dananya pada Manager Investasi. Di mana Manager Investasilah yang akan melakukan analisa untuk menentukan keputusan dalam pengelolaan portofolionya. Perkembangan reksa dana syariah dapat di peroleh dari laporan yang dikeluarkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Di mana OJK selalu mempublikasikan laporan tersebut secara periodik. Berdasarkan laporan OJK per akhir bulan Juli 2019 sebagai berikut¹⁹ :

Tabel 1.5. Perbandingan reksa dana syariah dan non syariah dari sisi jumlah

Tahun		Perbandingan Jumlah Reksa Dana			
		Syariah	Non Syariah	Total	%
2010		48	564	612	7,89
2011		50	596	646	7,74
2012		58	696	754	7,69
2013		65	758	823	7,40
2014		74	820	894	8,31
2015		93	998	1.091	8,52
2016		136	1.289	1.425	9,54
2017		182	1.595	1.777	10,24
2018		224	1.875	2.099	10,67
2019	Jan	223	1.871	2.094	10,65
	Feb	233	1.862	2.095	11,12
	Mar	242	1.847	2.089	11,58
	Apr	243	1.839	2.082	11,67
	Mei	251	1.838	2.089	12,02
	Juni	256	1.837	2.093	12,23
	Juli	262	1.885	2.147	12,20

Dari data di atas menunjukkan bahwa jumlah reksa dana berbasis syariah masih sangat sedikit jumlahnya dibandingkan non syariah. Pada tahun 2010 hanya sekitar 7% walaupun terus mengalami pertumbuhan sampai sekitar 12% pada tahun 2019. Namun demikian angka 12% ini masih sangat rendah dibandingkan potensi pasar yang mayoritas muslim.

¹⁹ "Statistik Reksa Dana Syariah - Juli 2019," 2, accessed June 27, 2020, <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/reksa-dana-syariah/Pages/Statistik-Reksa-Dana-Syariah---Juli-2019.aspx>.

Untuk melengkapi data yang ada, selain dari sisi jumlah reksa dana, akan ditampilkan juga data reksa dana dari sisi jumlah dana kelolaan atau sering di sebut Nilai Aktiva Bersih (NAB). Berikut ini perbandingannya jika di lihat dari sisi Nilai Aktiva Bersih (NAB) dapat disajikan sebagai berikut :

Tabel 1.6. Perbandingan reksa dana syariah dan non syariah dari sisi NAB

Tahun		Perbandingan NAB (Rp.Milyar)			
		Syariah	Non Syariah	Total	%
2010		5.225,78	143.861,59	149.087,37	3,51
2011		5.564,79	162.672,10	168.236,89	3,31
2012		8.050,07	204.541,97	212.592,04	3,79
2013		9.432,19	183.112,33	192.544,52	4,90
2014		11.158,00	230.304,09	241.462,09	4,65
2015		11.019,43	260.949,57	271.969,00	4,05
2016		14.914,63	323.835,18	338.749,80	4,40
2017		28.311,77	429.194,80	457.506,57	6,19
2018		34.491,17	470.899,13	505.390,30	6,82
2019	Jan	37.300,97	482.608,59	519.909,57	7,17
	Feb	36.761,47	484.153,50	520.914,97	7,06
	Mar	37.114,19	478.502,93	515.617,12	7,20
	Apr	35.378,79	476.220,91	511.599,70	6,92
	Mei	32.448,69	473.638,36	506.087,05	6,41
	Juni	33.056,75	479.528,56	512.585,31	6,45
	Juli	48.471,93	488.408,93	536.880,86	9,03

Dari data laporan di atas, terdapat kenyataan yang ada bahwa reksa dana berbasis syariah juga mengalami pertumbuhan, sama seperti halnya dengan saham syariah. Namun demikian, pertumbuhan tersebut juga belum proposional terhadap potensi pasar yang ada, di mana mayoritas penduduk Indonesia merupakan muslim. Data jumlah reksa dana dari sisi jumlah dana kelolaan yaitu Nilai Aktiva Bersih (NAB) hanya sekitar 9,03% yang berbasis syariah dari total dana kelolaan. Hal ini tentunya menyimpan pertanyaan, mengapa reksa dana syariah belum bisa tumbuh secara proposional terhadap jumlah penduduk muslim di Indonesia yang mencapai 87,18%.

Data-data di atas belum dapat membuktikan bahwa tingkat imbal hasil (*return*) dan risiko (*risk*) instrumen investasi syariah lebih baik dari pada

instrumen investasi konvensional atau non-syariah²⁰. Bahkan sangat sering kinerja instrumen investasi berbasis syariah di pandang sebelah mata dibandingkan instrumen investasi non syariah. Hal ini mengakibatkan masih kurangnya minat pemilik dana terhadap instrumen investasi berbasis syariah.²¹ Investor cenderung memilih instrumen non syariah, dengan anggapan bahwa biasanya instrumen non syariah imbal hasil (*return*)nya lebih besar dari instrumen syariah. Sehingga muncul anggapan Instrumen non syariah lebih menjanjikan imbal hasil (*return*) dibandingkan syariah.

Akhirnya terkadang juga masih menyisakan pertanyaan, apakah selain unsur pertimbangan syariat, investasi pada saham syariah juga memiliki keunggulan dibandingkan dengan saham secara umum. Keunggulan yang dimaksud ialah apakah risiko (*risk*) yang lebih rendah dibandingkan investasi di saham secara umum atau imbal hasilnya (*return*) lebih tinggi.²² Fenomena di atas menjadi alasan kuat yang melatar belakangi penulis untuk melakukan penelitian.

Ada hal menarik yang mesti juga di cermati oleh para penggiat investasi syariah berkaitan dengan pengetahuan investor dalam memilih instrumen keuangan syariah. Pengetahuan masyarakat mengenai pengetahuan tentang suatu produk keuangan dicerminkan dalam *indeks literasi*. Indeks ini mengindikasikan seberapa besar masyarakat mengetahui ataupun mempunyai pemahaman tentang instrumen keuangan syariah. Semakin besar angka indeks ini, maka semakin bagus pengetahuan dan pemahaman masyarakat mengenainya. Demikian pula sebaliknya, jika angka indeksnya kecil, berarti masyarakat masih sangat minim atau sangat terbatas pengetahuan maupun pemahaman tentangnya.

Angka *indeks literasi* biasanya dibandingkan dengan angka *indeks inklusi*. Di mana *indeks inklusi* mencerminkan seberapa besar masyarakat menempatkan

²⁰ Herni Ruliatul Kasanah and Saparila Worokinasih, "Analisis Perbandingan Return Dan Risk Saham Syariah Dengan Saham Konvensional," Jurnal Administrasi Bisnis (JAB) 58, No.2 (Mei 2018): 47.

²¹ Syafrida, Aminah, and Waluyo, "Perbandingan KinerjaA Instrumen Investasi berbasis syariah dengan konvensional pada Pasar Modal di Indonesia."

²² Prasetyo, "Perbandingan Risiko Dan Return Investasi Pada Indeks LQ 45 Dengan Indeks Jakarta Islamic Indeks (JII)."

dananya pada suatu produk keuangan. Idealnya diawali dengan indeks *literasi* yang tinggi kemudian baru diikuti *indeks inklusi* yang tinggi pula.

Di lihat dari *indeks inklusi* keuangan syariah di Indonesia mencapai 11,1% sementara *indeks literasinya* hanya sekitar 8,1%.²³ Rendahnya *indeks literasi* dibandingkan *indeks inklusi* mengandung arti bahwa, masyarakat menggunakan jasa keuangan syariah namun tidak diimbangi dengan pengetahuan dan pemahaman tentang produk dan layanan keuangan syariah itu sendiri. Hal ini tentunya kurang baik, karena mencerminkan bahwa masyarakat hanya mengikuti arus tanpa mengetahui dengan jelas produk keuangan syariah, baik dari sisi risiko (*risk*) maupun imbal hasil (*return*). Kenyataan ini juga menjadi salah satu faktor pendorong yang melatarbelakangi penelitian ini. Di mana penelitian ini juga diharapkan dalam rangka meningkatkan *indeks literasi* keuangan syariah. Karena rendahnya *indeks literasi* ini tentunya menjadi tugas bersama antara pemerintah, akademisi maupun pihak-pihak yang terkait didalamnya.

B. Identifikasi dan Perumusan Masalah Penelitian

Kenyataan yang ada menunjukkan bahwa instrumen investasi berbasis syariah mengalami pertumbuhan, namun belum proposional terhadap potensi pasar yang ada, di mana mayoritas penduduk Indonesia merupakan pemeluk agama Islam. Masih adanya persepsi masyarakat instrumen investasi berbasis syariah tidak bersaing (*kompetitif*) dibandingkan dengan instrumen berbasis non syariah. Masih rendahnya tingkat *indeks literasi* keuangan syariah di Indonesia menjadi faktor-faktor yang melatar belakangi penelitian ini. Demikian juga dengan berbagai penelitian yang menunjukkan hasil yang berbeda baik di dalam maupun di luar negeri, turut membuat menarik untuk dilakukan penelitian ulang.

Berdasarkan latar belakang dan identifikasi masalah di atas, ditentukan perumusan masalah penelitian sebagai berikut :

1. Bagaimana gambaran (*deskripsi*) risiko dan imbal hasil (*return*) pada instrumen investasi saham dan reksa dana syariah dan non syariah?

²³ OJK, *Strategi Nasional Literasi Keuangan Indonesia (Revisi 2017)* (OJK, Desember 2017).

2. Bagaimana perbandingan tingkat risiko total investasi pada saham syariah dengan non syariah?
3. Bagaimana perbandingan tingkat imbal hasil (*return*) investasi pada saham syariah dengan non syariah?
4. Bagaimana hasil pengukuran kinerja saham syariah dan non syariah dengan menggunakan metode *Risk-Adjusted Performance*?
5. Bagaimana perbandingan tingkat risiko sistematis investasi pada reksa dana syariah dengan non syariah?
6. Bagaimana perbandingan tingkat imbal hasil (*return*) investasi pada reksa dana syariah dengan non syariah?
7. Bagaimana hasil pengukuran kinerja reksa dana syariah dan non syariah dengan menggunakan metode *Risk-Adjusted Performance*?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan identifikasi dan perumusan masalah tersebut di atas, penelitian memiliki tujuan ini sebagai berikut :

1. Untuk menemukan dan menganalisa gambaran (*deskripsi*) risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) pada instrumen investasi saham dan reksa dana syariah dan non syariah;
2. Untuk mengetahui dan menganalisa perbandingan tingkat risiko (*risk*) total investasi pada saham syariah dengan non syariah;
3. Untuk mengetahui dan menganalisa perbandingan tingkat imbal hasil (*return*) investasi pada saham syariah dengan non syariah;
4. Untuk menemukan dan menganalisa hasil pengukuran kinerja saham syariah dan non syariah dengan menggunakan metode *Risk-Adjusted Performance*;
5. Untuk mengetahui dan menganalisa perbandingan tingkat risiko (*risk*) sistematis investasi pada reksa dana syariah dengan non syariah;
6. Untuk mengetahui dan menganalisa perbandingan tingkat imbal hasil (*return*) investasi pada reksa dana syariah dengan non syariah;
7. Untuk menemukan dan menganalisa hasil pengukuran kinerja reksa dana syariah dan non syariah dengan menggunakan metode *Risk-Adjusted Performance*.

D. Kegunaan Penelitian

Mengacu pada tujuan penelitian yang hendak di capai, berikut kegunaan penelitian ini baik dari sisi teoritis maupun praktis.

a. Kegunaan Teoritis

1. Menambah khasanah pengetahuan dalam bidang Pasar Modal Syariah
2. Menambah khasanah pengetahuan dalam bidang investasi syariah, khususnya yang berkaitan dengan risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*)
3. Menggali hukum ekonomi syariah dalam bidang insvestasi berbasis syariah

b. Kegunaan Praktis

1. Sebagai acuan umat muslim dalam memilih saham syariah maupun reksa dana syariah dalam keranjang investasinya
2. Sebagai acuan mengatur strategi investasi yang baik bagi para investor dalam menghadapi gejolak pasar
3. Sebagai upaya meningkatkan *indeks literasi* keuangan syariah yang masih lebih rendah bandingkan *indeks inklusi* di Indonesia
4. Sebagai masukan otoritas yang terkait baik DSN MUI maupun OJK dalam memberikan panduan dan kebijaksanaan yang berkaitan dengan instrumen investasi syariah
5. Sebagai masukan untuk para bagian marketing produk investasi syariah dalam menerapkan strategi pemasarannya.

E. Definisi Operasional

Dalam penelitian ini diperlukan definisi operasional beberapa variabel yang dijadikan objek analisis penelitian, beberapa istilah yang digunakan serta definisi operasional variabel, diantaranya adalah sebagai berikut :

1. Dalam penelitian ini yang dijadikan objek analisis penelitian adalah dua unsur dalam aktivitas investasi dan kinerja. Kedua unsur tersebut yang pertama ialah risiko dan kedua imbal hasil (*return*). Risiko didefinisikan sebagai besaran penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian aktual (*actual return*)²⁴. Risiko yang digunakan

²⁴ Abdul Halim, *Analisis Investasi Dan Aplikasinya*, Kedua. (Jakarta: Salemba Empat, 2018), 201.

dalam penelitian ini, yang pertama risiko total yang diwakili oleh *Standart Deviasi* (SD) untuk instrumen saham. Sedangkan yang kedua risiko sistematis yang diwakili oleh Beta (β) pada instrumen Reksa Dana. Adapun imbal hasil (*return*) didefinisikan sebagai tingkat keuntungan yang diperoleh dari aktivitas investasi. Imbal hasil yang digunakan dalam penelitian ini ialah imbal hasil disesuaikan (*real return*). Sedangkan kinerja didefinisikan sebagai kemampuan saham atau reksa dana menghasilkan imbal hasil (*return*) dibandingkan dengan risiko yang melekat padanya.²⁵

2. Dalam penelitian ini menggunakan istilah syariah dan non syariah untuk membedakan antara instrumen yang berdasarkan prinsip-prinsip syariat Islam dengan yang tidak. Instrumen syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal adalah surat berharga yang akad, pengelolaan perusahaannya, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah²⁶. Hal ini berbeda dengan beberapa penelitian lainnya yang menggunakan istilah syariah dan konvensional untuk membedakan antara keduanya. Hal ini tentunya bukan tanpa alasan. Alasan yang mendasari penggunaan istilah non syariah sebagai lawan syariah adalah mengacu pada definisi konvensional itu sendiri. Dimana definisi konvensional menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia : Berdasarkan kesepakatan (*konvensi*) secara umum (seperti adat, kebiasaan, kelaziman);. Mengacu pada definisi diatas bahwa dinamakan konvensional karena hal itu yang lazim dimasyarakat. Saat ini non syariah-lah yang lazim ditemui, dijumpai dan familiar dimasyarakat sehingga non syariah dianggap konvensional. Namun tidak menutup kemungkinan suatu saat nanti justru produk syariah yang lazim ditemui, dijumpai ataupun familiar dimasyarakat, sehingga produk syariah dianggap konvensional. Untuk itu istilah konvensional tidak tepat digunakan untuk menjadi lawan syariah. Sehingga istilah non syariah lebih cocok digunakan sebagai lawan syariah dibandingkan konvensional.

²⁵ Setia Mulyawan, "Analysis of Characteristics and Performance of Islamic Mutual Fund in Indonesia Using Shari'a Compliant of Capital Asset Pricing Model" (Program Doktor Ilmu Manajemen Universitas Padjajaran, 2015).

²⁶ DSN MUI, "Fatwa DSN MUI Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal Dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal, Menimbang," 2003.

3. Objek penelitian ini adalah instrument investasi yang bersifat penanaman modal (*equitas*), baik yang berbasis syariah maupun non syariah. Adapun jenis instrumen investasi yang akan dianalisis yang pertama adalah saham, yang meliputi saham syariah dan saham non Syariah. Saham didefinisikan sebagai Surat penyertaan modal yang dimasukan oleh subjek hukum kedalam suatu Perseroan Terbatas pada saat pendirian Perseroan Terbatas tersebut.²⁷ Sedangkan saham syariah adalah bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi kriteria sebagaimana tercantum keputusan Baapepam LK, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak-hak istimewa²⁸.

Kemudian, instrumen investasi yang kedua adalah reksa dana saham, yang meliputi: reksa dana syariah saham dan reksa dana non syariah saham. Selanjutnya digunakan istilah reksa dana syariah dan non syariah untuk lebih menyederhanakannya. Reksa dana didefinisikan sebagai wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat Pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio Efek oleh Manajer Investasi²⁹. Sedangkan reksa dana syariah adalah reksa dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal/rabb al-mal*) dengan Manajer Investasi, begitu pula pengelolaan dana investasi sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara Manager Investasi sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi³⁰.

F. Penelitian Terdahulu

Berbagai penelitian mengenai perbandingan risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) antara instrumen investasi berbasis syariah maupun non syariah sudah dilakukan, baik di dalam negeri maupun di luar negeri. Penelitian-penelitian terdahulu ini menjadi indikasi yang kuat bahwa memang sangat penting memperoleh hasil atau kesimpulan mengenai hal tersebut, sehingga banyak peneliti tertarik melakukannya. Jika hal ini di anggap hal yang tidak menarik atau

²⁷ “Undang-Undang Perseroan Terbatas Nomor 40, Pasal 7 ayat 2” 2007.

²⁸ MUI, “Fatwa DSN MUI Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal Dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal, Menimbang.”

²⁹ “Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8, Pasal 1 ayat 27,” 1995.

³⁰ DSN MUI, “Fatwa DSN MUI Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001, Tentang Reksa Dana Syariah,” 2001.

tidak penting, tentunya tidak akan banyak peneliti yang bersusah payah melakukan penelitian mengenai hal ini.

Penelitian-penelitian sebelumnya baik yang perbandingan risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) saham dan reksa dana antara yang berbasis syariah dengan non syariah dapat dijadikan pijakan dalam penelitian ini. Demikian juga penelitian dengan tema pengukuran kinerja saham dan reksa dana, baik yang berbasis syariah maupun non syariah.

Penelitian merupakan proses berkelanjutan dari penelitian-penelitian sebelumnya. Beberapa penelitian terdahulu dapat digunakan sebagai dasar untuk mengadakan penelitian lebih lanjut. Sehingga nantinya penelitian yang dilakukan dapat menyempurnakan penelitian-penelitian yang terdahulu. Hasilnya penelitian dapat menguatkan penelitian yang terdahulu jika selaras. Namun dapat juga hasil penelitian sebagai pembanding jika hasilnya tidak selaras.

Hasil penelurusan dari berbagai sumber di peroleh beberapa penelitian terdahulu yang sudah dilakukan dan dipublikasikan. Penelitian mengenai perbandingan risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) antara saham syariah dengan non syariah telah dilakukan beberapa peneliti sebelumnya di Indonesia. Diantaranya, Chandra Setiawan (2013)³¹ yang menyatakan bahwa telah terjadi pergeseran dalam *preferensi* investasi dari yang berbasis konvensional ke yang berbasis syariah. Sehingga hal ini telah menjadi *tren* yang muncul selama dua dekade terakhir. Namun, ada pandangan pesimistis secara umum bahwa investor berbasis syariah cenderung mendapatkan imbal hasil (*return*) di bawah pengembalian pasar. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dua masalah. Pertama, apakah ada perbedaan yang signifikan dalam risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) antara saham syariah dengan saham konvensional. Sebagai sampelnya di pilih perusahaan publik yang terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2009-2011; dan kedua, apakah ada hubungan yang signifikan antara pengembalian saham dengan rasio keuangan dari saham syariah dan saham konvensional yang dijadikan sampel. Dengan menggunakan sampel independen *T-test* dan *Mann Whitney U-test*, hasilnya menunjukkan, tidak ada bukti perbedaan secara statistik yang signifikan dalam pengembalian kumulatif,

³¹ Chandra Setiawan and Hesty Oktariza, "Syariah and Conventional Stocks Performance of Public Companies Listed on Indonesia Stock Exchange," journal of Accounting, Finance and

standar deviasi dan beta antara saham syariah dan konvensional. Selain itu, penelitian ini menggunakan pengukuran kinerja yang disesuaikan dengan risiko yang terdiri dari *rasio Sharpe*, *rasio Treynor* dan *Jensen's Alpha* untuk menilai kinerja portofolio saham syariah dan konvensional. Hasilnya menunjukkan bahwa pengembalian yang disesuaikan dengan risiko dari portofolio kedua saham adalah sama. Akhirnya, dengan mengaplikasikan analisis regresi berganda, penelitian ini menyatakan bahwa rasio keuangan terbukti secara simultan memiliki hubungan yang signifikan dengan pengembalian saham syariah dan konvensional.

Selanjutnya Muthoharoh (2014)³², melakukan penelitian yang menghasilkan bahwa fenomena kurangnya kepercayaan investor Indonesia untuk berinvestasi sebagai upaya untuk mengendalikan kekayaan negara, disebabkan karena kurangnya pengetahuan dan pemahaman. Termasuk bagi pebisnis muslim Indonesia, adalah sebagai pilihan alternatif investasi dalam muamalah. Namun dalam aktivitas investasi ini, masih ada kekhawatiran umat Islam terhadap persepsi adanya potensi spekulasi atau *gharar*. Karena itu, Bursa Efek Indonesia (BEI) merespon kekhawatiran tersebut dengan meluncurkan produk berbasis syariah termasuk saham syariah yang dikelompokkan dalam dua indeks syariah., Indeks Islam Jakarta (JII) pada tahun 2000 dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) pada tahun 2011. Sasaran yang hendak dicapai dari penelitian ini adalah untuk menganalisis dan memberikan bukti nyata bahwa tingkat pengembalian dan kinerja risiko saham syariah lebih baik dari pada saham konvensional. Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang menjadi konstituen di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang mewakili kelompok saham syariah dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang mewakili kelompok saham konvensional. Metode *purposive sampling* digunakan dalam proses pengambilan sampel, sehingga diperoleh 207 sampel. Teknik analisis yang digunakan meliputi: asumsi klasik normalitas, uji statistik *deskriptif*, dan pengujian hipotesis diproses menggunakan perangkat lunak SPSS versi 16. Hasil penelitian menyatakan bahwa ada perbedaan yang signifikan dalam kinerja saham di mana, saham syariah jauh lebih bagus dari pada saham konvensional.

³² Muthoharoh Muthoharoh and Sutapa Sutapa, "Perbandingan Saham Berbasis Syariah Dengan Saham Konvensional Sebagai Analisa Kelayakan Investasi Bagi Investor Muslim," Jurnal

Kemudian Ajeng Gama Rosyida dan Imron Mawardi (2015)³³ melakukan penelitian hal yang serupa. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui perbedaan tingkat pengembalian, risiko dan *koefisien variasi* pada saham syariah dan non-saham syariah. Populasi dalam penelitian ini adalah saham syariah dan saham non syariah yang terdaftar di Indonesia Bursa Efek (BEI) dalam periode waktu tahun 2011-2013. Metode *probability sampling*, digunakan dalam penentuan jumlah sampel. Di mana penentuan sampel dilakukan secara random dari anggota populasi tanpa mempertimbangkan level. Di peroleh 10 saham syariah dan 10 saham non syariah. Dalam penelitian ini digunakan adalah data sekunder. Sampel saham Syariah terdiri dari (1) PT Arwana Citramulia, Tbk (ARNA), (2) PT Eksploitasi Energi Indonesia, Tbk (CNKO), (3) PT Ciputra Syrya, Tbk (CTRS), (4) PT Intiland Development, Tbk (DILD), (5) PT Darya Varia Laboratoria, Tbk (DVLA), (6) PT Metropolitan Kentjana, Tbk (MKPI), (7) PT Plaza Indonesia Realty, Tbk (PLIN), (8) PT Tambang Batubara Bukit Asam (Persero), Tbk (PTBA), (9) PT Holcim Indonesia, Tbk (SMCB) dan (10) PT Mandom Indonesia, Tbk (TCID). Sedangkan untuk sampel saham non syariah, (1) PT Sumber Alfaria Trijaya, Tbk (AMRT), (2) PT Pasific Strategic Financial, Tbk (APIC), (3) PT Central Proteinaprima, Tbk (CPRO), (4) PT Perdana Bangun Persada, Tbk (KONI), (5) PT Hanson International, Tbk (MYRX), (6) PT Asia Pasific Fibers, Tbk (POLY), (7) PT Radiant Utama Interinsco, Tbk (RUIS), (8) PT Merck Sharp Dohme Pharma, Tbk (SCPI), (9) PT Pelayaran Tempuran Emas, Tbk (TMAS), dan (10) PT Trust Finace Indoesia, Tbk (TRUS). Berdasarkan data sampel di atas selanjutnya di hitung *realized return* bulanan berdasarkan data historis harga penutupan (*closing price*), kemudian dilakukan perhitungan *expected return*, risiko dan *koefisien variasi* pada saham syariah dan saham non syariah. Perhitungan dalam penelitian ini di ukur berdasarkan data bulanan dari periode tahun 2011 hingga 2013, sehingga terdapat 36 data (N) yang di peroleh dalam penelitian ini. Berdasarkan uji normalitas dapat diketahui bahwa data tingkat imbal hasil (*return*) dari saham syariah berdistribusi secara normal, sedangkan tingkat imbal hasil (*return*) dari saham non syariah tidak berdistribusi secara normal. Selain itu juga diketahui data risiko dan koefisien variasi dari

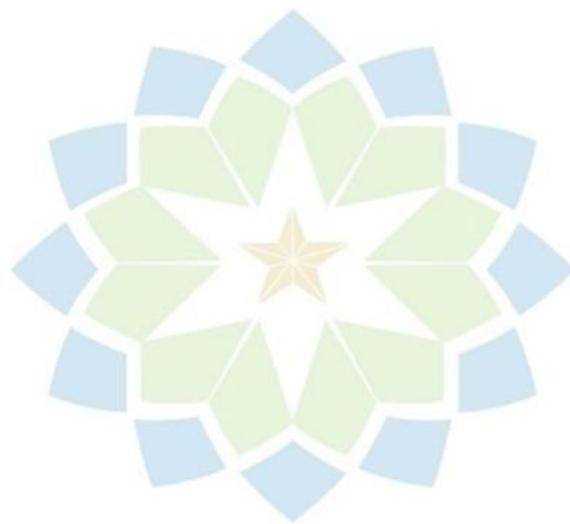
³³Ajeng Gama Rosyida and Imron Mawardi, “Perbandingan Tingkat Pengembalian (Return), Risiko Dan Koefisien Variasi Pada Saham Syariah Dan Saham Non Syariah Di Bursa

kedua kategori saham tersebut tidak berdistribusi secara normal. Dari hasil data pada tingkat pengembalian (*return*) dikarenakan terdapat data tidak berdistribusi secara normal, maka alat uji yang digunakan adalah *Mann-Whitney U*. Begitu juga dengan risiko dan *koefisien variasi*, alat uji yang akan digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini ialah *Mann-Whitney U*. Berdasarkan hasil pengolahan data, dapat diketahui nilai *P-value (.sig)* dari variabel tingkat imbal hasil (*return*) ialah sebesar 0,503. Besaran *P-value (sig)* tersebut lebih besar dari besarnya tingkat α (0,05), ini berarti hipotesis awal (H_0) di terima dan H_1 di tolak. Sehingga dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa tingkat imbal hasil (*return*) pada saham syariah dan saham non syariah tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Selanjutnya dapat diketahui pula nilai *P-value (.sig)* dari variabel risiko ini ialah sebesar 0,910. Besaran *P-value (sig)* tersebut lebih besar dari besarnya tingkat α (0,05), ini berarti hipotesis awal (H_0) tidak dapat di tolak. Sehingga dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa risiko pada saham syariah dan saham non syariah tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Demikian juga dapat diketahui besaran *P-value (.sig)* dari variabel *koefisien variasi* ini ialah sebesar 0,319. Besaran *P-value (sig)* tersebut lebih besar dari besarnya tingkat α (0,05), ini berarti hipotesis awal (H_0) tidak dapat di tolak. Sehingga dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa *koefisien variasi* pada saham syariah dan saham non syariah tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan baik tingkat imbal hasil, risiko maupun *koefisien variasi* pada saham syariah dengan saham non syariah.

Pada tahun 2016, Intan Diane Binangkit³⁴ mempublikasikan penelitiannya yang bertujuan untuk menentukan bagaimana membandingkan kinerja saham syariah dan konvensional dalam portofolio optimal dengan pendekatan Model Indeks Tunggal. Semua perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dijadikan populasi dalam penelitian ini. Berdasarkan pertimbangan syarat yang ditentukan, di peroleh 201 perusahaan sampel saham syariah sedangkan sampel saham konvensional adalah sebanyak 106 perusahaan. Penelitian ini menggunakan data sekunder, seperti harga saham harian dan suku bunga Bank Indonesia (BI). Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji

³⁴ Intan Diane Binangkit and Enni Savitri, “Analisis Perbandingan Kinerja Saham-

Saham Syariah Dan Saham-Saham Konvensional Pada Portofolio Optimal Dengan Pendekatan



uin

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
SUNAN GUNUNG DJATI
BANDUNG

beda *non-parametrik*. Berdasarkan analisis Model Indeks Tunggal, portofolio optimal saham syariah terdiri dari 44 perusahaan, sedangkan Portofolio Optimal saham Konvensional terdiri dari 29 perusahaan. Mengacu pada hasil analisis dan pembahasan data, dapat di tarik kesimpulan antara lain: 1) Ada perbedaan antara imbal hasil (*Return*) saham syariah dengan portofolio saham konvensional selama periode tahun 2013-2015. 2) Ada perbedaan kinerja antara portofolio saham syariah yang memakai : *Rasio Sharpe, Treynor dan Jensen* pada periode tahun 2013-2015. 3) Ada perbedaan antara kinerja portofolio saham konvensional, dengan mengaplikasikan: *Sharpe, Treynor dan Jensen Ratio* selama periode tahun 2013-2015. 4) Ada perbedaan antara kinerja portofolio saham syariah dan kinerja portofolio saham konvensional menurut *Sharpe, Treynor dan Jensen Ratio* pada periode tahun 2013-2015.

Selanjutnya pada tahun 2018 Herni Ruliatul Kasanah dan Saparila Worokinasih, melakukan penelitian yang hampir sama³⁵. Penelitian ini di rancang untuk mengungkapkan perbedaan rata-rata *return* dan *risk* saham syariah konstituen *Jakarta Islamic Index* (JII) dan saham konvensional konstituen IDX30 pada periode tahun 2014 sampai dengan tahun 2016. Dalam penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dan termasuk jenis penelitian *deskriptif*. Dalam penelitian ini digunakan analisa perhitungan imbal hasil (*return*) dan risiko (*risk*) untuk aktiva tunggal. Penentuan imbal hasil (*return*) mengacu pada harga penutupan (*closing price*) saham bulanan. Data penelitian di ambil dari website Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id. Metode *purposive sampling* digunakan dalam penelitian, dengan beberapa syarat seperti di bawah ini:

1. Saham-saham perusahaan publik (emiten) yang menjadi anggota *Jakarta Islamic Index* (JII) dan IDX30 periode 2014-2016 selama 3 tahun berturut-turut.
2. Saham-saham yang menjadi anggota dalam indeks IDX30 dan tidak menjadi anggota dalam *Jakarta Islamic Index* (JII).

Mengacu pada syarat-syarat yang telah ditentukan di atas di peroleh data sampel saham syariah sebanyak 18 saham syariah dan sebanyak 7 saham konvensional. Data sampel saham syariah meliputi : (1) PT. Astra Agro Lestari Tbk (AALI), (2)

³⁵ Ruliatul Kasanah and Worokinasih, "Analisis Perbandingan Return Dan Risk Saham

PT. Adaro Energy Tbk. (ADRO), (3) PT.AKR Corporindo Tbk.(AKRA), (4) PT. Astra International Tbk (ASII), (5) PT.Bumi Serpong Damai, Tbk (BSDE), (6) PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.(ICBP), (7) PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF), (8) PT. Indocement Tunggul Prakarsa Tbk (INTP), (9) PT Kalbe Farma Tbk (KLBF), (10) PT.Lippo Karawaci Tbk (LPKR), (11) PT London Sumatra Indonesia, Tbk (LSIP), (12) PT.Perusahaan Gas Negara (Persero)Tbk (PGAS), (13) PT Semen Indonesia (persero) Tbk (SMGR) dan (14) PT.Summarecon Agung Tbk (SMRA), (15) PT Telekomunikasi Indonesia (Persero), Tbk (TLKM), (16) PT United Traktor, Tbk (UNTR), (17) PT Unilever Indoesia, Tbk (UNVR) dan (18) PT Wijaya Karya (Persero), Tbk (WIKA). Adapun saham yang menjadi sampel saham konvensional adalah : (1) PT.Bank Central Asia Tbk (BBCA), (2) PT.Bank Negara Indonesia (persero) Tbk (BBNI), (3) PT.Bank Rakyat Indonesia (persero) Tbk (BBRI), (4) PT.Bank Mandiri (persero) Tbk (BMRI), (5) PT.Charoen Pokhpand Indonesia Tbk (CPIN), (6) PT.Gudang Garam Tbk (GGRM) dan (7) PT.Media Nusantara Citra Tbk (MNCN).

Dalam penelitian ini digunakan teknik analisis data, yang meliputi analisis statistik *deskriptif* dan *inferensial*. Hasil pengolahan analisis statistika *deskriptif* dalam kurun waktu periode 3 tahun menyatakan bahwa rata-rata imbal hasil (*return*) saham syariah senilai 0,005566501 atau 0,56% adapun rata-rata imbal hasil (*return*) saham konvensional senilai 0,0090529 atau 0,91%. Adapun tingkat risiko (*risk*) saham syariah selama kurun waktu periode 3 tahun senilai 0,086718628 atau 8,7% adapun tingkat risiko (*risk*) saham konvensional senilai 0,085490516 atau 8,55%. Mengacu pada hasil analisis data menunjukkan bahwa di antara sampel perusahaan saham syariah pada *Jakarta Islamic Index* yang memiliki rata-rata *return* yang paling tinggi selama 3 tahun dari periode tahun 2014 s.d 2016 yaitu PT Adaro Energy Tbk. dengan nilai imbal hasil (*return*) senilai 0,0224948 atau 2,5%. Sedangkan rata-rata imbal hasil (*return*) terendah selama periode tahun 2014 hingga 2016 dimiliki oleh PT Semen Indonesia (persero) Tbk. dengan tingkat imbal hasil (*return*) senilai -0,0102643 atau mengalami kerugian sebesar 1,03%. Hasil *return* PT. Semen Indonesia (persero), Tbk menunjukkan hasil negatif karena selama 3 tahun periode penelitian tersebut, harga pasar saham PT.Semen Indonesia (Persero), Tbk cenderung *bearish*. Sedangkan untuk rata-rata imbal hasil (*return*) saham syariah hanya sebesar

0,005566501 atau 0,56%. Hal ini karena dari 18 sampel perusahaan saham syariah, 5 diantaranya mengalami kerugian. Kenyataan ini menyebabkan dampak yang negatif terhadap rata-rata imbal hasil (*return*) saham syariah secara menyeluruh. Sedangkan yang memiliki tingkat risiko (*risk*) yang rendah selama 3 tahun dari periode tahun 2014 sampai dengan 2016 yaitu PT. Unilever Indonesia Tbk. yang mempunyai tingkat risiko *risk* senilai 0,0541986 atau 5,4%. Sedangkan perusahaan yang memiliki risiko (*risk*) tinggi yaitu PT London Sumatra Indonesia Tbk. yang mempunyai tingkat risiko (*risk*) senilai 0,1265575 atau 12,7%. Secara umum saham syariah yang menjadi konstituen *Jakarta Islamic Index* mempunyai rata-rata *risk* sebesar 0,086718628 atau 8,7%. Berdasarkan pengolahan data, imbal hasil (*return*) saham konvensional yang berasal dari anggota Indeks IDX30 selama periode tahun 2014 hingga tahun 2016 yang mempunyai *return* tertinggi adalah perusahaan PT Gudang Garam Tbk. sebesar 0,0142532 atau 1,43%. Adapun perusahaan yang mempunyai *return* terendah yaitu perusahaan PT. Charoen Pokhpand Indonesia Tbk. sebesar -0,0016175 atau mengalami kerugian sebesar 0,16%. Imbal hasil (*return*) yang dicetak PT Charoen Pokhpand Indonesia Tbk. mengalami kerugian disebabkan pada periode penelitian tersebut harga saham PT.Charoen Pokhpand Indonesia Tbk. cenderung mengikuti trend *bearish*. Rata-rata *return* saham konvensional secara keseluruhan selama 3 tahun periode penelitian sebesar 0,0090529 atau 0,91%. Hasil rata-rata *return* saham konvensional tersebut diperoleh dari 6 *return* saham yang membukukan keuntungan dan 1 *return* saham yang membukukan kerugian. Mengacu pada hasil pengolahan data juga dapat diperoleh bahwa perusahaan publik yang mempunyai tingkat *risk* terbesar yaitu perusahaan PT.Media Nusantara Citra Tbk. yang mempunyai *risk* sebesar 0,149938059 atau 14,99%. Sedangkan perusahaan publik yang mempunyai risiko (*risk*) paling rendah adalah PT. Bank BCA (Bank Central Asia Tbk.) senilai 0,050191323 atau 5,2%. Pada sampel saham konvensional interval antara tingkat *risk* tertinggi dengan tingkat *risk* terendah sangat tinggi mencapai sekitar tiga kali lipat. Namun demikian secara umum saham konvensional yang menjadi anggota indeks IDX30 memiliki rata-rata *risk* senilai 0,085490516 atau 8,55%. Hasil uji beda *Independent Sample T-test* menghasilkan bahwa nilai F hitung *levene* sebesar 1,891 dengan nilai sig. 0,182 > 0,005 maka digunakan asumsi *Equal Variances Assumed*. Mengacu pada asumsi *Equal*

Variances Assumed nilai Sig. (2-tailed) > nilai α dengan nilai signifikansi 0,373 > 0,05. Dikarenakan hasil signifikansi data *return* saham menunjukkan nilai signifikansi yang lebih besar dari taraf signifikansi 5% (0,05) maka dapat di tarik kesimpulan, bahwa hipotesis (H_0) di terima dan (H_1) di tolak. Hal ini mengindikasikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara imbal hasil (*return*) saham syariah dibandingkan saham konvensional. Hasil uji beda *Independent Sample T-test* di atas menunjukkan bahwa nilai F hitung *levene* sebesar 1,950 dengan nilai sig. 0,176 > 0,05 maka digunakan asumsi *Equal Variances Assumed*. Berdasarkan asumsi *Equal Variance Assumed* dapat diketahui nilai Sig. (2-tailed) > nilai α dengan nilai signifikansi 0,917 > 0,05. Disebabkan hasil signifikansi data *risk* saham menunjukkan nilai signifikansi yang lebih besar dari taraf signifikansi $\alpha = 5\%$ (0,05) maka kesimpulan hipotesis (H_0) di terima sekaligus (H_1) di tolak. Hal ini menghindikasikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara risiko (*risk*) saham syariah dibandingkan saham konvensional. Hasil penelitian ini, yang merujuk pada hasil analisis *inferensial* dengan mengaplikasikan uji beda (*Independent Sample t-test*) di peroleh hasil bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara imbal hasil (*return*) dan Risiko (*risk*) saham syariah dibandingkan saham konvensional.

Kemudian pada tahun 2019, Yosua P J Tendean³⁶, melakukan penelitian hal yang serupa. Pasar modal Indonesia telah membuka kesempatan bagi pemilik modal untuk melakukan aktifitas investasi. Namun, perlu di ingat bahwa dalam berinvestasi setiap pemilik modal akan menanggung risiko. Penelitian ini ingin mengetahui apakah terdapat perbedaan antara risiko *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan Indeks LQ 45. Saham-saham yang menjadi anggota *Jakarta Islamic Index* dan Indeks LQ 45 menjadi pupulasi dalam penelitian ini. Data sampel di peroleh dari 3 saham anggota *Jakarta Islamic Index* dan 18 saham anggota Indeks LQ 45. Di mana teknik pengambilan sampel berdasarkan syarat tertentu. Teknik analisis data mengaplikasikan Uji *Independent Sample T-test*. Hasil penelitian menunjukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara risiko dari saham anggota *Jakarta Islamic Index* dengan anggota Indeks LQ 45. Tidak adanya perbedaan yang signifikan antara risiko dari kedua jenis saham, disebabkan

³⁶ Y P J Tendean and I S Saerang, "Analisis Perbandingan Risiko Saham *Jakarta Islamic Index* dan Indeks LQ45 di Bursa A Efek Indonesia," Jurnal EMBA 7, no. 6 (2019): 3239–3248.

diantaranya karena terdapat faktor makro misalnya : kebijakan pemerintah, perubahan tingkat suku bunga, pergerakan nilai tukar mata uang, rumor serta sentimen pasar dan juga penggabungan perusahaan. Ke semua faktor di atas mempengaruhi harga pasar saham kedua jenis saham tersebut, baik yang menjadi anggota *Jakarta Islamic Index (JII)* maupun Indeks LQ45. Akhirnya, pemilik modal dapat memilih berinvestasi pada saham manapun yang diinginkan. Tanpa mempertimbangkan apakah saham tersebut berdasarkan prinsip syariah atau saham yang tidak berdasarkan prinsip syariah.

Selain penelitian mengenai perbedaan risiko dan imbal hasil (*return*) saham syariah dan non syariah, ada pula penelitian mengenai pengukuran kinerja saham syariah dan non syariah. Penelitian sejenis ini dilakukan oleh Catherine Soke Fun Ho (2014) yang menjadikan indeks Islam di berbagai negara dibelahan dunia sebagai objek penelitiannya. Negara-negara yang dijadikan sampel diantaranya adalah : Amerika Serikat, Inggris, Swiss, India, Indonesia, Malaysia, Hong Kong dan Perancis. Temuan penelitian ini mengungkapkan bahwa indeks Islam mengungguli indeks konvensional selama periode krisis tetapi hasilnya tidak meyakinkan untuk periode non-krisis. Investasi berbasis syariah dapat dijadikan alternatif investasi selama periode krisis.

Kemudian penelitian di Indonesia, dilakukan oleh Ida Syafrida, Indianik Aminah, Bambang Waluyo (2014)³⁷ yang menghasilkan penelitian bahwa kinerja instrumen investasi berbasis syariah (baik saham maupun reksa dana) tidak berbeda signifikan dengan instrumen investasi konvensional.

Selanjutnya penelitian Erna Listyaningsih dan Chandrasekhar Krishnamurti yang dipublikasikan tahun 2015.³⁸ Penelitian ini dilakukan dalam rangka menilai kinerja saham-saham Jakarta Islamic Index (JII) dan menyelidiki apakah ada pengaruh etika (pembaatsan seleksi JII) dan membandingkannya dengan saham non syariah. Model utama yang diterapkan dalam penelitian ini adalah *capital asset pricing model (CAPM)* model indeks tunggal yang diperluas

³⁷ Ida Syafrida, Indianik Aminah, and Bambang Waluyo, "Perbandingan Kinerja Instrumen Investasi berbasis syariah dengan konvensional pada Pasar Modal di Indonesia," *Al-Iqtishad: Journal of Islamic Economics* 6, no. 2 (2014): 195–206.

³⁸ Erna Listyaningsih and Chandrasekhar Krishnamurti, "How Performance of Jakarta Islamic Index (JII) Stocks Relative to Other Stocks?," *Jurnal Dinamika Manajemen* 6, no. 2

Fama dan French menjadi tiga faktor. Dalam penelitian ini mengaplikasikan analisis data yang kompleks. Data yang dipergunakan dalam penelitian ini dikategorikan menjadi dua periode tahun 2005-2007 periode yang berisi dua kelompok: JII dan non-JII dan periode tahun 2008-2012 periode yang berisi tiga kelompok: JII, syariah dan non syariah berdasarkan sektor industri. Studi ini menemukan bahwa pada dasarnya tidak ada perbedaan kinerja antara JII dan saham non-JII.

Kemudian di Pakistan, Md Ejaz Rana (2015) melakukan penelitian sejenis. Penelitian ini menganalisis sebuah hipotesis bahwa indeks saham syariah mempunyai kinerja yang lebih rendah dibandingkan dengan indeks konvensional tanpa *screening*. Hal ini karena keterbatasan instrumen investasi yang lebih sedikit, peningkatan biaya pemantauan, dan *diversifikasi* terbatas³⁹.

Pada tahun 2017, Budi Setiawan⁴⁰ mempublikasikan sebuah penelitian yang berusaha untuk melakukan perbandingan kinerja pasar modal syariah dan konvensional Indonesia selama periode tahun 1995 – 2015. Penelitian ini juga mengukur kinerja kedua pasar modal tersebut saat terjadi krisis yaitu krisis keuangan di Asia tahun 1997 – 1998 dan krisis *subprime mortgage* di Amerika tahun 2007 – 2009. Penelitian ini mencakup pasar modal Indonesia yang dikategorikan sebagai pasar modal syariah maupun konvensional. Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder yang di peroleh selama periode tahun 1995- 2015. Dalam penelitian ini mengacu pada data penutupan indeks harga saham harian dengan ketentuan sebelum krisis Asia (2 Januari 1995 – 30 Juni 1997), saat krisis Asia (1 Juli 1997 – 30 Juni 1998), sebelum krisis *Subprime Mortgage* Amerika Serikat (1 Juli 1998 – 31 Mei 2007), saat krisis *Subprime Mortgage* Amerika Serikat (4 Juni 2007 – 2 April 2009), dan seluruh periode. Mengacu hasil pengukuran yang telah dilakukan, menunjukkan bahwa kinerja pasar modal

³⁹ Md Ejaz Rana and Waheed Akhter, "Performance of Islamic and Conventional Stock Indices: Empirical Evidence from an Emerging Economy," *Financial Innovation* 1, no. 1 (December 2015): 1–17.

⁴⁰ Budi Setiawan, "Perbandingan Kinerja Pasar Modal Syariah dan Konvensional: suatu kajian empiris pada pasar modal Indonesia," *Jurnal Ilmiah Ekonomi Global Masa Kini* 8 (2017):

syariah dan konvensional Indonesia berdasarkan pengukuran *Sharpe* dapat di lihat pada sebagai berikut:

Perhitungan Sharpe

Keterangan	JII	JCI
	Sharpe	Sharpe
Sebelum Krisis Asia	-73,24	421,50
Saat Krisis Asia	-16,37	-895,01
Sebelum Krisis Subprime Mortgage Amerika	-4,48	6,53
Saat Krisis Subprime Mortgage Amerika	99,36	773,17
Semua Periode Penelitian	22,92	317,71
Maksimal	99,36	773,17
Minimal	-73,24	-895,01
Rata-rata	5,64	124,78

Sumber data: diolah dari idx, yahoo.finance, bloomberg, dan federal reserve

Mengacu pada tabel di atas dapat diperoleh hasil yang menunjukan bahwa secara rata-rata kinerja JCI dengan perhitungan indeks *sharpe* sebesar 124,78 lebih baik dibandingkan kinerja rata-rata JII di angka sebesar 5,56. Kinerja JCI lebih bagus pada kondisi sebelum krisis Asia, sebelum krisis *subprime mortgage* Amerika, saat krisis *subprime mortgage* Amerika, dan semua periode penelitian. Adapun kinerja JII hanya lebih bagus dibandingkan kinerja JCI pada saat terjadi krisis moneter di Asia. Sedangkan hasil pengukuran dengan menggunakan pengukuran indeks *Treynor*, dapat di lihat pada tabel berikut ini :

Perhitungan Treynor

Keterangan	JII	JCI
	Treynor	Treynor
Sebelum Krisis Asia	-0,00039	-0,00024
Saat Krisis Asia	-0,00019	-0,00058
Sebelum Krisis Subprime Mortgage Amerika	0,00031	0,00033
Saat Krisis Subprime Mortgage Amerika	-0,00068	-0,00020
Semua Periode Penelitian	0,00028	0,00022
Maksimal	0,00031	0,00033
Minimal	-0,00068	-0,00058
Rata-rata	-0,00013	-0,00009

Berdasarkan tabel tersebut menunjukan hasil bahwa secara rata-rata kinerja JCI lebih bagus dibandingkan kinerja JII dengan mengacu pada perhitungan indeks *Treynor*. Secara rata-rata kedua mempunyai nilai negatif. Hal demikian terbukti dari rata-rata nilai JCI sebesar -0,00009 lebih besar dibandingkan JII yaitu - 0.00013. Secara umum kinerja JCI lebih bagus pada seluruh periode yang diamati kecuali periode saat terjadi krisis moneter di Asia dan seluruh periode penelitian

yaitu tahun 1995 – 2015. Pengukuran kinerja selanjutnya dengan menggunakan indeks *Jansen*, dimana diperoleh hasil sebagai berikut :

Perhitungan *Jensen Alfa JII dan JCI*

Keterangan	JII	JCI
	Jensen	Jensen
Sebelum Krisis Asia	0,00032	-0,00027
Saat Krisis Asia	-0,00003	0,00233
SebelumKrisis SubprimeMortgage Amerika	-0,00119	-0,00130
Saat Krisis Subprime Mortgage Amerika	0,00080	0,00080
Semua Periode Penelitian	-0,00084	-0,00089
Maksimal	0,00080	0,00233
Minimal	-0,00119	-0,00130
Rata-rata	-0,00019	0,00013

Sumber data: diolah dari idx, yahoo.finance, bloomberg, dan federal reserve

Mengacu pada tabel di atas di peroleh hasil bahwa secara rata-rata kinerja JCI lebih bagus dibandingkan kinerja JII. Hal demikian terbukti dari nilai rata-rata indeks *Jensen* JCI senilai 0,00013 lebih besar dibandingkan nilai *Jensen* JII senilai -0,00019. Hasil pengukuran menunjukkan bahwa kinerja JII lebih bagus pada kondisi sebelum krisis Asia, sebelum krisis *subprime mortgage* Amerika, dan seluruh periode penelitian tahun 1995- 2015. Adapun kinerja JCI hanya lebih bagus pada periode saat krisis Asia. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa kinerja JII dan JCI sama pada saat terjadi krisis subprime mortgage di Amerika yaitu senilai 0,00080. Sehingga mengacu pada hasil perhitungan kinerja indeks menggunakan *Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen Alfa* pada periode sebelum krisis Asia, saat krisis Asia, sebelum krisis *subprime mortgage*, saat krisis *subprime mortgage*, dan seluruh periode sampel diperoleh hasil yang menyatakan bahwa kinerja pasar modal konvensional (JCI) lebih bagus dibandingkan kinerja pasar modal syariah (JII) di Indonesia selama periode tahun 1995 – 2015.

Selanjutnya Rizwana Haroon (2019)⁴¹ melakukan penelitian di tiga negara yaitu Pakistan, Malaysia dan Indonesia. Hasilnya menunjukkan bahwa rasio kinerja indeks konvensional mengungguli indeks Islam di Pakistan dan Indonesia. Namun untuk penelitian di Malaysia ditemukan tidak ada perbedaan dalam kinerja kedua indeks Islam dan konvensional. Uji *ARDL Bound* menunjukkan bahwa *kointegrasi* ada antara variabel ekonomi makro dan pasar saham semua negara.

⁴¹ Rizwana Haroon, Bilal Aziz, and Anam Batool, “*Performance Comparison of Islamic and Conventional Indices of Pakistan, Malaysia and Indonesia*,” International Journal of Business

Dalam berbagai penelitian yang telah dilakukan di atas, baik di dalam ataupun di luar negeri terdapat hasil yang berbeda, di mana beberapa penelitian menghasilkan ada perbedaan yang signifikan, namun ada juga hasil penelitian yang mengatakan tidak ada perbedaan yang signifikan. Hal ini tentunya menambah motivasi bagi penulis, untuk melakukan penelitian ulang untuk mendapatkan hasil yang lebih menakutkan.

Penelitian mengenai perbandingan imbal hasil (*return*) reksa dana syariah dan non syariah sudah dilakukan oleh peneliti terdahulu, baik di dalam maupun luar negeri. Penelitian dilakukan oleh Raheel Mumtaz (2014)⁴² di Pakistan, yang mengungkapkan bahwa terjadi pertumbuhan luar biasa dari reksa dana syariah di seluruh dunia telah meningkatkan minat di kalangan investor untuk memasukkan dana ke dalam portofolio berbasis syariah. Dengan munculnya reksa dana syariah, memicu investor muslim beralih ke reksa dana syariah. Sejak investasi penyertaan modal pada tahun 1990-an total kekayaan di bawah pengelolaan dana penyertaan modal berbasis syariah telah tumbuh lebih dari 15% pertahun. Pertumbuhan dana berbasis syariah yang beroperasi di Pakistan sangat cepat misalnya; Reksa Dana Syariah dimulai pada tahun 1995 dengan *Al Meezan Investment Management Limited* memperkenalkan reksa dana syariah pertama (*Reksa Dana Al Meezan*) pada 13 Juli 1995. Nilai total aset untuk penyertaan modal syariah telah meningkat dari USD 800 juta pada tahun 1996 menjadi USD 3,6 Miliar hanya dalam periode tujuh tahun yaitu pada tahun 2003. Oleh karena itu, makalah penelitian ini adalah upaya untuk menyelidiki risiko dan pengembalian profil dana ini relatif terhadap tolok ukur pasar syariah dan konvensional masing-masing menggunakan analisis data panel dari Juli 2007 hingga Juni 2012. Konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan untuk menganalisis kinerja reksa dana syariah; rata-rata hasilnya menunjukkan bahwa ada perbedaan yang tidak signifikan secara statistik dalam kinerja pengembalian reksa dana syariah relatif terhadap tolok ukur. Hasilnya juga mengungkapkan bahwa ada ketrampilan selektivitas dana yang unggul tetapi keahlian pengaturan momentum pasar yang lebih rendah di antara para manajer reksa dana syariah dalam periode penelitian. Sebaliknya, hasil menunjukkan bahwa reksa dana syariah telah dapat

⁴² Raheel Mumtaz, Muhammad Usman, and Saad Bin Nasir, "An Empirical Study of Risk-Return Profile of Islamic Mutual Funds: A Case from Pakistan," *European Journal of Business and*

meminimalkan risiko dibandingkan dengan tolok ukur dan kinerja pengembaliannya sebanding dengan tolok ukur pasar. Oleh karena itu, hasil dari penelitian ini akan bermanfaat bagi calon investor dan pelaku pasar terhadap partisipasinya dalam industri reksa dana, khususnya di Pakistan. Selain itu, penelitian ini akan menambah pengetahuan tentang kinerja reksa dana syariah dalam literatur keuangan.

Kemudian dari dalam negeri oleh Abdul Gani yasir (2014)⁴³. Hasil dari pernyataan sementara pertama menyatakan bahwa dari periode tahun 2008 sampai dengan 2010 rata-rata imbal hasil reksa dana syariah dengan indeks syariah JII adalah sama atau tidak berbeda. Namun rata-rata risiko variabel-variabel tersebut menunjukkan hasil yang sebaliknya. Di mana pernyataan sementara kedua menyatakan bahwa dari periode tahun 2008 hingga 2010 rata-rata imbal hasil reksa dana konvensional dan indeks LQ45 konvensional ialah sama. Namun risiko rata-rata reksa dana konvensional dan indeks LQ45 konvensional adalah sebaliknya. Selanjutnya, pernyataan sementara ketiga menghasilkan bahwa pada periode tahun 2008-2010 rata-rata imbal hasil dan risiko reksa dana syariah dan reksa dana konvensional ialah sama, kecuali pada periode tahun 2010, yang menunjukkan rata-rata risiko variabel tidak sama atau berbeda. Mengacu pada besaran angka indeks *Sharpe*, indeks *Treynor*, dan Indeks *Jensen*, hipotesis ketiga menyatakan bahwa kinerja reksa dana syariah lebih bagus dibandingkan dengan kinerja reksa dana konvensional. Kemudian, melalui model *Jensen* hipotesis ini juga menyatakan bahwa kinerja reksa dana syariah lebih bagus dari pada kinerja pasar dan reksa dana konvensional. Akhirnya dapat ditarik kesimpulan bahwa : semakin tinggi kelebihan pengembalian pasar, semakin tinggi pula kelebihan pengembalian portofolio reksa dana. Demikian pula sebaliknya, dengan menganggap variabel lain tetap.

Pada tahun 2016, Azizatur Rahmah⁴⁴ juga melakukan penelitian yang mengulas tentang perbandingan kinerja dan risiko antara reksadana syariah dengan kinerja reksa dana konvensional. Di mana yang secara *fundamental*

⁴³ Abdul Gani Yazir and Suhardi, "Analisis Perbandingan Risiko dan Tingkat Pengembalian Reksadana Syariah dan Reksadana Konvensional," Journal of Accounting Fakultas Ekonomi Universitas Bangka Belitung (2014): 1–19.

⁴⁴ Azizatur Rahmah, "Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Syariah Dan Kinerja Reksa Dana Konvensional Dengan Metode Sharpe, Treynor Dan Jensen," Analytica Islamica 5, no. 1 (2016): 20–40.

memiliki perbedaan. Periode penelitian ini dikerjakan mulai tanggal 1 Januari 2013 sampai dengan 31 Desember 2015. Penelitian ini mengaplikasikan permodelan *Sharpe*, *Jensen* dan *Treynor* dalam pengelolaan data. Hasil pengolahan dan analisa data yang telah dilaksanakan dalam penelitian ini, menyatakan bahwa secara umum, menunjukkan kinerja seluruh reksa dana baik itu reksa dana syariah maupun reksa dana konvensional masih belum memuaskan. Sementara, jika dibandingkan dari segi kinerja dari hasil reksa dana konvensional memiliki kinerja yang lebih bagus dibandingkan dengan reksa dana syariah. Dalam hal risiko, dengan mengaplikasikan metode *Sharpe* yang menunjukkan risiko total. Reksa dana yang mempunyai risiko paling rendah, ialah reksa dana konvensional. Demikian halnya jika mengaplikasikan metode *Treynor*, reksa dana konvensional mempunyai risiko paling rendah. Adapun jika mengaplikasikan metode *Jensen*, reksa dana syariah mempunyai risiko yang paling rendah. Dari ketiga pengukuran, yang mengaplikasikan metode *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen* kinerja reksa dana konvensional lebih baik dibandingkan reksa dana syariah.

Selanjutnya Shafira Syauqiyah (2018)⁴⁵. Dalam penelitian ini, peneliti ingin mengungkap perbandingan kinerja antara reksa dana syariah dan reksa dana non-syariah di Indonesia selama periode tahun 2013 sampai dengan 2015. Variabel yang diteliti meliputi : imbal hasil (*return*), risiko (*risk*), serta koefisien variasi dalam tiga jenis reksa dana, yaitu : reksa dana saham, reksa dana campuran, serta reksa dana pendapatan tetap. Pendekatan yang digunakan adalah pendekatan kuantitatif dengan menggunakan *independent sample t-test* atau *mann whitney* dalam analisis uji dengan taraf signifikan sebesar 5%. Penelitian ini mempunyai tiga rumusan masalah, hal ini disebabkan terdapat tiga variabel yang menjadi perhatian dalam penelitian ini, yaitu variabel imbal hasil (*return*), risiko (*risk*), dan koefisien variasi. Sedangkan jenis reksa dana yang objek penelitian ialah sebanyak tiga jenis reksa dana, yaitu reksa dana saham, reksadana campuran, dan reksa dana pendapatan tetap. Penelitian dilakukan pada periode tahun 2013 sampai dengan tahun 2015. Pendekatan penelitian ini kuantitatif dengan mengaplikasikan *Uji Independent T tes* dan *Uji Mann Whitney Test*. Dalam penelitian ini di peroleh hasil bahwa : (1) Terdapat perbedaan yang tidak

⁴⁵ Shafira Syauqiyah and Muhammad Nafik, "Perbandingan Kinerja Reksadana Syariah Dan Reksadana Non Syariah di Indonesia Berdasarkan Return, Resiko Dan Koefisien Variasi," *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* 5 No2 (February 2, 2018): 123–134.

signifikan antara imbal hasil (*return*) reksadana syariah saham dan reksa dana non-syariah saham di Indonesia periode tahun 2013 sampai dengan 2015 dengan derajat signifikansi 5% ($\alpha=0,05$). (2) Terdapat perbedaan yang tidak signifikan antara imbal hasil 9 (*return*) reksa dana syariah campuran dan reksa dana non-syariah campuran di Indonesia periode tahun 2013 sampai dengan 2015 dengan derajat signifikansi 5% ($\alpha=0,05$). (3) Terdapat perbedaan yang tidak signifikan antara imbal hasil (*return*) reksa dana syariah pendapatan tetap dan reksa dana non-syariah pendapatan tetap di Indonesia periode tahun 2013 sampai dengan 2015 dengan derajat signifikansi 5% ($\alpha=0,05$). (4) Terdapat perbedaan yang tidak signifikan antara risiko reksa dana syariah saham dan reksa dana non-syariah saham di Indonesia periode tahun 2013 sampai dengan 2015 dengan derajat signifikansi 5% ($\alpha=0,05$). (5) Terdapat perbedaan yang tidak signifikan antara risiko reksa dana syariah campuran dan reksa dana non-syariah campuran di Indonesia periode tahun 2013 sampai dengan 2015 dengan derajat signifikansi 5% ($\alpha=0,05$). (6) Terdapat perbedaan yang tidak signifikan antara risiko reksa dana syariah pendapatan tetap dan reksa dana non-syariah dan pendapatan tetap di Indonesia periode tahun 2013 sampai dengan 2015 dengan derajat signifikansi 5% ($\alpha=0,05$). (7) Terdapat perbedaan yang tidak signifikan antara koefisien variasi reksa dana syariah saham dan reksa dana non-syariah saham di Indonesia periode tahun 2013 sampai dengan 2015 dengan derajat signifikansi 5% ($\alpha=0,05$).

(8) Terdapat perbedaan yang tidak signifikan antara koefisien variasi reksa dana syariah campuran dengan reksa dana non-syariah campuran di Indonesia periode tahun 2013 sampai dengan 2015 dengan derajat signifikansi 5% ($\alpha=0,05$). Dan (9) Terdapat perbedaan yang tidak signifikan antara koefisien variasi reksa dana syariah pendapatan tetap dan reksa dana non syariah pendapatan tetap di Indonesia periode tahun 2013 sampai dengan 2015 dengan derajat signifikansi 5% ($\alpha=0,05$). Sehingga hasil penelitian ini menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara imbal hasil (*return*), risiko(*risk*), dan koefisien variasi reksa dana syariah dan reksa dana non-syariah di Indonesia dalam tiga jenis reksa dana tersebut di atas.

Kemudian, Yoyok Prasetyo, Mohamad Anton Athoillah dan Deni Kamaludin Yusup (2019)⁴⁶ yang mempublikasikan penelitiannya. Investasi adalah pengorbanan untuk menunda konsumsi saat ini dengan mengalokasikan sejumlah aset yang diharapkan untuk mendapatkan manfaat di masa depan. Syariah Islam tidak melarang muslim untuk melakukannya, bahkan ada indikasi bahwa justru dianjurkan. Motivasi utama dalam investasi adalah untuk dapat menunaikan lebih banyak zakat maupun sedekah di masa depan. Salah satu instrumen investasi di Pasar Modal Indonesia adalah reksa dana. Penduduk Indonesia yang mayoritas Muslim adalah salah satu pemicu untuk pengembangan reksa dana berbasis syariah. Namun, perkembangannya belum sebesar pasar potensial yang ada. Salah satu alasannya adalah masih ada pandangan di masyarakat bahwa instrumen berbasis syariah memberikan pengembalian yang lebih rendah daripada non-syariah. Penelitian ini membandingkan risiko (*risk*) dan pengembalian (*return*) reksa dana, antara berbasis syariah dengan non-syariah. Pengambilan sampel dari keduanya menggunakan *purposive sampling*, di mana ada 6 reksa dana syariah dan 8 reksa dana non-syariah. Penelitian dilakukan dalam 5 tahun. Hasil penelitian adalah: (1) Tidak ada perbedaan yang signifikan antara risiko (*risk*) keduanya; (2) Tidak ada perbedaan yang signifikan antara pengembalian (*return*) keduanya; (3) Kinerja reksa dana non-syariah lebih mendominasi dari pada reksa dana syariah.

Selain penelitian tentang perbandingan risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) seperti di atas, banyak juga penelitian tentang yang mengambil tema tentang pengukuran kinerja reksa dana dan reksa dana syariah. Penelitian itu diantaranya : Hesham Merdad, M. Kabir Hassan and Yasser Alhenawi (2010)⁴⁷ yang melakukan penelitian di Arab Saudi. Mereka mempublikasikan hasil penelitiannya yang menemukan bahwa reksa dana syariah berkinerja lebih buruk dari reksa dana konvensional selama periode penuh dan *bullish*, tetapi reksa dana syariah lebih baik jika dibandingkan dengan reksa dana konvensional selama periode *bearish* dan krisis keuangan.

⁴⁶ Yoyok Prasetyo, Mohamad Anton Athoillah, and Deni Kamaludin Yusup, "Comparison of Risk, Return and Performance Measurement of Sharia and Non Sharia Mutual Funds in Indonesia," *Ijtima'iyah* 4, no. 2 (September 2019): 116–136.

⁴⁷ Hesham Merdad, M Kabir Hassan, and Yasser Alhenawi, "Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study," *JKAU: Islamic Econ* 23, no. 2 (2010): 157–193.

Selanjutnya, Fadilah Mansor (2011)⁴⁸ melakukan penelitian di Malaysia. Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa ada bukti kuat berdasarkan kinerja pengembalian *agregat* mengungkapkan bahwa rerata reksa dana syariah di Malaysia lebih unggul dari pada reksa dana konvensional dan *proksi* portofolio pasar dengan tingkat pengembalian KLCI.

Kemudian penelitian di Pakistan, oleh Irfan Ulah Shah (2012)⁴⁹, yang mempublikasikan hasil penelitiannya yang menunjukkan bahwa reksa dana syariah mempunyai kinerja yang lebih unggul menggunakan rasio *Sharpe* sebesar (-3,045) yang lebih besar dibandingkan dengan reksa dana konvensional sebesar (-3,7152).

Selanjutnya ada juga penelitian di Indonesia, peneliti atas nama Ida Syafrida (2014)⁵⁰ yang mengatakan : Mengacu pada hasil penelitian yang menggunakan sampel instrumen berbasis syariah pada pasar modal dalam bentuk saham syariah dan reksa dana syariah ini, dapat ditarik sebuah kesimpulan yang menyatakan bahwa hasil pengukuran kinerja instrumen investasi berbasis syariah tidak berbeda signifikan dengan instrumen investasi konvensional. Bahkan pada periode penelitian instrumen investasi berbasis syariah mengindikasikan memiliki kinerja sedikit lebih bagus.

Kemudian juga, Azizatur Rahmah (2016)⁵¹ yang melakukan penelitian di Indonesia. Menghasilkan penelitian yang menyatakan bahwa jika perbandingan dari sudut pandang kinerja, maka hasil reksa dana konvensional mempunyai kinerja yang lebih bagus dibandingkan dengan reksa dana syariah. Adapun dari sudut pandang risiko, dengan menggunakan metode *Sharpe* yang menunjukkan risiko total. Risiko reksa dana konvensional mempunyai risiko paling rendah. Demikian halnya jika mengaplikasikan metode *Treynor*, reksa dana konvensional juga mempunyai risiko paling rendah. Adapun jika mengaplikasikan metode *Jensen*, reksa dana syariah mempunyai risiko paling rendah. Secara umum dari

⁴⁸ Fadillah Mansor and M Ishaq Bhatti, "The Islamic Mutual Fund Performance: New Evidence on Market Timing and Stock Selectivity," International Conference on Economics and Finance Research 4 (2011): 477-484.

⁴⁹ Irfan Ullah Shah, Junaid Iqbal, and Muhammad Faizan Malik, "Comparative Valuation between Islamic and Conventional Mutual Fund," no. 96 (2012): 28-34.

⁵⁰ Syafrida, Aminah, and Waluyo, "Perbandingan KinerjaA Instrumen Investasi berbasis syariah dengan konvensional pada Pasar Modal di Indonesia."

⁵¹ Rahmah, "Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Syariah Dan Kinerja Reksa Dana Konvensional Dengan Metode Sharpe, Treynor Dan Jensen."

ketiga metode *Sharpe, Treynor dan Jensen*, menunjukkan bahwa kinerja reksa dana konvensional yang lebih baik.

Selanjutnya masih penelitian yang dilakukan di Indonesia, Ambang Aries Yudanto (2016)⁵² yang mempublikasikan hasil penelitiannya. Tidak ada perbedaan kinerja antara reksa dana syariah dengan reksa dana konvensional selama periode tahun 2008. Sementara itu, ada perbedaan kinerja antara keduanya selama periode krisis 2013.

Selanjutnya Iim Hilman (2017)⁵³ yang menghasilkan penelitian sebagai berikut berdasarkan rata-rata uji selisih terbukti ada perbedaan yang signifikan antara kinerja reksa dana syariah dengan kinerja reksa dana konvensional. Penelitian ini dilakukan di Indonesia.

Kemudian Novianto Basuki (2018)⁵⁴ yang membandingkan kinerja reksa dana syariah di Indonesia dan Malaysia. Hasil penelitiannya yang dipublikasikan menunjukkan bahwa selama pada periode tahun 2014 dan 2016 kinerja reksa dana syariah di Indonesia lebih unggul dari pada Malaysia. Namun demikian selama pada periode tahun 2015 kinerja reksa dana syariah Malaysia lebih baik dibandingkan Indonesia.

Pada tahun 2019, Ibnu Khajar (2019)⁵⁵ melakukan penelitian hal yang serupa. Hasilnya secara empiris menyatakan bahwa kinerja reksa dana syariah lebih rendah dibandingkan dengan reksa dana konvensional. Selain itu, kinerja reksa dana saham syariah dan konvensional lebih unggul dari pada JII dan IHSG.

Shabbir Ahmad (2019)⁵⁶ melakukan penelitian di Saudi Arabia. Penelitian ini menemukan bahwa reksa dana syariah dan reksa dana konvensional mempunyai kinerja yang hampir sama berdasarkan rasio *Treynor* dan *Alpha*

⁵² Ambang Aries Yudanto, "Performance Analysis of Sharia and Conventional Mutual Funds during 2008 and 2013 Crisis Periods," INFO ARTHA 1, no. 1 (June 7, 2017): 39–60.

⁵³ Iim Hilman, "Performance of Sharia Equity Fund and Conventional Equity Fund, Which One Better?," Account and Financial Manajemen journal 2 (November 11, 2017): 1035– 1045.

⁵⁴ Novianto Basuki and Moh Khoiruddin, "Comparative Performance Islamic Shares Mutual Funds Between Indonesia And Malaysia," Ekuilibrium: Jurnal Ilmiah Bidang Ilmu Ekonomi 13, no. 1 (March 21, 2018): 26.

⁵⁵ Ibnu Khajar, "Comparative Study of Sharia and Conventional Stock Mutual Fund Performance: Evidence from Indonesia," Wseas Transaction on Business and Economic 16 (2019): 78–85.

⁵⁶ Shabbir Ahmad and Alsharif Danyah, "A Comparatif Performance Evaluation of Islamic and Conventional Mutual Funds in Saudi Arabia," Munich Personal RePEc Archive, no. 94808 (2019): 1–30.

Jensen. Namun, hasil dari rasio *Sharpe* menyatakan bahwa reksa dana syariah berkinerja lebih unggul dari pada reksa dana konvensional.

Selanjutnya Muhammad Arif (2019)⁵⁷ melakukan penelitian di Pakistan. Penelitian ini menghasilkan, berdasarkan *Rasio Sharpe* dan *Teynor* reksa dana syariah lebih tinggi dari pada reksa dana konvensional. Hal tersebut menyatakan bahwa kinerja reksa dana syariah yang lebih unggul dibandingkan dengan reksa dana konvensional. Adapun hasil *Jenson Alpha* menunjukkan hasil yang berlawanan dengan *rasio Treynor* dan *Sharpe* di mana nilai *Jenson Alpha* dari reksa dana syariah lebih rendah dari pada reksa dana konvensional. Hal tersebut menyatakan bahwa kinerja reksa dana syariah lebih buruk dibandingkan dengan reksa dana konvensional.

Hasil penelitian terdahulu mengenai perbandingan risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) antara reksa dana syariah dan non syariah juga berbeda. Ada yang menunjukkan perbedaan risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) antara keduanya, namun ada juga yang menunjukkan tidak ada perbedaan diantara keduanya. Sekali lagi, hal ini menjadi tambahan motivasi penulis untuk melakukan penelitian ulang. Berdasarkan beberapa hal yang menjadi latar belakang yang telah disebutkan sebelumnya, menjadi motivasi yang kuat perlu dilakukan penelitian lebih lanjut mengenai :

“Perbandingan Risiko dan Imbal hasil (return) serta Pengukuran Kinerja antara Instrumen investasi syariah dengan non syariah di Indonesia.”

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada beberapa hal, sebagai bentuk *originalitas* penelitian ini yaitu :

1. Penelitian ini membanding risiko (*risk*) sekaligus imbal hasil (*return*) instrumen investasi berbasis syariah dengan non syariah yang berkategori penyertaan modal (*equitas*), di mana terdiri dari instrumen saham dan reksa dana saham.
2. Penelitian ini membandingkan risiko (*rosk*) dan imbal hasil (*return*) pada periode secara umum, periode pasar *bullish* serta pada periode pasar *bearish* secara terpisah.

⁵⁷ Muhammad Arif et al., “Islamic Versus Conventional Mutual Fund Performance in Pakistan; Comparative Analysis through Performance Measures and DEA Approach,” European Online Journal of Natural and Social Science 8, no. 1 (2019): 76–94.

3. Penelitian ini menjadikan objek instrumen saham syariah dan non syariah, bukan indeks saham, dengan alasan antara beberapa indeks saham syariah dan non syariah terdapat irisan anggota (*konstituen*).
4. Ukuran imbal hasil (*return*) yang dipergunakan ialah imbal hasil disesuaikan (*real return*), yang meliputi komponen *capital gain* di tambah *dividen yield* yang disebut *nominal return*, yang kemudian memperhitungkan tingkat inflasi.
5. Ukuran risiko (*risk*) dalam instrumen saham menggunakan *Standart Deviasi* (SD) yang merupakan risiko total, sedangkan ukuran risiko (*risk*) dalam instrumen reksa dana menggunakan beta (β) yang merupakan risiko sistematis, hal ini dikarenakan reksa dana sudah menerapkan teori portofolio sehingga risiko non sistematisnya sudah tereduksi.
6. Konsep CAPM yang disesuaikan dengan kaidah prinsip-prinsip syariat Islam dengan mengganti komponen tingkat bunga bebas risiko (*risk free rate*) dengan Zakat sesuai dengan kerangka konseptual *Shari'a Compliant of Capital Asset Pricing Model* (SCCAPM)
7. Imbal hasil (*return*) pasar yang dijadikan dasar dalam pengukuran kinerja reksa dana adalah Indeks Reksa Dana Saham (IRDSH) bukan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)
8. Ada atau tidaknya perbedaan risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) diperdalam atau dikonfirmasi dengan pengukuran kinerja instrumen investasi dengan menggunakan metode *Risk-Adjusted Performance*, dengan mengganti pula komponen tingkat bunga bebas risiko (*risk free rate*) dengan Zakat.

Berdasarkan beberapa hal perbedaan yang disajikan di atas, penelitian ini dipastikan mempunyai *originalitas* dengan tetap mengakomodasi hasil-hasil penelitian terdahulu sebagai kerangka acuan dan konseptual model penelitian. Sehingga diharapkan penelitian ini, selain memperkuat atau mengoreksi hasil

penelitian terdahulu, juga memberikan kontribusi berharga bagi pengembangan atau pun penemuan teori investasi syariah.

