

**PENGARUH SKRINING SYARIAH KUANTITATIF TERHADAP
KINERJA DAN VOLATILITAS PORTOFOLIO (PERBANDINGAN
ANTARA PORTOFOLIO SAHAM SYARIAH DAN KONVENSIONAL DI
BURSA EFEK INDONESIA)**

TESIS



Oleh :

SYAMSUL ARIFIN

16208010003

**PROGRAM MAGISTER EKONOMI SYARIAH
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA**

2019

**PENGARUH SKRINING SYARIAH KUANTITATIF TERHADAP
KINERJA DAN VOLATILITAS PORTOFOLIO (PERBANDINGAN
ANTARA PORTOFOLIO SAHAM SYARIAH DAN KONVENSIONAL DI
BURSA EFEK INDONESIA)**

TESIS



Oleh :

SYAMSUL ARIFIN
16208010003

Dosen Pembimbing :

Dr. Ibnu Qizam, S.E., Akt., M.Si.
NIP: 19680102 199403 1 002

**PROGRAM MAGISTER EKONOMI SYARIAH
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA**

2019



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM

Alamat : Jl. Marsda Adisucipto, Telp (0274) 550821, 512474, Fax. (0274) 586117
E-mail: febi@uin-suka.ac.id Yogyakarta 55281

PENGESAHAN TUGAS AKHIR

Nomor : B-749/Un.02/DEB/PP.00.9/08/2019

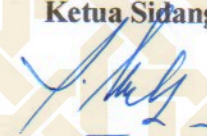
Tugas Akhir dengan judul : PENGARUH SKRINING SYARIAH KUANTITATIF TERHADAP KINERJA DAN VOLATILITAS PORTOFOLIO (PERBANDINGAN ANTARA PORTOFOLIO SAHAM SYARIAH DAN KONVENSONAL DI BURSA EFEK INDONESIA)

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :


Nama : SYAMSUL ARIFIN
NIM : 16208010003
Telah diujikan pada : Selasa, 13 Agustus 2019
Nilai ujian Tugas Akhir : A

dinyatakan telah diterima oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.


TIM UJIAN TUGAS AKHIR
Ketua Sidang


Dr. Ibnu Oizam, S.E., Akt., M.Si.
NIP. 19680102 199403 1 002

Penguji I


Dr. Misnen Ardiansyah, S.E., M.Si.,
Ak., CA., ACPA.
NIP. 19710929 200003 1 001

Penguji II


Dr. Ibi Satibi, S.H.I., M.Si.
NIP. 19770910200901 1 011

Yogyakarta, 21 Agustus 2019

UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam


Dr. H. Syafiq Muhammad Hanafi, M.Ag.
NIP. 19670518 199703 1 003



HALAMAN PERSETUJUAN TESIS

Hal : Tesis Saudara Syamsul Arifin

Kepada

Yth. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam
UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
Di Yogyakarta

Assalamu'alaikum Wr.Wb.

Setelah membaca, meneliti, memberikan petunjuk dan mengoreksi serta mengadakan perbaikan seperlunya, maka kami selaku pembimbing berpendapat bahwa tesis saudara:

Nama : Syamsul Arifin
NIM : 16208010003
Judul Tesis : "Pengaruh Skrining Syariah Kuantitatif terhadap Kinerja dan Volatilitas Portofolio (Perbandingan antara Portofolio Saham Syariah dan Konvensional di Bursa Efek Indonesia)"

Sudah dapat diajukan kepada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Jurusan/Prodi Magister Ekonomi Syariah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister dalam Ilmu Ekonomi Islam.

Dengan ini kami berharap agar tesis saudara tersebut dapat segera dimunaqasyahkan. Untuk itu kami ucapkan terimakasih.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb.

Yogyakarta, 1 Agustus 2019

Pembimbing

Dr. Ibnu Oizam, S.E., Akt., M.Si.
NIP: 19680102 199403 1 002

PERNYATAAN KEASLIAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Syamsul Arifin, S.Si.
NIM : 16208010003
Program Studi : Magister Ekonomi Syariah

Menyatakan Bahwa Tesis Yang Berjudul “**Pengaruh Skrining Syariah Kuantitatif terhadap Kinerja dan Volatilitas Portofolie (Perbandingan antara Portofolio Saham Syariah dan Konvensional di Bursa Efek Indonesia)**” adalah benar-benar merupakan hasil karya penyusunan sendiri, bukan duplikasi ataupun saduran dari karya orang lain kecuali pada bagian yang telah dirujuk dan disebut dalam *body note* dan daftar pustaka. Apabila di lain waktu terbukti adanya penyimpangan dalam karya ini, maka tanggung jawab sepenuhnya ada pada penyusun.

Demikian surat pernyataan ini saya buat agar dapat dimaklumi.

Yogyakarta, 1 Agustus 2019

Penyusun,



Syamsul Arifin, S.Si.
NIM:16208010003

HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI

Sebagai civitas akademis UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Syamsul Arifin, S.Si.
NIM : 16208010003
Program Studi : Magister Ekonomi Syariah
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Islam
Jenis Karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta Hak Bebas Royalti Non-eksklusif (*Non-exclusive royalty free right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

“Pengaruh Skrining Syariah Kuantitatif terhadap Kinerja dan Volatilitas Portofolio (Perbandingan antara Portofolio Saham Syariah dan Konvensional di Bursa Efek Indonesia)”

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non-eksklusif ini, UIN Sunan Kalijaga berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik hak cipta.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di: Yogyakarta
pada tanggal: 1 Agustus 2019
Yang menyatakan

(Syamsul Arifin)

MOTTO

من عمل علما علمه الله ما لم يعلم

“Siapa yang mengamalkan ilmunya, Allah (akan) mengajarnya apa yang belum ia ketahui”

(K.H. Drs. Jalal Suyuthi, S.H.)

من أزداد علما ولم يزد هدى لم يزد من الله إلا بعدا

“Siapa yang bertambah ilmunya namun hidayah (amalannya) tidak bertambah, maka ia hanya bertambah jauh dari (rahmat) Allah”

(H.R. Abu Mansur Ad-Dailami)

“Jihad Intelektual adalah bagian dari *suluk* menuju Allah”

(Syamsul Arif, 2019)

HALAMAN PERSEMBAHAN

Tesis ini penulis persembahkan untuk Bapak & Emak atas kasih sayang tiada jeda, dan calon *mantu*-nya, serta penulis persembahkan untuk Almamater tercinta :

1. Program Magister Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam
UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
2. Program studi Matematika Fakultas Sains dan Teknologi UIN Sunan
Kalijaga Yogyakarta
3. Yayasan Pondok Pesantren Wahid Hasyim Yogyakarta
4. Yayasan Perguruan Raudlatul Ulum Guyangan Pati
5. MTs Tarbiyatul Islamiyah Lengkong Pati
6. SDN Kedalon 03 Batangan Pati

PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN

Transliterasi kata-kata Arab yang dipakai dalam penyusunan tesis ini berpedoman pada Surat Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia Nomor: 158/1987 dan 0543b/U/1987.

A. Konsonan Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Keterangan
ا	Alif	Tidak dilambangkan	Tidak dilambangkan
ب	Bā'	b	be
ت	Tā'	t	te
ث	Ṡā'	ṣ	es (dengan titik di atas)
ج	Jīm	j	je
ح	Ḥā'	ḥ	ha (dengan titik di bawah)
خ	Khā'	kh	ka dan ha
د	Dāl	d	de
ذ	Ẓāl	ẓ	zet (dengan titik di atas)
ر	Rā'	r	er
ز	Zāi	z	zet
س	Sīn	s	es
ش	Syīn	sy	es dan ye
ص	Ṣād	ṣ	es (dengan titik di bawah)

ض	Ḍād	ḍ	de (dengan titik di bawah)
ط	Ṭā'	ṭ	te (dengan titik di bawah)
ظ	Zā'	ẓ	zet (dengan titik di bawah)
ع	'Ain	‘	koma terbalik di atas
غ	Gain	g	ge
ف	Fā'	f	ef
ق	Qāf	q	qi
ك	Kāf	k	ka
ل	Lām	l	el
م	Mīm	m	em
ن	Nūn	n	en
و	Wāwu	w	w
هـ	Hā'	h	ha
ء	Hamzah	‘	apostrof
ي	Yā'	Y	Ye

B. Konsonan Rangkap karena *Syaddah* Ditulis Rangkap

متعددة	Ditulis	<i>Muta'addidah</i>
عدة	Ditulis	<i>'iddah</i>

C. *Tā' marbūṭah*

Semua *tā' marbūṭah* ditulis dengan *h*, baik berada pada akhir kata tunggal ataupun berada di tengah penggabungan kata (kata yang diikuti oleh kata sandang “al”). Ketentuan ini tidak diperlukan bagi kata-kata Arab yang

sudah terserap dalam bahasa Indonesia, seperti shalat, zakat, dan sebagainya kecuali dikehendaki kata aslinya.

حكمة	ditulis	<i>Ḥikmah</i>
علة	ditulis	<i>'illah</i>
كرامة الأولياء	ditulis	<i>karāmah al-auliyā'</i>

D. Vokal Pendek dan Penerapannya

_____	Fathah	ditulis	<i>A</i>
_____	Kasrah	ditulis	<i>i</i>
_____	Ḍammah	ditulis	<i>u</i>

فعل	Fathah	ditulis	<i>fa'ala</i>
ذُكر	Kasrah	ditulis	<i>ẓukira</i>
يذهب	Ḍammah	ditulis	<i>yazhabu</i>

E. Vokal Panjang

1. fathah + alif	ditulis	<i>Ā</i>
جاهلية	ditulis	<i>jāhiliyyah</i>
2. fathah + yā' mati	ditulis	<i>ā</i>
تَنسى	ditulis	<i>tansā</i>
3. Kasrah + yā' mati	ditulis	<i>ī</i>
كريم	ditulis	<i>karīm</i>
4. Ḍammah + wāwu mati	ditulis	<i>ū</i>
فروض	ditulis	<i>furūd</i>

F. Vokal Rangkap

1. fathah + yā' mati بينكم	ditulis	<i>Ai</i>
	ditulis	<i>bainakum</i>
2. fathah + wāwu mati قول	ditulis	<i>au</i>
	ditulis	<i>qaul</i>

G. Vokal Pendek yang Berurutan dalam Satu Kata Dipisahkan dengan Apostrof

أَنْتُمْ	ditulis	<i>a'antum</i>
أَعَدَّتْ	ditulis	<i>u'iddat</i>
لَنْ شَكَرْتُمْ	ditulis	<i>la'in syakartum</i>

H. Kata Sandang Alif + Lam

1. Bila diikuti huruf *Qamariyyah* maka ditulis dengan menggunakan huruf awal "al"

الْقُرْآن	ditulis	<i>al-Qur'ān</i>
الْقِيَاس	ditulis	<i>al-Qiyās</i>

2. Bila diikuti huruf *Syamsiyyah* ditulis sesuai dengan huruf pertama *Syamsiyyah* tersebut

السَّمَاء	ditulis	<i>as-Samā</i>
الشَّمْس	ditulis	<i>asy-Syams</i>

I. Penulisan Kata-kata dalam Rangkaian Kalimat

Ditulis menurut penulisannya

ذَوِي الْفُرُوضِ	ditulis	<i>ẓawi al-furūd</i>
أَهْلُ السَّنَةِ	ditulis	<i>ahl as-sunnah</i>

KATA PENGANTAR

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Dengan menyebut nama Allah yang Maha Pengasih lagi Maha Penyayang, puji syukur bagi Allah atas segala rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penyusun dapat menyelesaikan tesis dengan judul “Pengaruh Skrining Syariah Kuantitatif terhadap Kinerja dan Volatilitas Portofolio (Perbandingan antara Portofolio Saham Syariah dan Konvensional di Bursa Efek Indonesia)”. Sholawat dan salam semoga tetap terlimpah kepada junjungan kita Nabi Muhammad SAW, keluarga, sahabat dan seluruh ummatnya. Tesis ini disusun guna memenuhi persyaratan untuk memperoleh gelar Magister Ekonomi Islam di Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta. Penyusunan tesis ini tidak terlepas dari bantuan, dukungan dan bimbingan oleh berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada:

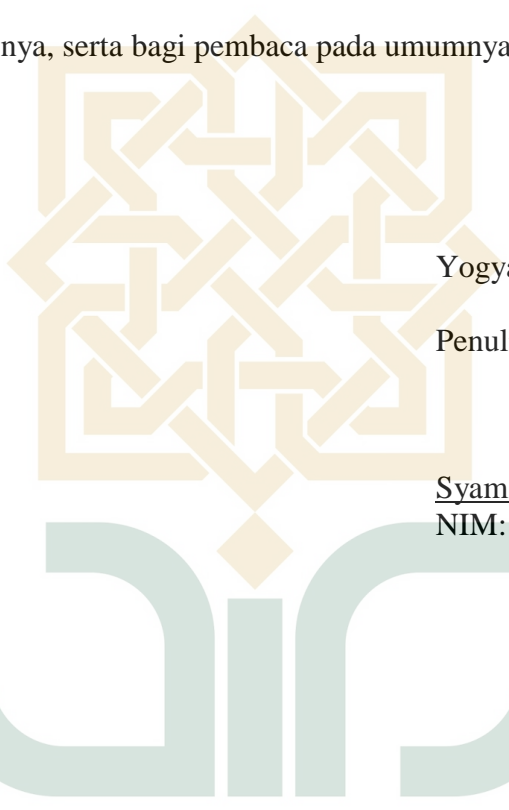
1. Bapak Prof. Drs. KH. Yudian Wahyudi MA. Ph.D. selaku Rektor UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
2. Bapak Dr. H. Syafiq Mahmadah Hanafi, M.Ag. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
3. Bapak Dr. Misnen Ardiansyah, SE., M.Si., Akt., CA. selaku ketua Prodi Pascasarjana Ekonomi Syariah Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta dan juga Dosen Pembimbing Akademik.

4. Bapak Dr. Ibnu Qizam, S.E., Akt., M.Si., Dosen Pembimbing Tesis yang memberikan banyak tantangan kepada penulis sehingga muncul berbagai *insight* baru dalam menyusun tesis ini.
5. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta yang telah ikhlas memberikan ilmu, wawasan serta pengalamannya kepada penulis selama masa perkuliahan.
6. Segenap karyawan di lingkungan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Sunan Kalijaga yang telah membantu menyediakan berbagai pelayanan sehingga memudahkan mahasiswa, khususnya penulis, dalam menyelesaikan tugas akhir.
7. Keluarga besar Pondok Pesantren Wahid Hasyim Yogyakarta, khususnya Bapak Pengasuh K.H. Drs. Jalal Suyuthi beserta keluarga. Terimakasih tak berbilang atas banyak pengalaman dan kesempatan untuk tinggal cukup lama di sana, semoga berkah manfaat.
8. Kedua orang tuaku terkasih Bapak Sungkono dan Ibu Parini, serta keponakanku tersayang Annasya Zunfatin Nada, buah hati pertama dari adikku Masfuatin dan Suaminya, Untung Gunarko, serta seluruh keluarga besarku yang selalu senantiasa memberikan kasih sayang, suntikan *ghirrah* dan motivasi yang luar biasa kepada penulis.
9. Calon pendamping hidupku, semoga senantiasa dalam lindungan-Nya. Semoga momen sakral yang ditunggu itu semakin mendekat, Aamiin.
10. Teman-teman seperjuangan Prodi Magister Ekonomi Syariah 2017 Semester Genap (Ainil, Susmita, Annisa, Sylma, Sayu, Mas Andi, Mas

Dosen Awis, Bang Jarot, Cak Yaqin, Bang Zaenal dan Mas Dani) yang penulis banggakan, semoga lancar dan sukses untuk semuanya.

11. Semua pihak yang membantu penulis dalam penyusunan tugas akhir serta dalam menempuh studi yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Semoga semua yang telah diberikan menjadi amal saleh dan diberi balasan yang lebih baik oleh Allah SWT, dan semoga tesis ini bermanfaat bagi penulis khususnya, serta bagi pembaca pada umumnya.



Yogyakarta, 31 Juli 2019

Penulis

Syamsul Arifin, S.Si.
NIM: 16208010003

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PENGESAHAN TESIS.....	iii
HALAMAN PERSETUJUAN TESIS	iv
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN.....	v
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vi
HALAMAN MOTTO	vii
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	viii
PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN	ix
KATA PENGANTAR.....	xiii
DAFTAR ISI.....	xvi
DAFTAR TABEL.....	xix
DAFTAR GAMBAR.....	xxi
ARTI SIMBOL.....	xxii
INTISARI.....	xxiv
ABSTRACT.....	xxv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
A. Latar Belakang Penelitian	1
B. Batasan Masalah.....	8
C. Rumusan Masalah.....	9
D. Tujuan dan Manfaat Penelitian	9
E. Sistematika Pembahasan.....	11
BAB II LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS	12
A. Telaah Pustaka	12
1. Kinerja Portofolio.....	12
2. Skrining Syariah.....	14
3. Rasio Keuangan dan <i>Return Saham</i>	17
B. Kajian Teori	19

1. Investasi Etis (<i>Ethical Investment</i>).....	19
2. Investasi Syariah	24
3. Pasar Modal.....	30
4. Pasar Modal Syariah	32
5. Skrining Syariah.....	35
6. Teori Portofolio.....	45
7. Penilaian Kinerja Portofolio.....	50
8. Teori Struktur Modal.....	55
C. Pengembangan Hipotesis	58
D. Kerangka Pemikiran.....	65
BAB III METODE PENELITIAN	67
A. Jenis Penelitian.....	67
B. Data dan Sumber Data	67
C. Populasi dan Sampel.....	68
D. Metode Pengumpulan Data.....	68
E. Definisi Operasional Variabel.....	70
F. Teknik Analisis Data.....	77
BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN.....	97
A. Analisis Kinerja Portofolio	97
1. Perbandingan Rasio Sharpe.....	97
2. Perbandingan Rasio Treynor.....	100
3. Perbandingan Rasio M^2	104
4. Pembahasan Hasil Analisis Kinerja Portofolio	106
B. Analisis Volatilitas Portofolio.....	107
1. Deskriptif Statistik <i>Return</i> Portofolio	107
2. Uji Stasioneritas Data.....	109
3. Uji Normalitas Data	111
4. Pembentukan Model ARIMA (p,d,q).....	112

a. Identifikasi Model	113
b. Estimasi Parameter Model	114
c. Uji Efek ARCH.....	117
d. Uji Diagnosis Model	126
e. Pemilihan Model ARIMA Terbaik	135
f. Peramalan (<i>Forecast</i>)	138
g. Perbandingan Model ARIMA Syariah dan Konvensional	141
h. Pembahasan Mengenai Volatilitas Portofolio	144
C. Analisis Skrining Syariah Kuantitatif dan Pengaruhnya terhadap <i>Return</i> Portofolio.....	144
1. Pembahasan Tentang Skrining Syariah Kuantitatif	144
2. Analisis Pengaruh DER terhadap <i>Return</i> Portofolio.....	148
a. Uji Ketepatan Model	149
b. Uji Asumsi Klasik	155
c. Uji Hipotesis	164
d. Pembahasan Mengenai Pengaruh DER terhadap <i>Return</i> Portofolio .	171
BAB V PENUTUP.....	173
A. Kesimpulan	173
B. Implikasi.....	177
C. Saran.....	178
DAFTAR PUSTAKA	179
LAMPIRAN A	
LAMPIRAN B	
LAMPIRAN C	
LAMPIRAN D	

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1: Kriteria Skrining Menurut Fatwa DSN-MUI dan Bapepam-LK	43
Tabel 3.1: Koefisien Korelasi <i>Return</i> antar Sektor Industri.....	69
Tabel 3.2: Daftar Jumlah Perusahaan di Sektor Industri Terpilih.....	69
Tabel 3.3: Perbedaan Asumsi Model AR, MA, ARMA dan ARIMA	83
Tabel 4.1: Statistik Deskriptif Kinerja Portofolio Saham Syariah dan Konvensional dengan Rasio Sharpe	97
Tabel 4.2: Statistik Deskriptif dan Uji Normalitas Rasio Sharpe Transformatif Portofolio Syariah & Konvensional	98
Tabel 4.3: Uji t Sampel Independen pada Kinerja Rasio Sharpe	100
Tabel 4.4: Statistik Deskriptif dan Uji Normalitas Rasio Treynor Portofolio Syariah dan Konvensional.....	101
Tabel 4.5: Statistik Deskriptif dan Uji Normalitas Rasio Treynor Transformatif Portofolio Syariah dan Konvensional	102
Tabel 4.6: Uji Statistik Mann-Whitney pada Rasio Treynor	103
Tabel 4.7: Statistik Deskriptif dan Uji Normalitas Rasio M^2 Portofolio Syariah dan Konvensional.....	104
Tabel 4.8: Uji Statistik Mann-Whitney untuk Rasio M^2	105
Tabel 4.9: Deskriptif Statistik <i>Return</i> Portofolio Saham Syariah dan Konvensional	108
Tabel 4.10: Hasil Uji Normalitas	111
Tabel 4.11: Korelogram ACF dan PACF Portofolio Syariah dan Konvensional	113
Tabel 4.12: Identifikasi Model ARIMA Portofolio Syariah	114
Tabel 4.13: Identifikasi Model ARIMA Portofolio Konvensional	116
Tabel 4.14: Hasil Uji Normalitas Model ARIMA Portofolio Syariah	128
Tabel 4.15: Hasil Uji Normalitas Model ARIMA Portofolio Konvensional	131
Tabel 4.16: Perbandingan Hasil Diagnosis Model ARIMA Portofolio Syariah.....	135
Tabel 4.17: Perbandingan Uji Statistik Model ARIMA Portofolio Syariah	136
Tabel 4.18: Perbandingan Hasil Diagnosis Model ARIMA Portofolio Konvensional.....	137

Tabel 4.19: Perbandingan Hasil Ramalan (<i>Forecast</i>) antara <i>Return</i> Portofolio Syariah dan Konvensional.....	139
Tabel 4.20: Perbandingan Skrining Utang Antar Indeks Pengguna	145
Tabel 4.21: Perbandingan Deskriptif Statistik <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) antara Portofolio Syariah dan Konvensional	147
Tabel 4.22: Uji Chow Model Regresi Portofolio Syariah.....	151
Tabel 4.23: Uji Hausman Model Regresi Portofolio Syariah	152
Tabel 4.24: Uji Chow Model Regresi Portofolio Konvensional.....	152
Tabel 4.25: Uji Hausman Model Regresi Portofolio Konvensional	153
Tabel 4.26: Uji Lagrange Multiplier pada Portofolio Konvensional	154
Tabel 4.27: Koefisien Korelasi Antar Variabel Independen Portofolio Syariah	157
Tabel 4.28: Uji Glejser Portofolio Syariah	158
Tabel 4.29: Hasil Regresi Portofolio Syariah Model <i>Fixed Effect</i>	159
Tabel 4.30: Koefisien Korelasi Antar Variabel Independen Portofolio Konvensional.....	162
Tabel 4.31: Uji Glejser Portofolio Konvensional	163
Tabel 4.32: Hasil Regresi Portofolio Konvensional Model <i>Random Effect</i>	164
Tabel 4.33: Ringkasan Perbandingan Hasil Pendekatan Model dan Uji Asumsi Klasik	165
Tabel 4.34: Uji Statistik t Portofolio Syariah.....	166
Tabel 4.35: Uji Statistik t Portofolio Konvensional.....	169
Tabel 5.1: Ringkasan Hasil Uji Hipotesis Regresi Linier Berganda.....	176

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1: Perbandingan Kinerja antara Indeks Syariah (JII), Indeks Konvensional (LQ-45) dan Indeks Pasar (IHSG) Periode 2013-2017	4
Gambar 1.2: Perbandingan Deviasi Standar antara Indeks Syariah (JII), Indeks Konvensional (LQ-45) dan Indeks Pasar (IHSG) Periode 2013-2017.....	5
Gambar 2.1: Kerangka Pemikiran Uji Beda Kinerja Portofolio	65
Gambar 2.2: Kerangka Pemikiran Uji Volatilitas Portofolio.....	66
Gambar 2.3: Kerangka Pemikiran Uji Pengaruh DER terhadap <i>Return</i> Portofolio....	66
Gambar 4.1: Plot Data <i>Return</i> Portofolio Syariah dan Konvensional	109
Gambar 4.2: Perbandingan <i>Return</i> Aktual dan <i>Return</i> Ramalan Model ARIMA Portofolio Syariah	139
Gambar 4.3: Perbandingan <i>Return</i> Aktual dan <i>Return</i> Ramalan Model ARIMA Portofolio Konvensional	140
Gambar 4.4: Hasil Peramalan <i>Return</i> Portofolio Syariah (Model ARIMA (0,0,[1,5])) Tanpa Konstanta.....	141
Gambar 4.5: Hasil Peramalan <i>Return</i> Portofolio Konvensional (Model ARIMA (0,0,[2,11])) Dengan Konstanta	142
Gambar 4.6: Hasil Statistik Ramalan <i>Return</i> Portofolio Syariah.....	143
Gambar 4.7: Hasil Statistik Ramalan <i>Return</i> Portofolio Konvensional.....	143
Gambar 4.8: Hasil Uji Normalitas Portofolio Syariah	156
Gambar 4.9: Hasil Uji Normalitas Portofolio Syariah Pasca Transformasi Data	156
Gambar 4.10: Penentuan ada tidaknya autokorelasi pada Portofolio Syariah menggunakan Uji Durbin-Watson	160
Gambar 4.11: Hasil Uji Normalitas Portofolio Konvensional	161
Gambar 4.12: Hasil Uji Normalitas Portofolio Konvensional Pasca Transformasi Data	162
Gambar 4.13: Penentuan ada tidaknya autokorelasi pada Portofolio Konvensional menggunakan uji Durbin-Watson	165

ARTI SIMBOL

=	: sama dengan
<	: lebih kecil dari
>	: lebih besar dari
R_p	: <i>return</i> aktual portofolio
$E(R_p)$: <i>return</i> ekspektasi portofolio
w_i	: proporsi dari sekuritas i terhadap seluruh sekuritas di portofolio
R_i	: <i>return</i> aktual dari sekuritas ke i
$var(R_p)$: varian <i>return</i> portofolio
$Cov(R_a, R_b)$: kovarian <i>return</i> saham A dan saham B
S_{pi}	: rasio Sharpe portofolio i
R_{pi}	: rata-rata imbal hasil portofolio i
R_f	: rata-rata bunga investasi bebas risiko
T_{pi}	: rasio Treynor portofolio i
β_{pi}	: beta portofolio i (risiko pasar atau risiko sistematis)
M^2	: Rasio M^2 portofolio i
σ_m	: deviasi standar pasar
σ_p	: deviasi standar portofolio
R_m	: rata-rata <i>return</i> pasar
n	: banyaknya data
U	: uji beda U (Mann-Whitney)
n_1	: banyaknya data ke-1
n_2	: banyaknya data ke-2
$E(U)$: rata-rata dari uji U
σ_U	: deviasi standar dari uji U
Z	: distribusi normal standar
Y_t	: variabel dependen runtun waktu (<i>time-series</i>)
e_t	: residual periode t

Y_{t-1}	: kelambanan (<i>lag</i>) <i>Autoregressive</i> (AR) sebanyak satu periode
Y_{t-p}	: kelambanan (<i>lag</i>) <i>Autoregressive</i> (AR) sebanyak p periode
e_{t-1}	: kelambanan (<i>lag</i>) <i>Moving Average</i> (MA) sebanyak satu periode
e_{t-q}	: kelambanan (<i>lag</i>) <i>Moving Average</i> (MA) sebanyak q periode
ϕ_1	: koefisien kelambanan <i>Autoregressive</i> (AR) satu periode
ϕ_p	: koefisien kelambanan <i>Autoregressive</i> (AR) p periode
θ_1	: koefisien kelambanan <i>Moving Average</i> (MA) satu periode
θ_q	: koefisien kelambanan <i>Moving Average</i> (MA) q periode
(p, d, q)	: (<i>lag Autoregressive, difference, lag Moving Average</i>)
<i>DER</i>	: <i>Debt to Equity Ratio</i>
<i>ROE</i>	: <i>Return On Equity</i>
<i>EPS</i>	: <i>Earning per Share</i>
<i>PBV</i>	: <i>Price to Book Value</i>
<i>CR</i>	: <i>Current Ratio</i>



**PENGARUH SKRINING SYARIAH KUANTITATIF TERHADAP
KINERJA DAN VOLATILITAS PORTOFOLIO (PERBANDINGAN
ANTARA PORTOFOLIO SAHAM SYARIAH DAN
KONVENSIONAL DI BURSA EFEK INDONESIA)**

INTISARI

SYAMSUL ARIFIN,S.Si.
16208010003

Saham syariah merupakan salah satu pilihan bagi para investor yang menginginkan investasi berbasis *Sharia-compliant*. Di satu sisi, skrining syariah terhadap saham-saham perusahaan dapat memberikan kenyamanan bagi investor karena adanya kepatuhan terhadap Syariah Islam. Namun di sisi lain, skrining syariah juga menimbulkan keraguan karena mempersempit diversifikasi sehingga dikhawatirkan akan berdampak pada kinerja dan volatilitas portofolio.

Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan kinerja dan volatilitas antara portofolio saham syariah dan konvensional yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2017. Penulis menggunakan beberapa pengukur *return* yang disesuaikan risiko antara lain rasio Sharpe, rasio Treynor dan rasio M^2 untuk membandingkan kinerja portofolio, sedangkan untuk membandingkan volatilitas, penulis menggunakan analisis runtun waktu yakni model *Autoregressive Integrated Moving average* (ARIMA). Terakhir, penulis menggunakan analisis regresi linier berganda untuk menguji pengaruh skrining syariah kuantitatif menggunakan proksi rasio utang terhadap *return* portofolio.

Hasilnya adalah tidak terdapat perbedaan kinerja antara portofolio saham syariah dan konvensional diukur menggunakan rasio Sharpe, rasio Treynor dan rasio M^2 . Terkait volatilitas, portofolio syariah memiliki volatilitas lebih rendah dibandingkan dengan portofolio konvensional. Mengenai skrining syariah kuantitatif, hasil analisis regresi menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* (DER) masing-masing portofolio memiliki pengaruh dan hubungan positif terhadap *return* portofolio.

Kata kunci : skrining syariah, rasio utang, kinerja portofolio, volatilitas portofolio.

**THE EFFECT OF QUANTITATIVE SHARIA SCREENING ON
PORTFOLIO PERFORMANCE AND VOLATILITY
(COMPARISON BETWEEN SHARIA AND CONVENTIONAL
STOCK PORTFOLIOS IN INDONESIA STOCK EXCHANGE)**

ABSTRACT

SYAMSUL ARIFIN,S.Si.

16208010003

Sharia stocks are one of the options for investors who want a Sharia-compliant based investment. On the one hand, sharia screening of company stocks can provide comfort for investors due to Islamic Sharia compliance. But on the other hand, sharia screening also raises doubts as it narrows diversification so that it is feared to impact portfolio performance and volatility.

The research aims to compare the performance and volatility between Sharia and conventional stock portfolios listed on the Indonesia Stock Exchange in 2013-2017. The author use several *risk-adjusted return* ratio such as Sharpe ratio, Treynor ratio and M^2 ratio to compare portfolio performance, while comparing volatility, the author use a *time-series analysis* of *Autoregressive Integrated Moving Average* (ARIMA) model. Lastly, the author use multiple linear regression analyses to test the influence of quantitative sharia screening using a debt ratio proxy to portfolio *return*.

The result is that there is no performance difference between Sharia and conventional stock portfolios measured using Sharpe ratio, Treynor ratio and M^2 ratio. Related to volatility, sharia portfolios have lower volatility than conventional portfolios. Regarding quantitative Sharia screening, regression analysis results show that the debt to equity ratio (DER) to each portfolio is influential and positively correlated to portfolio *returns*.

Keywords: *Sharia-screening*, debt ratio, portfolio performance, portfolio volatility

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian

Investasi Syariah memiliki kesamaan umum dengan bentuk investasi modern yang dikenal sebagai investasi etis (*Ethical Investment*), investasi hijau (*Green Investment*) dan investasi yang bertanggung jawab secara sosial (*Socially Responsible Investment*) (De Lorenzo, 2002). Investor syariah atau investor yang bertanggung jawab secara sosial masing-masing menerapkan kriteria syariah dan kriteria keuangan ketika mengevaluasi investasi untuk memastikan bahwa sekuritas yang dipilih konsisten dengan sistem nilai dan keyakinan mereka (Sauer, 1997; Hassan et al., 2005).

Di Amerika Serikat, dana yang bertanggung jawab secara sosial berkembang hampir dua kali lipat dari 1,185 triliun dolar hingga 2,16 triliun dolar antara tahun 1997 hingga tahun 2000 (Hakim dan Rashidian, 2002). Di awal 1900-an investor yang bertanggung jawab secara sosial menghindari perusahaan yang memproduksi alkohol, tembakau dan perjudian (sauer, 1997). Hong dan Kacperczyk (2009) menyelidiki pengaruh norma sosial di pasar modal. Mereka menemukan bahwa *sin stocks* (misalnya alkohol, tembakau, dan judi) sulit ditemukan di dalam institusi yang dibatasi norma.

Salah satu bentuk investasi paling populer yang patuh terhadap prinsip-prinsip Islam adalah investasi pada saham syariah. Saham syariah adalah saham yang konsisten dengan prinsip-prinsip Islam. Prinsip-prinsip

Islam dalam konteks ini berarti perusahaan tidak melakukan bisnis atau kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip Islam seperti perjudian (*maysir*), bunga bank atau perusahaan keuangan (*ribawi*), spekulasi (*gharar*), memproduksi, mendistribusikan dan menyediakan produk atau layanan yang dilarang (misalnya pornografi). Selain itu, ada larangan untuk membeli saham di perusahaan yang bisnis utamanya melibatkan alkohol, tembakau, pengolahan babi, pornografi dan persenjataan atau produksi senjata (eL-Gamal, 2000; Usmani, 2004; Hussein, 2007; Bapepam, 2012). Pada Februari 1999, Pasar *Dow Jones Islamic Index* (DJII) pertama kalinya diluncurkan untuk melacak kinerja perusahaan di 34 negara yang kegiatannya konsisten dengan prinsip-prinsip Islam (Hussein, 2004).

Dalam konteks ini, skrining syariah (*Sharia-screening*) menjadi sangat penting karena para investor Muslim hanya diperbolehkan berinvestasi ke industri atau perusahaan yang sesuai dengan prinsip syariah (*Sharia-compliant*) (Bahlous & Yusof, 2014). Hanafi (2011) berpendapat bahwa skrining terhadap aktivitas perusahaan merupakan wujud implementasi fiqh muamalah agar perusahaan yang masuk kategori syariah dapat diakses oleh umat Islam. Skrining syariah akan memberikan kenyamanan dan keyakinan investor Muslim dan investor pada umumnya untuk berinvestasi.

Di Indonesia, Otoritas Jasa keuangan (OJK) melakukan skrining syariah terhadap saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan dihimpun dalam Daftar Efek Syariah (DES) untuk menyediakan informasi kepada masyarakat, khususnya investor Muslim dalam berinvestasi berbasis

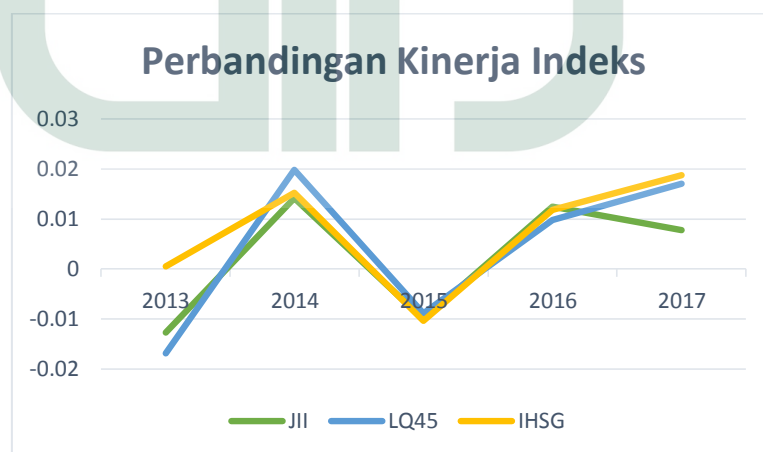
syariah. Dengan adanya skrining syariah ini, maka penting untuk memperkirakan tingkat imbal hasil (*rate of return*) dan risiko portofolio, baik dari saham-saham berbasis skrining syariah maupun saham-saham konvensional, agar para investor mendapatkan gambaran secara lebih jelas mengenai kinerja masing-masing portofolio.

Keinginan utama para investor dalam berinvestasi adalah meminimalkan risiko dan meningkatkan laba. Investor mencari imbal hasil yang diharapkan dan juga menghindari atau meminimalkan risiko (De Antonio et al, 1997). Sebagian investor bersedia menerima imbal hasil yang lebih rendah selama dapat dikompromikan dengan keyakinan mereka (Hassan et al, 2015). Namun demikian, investor mungkin tidak akan berinvestasi di masa selanjutnya jika investasi mereka tidak sesuai dengan apa yang mereka harapkan. Mereka tidak mau rugi. Investor etis masih berharap kinerja di atas rata-rata atas investasi mereka (Wilson, 1997).

Bauer et al. (2005) berpendapat bahwa investasi etis akan berkinerja buruk dalam jangka panjang karena portofolio investasi etis adalah himpunan bagian dari portofolio pasar, sehingga memiliki diversifikasi yang terbatas. Skrining etis cenderung menghilangkan perusahaan-perusahaan besar dari pasar investasi, dan sebagai akibatnya perusahaan yang tersisa cenderung lebih kecil dan memiliki *return* yang *volatile* (Sauer, 1997; Hassan et al., 2005).

Oleh karena itu, bagi investor yang ingin mengalokasikan modal sesuai dengan keyakinan agama mereka, menarik untuk mengetahui apakah portofolio yang dipilih melalui prosedur skrining syariah menunjukkan kinerja yang berbeda daripada portofolio konvensional, sebab ada kekhawatiran portofolio yang diskirining cenderung berkinerja buruk dibandingkan portofolio konvensional yang tidak diskirining (Rudd, 1981; Grossman dan Sharpe, 1986).

Dalam rentang waktu lima tahun (2013-2017), Indeks-indeks saham di Bursa Efek Indonesia menunjukkan tren *return* atau kinerja yang fluktuatif. Rata-rata kinerja tertinggi ada di tahun 2014 dan rata-rata kinerja terendah jatuh di tahun 2015, baik pada indeks syariah maupun konvensional. Penulis mengambil indeks JII sebagai acuan indeks syariah dan indeks LQ-45 untuk indeks konvensional serta IHSG sebagai acuan indeks pasar. Hasilnya disajikan dalam Gambar 1.1:

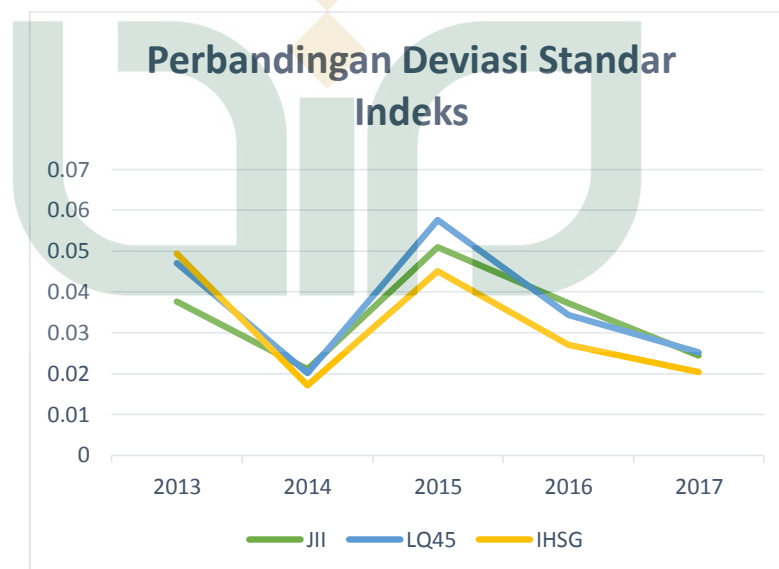


(Sumber : www.finance.yahoo.com, data diolah)

Gambar 1.1: Perbandingan Kinerja antara Indeks Syariah (JII), Indeks Konvensional (LQ-45) dan Indeks Pasar (IHSG) Periode 2013-2017

Terlihat dalam gambar 1.1 bahwa pada tahun 2015, semua indeks dalam kondisi jatuh dengan *return* negatif. Tercatat bahwa di tahun 2015 kinerja *Jakarta Islamic Index* (JII) turun 13,26% dari tahun sebelumnya (2014), kinerja indeks LQ45 turun 12,39% dari tahun sebelumnya dan *Indeks Harga Saham Gabungan* (IHSG) juga turun 12,13% dari tahun sebelumnya. Grafik di atas secara umum menunjukkan bahwa ketiga kinerja indeks bergerak mengikuti tren yang mirip.

Selain kinerja, hal penting lainnya yang menjadi pertimbangan portofolio adalah risiko atau volatilitas indeks. Dalam banyak penelitian, risiko diukur menggunakan deviasi standar. Perbandingan deviasi standar antara indeks syariah dan konvensional di Indonesia periode 2013-2017 disajikan dalam Gambar 1.2 :



(Sumber : www.finance.yahoo.com, data diolah)

Gambar 1.2 : Perbandingan Deviasi Standar antara Indeks Syariah (JII), Indeks Konvensional (LQ-45) dan Indeks Pasar (IHSG) Periode 2013-2017

Terlihat dalam gambar 1.2 bahwa pada tahun 2015 semua indeks cenderung *volatile* karena ketidakpastian tentang waktu kenaikan tingkat suku bunga Amerika Serikat (yang akhirnya diputuskan oleh *Federal Reserve* pada Desember 2015) dan perlambatan ekonomi Republik Rakyat Tiongkok¹, sedangkan pada tahun 2014 semua indeks menunjukkan risiko yang relatif rendah dibandingkan dengan tahun-tahun lainnya.

Dalam penelitian ini, penulis termotivasi dari studi yang dilakukan oleh Ashraf et al. (2017) dan el Alaoui et al. (2018) untuk meneliti lebih lanjut pengaruh *leverage* terhadap kinerja dan volatilitas portofolio, di mana unsur tersebut merupakan kriteria utama dalam skrining syariah kuantitatif. El Alaoui et al. (2018) menganalisis pengaruh *leverage* terhadap perilaku portofolio, yakni *return* dan risiko portofolio di pasar saham Eropa menggunakan rasio utang (*debt ratio*) sebagai salah satu tolok ukur penting dalam skrining syariah.

Mengenai rasio likuiditas, Ze-To (2016) menemukan bahwa likuiditas aset memiliki kekuatan signifikan dalam memprediksi *return*. Hubungan positif antara likuiditas aset dan *return* di masa depan cenderung lebih kuat untuk perusahaan dengan produktifitas aset lebih besar, kualitas *cash-flow* lebih tinggi dan *capital investment* yang lebih rendah.

¹ Dikutip dari laman <https://www.indonesia-investments.com>, Senin 17 Juni 2019 pukul 11.15 WIB)

Dua rasio tersebut (*leverage* dan likuiditas) merupakan patokan utama yang menjadi kriteria dalam skrining kuantitatif sebagaimana digunakan oleh indeks-indeks syariah di berbagai negara. Abdul Rahman et al (2016) menggunakan patokan *debt to equity ratio* dan *account receivable to total asset ratio* dalam membandingkan kriteria skrining antara indeks *Kuala Lumpur Stock Exchange Shariah Index* (KLSESI) dan *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI), di mana setiap perusahaan yang diskriming dibatasi oleh kedua rasio tersebut masing-masing tidak lebih dari 33% dan 47%.

Dalam penelitian ini, penulis ingin mengetahui perbedaan kinerja dan volatilitas portofolio saham syariah dan konvensional. Selanjutnya, penulis ingin menguji pengaruh skrining syariah kuantitatif, yakni rasio *leverage* terhadap *return* portofolio saham.

Di Indonesia, penelitian mengenai skrining syariah, terutama skrining kuantitatif masih jarang dilakukan. Penelitian terkait kinerja portofolio di Indonesia antara lain dilakukan oleh Setiawan & Oktariza (2013) serta Listyaningsih & Krishnamurti (2015). Selain itu, Setiawan & Oktariza (2013) juga menguji pengaruh rasio keuangan, termasuk *debt to equity ratio* (DER) terhadap *return* portofolio. Meski demikian, mereka tidak membahas rasio keuangan yang secara prinsip berkaitan erat dengan skrining syariah kuantitatif.

Oleh karena itu penulis mengambil judul **Pengaruh Skrining Syariah Kuantitatif terhadap Kinerja dan Volatilitas Portofolio (Perbandingan Antara Portofolio Saham Syariah dan Konvensional di Bursa Efek Indonesia)** untuk menganalisis lebih lanjut pengaruh skrining syariah kuantitatif terhadap kinerja portofolio saham setelah membandingkan kinerja dan volatilitasnya.

B. Batasan Masalah

Penulis membatasi masalah penelitian ini pada beberapa hal :

1. Penulis meneliti saham-saham perusahaan yang konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk saham konvensional dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) untuk saham syariah selama lima tahun (2013-2017).
2. Penulis hanya menggunakan rasio hutang (*debt ratio*) sebagai proksi dari skrining syariah kuantitatif, sedangkan rasio lainnya sebagai variabel kontrol. Rasio utang menjadi salah satu ukuran dalam skrining kuantitatif. Dalam penelitian ini penulis menggunakan proksi *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagaimana digunakan oleh Abdul Rahman et al. (2016) dalam membandingkan skrining kuantitatif antara Indeks KLSESI dan Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI).
3. Portofolio saham yang dimaksud dalam penelitian ini adalah sekelompok saham yang diambil dari indeks syariah maupun konvensional. Sebagian menggunakan teori portofolio berkaitan dengan teknik pengambilan

sampel dan analisis kinerja, namun tidak secara keseluruhan penelitian ini menggunakan teori portofolio.

C. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, penulis merumuskan permasalahan dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. Bagaimana perbandingan kinerja antara portofolio saham syariah dan portofolio saham konvensional yang diukur menggunakan *return* disesuaikan dengan risiko (*risk adjusted return*)?
2. Bagaimana perbandingan volatilitas antara portofolio saham syariah dan portofolio saham konvensional yang diukur menggunakan analisis runtun waktu?
3. Bagaimana pengaruh skrining syariah kuantitatif terhadap *return* portofolio saham syariah dan konvensional?

D. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan dan manfaat dari penelitian ini antara lain sebagai berikut :

1. Tujuan
 - a. Mengetahui perbedaan kinerja antara portofolio saham syariah dan portofolio saham konvensional yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
 - b. Mengetahui perbedaan volatilitas antara portofolio saham syariah dan portofolio saham konvensional yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

c. Mengetahui pengaruh skrining syariah kuantitatif (yang diukur menggunakan rasio utang) terhadap *return* portofolio saham syariah dan konvensional.

2. Manfaat

a. Bagi Penulis

Penelitian ini dapat menambah wawasan keilmuan bagi penulis secara khusus, dan juga bagi pembaca pada umumnya mengenai investasi di pasar modal syariah, utamanya investasi saham-saham syariah.

b. Bagi Institusi

Penelitian ini dapat menjadi pertimbangan bagi pemegang kebijakan di lembaga-lembaga syariah, khususnya kaitannya dengan skrining syariah. Adanya skrining syariah dapat memberikan pengaruh terhadap kinerja portofolio, sehingga memungkinkan untuk mengatur kebijakan skrining sedemikian rupa sehingga portofolio syariah dapat memberikan manfaat dan kemaslahatan tanpa melanggar aturan Syariat Islam.

c. Bagi Investor

Adanya perbedaan kinerja portofolio saham dapat menjadi pertimbangan investor dalam menanamkan modalnya, baik ke dalam portofolio syariah maupun konvensional. Tidak adanya perbedaan kinerja menjadikan investor lebih leluasa dalam memilih portofolionya.

E. Sistematika Pembahasan

Penelitian ini dibagi menjadi lima bab. Bab satu berisi Pendahuluan, antara lain menjelaskan latar belakang penelitian mengenai investasi pasar modal syariah, utamanya tentang kinerja portofolio saham syariah dan perbandingannya dengan portofolio saham konvensional. Bab ini juga menjelaskan rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian.

Bab dua berisi kajian pustaka dan kerangka teori yang mendasari penelitian, antara lain teori mengenai investasi, pasar modal syariah, teori portofolio dan kinerjanya, serta pembahasan mengenai skrining syariah dan penerapannya di berbagai negara.

Bab tiga berisi metodologi penelitian. Bab ini menjelaskan metode yang digunakan dalam menganalisis data. Metode yang digunakan antara lain beberapa model pengukuran kinerja portofolio, seperti *Sharpe Ratio*, *Treynor* dan Pengukuran M^2 . Selain itu, penulis juga menggunakan model *Autoregressive Integrated Moving Average* (ARIMA) untuk mengukur volatilitas portofolio saham baik syariah maupun konvensional. Di akhir bab ini penulis membahas analisis regresi untuk menguji pengaruh skrining syariah kuantitatif menggunakan proksi rasio utang (*debt ratio*) terhadap *return* portofolio saham. Bab empat membahas dan menjelaskan hasil penelitian, dilanjutkan dengan bab lima yang berisi kesimpulan, saran dan implikasi hasil penelitian.

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, didapatkan beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Kinerja Portofolio

a. Rasio Sharpe

Berdasarkan hasil uji perbandingan statistik menggunakan uji independen t (*independent t-test*), disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja antara portofolio syariah dan konvensional diukur menggunakan Rasio Sharpe

b. Rasio Treynor

Berdasarkan hasil uji perbandingan statistik menggunakan uji non-parametrik Mann-Whitney, disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja antara portofolio syariah dan konvensional diukur menggunakan Rasio Treynor

c. Rasio M^2

Berdasarkan hasil uji perbandingan statistik menggunakan uji non-parametrik Mann-Whitney, disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja antara portofolio syariah dan konvensional diukur menggunakan Rasio M^2 .

Hasil ini sejalan dengan hasil sebagian besar penelitian sebelumnya mengenai kinerja indeks dan portofolio, antara lain dilakukan oleh Bauer et al. (2005), Albaity & Ahmad (2008), Setiawan & Oktariza (2013) yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja antara indeks atau portofolio syariah dan konvensional.

Hasil berbeda ditunjukkan oleh penelitian Ashraf et al. (2017) dan eL-Alaoui et al. (2018) bahwa portofolio syariah cenderung memiliki kinerja lebih rendah daripada portofolio konvensional. Namun, mereka mendapatkan hasil ini karena menggunakan objek penelitian pada masa krisis (2007-2008). Dalam kondisi pasar normal, mereka tidak menemukan perbedaan kinerja.

Hasil berbeda lainnya ditunjukkan oleh Walkhausl et al., (2012) yang menguji 35 sampel dari indeks-indeks di negara maju dan negara berkembang. Dengan menggunakan Rasio Sharpe dan Model CAPM mereka tidak menemukan perbedaan kinerja yang signifikan. Namun setelah mengontrol risiko pasar, mereka menemukan perbedaan kinerja diukur menggunakan Model Empat-Faktor Carhart, yakni indeks syariah lebih baik dari indeks konvensional di negara berkembang.

2. Volatilitas Portofolio

Pengujian volatilitas baik portofolio syariah maupun konvensional dalam penelitian ini menggunakan analisis runtun waktu yaitu menggunakan model *Autoregressive Integrated Moving Average* (ARIMA) atau dikenal juga dengan metode Box-Jenkins.

Dari hasil penelitian didapatkan kesimpulan sebagai berikut :

- a. Model ARIMA terbaik untuk memprediksi *return* portofolio syariah adalah ARIMA (0,0,[1,5]) tanpa konstanta
- b. Model ARIMA terbaik untuk memprediksi *return* portofolio konvensional adalah ARIMA (0,0,[2,11]) dengan konstanta
- c. Dengan membandingkan grafik *return* ramalan (*forecast*) antara portofolio syariah dan konvensional, disimpulkan bahwa *return* ramalan portofolio konvensional cenderung lebih *volatile* karena menggunakan model ARIMA dengan kelambanan (*lag*) yang lebih besar (2 dan 11 *moving average*) dibandingkan *return* ramalan portofolio syariah dengan model ARIMA kelambanan 1 dan 5 *moving average*.

Selain itu, dilihat dari persentase kesalahan absolut atau *Mean Abs. Percent Error* (MAPE), terlihat bahwa nilai MAPE portofolio syariah sebesar 95.96 lebih kecil dari MAPE portofolio konvensional yaitu 202.62. Maka disimpulkan bahwa portofolio syariah memiliki volatilitas lebih rendah dibandingkan dengan portofolio konvensional.

Hasil ini sejalan dengan temuan Ashraf et al. (2017) dan eL-Alaoui et al (2018) bahwa skrining syariah kuantitatif, khususnya skrining terhadap *leverage* cenderung memperkecil volatilitas.

3. Analisis Pengaruh DER terhadap *Return* Portofolio

Hasil analisis pengaruh DER dan rasio keuangan lainnya terhadap *return* portofolio dapat diringkas sebagai berikut :

Tabel 5.1: Ringkasan Hasil Uji Hipotesis Regresi Linier Berganda

Portofolio	Rasio	Uji Statistik t	Uji Statistik F	Koefisien Determinasi
Syariah	DER	Positif signifikan	Rasio keuangan secara bersama-sama berpengaruh terhadap <i>return</i>	Model menjelaskan variabel dependen sebesar 22.8%
	ROE	Positif tidak signifikan		
	EPS	Negatif tidak signifikan		
	PBV	Positif tidak signifikan		
	CR	Negatif tidak signifikan		
Konvensional	DER	Positif tidak signifikan	Rasio keuangan secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap <i>return</i>	Model tidak menjelaskan variabel dependen
	ROE	Negatif tidak signifikan		
	EPS	Positif tidak signifikan		
	PBV	Negatif tidak signifikan		
	CR	Positif tidak signifikan		

Berdasarkan tabel 5.1 , terlihat bahwa dari kelima rasio yang digunakan, hanya rasio utang (DER) yang memiliki hubungan yang sama terhadap *return*. Masing-masing portofolio syariah dan konvensional memiliki pengaruh dan korelasi positif.

Hasil ini sejalan dengan salah satu teori struktur modal David Duran (1952) yakni pendekatan tradisional yang menyatakan bahwa dalam batas tertentu, *leverage* dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Ashraf et al. (2017) dan El-Alaoui et al. (2018) dalam penelitiannya menemukan bahwa *leverage* cenderung memperburuk kinerja portofolio. Akan tetapi hasil temuan itu diperoleh dari penelitian pada periode krisis keuangan (2007-2008), sedangkan pada kondisi pasar normal, mereka tidak menemukan perbedaan kinerja.

B. Implikasi

1. Penelitian ini menunjukkan bahwa portofolio syariah memiliki kinerja yang tidak lebih buruk dibandingkan portofolio konvensional, sebagaimana dikhawatirkan antara lain oleh Rudd (1981), Grossman & Sharpe (1986) dan Bauer et al. (2006). Sebaliknya, portofolio syariah cenderung berisiko rendah dibandingkan portofolio konvensional, sehingga ketika terjadi guncangan pada pasar saham, portofolio syariah dapat meminimalisir kerugian bahkan kebangkrutan.
2. *Debt to equity ratio* (DER) masing-masing portofolio syariah dan konvensional berpengaruh dan berkorelasi positif terhadap *return* portofolio. Hal ini bukan berarti dengan menggunakan utang tinggi maka *return* juga akan semakin tinggi. Adanya skrining syariah justru memberi makna lain bagi hasil regresi tersebut. Artinya meskipun *leverage* dibatasi skrining, kinerja portofolio tetap positif, sehingga para investor dan pengelola perusahaan tidak perlu khawatir dengan adanya skrining syariah.
3. Indonesia termasuk negara berkembang yang di dalamnya terdapat cukup banyak perusahaan yang memiliki profil utang tinggi. Oleh

karena itu, adalah rasional jika DSN-MUI dan OJK menetapkan ambang batas 82% untuk *debt to equity ratio* (DER) atau 45% untuk *debt to asset ratio* (DAR). Seandainya ambang batas itu diperkecil menjadi 33% sebagaimana diterapkan di sebagian besar negara maju, maka cakupan saham-saham syariah di Indonesia akan semakin sempit, sehingga semakin kecil pula peluang diversifikasi. Hal ini dapat menyebabkan saham-saham syariah kurang diminati.

C. Saran

1. Dalam penelitian ini, penulis tidak menguji pengaruh *leverage* terhadap volatilitas, sehingga dianjurkan peneliti lain dapat meneliti lebih lanjut dampak *leverage* terhadap volatilitas.
2. Peneliti lain dapat menguji pengaruh skrining syariah kuantitatif secara lebih luas sebagaimana diklasifikasikan oleh Bellalah (2013), tidak hanya menggunakan rasio utang saja. Peneliti lain bahkan dapat membandingkan dan menguji skrining syariah kualitatif yang diterapkan di masing-masing negara pengguna skrining.
3. Peneliti lain dapat menggunakan metode atau pendekatan lain dalam menganalisis pengaruh skrining syariah terhadap kinerja dan volatilitas, misalnya menggunakan model analisis runtun waktu ARCH, GARCH dan lainnya, serta memperluas cakupan objek penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Albaity, Mohamed, Rubi Ahmad. 2008. "Performance of Syariah and Composite Indices: Evidence From Bursa Malaysia." *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 4, No. 1, Hal 23-43.
- Ar-Rifa'i, Muhammad Nasib. 1999. *Kemudahan dari Allah: Ringkasan Tafsir Ibnu Katsir*. Jakarta: Gema Insani Press.
- Ashraf, Dawood et.al. 2017. "Do Constraints on Financial and Operating Leverage Affect The Performance of Islamic Equity Portfolios?." *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 42, Hal 171-182.
- Atmaja, Dinul Darma. 2017. *Perbandingan Model GJ-R-GARCH dan Exponential Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (E-GARCH) dalam Analisis Risiko Saham Syariah*. Skripsi: UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
- Bauer, Rob, Kees Koedijk, Roger Otten. 2004. "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style." *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29, Hal. 1751-1767.
- Bellalah, Mondher, Asma Abdul Rehman, Omar Masood. "Syariah Compliant Screening Practices." dalam *Thema Working Paper n 2013-16*, Universite de Cergy Pontoise, France, Maret 2013.
- Derigs, U., Marzban. 2008. "Review and Analysis of Current Syariah-Compliant Equity Screening Practices." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. Vol. 1 No. 4, Hal. 285-30.
- Djarwanto. 2001. *Statistik Non-Parametrik (Cetakan ke-3)*. Yogyakarta: BPF
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber. 1997. "Modern Portfolio Theory, 1950 to Date." *Journal of Banking & Finance*, Hal. 1743-1759.
- Fielnanda, Riefky. "Konsep Screening Saham Syariah di Indonesia." *Al-Falah: Journal of Islamic Economics*, Vol.2, No. 2 (2017).
- Hakim, Sam, Manochehr Rashidian. "Risk and Return of Islamic Stock Indexes." *Paper presented at the International Seminar of Non-Bank Financial Institution*, Malaysia, 2004.
- Hanafi, Mamduh, Abdul Halim. 2009. *Analisis Laporan Keuangan (Edisi keempat)*. Yogyakarta : UPP STIM YKPN.

- Hartono, Prof. Dr. Jogiyanto. 2017. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Cetakan kesebelas)*. Yogyakarta : BPF.
- Hassan, Kabir, Eric Girard. 2011. "Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes." *Networks Financial Institute Working Paper*, No. 2011-WP-06.
- Hussein, Khaled., Mohamed Omran. 2005. "Ethical Investment Revisited: Evidence from Dow Jones Islamic Indexes." *The Journal of Investing*, Hal. 105-126.
- Htay, Sheila Nu Nu, et al. 2013. "Towards Standardization of Syariah Screening Norms and Practices." *International Journal of Humanities and Social Science Invention*, Vol. 2 Issue 11, Hal. 23-30.
- Iqbal, Z., Mirakhor, A. 2007. *An Introduction to Islamic Finance, Theory and Practice*. Singapore : John Wiley and Sons (Asia).
- Irkhami, Nafis. 2016. *Islamic Ethical Investment: Membincang Aspek Hukum dan Ekonomi Syariah*. Salatiga: LP2M-Press.
- Kasmir, Dr. 2017. *Analisis Laporan Keuangan (Cetakan ke-10)*. Jakarta : Raja Grafindo Persada.
- Khatkhatay, M.H., Nisar, S. "Syariah-Compliant Equity Investment : An Assessment of Current Screening Norms." *Proceedings of The Seven Harvard University Forum on Islamic Finance*, Harvard University, 2006.
- Listyaningsih, Erna., Chandrasekhar Krishnamurti. "How Performance of Jakarta Islamic Index (JII) Stocks Relative to Other Stocks?." *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 6, No. 2, Hal. 145-164.
- Maghfiroh, Siti. 2017. *Analisis Pengaruh Bank Specific Variables (BSV) Struktur Pembiayaan dan Status Kepemilikan Terhadap Risiko Pembiayaan Bank Umum Syariah di Indonesia*. Tesis: UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
- Manan, Abdul. 2012. *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia (Cetakan Kedua)*. Jakarta: Kencana
- Mian, Kamal Ma. 2008. *Shariah Screening and Islamic Equity Indexes*. Global Law and Business, London.

- Nadjib, Mohammad, dkk. 2008. *Investasi Syariah: Implementasi Konsep pada Kenyataan Empirik*. Yogyakarta: Kreasi Wacana.
- Najmudin. 2011. *Manajemen Keuangan dan Aktualisasi Syar'iyah Modern*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Pok, Wee Ching. "Analysis of Syariah Quantitative Screening Norms Among Malaysia Syariah-Compliant Stocks." *Investment Management and Financial Innovations*, Vol 9, Issue 2 (2012).
- Rahman, Azhar Abdul, et al. 2010. "Islamic Norm for Stock Screening: A Comparison between The Kuala Lumpur Stock Exchange Islamic Index and The Dow Jones Islamic Market Index." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 3. No 3, Hal. 228-240.
- Saefuddin, Asep, dkk. 2009. *Statistika Dasar*. Jakarta : Grasindo.
- Samsul, Dr. Mohamad. 2015. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta : Erlangga.
- Sandroto, Christine Winstinindah. 1997. *Rasio Keuangan*. Jurnal Bina Ekonomi
- Sani, Noridayu Abdullah, Rohana Othman. "Revision of Shari'ah Screening Methodology : The Status of Shariah Compliant Companies in Malaysia. *3rd International Conference on Management Proceeding*, Malaysia, 10-11 Juni, 2013.
- Setiawan, Chandra, Hesty Oktariza. 2013. "Syariah and Conventional Stocks Performance of Public Companies Listed on Indonesia Stock Exchange." *Journal of Accounting, Finance and Economics*, Vol. 3, No. 1, Hal. 51-64.
- Soemitra, Andri. 2014. *Masa Depan Pasar Modal Syariah di Indonesia*. Jakarta: Kencana.
- Sholeh, M. Asrorun Ni'am. 2016. *Metodologi Penetapan Fatwa Majelis Ulama Indonesia*. Jakarta: Emir.
- Supriyanto, J. 2004. *Statistik Pasar Modal Keuangan dan Perbankan (Edisi Revisi)*. Jakarta : Rineka Cipta.
- Ulupui, I.G.K.A. 2010. *Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Aktivitas dan Profitabilitas Terhadap Return Saham*. Universitas Udayana.

- Walkhausl, Christian, Sebastian Lobe. 2012. "Islamic Investing." *Review of Financial Economics Journal*, Hal. 53-62.
- Wardiyah, Mia Lasmi. 2017. *Manajemen Pasar Uang dan Pasar Modal*. Bandung: Pustaka Setia.
- Widodo, Saniman. 2007. *Analisis Pengaruh Rasio Aktivitas, Rasio Profitabilitas, dan Rasio Pasar terhadap Return Saham Syariah dalam Kelompok Jakarta Islamic Index (JII) Tahun 2003-2005*. Tesis: Universitas Diponegoro.
- Wilson, R. 1997. *Islamic Finance and Ethical Investment*. International Journals of Social Economics, Vol. 24, No.11, Hal. 1325-1342
- Winarno, Wing Wahyu. 2009. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews (Edisi ke-4)*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Yaqubi, N. "Trading in Equities: A Shari'a Perspective." *Proceeding of The Fourth Harvard University Islamic Finance Forum*, Harvard University, 2000.
- Ze-To, Samuel Yau Man. 2016. "Asset Liquidity and Stock Returns." *Advances in Accounting, incorporating Advance in International Accounting*, Vol. 35, Hal. 177-196.

Sumber Internet :

- <https://www.duniainvestasi.com>
<https://ww.ekonomisyariah.org>
<https://www.finance.yahoo.com>
<https://www.idx.co.id>
<https://www.indonesia-investments.com>
<https://www.researchgate.net>
<https://www.teorionline.wordpress.com>