

ISSN:1907-9109

EKBISI

JURNAL EKONOMI DAN BISNIS ISLAM

Vol. VII No. 1, Desember 2012

Utilizing Hedging for Reducing Financial Risk in Islamic Finance Views

~ M. Kurnia Rahman Abadi ~

Perbandingan Kinerja Investasi Syariah Dan Konvensional:

Studi Pada Jakarta Islamic Index (JII) Dan Indeks LQ45

~ Mamduh M. Hanafi & Syafiq M. Hanafi ~

Kajian Interpedensi Antara FDI dan Variabel Makro Ekonomi di Indonesia dan Malaysia:

Pendekatan Model Vector Autoregressive dan Vector Error Correction 1970-2005

~ Heri Sudarsono ~

Bunga Bank dalam Perspektif Ushul Fiqh (Bukan Ribakah Bunga Bank?)

~ M. Yazid Affandi ~

Peran Anak sebagai Penopang Ekonomi Orang Tua:

Kajian Empiris Rumah Tangga Muslim di Indonesia

~ Mohtar Rasyid ~

Peluang Pengembangan UMKM di Yogyakarta Pasca

Pemberlakuan ASEAN-Cina Free Trade Area (ACFTA)

~ Joko Setyono ~

Aksioma Etika dalam Ilmu Ekonomi Islam

~ Muhammad Kamal Zubair ~

Evaluasi Kinerja Manajemen Perubahan (melalui breakthrough innovation)

Jasa Pendidikan Serta Pengaruhnya terhadap Stakeholders

~ M. Faisal ~

Kebijakan Anggaran Pemerintah Bagi Sektor Pendidikan

~ Muhammad Ghafur Wibowo ~

Konsepsi Agro-Ekonomi Islami; Relasi Metafisik antara Ekonomi dan Ekologi

~ Zenno Noerulamsyah ~

EKBISI

Vol. VII

No. 1

Desember 2012

ISSN:1907-9109

Perbandingan Kinerja Investasi Syariah Dan Konvensional: Studi Pada Jakarta Islamic Index (JII) Dan Indeks LQ45

Mamduh M. Hanafi

Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gadjah Mada; Email: mamduhmf@ugm.ac.id

Syafiq M. Hanafi

Fakultas Syariah, Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga; Email: syafiqelan@yahoo.com

Diterima 22 Juli 2012, Disetujui 10 September 2012

Abstract. This paper investigates performance of Syariah Investment and Conventional Investment. Specifically, we use Jakarta Islamic Index (JII) to represent Syariah Investment, and LQ45 index to represent Conventional Investment. We use three risk adjusted performance measures: Sharpe ratio, Treynor ratio, and Jensen alpha. Overall, we find that JII does not seem to underperform LQ45. This result suggests that Syariah Investment does not necessarily result in poor performance. In fact, Syariah Investment may accomplish Syariah Objectives while maintains economic objective. Future research may focus on better methodology, especially to assure proper comparison between Syariah and Conventional Investments. We notice that almost 86% of JII stocks are also listed in LQ45.

Keywords: ethical investment, syariah investment, Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Jensen alpha

PENDAHULUAN

Investasi Etis (*Ethical Investment*) mengalami perkembangan yang semakin pesat. Sebagai contoh, Forum Investasi Sosial (*Social Investment Forum*) memperkirakan pada tahun 1999, dana yang dikelola melalui strategi Investasi Sosial mencapai hampir \$2,2 trilyun. Dana Syariah Saham juga berkembang pesat, terutama selama akhir tahun 1990-an. Pada tahun 2002, jumlah dana pengelolaan (*managed fund*) syariah berjumlah 105 dengan total aset mencapai \$3,3 milyar (Siddiqi, 2002). Data tersebut menunjukkan bahwa minat terhadap investasi etis dan sejenisnya semakin meningkat.

Meskipun ada perkembangan investasi etis yang pesat, kontroversi sekitar investasi etis terus terjadi. Pendukung investasi etis berpendapat bahwa etika bisa menjadi sumber kekuatan perusahaan. Perusahaan yang etis, yang mempunyai *corporate governance* yang baik, yang memperhatikan isu-isu sosial, diharapkan mempunyai kekuatan-kekuatan tertentu yang bisa mendorong kinerja perusahaan. Sebagai contoh, perusahaan tersebut diharapkan mempunyai reputasi yang bagus di mata *stakeholders* (konsumen, pasar keuangan), sehingga bisa menjual produknya lebih baik, atau memperoleh pendanaan yang lebih murah. Pengelolaan perusahaan

tersebut juga akan lebih baik, dan perusahaan yang dikelola dengan baik akan cenderung lebih optimal (efektif dan efisien) dalam menggunakan sumberdayanya.

Penentang investasi etis berargumen bahwa investasi tersebut akan meningkat biayabiaya tambahan seperti biaya monitoring. Penerapan criteria tertentu akan membatasi kesempatan investasi, sehingga menyempitkan kesempatan untuk memperoleh keuntungan yang lebih optimal. Penetapan criteria tersebut juga akan menyempitkan kesempatan diversifikasi investasi sehingga profil risiko-return menjadi kurang optimal.

Bukti-bukti empiris masih menunjukkan kontroversi. Sebagian besar hasil penelitian empiris cenderung menunjukkan tidak adanya perbedaan antara investasi etis dengan konvensional (Luther et al, 1992; Mallin et al, 1995; Sauer, 1997; Statman, 2000).

Dengan latar belakang semakin besarnya minat investasi etis dan kontroversi atas investasi etis tersebut, artikel bermaksud mengkaji kinerja investasi etis relative terhadap investasi konvensional. Artikel ini membandingkan kinerja indeks JII (Jakarta Islamic Index) sebagai representasi investasi etis dengan indeks LQ45 sebagai representasi investasi konvensional. Konsisten dengan artikel sebelumnya, artikel ini juga menggunakan ukuran kinerja yang disesuaikan dengan risiko (risk adjusted return), yaitu Sharpe ratio, Treynor ratio, dan Jensen alpha. Hasil penelitian ini menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara kinerja indeks JII dengan indeks LQ45.

Investasi Etis dan Review Literatur a) Investasi Etis

Investasi etis bisa didefinisikan sebagai investasi yang menggunakan criteria etika dan social untuk mengelola portofolio investasi (Cowton, 1994). Reksadana etis bisa didefinisikan sebagai reksadana yang mengeluarkan saham-saham tertentu karena alasan nonetis (Hussein, 2004). Sejarah investasi etis dimulai dari beberapa lembaga keagamaan yang mencoba menghindari beberapa sector usaha yang dianggap tidak sesuai dengan etika, seperti perjudian, alkohol dan rokok (Murningham, 1992). Pada tahun 1900-an, *socially responsible investors* menghindari investasi pada perusahaan yang memproduksi alkohol, judi, dan rokok. Pada tahun 1970-an, *socially responsible investors* menghindari perusahaan yang terkait dengan perang Vietnam. Pada tahun 1980-an, *socially responsible investors* menghindari perusahaan yang terkait dengan Afrika Selatan, karena Negara tersebut menerapkan politik apartheid. Belakangan, *ethical investors* melihat cakupan yang lebih luas, yaitu dengan mengevaluasi tanggung jawab perusahaan pada lingkungan, komunitas, dan hak asasi manusia (Ni'mah, 2006).

Di Indonesia, indeks JII (Jakarta Islamic Index) menjadi salah satu representasi investasi etis. Indeks ini diluncurkan oleh Bursa Efek Jakarta bekerja sama dengan Danareksa Investment Management (DIM) pada tahun 2000. JII terdiri dari 30 saham unggulan yang dianggap memenuhi sejumlah criteria syariah. Basis dari JII adalah Daftar Efek Syariah, yang dikeluarkan oleh Bapepam bekerja sama dengan MUI (Majelis Ulama Indonesia). Kriteria syariah yang dikeluarkan adalah sebagai berikut ini. A) Tidak melakukan kegiatan usaha sebagai berikut:

- (1) perjudian dan permainan yang tergolong judi;
- (2) perdagangan yang dilarang menurut syariah, antara lain:
 - (a) perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa;
 - (b) perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu;
- (3) jasa keuangan ribawi, antara lain:
 - (a) bank berbasis bunga;
 - (b) perusahaan pembiayaan berbasis bunga;

- (4) jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (gharar) dan/atau judi (maisir), antara lain asuransi konvensional;
- (5) memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan antara lain:
 - (a) barang atau jasa haram zatnya (haram li-dzatihi);
 - (b) barang atau jasa haram bukan karena zatnya (haram lighairihi) yang ditetapkan oleh DSN-MUI;
 - (c) barang atau jasa yang merusak moral dan/atau bersifat mudarat;
- (6) melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (risywah);

Kriteria tersebut untuk melihat inti bisnis yang dijalankan oleh perusahaan yang berkaitan dengan kehalalan maupun keharaman obyek usaha. Kriteria dapat dilihat pada bidang usaha perusahaan yang dicantumkan pada Anggaran Dasar. B) Memenuhi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:

- (1) total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% (empat puluh lima per seratus); atau
- (2) total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10% (sepuluh per seratus);

Kriteria B merupakan kriteria yang mencerminkan syariah Islam. Di syariah Islam, riba diharamkan. Bunga biasanya dianggap sebagai riba. Dengan demikian, produk-produk yang melibatkan riba/bunga diharamkan. Bank otomatis akan keluar dari Daftar Efek Syariah karena kegiatan bank melibatkan bunga.

Untuk menetapkan saham-saham yang masuk dalam perhitungan Jakarta Islamic Index dilakukan proses seleksi lanjutan sebagai berikut:

1. Dari daftar saham-saham yang masuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Bapepam – LK, dipilih 60 saham dengan kapitalisasi pasar terbesar selama 1 tahun terakhir.
2. Dari 60 saham tersebut, dipilih 30 saham berdasarkan tingkat likuiditas tertinggi. Likuiditas tersebut diambil dari nilai transaksi di pasar reguler selama 1 tahun terakhir.

Lampiran artikel ini menyajikan daftar 30 saham dalam indeks JII yang terbaru. Indeks JII akan dievaluasi dua kali setiap tahunnya, yaitu setiap bulan Januari dan Juli atau berdasarkan periode yang ditetapkan oleh Bapepam-LK. Nilai dasar indeks ditetapkan tanggal 2-Januari 1995, dimana nilai indeks tersebut ditetapkan 100. Indeks LQ45 merupakan gabungan 45 saham paling aktif di Bursa Efek Indonesia. Indeks tersebut juga dievaluasi dua kali setiap tahunnya. Lampiran artikel ini menyajikan daftar saham terbaru yang masuk dalam indeks LQ45.

b) Penelitian Sebelumnya

Bukti-bukti empiris apakah investasi etis mempunyai kinerja yang berbeda dengan investasi non-etis atau konvensional, masih memberikan hasil yang belum konklusif. Mueller (1991) membandingkan kinerja reksadana berorientasi tanggung jawab sosial (*Socially Responsible Fund*) dengan reksadana bebas (*unrestricted funds*) untuk periode 1994-1998. Dia menemukan reksadana bebas mempunyai tingkat keuntungan 1,03% lebih tinggi dibandingkan dengan reksadana tanggung jawab sosial. Dengan menggunakan *risk-adjusted return*, Luther et al. (1992) menemukan bahwa bukti yang lemah bahwa Financial Times Syariah Index di Inggris bisa mengalahkan Indeks dunia yang diukur melalui the Morgan Stanley Capital International Perspective World Index. Mallin et al. (1995) mencoba mencari perbandingan yang sama

(matching) antara reksana etis dengan non-etis. Mereka menyamakan tanggal pembentukan dan ukuran reksadana antara reksana etis dengan non-etis untuk memperoleh perbandingan yang sama (matching). Mereka menemukan beta untuk investasi etis lebih rendah dibandingkan beta investasi non-etis. Mereka juga menemukan bukti lemah bahwa kinerja investasi etis lebih baik dibandingkan dengan investasi non-etis.

Sauer (1997) membandingkan return investasi etis dengan indeks saham, yaitu indeks CRSP (*Center for Research in Security Prices*) yang dikembangkan oleh Universitas Chicago, Amerika Serikat dengan Indeks Rata-rata tertimbang CRSP. Hasilnya menunjukkan bahwa investasi etis tidak mempunyai volatilitas yang lebih tinggi, dan juga tidak menunjukkan return yang lebih rendah. Statman (2000) juga melakukan hal yang serupa, yaitu membandingkan Indeks Sosial Domini 400 (DSI atau Domini Social Index) dengan Indeks Standard and Poor's 500 (Indeks 500 saham terbesar di Amerika Serikat yang dikembangkan oleh perusahaan Standard and Poor's) untuk periode 1990-1998. Indeks Sosial Domini 400 adalah indeks yang terdiri dari 400 perusahaan di Amerika Serikat yang dianggap memenuhi beberapa kriteria tanggung jawab social. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa return yang disesuaikan dengan risiko (risk adjusted) untuk S&P500 lebih tinggi sedikit dibandingkan dengan return yang sama untuk indeks DSI. Kemudian dia juga membandingkan kinerja reksadana social dengan reksadana konvensional dengan ukuran yang sama. Hasilnya menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan untuk kinerja kedua reksadana tersebut. Hussein (2004) membandingkan kinerja FTSE Global Islamic Index dengan FTSE All-World Index. Dia menunjukkan bahwa investasi etis (FTSE Islamic Index) mempunyai kinerja yang tidak lebih jelek dibandingkan dengan investasi non-etis. Dengan menggunakan data Indonesia, Ni'mah (2006) menemukan bahwa kinerja indeks JII tidak berbeda secara signifikan dengan kinerja indeks LQ45. Lebih lanjut, Ni'mah (2006) mengeluarkan saham JII yang juga masuk dalam daftar LQ45, yang disebut sebagai saham syariah murni. Hasil penelitiannya menunjukkan tidak ada perbedaan kinerja antara saham syariah murni dengan saham konvensional (LQ45).

METODE

Data, Ukuran Return, Deviasi Standar, dan Beta (Risiko Sistematis)

Penelitian ini menggunakan data return indeks harian untuk IHSG, LQ45, dan Jakarta Islamic Index (JII). Return harian dihitung dengan menggunakan formula sbb:

$$\text{Return} = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \times 100\% \quad \dots\dots\dots (1)$$

Dimana P_t = indeks pada hari t dan P_{t-1} = indeks pada hari $t-1$ (sebelumnya). Beta yang merupakan indikator risiko sistematis diukur melalui persamaan berikut ini.

$$\text{Return}_{(i,t)} = \alpha_i + \beta_i (R_{Mt}) + e_{it} \quad \dots\dots\dots (2)$$

Koefisien regresi dalam persamaan diatas menjadi indikator beta atau risiko sistematis. Perhitungan beta dilakukan setiap bulan selama periode observasi (Fama dan MacBeth, 1973), dengan menggunakan data return harian. Dengan demikian, jumlah observasi yang digunakan

dalam persamaan regresi di atas, untuk setiap bulannya, bervariasi antara 15-22 observasi. Deviasi standar return dihitung setiap bulannya dengan rumus sebagai berikut ini.

$$\sigma^2 = \frac{\sum (R_{it} - R_i)^2}{n} \quad \dots\dots\dots (3)$$

dimana R_{it} adalah return aset I pada periode t, sedangkan R_i adalah rata-rata return untuk aset I pada periode tersebut.

Ukuran Kinerja

Penelitian ini membandingkan kinerja indeks LQ45 dengan indeks JII (Jakarta Islamic Index). Untuk mengukur kinerja, kita harus melihat return (tingkat keuntungan) dan risiko dari LQ45 dan JII. Tiga ukuran yang sering digunakan untuk melihat kinerja investasi, yang mempertimbangkan return dan risiko, yaitu: (1) Sharpe Ratio, (2) Treynor Ratio, dan (3) Jensen alpha. Penelitian ini akan menggunakan ketiga ukuran tersebut.

Sharpe ratio dan Treynor ratio dihitung dengan formula sebagai berikut ini.

$$\text{Sharpe ratio} = \frac{\text{Return Rata2} - \text{Risk free}}{\text{Deviasi Standar Return}} \quad \dots\dots\dots (4)$$

$$\text{Treynor ratio} = \frac{\text{Return Rata2} - \text{Risk free}}{\text{Beta Portofolio}} \quad \dots\dots\dots (5)$$

Perhatikan bahwa kedua rasio tersebut memasukkan variable risiko untuk perhitungan kinerja. Tetapi ukuran risiko untuk keduanya berbeda. Sharpe ratio menggunakan deviasi standar return untuk melihat risiko, sedangkan Treynor ratio menggunakan beta sebagai ukuran risikonya. Deviasi standar return mengukur risiko total, sedangkan beta mengukur risiko sistematis, yaitu risiko yang tidak bisa dihilangkan melalui diversifikasi. Penggunaan ukuran mana yang lebih tepat akan ditentukan oleh jenis risiko yang dihadapi oleh investor. Jika investor mempunyai asset atau portifolio yang tidak terdiversifikasi (misal, dia hanya pegang satu asset saja), maka risiko yang relevan untuk investor tersebut adalah risiko total (deviasi standar). Dengan demikian, indikator Sharpe ratio merupakan ukuran risiko yang sesuai untuk investor tersebut. Jika seorang investor mempunyai portofolio yang terdiversifikasi luas, maka ukuran risiko yang sesuai untuk dia adalah risiko sistematis. Dengan demikian, ukuran Treynor ratio merupakan ukuran kinerja yang sesuai dengan investor tersebut.

Ukuran kinerja lain yang digunakan dalam penelitian ini adalah Jensen alpha. Jensen alpha berangkat dari model CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Suatu aset akan mempunyai kinerja yang baik, jika return yang dihasilkan berada di atas garis CAPM. Dengan kata lain, return aset tersebut berada di atas return yang diprediksi oleh CAPM, dengan tingkat risiko sistematis yang tertentu. Secara matematis, Jensen alpha bisa dituliskan sebagai berikut ini.

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_i + \beta_i (R_{Mt} - R_{Ft}) + e_{it} \quad \dots\dots\dots (6)$$

α_i (alpha) merupakan intercept dalam persamaan di atas. Alpha yang positif menunjukkan bahwa kinerja aset akan berada di atas garis SML (*Security Market Line*) atau garis CAPM. Sebaliknya,

alpha yang bernilai negative menunjukkan bahwa kinerja aset tersebut berada dibawah garis SML. Jensen alpha memberikan keuntungan, karena Jensen alpha bisa memberikan signifikansi statistic yang biasanya diperlukan dalam penelitian empiris.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskriptik Statistik

Tabel berikut ini menyajikan statistic deskriptif untuk variable-variabel yang digunakan. Rata-rata return harian untuk indeks LQ45 adalah 0,047%, sedangkan angka yang sama untuk JII adalah 0,0639%. Kedua angka signifikan secara statistic seperti terlihat dari nilai probabilitas yang lebih rendah dari $\alpha=5\%$. Sekilas, LQ45 nampaknya memberikan keuntungan yang lebih besar dibandingkan dengan JII. Bagian berikutnya akan dibahas indicator kinerja yang memasukkan factor risiko. Rata-rata tingkat bunga harian untuk SBI adalah 0,027%. Angka ini diperoleh dengan membagi tingkat bunga SBI (yang biasanya dinyatakan dalam tahunan) dengan asumsi hari sebanyak 360 hari per-tahun.

Premi risiko indeks LQ45 terhadap tingkat bunga bebas risiko adalah sekitar 0,02% perhari (0,047% - 0,027%). Untuk indeks JII, premi risiko indeks atas tingkat bunga bebas risiko adalah sekitar 0,036% per-hari. Jika ditahunkan, maka premi risiko tersebut adalah sekitar $0,02 \times 360 = 7,2\%$ pertahun (LQ45) dan sekitar 12,96%. Angka ini tidak jauh berbeda dengan premi risiko pasar yang dihitung dari Negara maju, dan yang sering digunakan sebagai ukuran premi risiko dalam penilaian. Sebagai contoh, Damodaran (2020) menghitung premi risiko di Amerika Serikat dan memperoleh angka premi risiko pasar sebesar $<>>$.

Deviasi standar return harian LQ45 adalah 1,58%, sedangkan deviasi standar untuk return JII adalah 1,636%. Angka yang lebih tinggi untuk JII sepertinya konsisten dengan prinsip hubungan positif risiko dengan return. Investasi yang lebih tinggi risikonya akan mempunyai return yang lebih tinggi juga. Deviasi standar untuk tingkat bunga SBI sangat kecil, hampir mendekati 0 (tertulis nol). Angka ini bisa dimengerti karena SBI merupakan investasi yang dianggap sebagai investasi bebas risiko. Risiko sistematis indeks LQ45 lebih rendah dibandingkan dengan risiko sistematis JII. Meskipun tidak selalu ada konsistensi antara beta dengan ukuran risiko deviasi standar, tetapi dalam kasus ini, ada konsistensi ukuran risiko deviasi standar dengan ukuran risiko sistematis.

Tabel berikut ini menyajikan statistic deskriptif untuk variable return, deviasi standar, dan beta untuk indeks LQ45 dan indeks JII. Return harian dihitung sebagai $\ln(P_t/P_{t-1}) \times 100\%$, dimana P_t merupakan tingkat indeks pada hari t , sedangkan P_{t-1} merupakan indeks pada hari sebelumnya ($t-1$). Beta dihitung dengan regresi berikut ini: $R_t = a + b(\text{Return}(\text{IHSG}))_t + e$, dimana return yang digunakan adalah return harian. Perhitungan beta dilakukan setiap bulan selama periode observasi. Risk free return diambil dari tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia tenor 1 bulan, dibagi 360 (risk free rate harian).

Tabel 1. Statistik Deskriptif Return Harian, Deviasi Standar, dan Beta untuk Sampel

Variable	Mean	Median	Std Dev	Minimum	Maximum	Pr > t	N
----------	------	--------	---------	---------	---------	---------	---

Return Harian LQ4	0.0471035	0.1072155	0.3981342	-2.0980815	0.9414570	0.1508	149
Return Harian JII	0.0639276	0.1249084	0.3849889	-1.8832115	0.8616261	0.0490	143
Risk free rate (harian)	0.0277065	0.0237361	0.0098643	0.0166667	0.0490833	<.0001	138
Deviasi standar Return LQ45	1.5852447	1.3742878	0.7386606	0.5945856	5.7217528	<.0001	149
Deviasi standar Return JII	1.6361812	1.3909560	0.7246792	0.6152467	5.4083021	<.0001	143
Deviasi standar Risk free rate	0	0	0	0	0		138
beta LQ45	1.1583180	1.1482590	0.0800826	0.9708682	1.4036405	<.0001	148
beta JII	1.1675313	1.1455250	0.1498213	0.5614229	1.7240594	<.0001	142

Perbandingan Kinerja Indeks JII dengan LQ45

Tabel berikut ini menyajikan perbandingan kinerja antara indeks LQ45 dengan indeks JII. Di panel A, kinerja yang dilihat adalah Sharpe ratio. Dari table tersebut terlihat, bahwa rata-rata Sharpe ratio untuk indeks LQ45 lebih tinggi dibandingkan dengan Sharpe ratio untuk indeks JII. Sharpe ratio dihitung setiap bulan dengan menggunakan return harian. Tetapi median Sharpe ratio untuk indeks JII lebih tinggi dibandingkan dengan median Sharpe ratio untuk indeks LQ45. Perbedaan yang cukup signifikan antara rata-rata dengan median menunjukkan bahwa distribusi sharpe ratio nampaknya tidak mengikuti distribusi normal. Tahapan berikutnya adalah menguji secara statistik perbedaan antara rasio Sharpe untuk indeks LQ45 dan JII. T-test untuk menguji perbedaan antara dua rasio tersebut menunjukkan nilai t yang kecil yaitu -1,08, dengan nilai probabilitas 0,2839. Karena nilai probabilitas lebih besar dibandingkan dengan nilai $\alpha=5\%$, maka bisa disimpulkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara kinerja, yang diukur dengan rasio Sharpe, indeks JII dengan indeks LQ45.

Panel B menyajikan perbandingan kinerja antara indeks JII dengan indeks LQ45 dengan menggunakan ukuran rasio Treynor. Rata-rata rasio Treynor indeks LQ45 lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata rasio Treynor indeks JII. Jika kita menggunakan median, terjadi kesimpulan yang sebaliknya, yaitu median rasio Treynor untuk JII lebih tinggi dibandingkan dengan median rasio Treynor untuk indeks LQ4. Rata-rata rasio Treynor indeks LQ45 lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata rasio Treynor indeks JII. Jika kita menggunakan median, terjadi kesimpulan yang sebaliknya, yaitu median rasio Treynor untuk JII lebih tinggi dibandingkan dengan median rasio Treynor untuk indeks LQ45. Perbedaan yang cukup signifikan antara nilai rata-rata dengan median (misal untuk Treynor JII, rata-rata adalah 0,0333 sedangkan mediannya adalah 0,0896), menunjukkan bahwa data rasio Treynor untuk indeks JII tidak berdistribusi normal. Pengujian statistik dilakukan dengan menggunakan t-test. Pengujian t-test ditujukan untuk melihat ada tidaknya perbedaan yang signifikan secara statistik antara rasio Treynor untuk JII dengan rasio Treynor indeks LQ45. Nilai t-test untuk pengujian tersebut menunjukkan angka -0,29 dengan nilai probabilitas sebesar 0,7688. Karena nilai probabilitas di atas nilai $\alpha=5\%$, maka disimpulkan tidak ada perbedaan yang signifikan secara statistik antara rasio Treynor JII dengan rasio Treynor LQ45.

Tabel ini membandingkan kinerja indeks JII dengan LQ45. Kinerja diukur dengan Sharpe ratio dan Treynor ratio. Penjelasan keduanya ada di teks. Uji perbandingan dilakukan dengan t-test.

Tabel 2 Kinerja Indeks LQ45 dan JII

Variable	Mean	Median	Std Dev	Minimum	Maximum	Pr > t	N
sharpe_JII	0.0545261	0.0790610	0.2109360	-0.5842147	0.5426746	0.0029	138
sharpe_LQ45	0.0615888	0.0741114	0.2129942	-0.3717292	0.5547055	0.0009	138
Uji perbedaan:							
sharpe_JII - sharpe_LQ45	Jumlah sampel 137						
Nilai t	-1.08						
Prob t-value	0.2839						
treynor_JII	0.0333786	0.0895430	0.3460224	-1.7162624	0.7513857	0.2609	137
treynor_LQ45	0.0360141	0.0843812	0.3343109	-1.7778552	0.8301411	0.2095	137
Uji Perbedaan treynor_JII - treynor_LQ45			Jumlah sampel		136		
Nilai t	-0.29						
Prob t-value	0.7685						

Perbandingan kinerja selanjutnya dilakukan dengan melihat Jensen alpha. Jensen alpha dilihat melalui intercept dari persamaan (6) di atas. Kolom (2) dan (3) table berikut ini menyajikan intercept (Jensen alpha) dari persamaan (6) di atas.

Tabel ini menyajikan Jensen alpha untuk Indeks JII dan Indeks LQ45. Jensen alpha dilihat melalui intercept dari persamaan sbb: $R_{it} - R_{Ft} = \alpha_i + \beta_i (R_{Mt} - R_{Ft}) + e_{it}$. Nilai dalam kurung adalah nilai probabilitas.

Tabel 3. Jensen Alpha Indeks LQ45 dan JII

Variabel (1)	Indeks LQ45 (2)	Indeks JII (3)
Intercept (Jensen Alpha)	-0.01128 (0.0403)	-0.01218 (0.2799)
Koefisien Regresi	1.15775 (<.0001)	1.14796 (<.0001)
R ₂ =	0.9742	0,9000
Adjusted R ² =	0.9742	0,9000
F-value	102229***	23855.7 ***
N	2706	2661

Tabel di atas menunjukkan bahwa kinerja indeks LQ45 dan indeks JII berada dibawah garis SML (Security Market Line). Intercept (Jensen alpha) untuk indeks LQ45 menunjukkan angka -0,01128. Probabilitas signifikansi menunjukkan angka 0,0403 yang lebih rendah dibandingkan dengan alpha 5%. Dengan demikian angka tersebut signifikan secara statistik. Untuk indeks JII, Jensen alpha yang diperoleh adalah -0,01218, yang menunjukkan bahwa kinerja indeks JII berada dibawah garis SML. Tetapi angka tersebut tidak signifikan secara statistik karena probabilitas untuk angka tersebut adalah 0,2799, lebih tinggi dibandingkan alpha=5%. Dari perbandingan tersebut dapat disimpulkan bahwa kinerja indeks LQ45 berada dibawah garis SML, sementara kinerja indeks JII tidak berbeda dengan garis SML. Perhitungan Jensen alpha diatas tidak membandingkan langsung Jensen alpha indeks LQ45 dengan Jensen alpha indeks JII. Karena Jensen alpha yang diperoleh hanya satu untuk masing-masing indeks, maka perbandingan secara statistik tidak bisa dilakukan.

Penelitian ini mencoba membandingkan kinerja yang disesuaikan dengan risiko untuk indeks JII dengan kinerja indeks LQ45. Hasil penelitian menunjukkan tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan untuk kedua indeks tersebut. Hasil semacam itu konsisten dengan penelitian sebelumnya (Hussein, (2004); Ni'mah, (2006)). Hasil semacam itu menunjukkan bahwa investasi etis tidak mengurangi kinerja ekonomis. Lebih lanjut, investasi etis bisa memenuhi tujuan syariah, sambil menjaga kinerja ekonomisnya. Tentunya investasi semacam itu sangat menguntungkan karena bisa memenuhi tujuan syariah tanpa harus mengorbankan tujuan ekonomis. *Beberapa penelitian menunjukkan bahwa seleksi terhadap saham merupakan biaya yang akan ditanggung oleh perusahaan. Biaya tersebut merupakan beban yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa mekanisme screening tidak mempengaruhi kinerja ekonomis perusahaan yang tergabung dalam JII. Kinerja tersebut dapat memberikan sinyal yang baik dan memberikan tingkat keyakinan kalangan investor etis maupun investor biasa.*

Investor etis adalah investor loyalis yang memperhatikan nilai-nilai etis dalam investasi mereka tetapi juga memperhatikan nilai ekonomisnya. Investor etis lebih cenderung melakukan investasi jangka panjang dan saham JII merupakan alternatif investasi pasar modal yang telah memenuhi kriteria tersebut.

Perbandingan ideal bisa dilakukan jika kita mengontrol variable lain yang berpotensi mengganggu, sehingga kita bisa memperoleh *apple to apple comparison*. Beberapa usaha sudah dilakukan dalam penelitian ini, khususnya untuk mengontrol tingkat risiko yang berbeda-beda. Peneliti ini membandingkan risk adjusted return antara indeks LQ45 dengan indeks JII. Ada kecenderungan bahwa investasi yang lebih tinggi risiko akan memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi juga. Dengan mengendalikan risiko, diharapkan akan diperoleh *apple to apple comparison*. Tetapi penelitian ini belum melihat lebih jauh komposisi dari masing-masing indeks. Jika dilihat lebih jauh, komposisi indeks LQ45 dengan indeks JII terdiri dari saham yang hampir sama. Dengan menggunakan data terbaru, 26 saham JII (sekitar 87%) termasuk juga dalam 45 saham LQ45. Dengan jumlah sebanyak itu, tentunya akan sulit mengisolasi pengaruh syariah terhadap kinerja saham. Ni'mah (2006) membandingkan saham syariah murni (saham yang masuk di JII tapi tidak masuk dalam LQ45). Hasilnya menunjukkan tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan antara saham syariah murni dan konvensional. Untuk penelitian masa mendatang, komposisi ideal perlu diperhatikan sehingga bisa diperoleh perbandingan yang sesuai.

SIMPULAN

Artikel ini mencoba membandingkan kinerja saham syariah (etis) dengan saham konvensional. Saham syariah diwakili oleh indeks JII (Jakarta Islamic Index), sedangkan saham konvensional diwakili oleh indeks LQ45. Hasil analisis menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja yang signifikan antara dua indeks tersebut. Hasil ini menunjukkan bahwa investasi etis layak dilakukan karena bisa memenuhi tujuan etis tanpa harus mengorbankan tujuan ekonomis. Penelitian di masa mendatang perlu memperhatikan masalah metodologi. Jika kita menggunakan metode perbandingan seperti yang dilakukan oleh penelitian ini, maka kita harus bisa memastikan terjadinya perbandingan yang sesuai (apple to apple comparison), mulai dari pengukuran kinerja sampai dengan komposisi sampelnya. Penelitian di masa mendatang harus memperhatikan permasalahan ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Cowton, C.J. 1994. "The Development of Ethical Investment Products". in A.R. Pindl and B. Prodan (eds), *Ethical Conflicts in Finance*, Oxford: Blackwell.
- DeLorenzo, Y.T. 2001. "Shariah Supervision of Islamic Mutual Funds", Paper in *Proceedings of Fifth Harvard University Forum on Islamic Finance*, Harvard University.
- Hakim, S. and M. Rashidian. 2004. "Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes", *Paper Presented at the International Seminar of Nonbank Financial Institutions: Islamic Alternatives*, Kuala Lumpur, Malaysia.
- Hassan, M.K. 2002. "Risk, Return and Volatility of Faith-Based Investing: The Case of Dow Jones Islamic Index", Paper in *Proceedings of Fifth Harvard University Forum on Islamic Finance*, Harvard University.
- Hussein, Khaled A. 2004. "Ethical Investment: Empirical Evidence From FTSE Islamic Index", *Islamic Economic Studies*, Vol. 12, No. 1, 21-40.
- Jensen, M.C. 1968. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Finance*, **23**(2), 389-416.
- Langbein, J. and R. Posner. 1980. "Social Investing and the Law of Trusts", *Michigan Law Review*, **97**(72), 72-111.
- Luther, R., J. Matatko, and D. Corner. 1992. "The Investment Performance of UK ethical Unit Trusts", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, **5**(4), 57-70.
- Ni'mah, Ulin. 2006, "Studi Komparasi Kinerja Saham Islami (Jakarta Islamic Index) dan Saham Non-Islami (Indeks LQ45)", *Skripsi Tidak Dipublikasikan*, Fakultas Ekonomi UGM.

Lampiran 1. Daftar Saham Dalam Perhitungan Jakarta Islamic Index (JII),
Periode 7-Desember 2011 sd Mei 2012

No	Nama Emiten JII	Kode	Status
1	Astra Agro Lestari Tbk	AALI	Tetap
2	Adaro Energy Tbk	ADARO	Tetap

3	AKR Corporindo Tbk	AKRA	Tetap
4	Aneka Tambang (Persero) Tbk	ANTM	Tetap
5	Astra Internasional Tbk	ASII	Tetap
6	Alam Sutera Realty Tbk	ASRI	Tetap
7	Borneo Lumbung Energi & Metal Tbk	BORN	Tetap
8	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CPIN	Tetap
9	Bakrieland Development Tbk	ELTY	Tetap
10	Energi Mega Persada Tbk	ENRG	Tetap
11	Harum Energy Tbk	HRUM	Tetap
12	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP	Tetap
13	International Nickel Indonesia Tbk	INCO	Tetap
14	Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	Baru
15	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	INTP	Tetap
16	Indo Tambangraya Megah Tbk	ITMG	Tetap
17	Kalbe Farma Tbk	KLBF	Tetap
18	Krakatau Steel (Persero) Tbk	KRAS	Tetap
19	Lippo Karawaci Tbk	LPKR	Tetap
20	PP London Sumatra Indonesia Tbk	LSIP	Tetap
21	Perusahaan Gas Negara (Persero)	PGAS	Baru
22	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk	PTBA	Tetap
23	Salim Invomas Pratama Tbk	SIMP	Baru
24	Holcim Indonesia Tbk	SMCB	Tetap
25	Semen Gresik (Persero) Tbk	SMGR	Tetap
26	Timah (Persero) Tbk	TINS	Tetap
27	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	TLKM	Tetap
28	Trada Maritime Tbk	TRAM	Tetap
29	United Tractors Tbk	UNTR	Tetap
30	Unilever Indonesia Tbk	UNVR	Tetap

Lampiran 2. Daftar Saham Dalam Perhitungan Indeks LQ45,
Periode Agustus 2011 - Januari 2012

No.	Nama Emiten LQ45	Kode	Status
1	PT Astra Agro Lestari Tbk	AALI	Tetap
2	PT Adaro Energy Tbk	ADRO	Tetap
3	PT Aneka Tambang Tbk	ANTM	Tetap
4	PT Astra International Tbk	ASII	Tetap
5	PT Bank Central Asia Tbk	BBCA	Tetap
6	PT Bank Negara Indonesia Tbk	BBNI	Tetap
7	PT Bank Rakyat Indonesia Tbk	BBRI	Tetap
8	PT Bank Tabungan Negara Tbk	BBTN	Tetap
9	PT Bank Danamon Indonesia Tbk	BDMN	Tetap
10	PT BPD Jawa Barat Tbk	BJBR	Tetap
11	PT Bank Mandiri Tbk	BMRI	Tetap
12	PT Bakrie & Brothers Tbk	BNBR	Tetap
13	PT Borneo Lumbung Energi & Metal	BORN	Baru
14	PT Berau Coal Energy Tbk	BRAU	Tetap
15	PT Bumi Resources Tbk	BUMI	Tetap
16	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CPIN	Tetap
17	PT Delta Dunia Makmur Tbk	DOID	Tetap
18	PT Bakrieland Development Tbk	ELTY	Tetap
19	PT Energi Mega Persada Tbk	ENRG	Tetap
20	PT XL Axiata	EXCL	Baru
21	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	Tetap
22	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL	Tetap
23	PT Harum Energy	HRUM	Baru
24	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP	Baru
25	PT International Nickel Indonesia Tbk	INCO	Tetap
26	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	Tetap
27	PT Indika Energy Tbk	INDY	Tetap
28	PT Indocement Tunggol Prakarsa Tbk	INTP	Tetap

29	PT Indosat Tbk	ISAT	Tetap
30	PT Indo Tambangraya Megah Tbk	ITMG	Tetap
31	PT Jasa Marga Tbk	JSMR	Tetap
32	PT Kalbe Farma Tbk	KLBF	Tetap
33	PT Krakatau Steel	KRAS	Baru
34	PT Lippo Karawaci Tbk	LPKR	Tetap
35	PT PP London Sumatra Indonesia Tbk	LSIP	Tetap
36	PT Medco Energi Internasional Tbk	MEDC	Tetap
37	PT Perusahaan Gas Negara Tbk	PGAS	Tetap
38	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	PTBA	Tetap
39	PT Holcim Indonesia Tbk	SMCB	Tetap
40	PT Semen Gresik Tbk	SMGR	Tetap
41	PT Timah Tbk	TINS	Tetap
42	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	TLKM	Tetap
43	PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk	UNSP	Tetap
44	PT United Tractors Tbk	UNTR	Tetap
45	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR	Tetap