

## **Tingkat Pengembalian (*Return*), Risiko, dan Koefisien Variasi pada Saham Syariah dan Saham Nonsyariah**

**Sofyan Hadinata**

Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga

[sofyan.hadinata@uin-suka.ac.id](mailto:sofyan.hadinata@uin-suka.ac.id)

### **ABSTRACT**

---

*The purpose of this study is to analyze the differences in the rate of return, risk, and coefficient of variation between sharia shares and non-sharia shares. This study uses a quantitative approach with the Mann-Whitney U Test. The population of this study is companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2017. Sharia shares refer to companies that listed in the Jakarta Islamic Index (JII) in the period 2017. The selection of samples uses purposive sampling. There are 24 sharia shares issuers, while non-Islamic shares are 8 issuers. The results of the study show that there is no difference in the level of weekly returns between sharia and non-sharia shares. As for the risks and the coefficient of variation statistically there is a difference between sharia shares and non-sharia shares.*

**Keywords:** *Return; Risk; Coefficient of variation; Sharia shares; Non-sharia shares*

## ABSTRAK

---

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis perbedaan tingkat pengembalian (*return*), risiko, dan koefisien variasi antara saham syariah dengan saham nonsyariah. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan *Mann-Whitney U Test*. Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2017. Saham syariah merujuk pada perusahaan yang masuk Jakarta Islamic Indeks (JII) pada periode 2017. Pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling*. Ada 24 emiten saham syariah, sedangkan saham nonsyariah sebanyak 8 emiten. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan tingkat pengembalian (*return*) mingguan antara saham syariah dengan nonsyariah. Adapun untuk risiko dan koefisien variasi secara statistik terdapat perbedaan antara saham syariah dengan nonsyariah.

**Kata kunci:** Return; Risiko; Koefisien variasi; Saham syariah; Saham nonsyariah

## PENDAHULUAN

Investasi merupakan penundaan konsumsi sekarang yang dimasukkan ke dalam hal-hal produktif dimana hasilnya untuk konsumsi mendatang (Hartono, 2017). Berinvestasi merupakan salah satu hal yang bisa dilakukan untuk memanfaatkan atau menggunakan dana yang dimiliki masyarakat dan diharapkan dari investasi tersebut memberikan imbal balik (*return*). Investor muslim memandang bahwa investasi merupakan alternatif muamalah yang menjadi pilihan. Namun dalam kegiatan investasi para calon investor muslim mempunyai kekhawatiran terhadap persepsi spekulasi atau *gharar* yang melekat pada sistem perdagangan di pasar modal (Muthoharoh dan Sutapa, 2014). Hal yang bisa dilakukan untuk mengurangi atau bahkan menghilangkan *gharar* tersebut yaitu melakukan investasi pada lembaga keuangan syariah dan atau investasi pada saham syariah.

Indonesia yang mayoritas penduduknya beragama Islam mulai mengembangkan investasi berbasis syariah, dimana investasi tersebut mengintegrasikan nilai-nilai agama yang dianut dalam kegiatan investasi dengan cara melakukan proses seleksi (*screening*) dalam memilih instrumen-instrumen investasinya. Salah satu sarana dalam berinvestasi sesuai prinsip Islam adalah melalui pasar modal syariah (Syafriada, Aminah, dan Waluyo, 2014).

Munculnya pasar modal syariah di Indonesia ditandai dengan adanya Danareksa Syariah oleh Danareksa Investment Management pada Juli 1997. Danareksa syariah merupakan reksadana saham yang pertama kali secara eksplisit menyatakan investasinya berdasarkan syariah. PT Bursa Efek Indonesia bekerjasama dengan PT Danareksa Investment Management pada tanggal 3 Juli 2000 mengeluarkan Jakarta Islamic Index (JII) yang merupakan indeks dari 30 saham

paling likuid dan memenuhi kriteria syariah sesuai dengan ketentuan Dewan Syariah Nasional (Hartono, 2017). Adapun pada tanggal 12 Mei 2011 IDX juga meluncurkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Indeks ini berisi saham-saham yang berada di Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan sesuai regulasi Bapepam-LK No. II.K.1 setiap 6 bulan di bulan Mei dan November.

Indonesia secara resmi memiliki Pasar Modal Syariah pada tanggal 14 Maret 2003, saham-saham yang diperdagangkan di dalamnya adalah saham-saham yang telah melalui proses *screening* sesuai dengan kriteria syariah dengan batasan maksimal hutang ribawi 45% dari modal dan rasio utang terhadap aktiva tidak lebih dari 90% di laporan keuangan tahunan atau tengah tahun. DeLorenzo (2001) menyatakan bahwa metode *screening* Islam mempertimbangkan aspek tingkat utang yang rendah, investasi sosial dan non-keuangan yang lebih dikenal dengan "*ethical investing*", "*fith investing*" dan dapat juga disebut "*socially responsible investing*". Sebagai contoh, Cowton, Prindl, dan Prodhan (1994) berpendapat bahwa pemilihan portofolio investasi seharusnya mempertimbangkan sisi etika, menyiratkan bahwa investor akan lebih memperhatikan dan mempertimbangkan cara mengelola investasi mereka. Dengan demikian, kepatuhan syariah telah menjadi salah satu faktor yang paling signifikan saat investor membuat keputusan investasi.

Sampai saat ini sudah banyak penelitian yang memberikan perhatian terhadap dampak krisis keuangan global pada saham-saham yang berbasis syariah dibandingkan dengan saham-saham konvensional. Beberapa peneliti (Abbes, 2012) beragumen bahwa ada perbedaan kinerja antara dua jenis saham yang seharusnya diperkecil dan yang lain memiliki pendapat bahwa saham-saham konvensional mengungguli saham syariah (McGowan dan Junaina, 2010). Selanjutnya, jika investor memiliki saham yang tidak sesuai dengan prinsip syariah, diharapkan mereka menjual saham tersebut dan menggantikannya dengan saham yang sesuai dengan syariah. Hal ini tentunya akan mempengaruhi harga saham. Penelitian yang dilakukan oleh Karim, Datip, dan Shukri (2014) menyebutkan kinerja pasar modal syariah di Malaysia memberikan imbal hasil lebih baik dibandingkan kinerja pasar modal konvensional pada semua periode penelitian yaitu sebelum, saat, dan sesudah krisis *subprime mortgage*.

Salah satu dasar pertimbangan yang dilakukan oleh seorang investor di dalam melakukan investasi adalah *risk* dan *return* saham. Hal ini sesuai dengan kaidah fiqih yang telah dijelaskan oleh Djazuli (2011: 133) bahwa risiko selalu mengikuti tingkat pengembalian (*return*):

*Alkhorooju biidhdho'maanu*

"Manfaat suatu benda merupakan faktor pengganti kerugian."

*Algormu bilgonmi*

"Risiko itu menyertai manfaat."

Arti keduanya yaitu apabila ingin memperoleh pengembalian, maka harus bersedia menanggung risiko. Ketika tingkat pengembalian (*return*) dari beberapa saham ialah sama, maka saham dengan risiko yang rendah akan dipilih. Begitu pula sebaliknya, ketika yang sama ialah tingkat risiko dari beberapa saham tersebut, maka saham dengan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi yang akan dipilih. Namun, apabila *return* dan risiko dari saham tersebut memiliki tingkat yang sama, maka perhitunganyang diperlukan untuk membandingkan keduanya adalah

koefisien variasi. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, koefisien variasi mempunyai peran penting untuk membandingkan risiko per unit sahamnya. Dengan demikian, investor dapat melihat saham mana yang dapat memberikan tingkat pengembalian yang paling tinggi. Berdasarkan pada latar belakang tersebut, penelitian ini memiliki tujuan untuk menganalisis perbedaan tingkat pengembalian (*return*), risiko, dan koefisien variasi antara saham syariah dengan saham nonsyariah.

## TINJAUAN LITERATUR

### Investasi

Menurut Jones (2002), investasi merupakan penanaman modal dengan cara membeli satu atau lebih aset yang dimiliki dalam beberapa waktu dengan harapan mendapat hasil keuntungan di kemudian hari. Dari perspektif Islam, investasi mempunyai pengertian dan tujuan yang lebih luas karena mencakup aspek dunia (materi) dan akhirat (ukhrawi). Di dalam ajaran Islam, aktivitas investasi dapat dimasukkan sebagai kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan juga mendatangkan manfaat bagi pihak lain (Pardiansyah, 2017). Kegiatan muamalah adalah suatu kegiatan yang mengatur hubungan antarmanusia. Investasi syariah merupakan pengorbanan sumber daya pada masa sekarang, dengan harapan memperoleh hasil yang lebih besar di masa yang akan datang, baik langsung maupun tidak langsung dengan tetap berpijak pada prinsip-prinsip syariah secara menyeluruh (*kaffah*). Selain itu, semua bentuk investasi dilakukan dalam rangka ibadah kepada Allah untuk mencapai kebahagiaan lahir batin di dunia dan akhirat baik bagi generasi sekarang maupun generasi yang akan datang.

Investasi dapat dilakukan dengan berbagai macam cara, salah satunya ialah membeli saham melalui pasar modal. Di Indonesia sejak dikeluarkannya daftar perusahaan yang masuk Jakarta Islamic Index pada tahun 2000, menandakan bahwa sudah diterapkannya saham-saham yang sesuai dengan prinsip syariah. Pengaturan prinsip syariah pada pasar modal di Indonesia diatur oleh fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN). Pengaturan penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal terdapat pada fatwa DSN No. 40/DSN-MUI/X/2003. Disebutkan dalam fatwa tersebut bahwa yang tergolong jenis efek syariah yang diperjualbelikan pada pasar modal mencakup Saham Syariah, Obligasi Syariah, Reksa Dana Syariah, Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA) Syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Prinsip-prinsip investasi syariah menekankan investasi etik yang dikenal sebagai *shariah-compliant investment* yang patuh terhadap nilai-nilai syariah. Reddy dan Fu (2014) menyatakan bahwa investor islam tidak ijinkan untuk membeli saham perusahaan yang memiliki aktivitas bisnis terkait dengan alkohol, judi, rokok, dan senjata. Lebih lanjut Hussein dan Omran (2005) melaporkan bahwa ketika tingkat utang perusahaan melebihi sepertiga dari kapitalisasi pasar, mereka bukan saham yang sesuai dengan prinsip syariah.

Perbedaan mendasar antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dapat dilihat pada instrumen dan mekanisme transaksinya, sedangkan perbedaan nilai indeks saham syariah dengan nilai indeks saham konvensional

terletak pada kriteria saham emiten yang harus memenuhi prinsip-prinsip dasar syariah. Sama halnya yang dijelaskan oleh Suryomurti (2011) mengenai kegiatan yang dilakukan pasar modal konvensional juga ada hal-hal yang bertentangan dengan syariah, baik dari sisi akad, operasi, investasi, transaksi dan pembagian keuntungan. Sehingga, tidak ada batasan dan kriteria tertentu mengenai perusahaan penerbit saham.

Huda dan Nasution (2007) menyebutkan bahwa sejumlah instrumen di pasar modal syariah sudah diperkenalkan kepada masyarakat seperti saham syariah, obligasi syariah, dan reksadana syariah. Instrumen di pasar modal syariah berbeda dengan instrumen yang ada di pasar modal konvensional. Di pasar modal konvensional, instrumen yang diperjualbelikan meliputi saham, obligasi, reksadana, opsi, waran dan *right*. Menurut Sutedi (2011) terdapat perbedaan antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah yang dapat ditampilkan pada tabel 1 berikut:

**Tabel 1. Perbedaan Pasar Modal Konvensional dengan Pasar Modal Syariah**

No	Indikator	Pasar Modal Syariah	Pasar Modal Konvensional
1	Mekanisme Transaksi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tidak mengandung transaksi ribawi</li> <li>• Tidak ada transaksi yang meragukan (<i>gharar</i>)</li> <li>• Saham perusahaan yang ditransaksikan di bidang yang halal</li> </ul>	Tidak terdapat batasan dan kriteria tertentu mengenai perusahaan penerbit saham
2.	Instrumen	Saham Syariah, Reksadana Syariah, Obligasi Syariah.	Saham, Reksadana, Obligasi, Opsi, <i>Right</i> , Waran.
3.	Jenis Indeks	Memasukkan saham yang hanya sesuai dengan kriteria syariah	Tidak ada pemisahan antara emiten halal dan haram

### Saham Syariah

Saham syariah merupakan saham yang memenuhi kriteria pemilihan saham syariah berdasarkan Peraturan Bapepam & LK No.II.K.I tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek syariah, pasal 1.b.7. Kriteria tersebut telah diatur dalam Fatwa DSN No: 40/DSN-MUI/X/2003 Pasal 3 tentang Kriteria Emiten atau Perusahaan Publik, antara lain:

1. Jenis usaha, jasa, produk yang diberikan dan akad, serta cara pengelolaan perusahaan emiten atau perusahaan publik yang menerbitkan efek syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.
2. Jenis kegiatan usaha yang tidak sesuai atau bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam pasal 3 angka 1 di atas, antara lain:

- a. Perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- b. Lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
- c. Produsen, distributor, serta pedagang makanan dan minuman yang haram.
- d. Produsen, distributor, dan/atau penyedia barang-barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- e. Melakukan investasi pada emiten (perusahaan) yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya.

### **Jakarta Islamic Index (JII)**

Jakarta Islamic Index (JII) diluncurkan oleh PT. Bursa Efek Indonesia (BEI) bekerja sama dengan PT. Danareksa Investment Management (DIM) pada pertengahan tahun 2000 (Hartono, 2017). Pembentukan indeks ini dalam rangka mengembangkan pasar modal syariah yang dimaksudkan untuk digunakan sebagai tolak ukur (*benchmark*) untuk mengukur kinerja suatu investasi pada saham yang berbasis syariah. Melalui indeks diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan investasi dalam ekuitas secara syariah.

Jakarta Islamic Index (JII) terdiri dari 30 saham yang dipilih dari saham-saham yang sesuai dengan syariah Islam. Penentuan kriteria pemilihan saham dalam Jakarta Islamic Index melibatkan Dewan Pengawas Syariah dan PT. Danareksa Investment Management. Urutan seleksi dilakukan sebagai berikut:

1. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan (kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar).
2. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun berakhir yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90%.
3. Memilih 60 saham dari susunan saham di atas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (*market capitalization*) terbesar selama satu tahun terakhir.
4. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.

### **Tingkat Pengembalian (*Return*)**

Ketika melakukan kegiatan investasi, para investor perlu melakukan analisis, apakah suatu saham memberikan tingkat pengembalian (*return*) yang sesuai dengan harapan atau tidak. Menurut Jones (2002) *return* yang didapat pada saham terdiri atas dua komponen, yaitu *capital gain (loss)* dan *yield*. *Capital gain (loss)* merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga periode sebelumnya. *Yield* merupakan komponen *return* aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Dalam hal saham, *yield* merupakan besarnya dividen yang diperoleh.

*Return* dapat dibagi menjadi dua yaitu *return* realisasian (*realized return*) dan *return* ekspektasian (*expected return*). *Return* realisasian yaitu imbal hasil yang sudah terjadi dan dapat dihitung menggunakan data historis. *Return* realisasian juga

berguna untuk penentuan *return* ekspektasian dan risiko di masa yang akan datang. Sedangkan *return* ekspektasian sebagai imbal hasil yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasian yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasian sifatnya belum terjadi.

### **Risiko**

*Risk* atau risiko menurut Halim (2015) adalah besarnya penyimpangan antara tingkat *return* yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat *return* yang dicapai secara nyata (*actual return*). Sedangkan, Hartono (2017) mendefinisikan risiko sebagai suatu penyimpangan atau deviasi dari *outcome* yang diterima dengan yang diekspektasikan (Hartono, 2017). Sebagai seorang investor tentu tidak cukup jika dalam menilai kinerja saham hanya menghitung *return* saja, aspek risiko juga perlu diperhitungkan. Hal tersebut perlu dilakukan karena *return* dan risiko merupakan dua hal yang tidak dapat dipisahkan. Suatu investasi yang memiliki risiko berarti investasi tersebut tidak akan memberikan keuntungan yang pasti. Secara teroris, *return* dan risiko mempunyai hubungan yang positif, semakin besar risiko yang harus ditanggung, semakin besar *return* yang harus dikompensasikan (Hartono, 2017).

### **Koefisien Variasi**

Di dalam melakukan analisis investasi, terdapat dua faktor yang harus dipertimbangkan secara bersama-sama, yaitu *return* ekspektasian dan risiko. Menurut Brigham dan Houston (2001), jika suatu pilihan harus diambil di antara dua investasi yang mempunyai pengembalian yang diharapkan (*expected return*) sama besarnya, tetapi memiliki deviasi standar yang berbeda, maka dapat dikatakan bahwa hampir semua orang akan memilih salah satu yang memiliki deviasi standar terendah atau dengan kata lain risiko yang lebih rendah. Demikian juga, pilihan di antara dua investasi dengan risiko yang sama (deviasi standar), tetapi memiliki pengembalian yang diharapkan berbeda, maka investor akan lebih memilih investasi dengan pengembalian yang diharapkan (*expected return*) yang lebih tinggi.

### **Pengembangan Hipotesis**

Investor di dalam memutuskan untuk melakukan investasi selain mempertingkan *return* juga harus melihat risiko juga. Investor yang rasional akan menempatkan investasinya pada sekuritas yang memberikan *return* yang tinggi dengan tingkat risiko tertentu atau sekuritas yang memberikan *return* tertentu dengan tingkat risiko yang rendah. Saham syariah merupakan saham yang sudah melewati *screening* kuantitatif dan kualitatif. Tentunya dengan melewati proses *screening* tersebut seorang investor akan merasa nyaman dalam menginvestasikan dana, karena tidak terlalu khawatir dengan *return* dan kekhawatiran terhadap investasi non-halal. Menurut Wee (2012) saham syariah cenderung memiliki risiko yang lebih rendah karena menggunakan prinsip muamalah sehingga dapat mengurangi probabilitas terjadinya risiko gagal bayar hutang.

Selain itu, keunggulan prinsip ekonomi syariah yang menekankan pada prinsip keadilan, perlarangan spekulasi, serta pelarangan riba seharusnya berimbas pula pada *return* yang dihasilkan. Beberapa penelitian terdahulu sudah mencoba

membandingkan kinerja sekuritas antara syariah dengan nonsyariah. Penelitian Ridho (2008) dalam Syafrida, Aminah, dan Waluyo (2014), menemukan bahwa perbandingan rata-rata kinerja reksadana konvensional dengan reksadana syariah pada jangka panjang menunjukkan bahwa rata-rata kinerja reksadana tersebut tidak berbeda. Sedangkan penelitian Sufianti (2003) dalam Syafrida, Aminah, dan Waluyo (2014) dengan menggunakan periode data jangka pendek menunjukkan bahwa rata-rata *return* indeks JII tidak berbeda secara signifikan dengan rata-rata indeks LQ-45. Berdasarkan pada pemaparan di atas maka dapat diusulkan hipotesis sebagai berikut:

**H1:** terdapat perbedaan antara *return* pada saham syariah dengan nonsyariah?

**H2:** terdapat perbedaan antara risiko pada saham syariah dengan nonsyariah?

**H3:** terdapat perbedaan antara koefisien variasi saham syariah dengan nonsyariah?

## METODE

Keseluruhan data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang didapat melalui media internet khususnya data mengenai harga saham. Data harga saham diakses melalui laman <http://yahoofinance.co.id>. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini berupa data harga saham mingguan untuk menghitung *return* saham mingguan dan harga saham harian untuk menghitung risiko dan koefisien variasi dan yang tercatat di BEI pada tahun 2017. Adapun untuk data perusahaan yang masuk kategori JII diperoleh dari laman <http://idx.co.id>.

Populasi dalam penelitian ini adalah saham syariah dan nonsyariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2017. Metode pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel sebagai berikut:

1. Untuk perusahaan syariah: emiten harus masuk dalam daftar JII secara berturut-turut dari periode: Desember 2016-Mei 2017, Juni-November 2017, dan Desember 2017-Mei 2018.
2. Untuk saham nonsyariah, diambil perusahaan yang masuk industri manufaktur pada sektor industri barang konsumsi dengan subsektor industri rokok, makanan dan minuman, serta farmasi. Data saham nonsyariah diperoleh dari laman website <http://sahamok.com>.

## Definisi Variabel dan Pengukuran Variabel

### *Return*

*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari aktivitas investasi. Menurut Hartono (2017), *return* dapat dibagi menjadi dua, yaitu *return* realisasian dan *return* ekspektasian. Pengukuran *return* realisasian dihitung dengan cara menghitung selisih harga saham periode berjalan dengan harga saham periode sebelumnya dibagi dengan periode sebelumnya atau dikenal dengan *capital gain* atau *capital loss*.

$$\text{Capital gain} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

$P_t$  = harga saham hari ke-t

$P_{t-1}$  = harga saham hari sebelumnya

Adapun, *return* ekspektasian adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Return ekspektasian sifatnya belum terjadi (Hartono, 2017). *Return* ekspektasian dapat dihitung dengan menggunakan nilai-nilai return historis.

$$E(R_i) = \sum_i^n \frac{R_{it}}{n}$$

Keterangan:

$E(R_i)$  = *return* ekspektasian saham

$R_{it}$  = *return* saham

n = jumlah periode

### Risiko

Risiko sering dihubungkan dengan penyimpangan atau deviasi dari *outcome* yang diterima dengan yang diekspektasi. Metode pengukuran yang sering digunakan adalah deviasi standar, selain dinyatakan dalam bentuk varian. Deviasi standar dapat dihitung salah satunya berdasarkan data historis. Menurut Hartono (2017) deviasi standar dengan data historis dapat dihitung sebagai berikut:

$$\sigma_i = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{[(R_{it} - \bar{R}_{it})]^2}{n-1}}$$

Keterangan:

$\sigma_i$  = deviasi standar *return* saham i

n = periode saham

$\bar{R}_{it}$  = rata-rata *return* saham i

$R_{it}$  = *return* saham i

### Koefisien Variasi

Koefisien variasi merupakan analisis investasi yang mempertimbangkan return ekspektasian dan risiko aktiva secara bersama-sama. Menurut Hartono (2017), rumus koefisien variasi dapat dituliskan sebagai berikut:

$$CV_i = \frac{\text{Risiko}}{\text{Return Ekspektasian}}$$

Keterangan:

$CV_i$  = *coefficient of variation* (koefisien variasi) untuk aktiva ke-i

Dari rumus tersebut dapat diartikan bahwa semakin kecil nilai CV semakin baik aktiva tersebut. Semakin kecil CV menunjukkan semakin kecil risiko aktiva dan semakin besar return ekspektasiannya (Hartono, 2017).

## Teknik Analisis

Penelitian ini menggunakan teknik analisis uji-t dua sampel independen (*Independent Samples t Test*). Adapun langkah-langkah analisis data penelitian ini, sebagai berikut:

1. Menghitung return *realisasi* dengan data harga saham mingguan, *expected return*, risiko, dan koefisien variasi.
2. Melakukan uji normalitas. Pengujian normalitas untuk mengetahui apakah data berdistribusi dengan normal atau tidak dan untuk menentukan jenis alat analisis yang digunakan untuk melakukan uji beda (parametrik atau non parametrik).
3. Melakukan uji beda. Apabila data berdistribusi normal menggunakan uji-t dua sampel berpasangan, sebaliknya jika data tidak berdistribusi normal maka menggunakan Uji *Mann Whitney*.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian dilakukan dengan menggunakan 24 saham syariah yang masuk dalam Jakarta Islamic Index (JII) pada periode 2017 dan 8 saham nonsyariah.

**Tabel 2. Saham Syariah**

No	Kode	Nama Saham
1	ADRO	Adaro Energy Tbk.
2	AKRA	AKR Corporindo Tbk.
3	ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk.
4	ASII	Astra Internasional Tbk.
5	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.
6	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.
7	INCO	Vale Indonesia Tbk.
8	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
9	KLBF	Kalbe Farma Tbk.
10	LPKR	Lippo Karawaci Tbk.
11	LPPF	Matahari Department Store Tbk.
12	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk.
13	MYRX	Hanson International Tbk.
14	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.
15	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk.
16	PTPP	PP (Persero) Tbk.
17	PWON	Pakuwon Jati Tbk.
18	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.
19	SMRA	Summarecon Agung Tbk.
20	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.
21	UNTR	United Tractors Tbk.
22	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
23	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.
24	WSKT	Waskita Karya (Persero) Tbk.

Tabel 3. Saham Nonsyariah

No	Kode	Nama Saham
1	ALTO	Tri Banyan Tirta Tbk.
2	DLTA	Delta Jakarta Tbk.
3	GGRM	Gudang Garam Tbk.
4	HMSP	HM Sampoerna Tbk.
5	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk.
6	RMBA	Bentoel Internasional Investama Tbk.
7	SIDO	Industri Jamu dan Farmasi Sd Mncl Tbk.
8	WIIM	Wismilak Inti Makmur Tbk.

Berdasarkan pada tabel 2 dan tabel 3, kemudian dihitung return realisasian mingguan dengan menggunakan data historis *adjusted closing price*. Setelah itu bisa dihitung *return* ekspektasian, risiko, dan koefisien variasi pada saham syariah dan nonsyariah dalam bentuk mingguan pada periode 2017. Untuk data *return* realisasian diperoleh data sebanyak 416 saham nonsyariah dan 1.248 saham syariah dengan data *return* mingguan. Adapun untuk risiko dan koefisien variasi, dengan menggunakan basis mingguan diperoleh masing-masing data sebanyak 416 saham nonsyariah dan 1.248 saham syariah. Berikut disajikan statistik deskriptif untuk masing-masing variabel:

Tabel 4. Statistik Deskriptif

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
ReturnNonsyariah	416	,0016	,04252	-,30	,20
ReturnSyariah	1248	-,0004	,04014	-,22	,19
RisikoNonsyariah	416	,0180	,01940	,00	,17
RisikoSyariah	1248	,0169	,01087	,00	,09
KoVarNonsyariah	416	22,1218	88,54339	-84,32	947,47
KoVarSyariah	1248	10,9231	72,83815	-249,04	1129,60

### Uji Normalitas

Tabel 5. Uji One-Sample Kolmogorov-Smirnov

		Return-Nonsyariah	Return-Syariah	Risiko Nonsyariah	Risiko-Syariah	KoVar Nonsyariah	KoVarSyariah
N		416	1248	416	1248	416	1248
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0016	-,0004	,0180	,0169	22,1218	10,9231
	Std. Deviation	,04252	,04014	,01940	,01087	88,5433	72,83815
	Absolute	,100	,057	,212	,084	,430	,416
Most Extreme Differences	Positive	,100	,057	,212	,084	,430	,416
	Negative	-,097	-,055	-,177	-,070	-,304	-,321
Kolmogorov-Smirnov Z		2,036	2,015	4,319	2,976	8,763	14,694

Asymp. Sig. (2-tailed)	,001	,001	,000	,000	,000	,000
a. Test distribution is Normal.						
b. Calculated from data.						

Dari tabel 4 dapat ditulis hasil yang diperoleh. Kemudian dari hasil ini dapat dikaitkan dengan pengujian selanjutnya yang dilakukan, sebagaimana tercantum pada tabel 6.

**Tabel 6. Hasil One-Sample Kolmogorov Smirnov Test**

	Saham	Sig.	Keterangan		Pengujian
Return	Saham Syariah	0,001	Tidak normal	berdistribusi	<i>Mann-Whitney U</i>
	Saham Nonsyariah	0,001	Tidak normal	berdistribusi	<i>Mann-Whitney U</i>
Risiko	Saham Syariah	0,000	Tidak normal	berdistribusi	<i>Mann-Whitney U</i>
	Saham Nonsyariah	0,000	Tidak normal	berdistribusi	<i>Mann-Whitney U</i>
Koefisien Variasi	Saham Syariah	0,000	Tidak normal	berdistribusi	<i>Mann-Whitney U</i>
	Saham Nonsyariah	0,000	Tidak normal	berdistribusi	<i>Mann-Whitney U</i>

Sumber: Data diolah

### Uji Mann Whitney U

Penelitian ini dalam pengujian hipotesis menggunakan *Mann-Whitney U* dengan tingkat signifikansi sebesar 5% (0,05).

H<sub>0</sub>: tidak terdapat perbedaan rata-rata

H<sub>1</sub>: terdapat perbedaan rata-rata

Menurut Ghozali (2016), jika hasil uji *Mann-Whitney U* menunjukkan nilai signifikansi atau *asympt. sig. (2-tailed)* lebih kecil dari probabilitas 0,05, maka hipotesis alternatif (H<sub>a</sub>) diterima. Sebaliknya, jika nilai signifikansi atau *asympt. sig. (2-tailed)* lebih besar dari probabilitas 0,05, maka hipotesis alternatif (H<sub>a</sub>) ditolak. Tabel 7 disajikan hasil dari output SPSS untuk Uji Mann Whitney U.

**Tabel 7. Uji Mann Whitney U**

	Return	Risiko	KoefVar
Mann-Whitney U	250010,000	228061,000	235287,000
Wilcoxon W	1029386,000	314797,000	1014663,000
Z	-1,128	-3,714	-2,863
Asymp. Sig. (2-tailed)	,259	,000	,004

a. Grouping Variable: Kategori

Tabel 8. Kesimpulan dari Uji Mann Whitney U

	Nilai Z	Sig.	$\alpha$	Keputusan H <sub>a</sub>	Kesimpulan
Return	-1,128	0,259	0,05	Ditolak	Tidak terdapat perbedaan <i>return</i> saham syariah dan nonsyariah
Risiko	-3,714	0,000	0,05	Diterima	Terdapat perbedaan risiko saham syariah dan nonsyariah
Koefisien Variasi	-2,863	0,004	0,05	Diterima	Terdapat koefisien variasi saham syariah dan nonsyariah

Sumber: Data diolah

### Perbandingan antara tingkat pengembalian saham syariah dengan saham nonsyariah

Berdasarkan pada tabel 8, nilai *p-value* (sig) dari variabel tingkat pengembalian (*return*) mingguan yaitu sebesar 0,103. Nilai *p-value* (sig) lebih besar dari nilai  $\alpha$  (0,05), hal ini berarti hipotesis alternatif 1 (Ha1) ditolak atau hipotesis awal (Ho) diterima. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *return* mingguan antara saham syariah dengan saham nonsyariah. Penelitian sebelumnya yang menunjukkan hasil yang sama dengan penelitian ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Kasanah dan Worokinasih (2018) yang memperoleh hasil tidak terdapat perbedaan *return* saham bulanan JII dengan IDX30 pada periode 2014-2016. Penelitian lain yang dilakukan oleh Majid dan Windaswari (2015) dengan model studi peristiwa untuk menguji efek Idul Fitri, akhir pekan, bulan Januari, dan Ramadhan menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan antara *return* saham harian dari JII dan LQ-45.

Berdasarkan hasil penelitian ini dan penelitian sebelumnya, dapat diduga bahwa minat mayoritas investor berinvestasi di Indonesia belum sepenuhnya melihat indeksasi syariah, seperti JII dan ISSI, meskipun perusahaan yang masuk dalam daftar JII telah melalui proses *screening* yang cukup ketat. Selain itu, bisa jadi tidak adanya perbedaan *return* tersebut dapat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi secara makro di tahun 2017 yang menyebabkan *return* pasar (IHSG) atau rata-rata emiten mengalami perubahan harga yang sama secara keseluruhan.

### Perbandingan antara risiko saham syariah dengan saham nonsyariah

Dapat dilihat pada tabel 8 bahwa *p-value* (sig) dari variabel risiko yang diprosikan dengan deviasi standar adalah sebesar 0,000. Nilai *p-value* (sig) tersebut memperlihatkan nilai yang lebih kecil dari nilai  $\alpha$  (0,05), itu artinya dapat dikatakan bahwa Ha2 diterima atau Ho ditolak. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan antara risiko pada saham syariah dengan saham nonsyariah. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Kasanah dan Worokinasih (2018) yang tidak menemukan perbedaan risiko antara saham syariah dengan nonsyariah.

Dengan melihat karakteristik data pada statistik deskriptif pada tabel 4, diketahui bahwa *mean* atau rata-rata deviasi standar (risiko) untuk saham syariah lebih kecil dibandingkan dengan saham nonsyariah. Dari hal tersebut bisa disimpulkan bahwa risiko untuk perusahaan yang masuk pada JII (saham syariah) lebih kecil dibandingkan dengan saham nonsyariah.

### **Perbandingan antara koefisien variasi saham syariah dengan saham nonsyariah**

Di dalam tabel 8, ditunjukkan bahwa *p-value* (sig) dari variabel koefisien variasi sebesar 0,004. *P-value* tersebut lebih kecil dibandingkan dengan nilai  $\alpha$  (0,05), itu artinya bahwa  $H_3$  diterima atau  $H_0$  ditolak. Dari hasil tersebut dapat dikatakan bahwa terdapat perbedaan antara koefisien variasi saham syariah dengan saham nonsyariah.

Adanya perbedaan antara koefisien variasi pada saham syariah dan nonsyariah dapat artikan bahwa dari sisi risiko yang terkait dengan *return* ekspektasian jika dilihat pada nilai *mean* koefisien variasi pada tabel 4, bahwa koefisien variasi saham syariah secara rata-rata lebih kecil dibandingkan dengan saham nonsyariah 10,92 dibandingkan dengan 22,12. Nilai koefisien variasi yang lebih kecil diartikan rata-rata aktiva semakin baik (Hartono, 2017). Hal tersebut bisa dikatakan bahwa ke depan saham-saham syariah memiliki potensi yang sangat besar dalam menghasilkan *return*.

### **SIMPULAN**

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan terhadap perbandingan *return*, risiko, dan koefisien variasi antara saham syariah dengan nonsyariah bisa dibuat kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan antara tingkat pengembalian (*return*) mingguan saham syariah dengan saham nonsyariah dengan tingkat signifikansi sebesar 5%, terdapat perbedaan antara risiko saham syariah dengan saham nonsyariah dengan tingkat signifikansi sebesar 5%, terdapat perbedaan koefisien variasi (risiko dibagi *return* ekspektasian) saham syariah dengan saham nonsyariah dengan tingkat signifikansi 5%.

Saran yang dapat diberikan adalah investor tentunya bisa memutuskan untuk memilih saham yang memiliki risiko yang lebih rendah dengan tingkat *return* yang sama baik untuk saham syariah maupun saham nonsyariah. Kedua, dengan tingkat *return* yang sama, investor tentunya lebih memilih saham syariah karena bisa dipastikan bahwa aktivitas emiten tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Ketiga, bagi penelitian selanjutnya, sebaiknya menggunakan total *return* yang terdiri atas *capital gain* (*loss*) dan *yield* (dividen) untuk ukuran tingkat pengembalian (*return*) dari investasi saham.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abbes, Mouna Boujelbène. (2012). Risk and Return of Islamic and Conventional Indices. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, Vol. 5 No. 1, pp. 1-23.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. (2001). *Manajemen Keuangan*, terjemahan Dodo Suharto dan Herman Wibowo. Edisi Kedelapan. Jakarta: Erlangga.
- Cowton, C.J., In Andreas R. Prindl, dan B. Prodhon. (1994). The Development of Ethical Investment Products. *Ethical Conflicts in Finance*, Blackwell, Oxford.
- DeLorenzo, Y. (2001). Shariah Supervision of Islamic Mutual Funds. *Paper in Proceedings of Fifth Harvard University Forum on Islamic Finance, Harvard University*.
- Djazuli, A. (2011). *Kaidah-Kaidah Fikih: Kaidah-Kaidah Hukum Islam dalam Menyelesaikan Masalah yang Praktis*. Jakarta: Kencana.
- Ghozali, Imam. (2016). *Statistik Nonparametrik: Teori dan Aplikasi dengan Program IBM SPSS 23*. Edisi Kedua. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Halim, Abdul. (2015). *Analisis Investasi dan Aplikasinya*. Jakarta : Salemba Empat.
- Hartono, Jogyanto. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kesebelas. Yogyakarta: BPFE.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. (2008). *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Edisi Revisi. Jakarta: Kencana.
- Hussein, Khaled dan Muhammed Omran. (2005). Ethical Investment Revisited: Evidence from Dow Jones Islamic Indexes. *Journal of Investing*, Vol. 14 No. 3, pp. 105-126.
- Jones, Charles P. (2002). *Investment Analysis and Management*. 8th Edition. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Karim, Bakri Adul, Ernaflovia Datip, dan Muhd Hafiz MohdShukri. (2014). Islamic Stock Market Versus Conventional Stock Market. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. II, Issue 11, Nov 2014.
- Kasanah, Herni Ruliatul dan Saparila Worokinasih. (2018). Analisis Perbandingan Return dan Risk Saham Syariah dengan Saham Konvensional (Studi pada Jakarta Islamic Index (JII) dan IDX30 Periode 2014-2016). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, Vol. 58, No. 2 Mei 2018.
- Majid, M. Shabri Abd. dan Cut Windaswari. (2015). Analisis Return dan Kalender Anomali: Studi Komparatif Antara Saham Syariah dan Konvensional di Indonesia. *Human Falah*, Vol. 2 No. 1, Hal. 29-49.

- McGowan, C. dan Junaina, M. (2010). The Theoretical Impact of The Listing of Syariah Approved Stocks on Stock Price and Trading Volume. *International Business and Economics Research Journal*, Vol. 9 No. 3, pp. 11-19.
- Muthoharoh dan Sutapa. (2014). Perbandingan Saham Berbasis Syariah dengan Saham Konvensional Sebagai Analisa Kelayakan Investasi Bagi Investor Muslim. *Jurnal Akuntansi Indonesia*, Vol. 3, No. 2 Juli 2014, Hal. 101-112.
- Pardiansyah, Elif. (2017). Investasi dalam Perspektif Ekonomi Islam: Pendekatan Teoritis dan Empiris. *Economica: Jurnal Ekonomi Islam*, Vol. 8 No. 2, Hal. 337-373.
- Reddy, Krishna dan Mingli Fu (2014). Does Shariah Compliant Stocks Perform Better than the Conventional Stocks? A Comparative Study Stocks Listed on the Australian Stock Exchange. *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol 6, No 2, pp. 155-170.
- Sutedi, Adrian. (2011). Pasar Modal Syariah. Jakarta: Sinar Grafika.
- Suryomurti, Wiku. (2011). *Super Cerdas Investasi Syariah*. Jakarta: Qultum Media.
- Syafrida, Ida; Indianik Aminah; dan Bambang Waluyo. (2014). Perbandingan Kinerja Instrumen Investasi Berbasis Syariah dengan Konvensional pada Pasar Modal di Indonesia. *Al-Iqtishad*, Vol. VI, No. 2, Juli 2014, Hal. 195-206.
- Wee, Ching Pok. (2012). Analysis of Syariah Quantitative Screening Norms Among Malaysia Syariah-compliant Stocks. *Investment Management and Financial Innovations*, Vol 9, No.2.