

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian penelitian terdahulu yang dijadikan rujukan oleh peneliti antara lain:

1. Penelitian yang pertama, oleh Mifrahi (2012), tentang “*Perbandingan Kinerja Saham Syari’ah Berbasis Syari’ah Stock Screening Yang Berlaku Di Indonesia, Malaysia Dan Gabungan Keduanya*”. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah dengan penerapan syari’ah stock screening yang berlaku di negara Malaysia akan menghasilkan kinerja saham yang lebih baik begitupun sebaliknya atau gabungan dari keduanya. Kemudian penelitian ini juga menyimpulkan bahwa *market performace* DES Indonesia dengan DES yang disaring dengan *syari’ah stock screening* Malaysia yang diukur dari pengukur M^2 tidaklah berbeda secara nyata. Hasil pengujian hipotesis perbandingan market performance DES Indonesia dengan DES yang disaring menggunakan *syari’ah stock screening* Malaysia menunjukkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) dibagi 2 (0.731/2) lebih dari nilai alpha (0.05) dengan kata lain bahwa, kinerja saham syari’ah Indonesia dengan Malaysia berbeda secara deskriptif, namun tidak secara statistik.

2. Kemudian penelitian oleh Rahmawati (2008) tentang “*Analisis penilaian kinerja reksa dana syariah campuran menggunakan risk- adjusted return method : Studi komparasi Indonesia dan Malaysia*” (periode november 2004 - Mei 2007) yang mana bertujuan untuk memberikan gambaran mengenai kinerja reksadana syariah campuran yang terdapat di Indonesia dan Malaysia selama November 2004 Mei 2007 dengan menggunakan risk-adjusted return. Metode pengukuran kinerja ini memperhitungkan faktor risiko dan tingkat pengembalian (return) dari portofolio.
3. Liyanasari (2014) dengan judul “*Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio Optimal pada Saham Syariah Indonesia dan Saham Syariah Malaysia Periode 2009-2012*”. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Model Sharpe's Model, Treynor's Model* dan *Jensen's Model*. Menyimpulkan bahwa hipotesis alternatif diterima yang berarti terdapat perbedaan signifikan antara kinerja portofolio optimal saham syariah Indonesia dan saham syariah Malaysia baik diukur berdasarkan model *Sharpe's Model, Treynor's Model* dan *Jensen's Model*. Dan dari hasil uji statistic didapatkan hasil bahwa kinerja saham syariah Indonesia lebih rendah dari kinerja saham syariah Malaysia.
4. Muizuddin (2011) dengan judul “*Kinerja Reksadana Syariah Di Indonesia Periode 2008-2010 Dengan Metode Risk Adjusted Return*”. Penelitian ini menyimpulkan bahwa Kinerja dengan metode *treynor* dan *jensen* memiliki hasil kinerja yang lebih baik di banding dengan kinerja metode *sharpe*. Ini berarti bahwa portofolio belum terdiversifikasi sempurna, karena kinerja

portofolio yang kurang terdiversifikasi menjadi lebih tinggi pada *rasio Treynor* dan *Jensen Alpha* dibandingkan dengan *rasio Sharpe*. Hal ini muncul sebagai akibat dari adanya komponen risiko non-sistematis pada rasio Sharpe. Sedangkan, Jika portofolio telah terdiversifikasi sempurna, maka rasio *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen Alpha* akan memberi peringkat kinerja yang sama bagi portofolio. Hal ini disebabkan oleh total variance yang sama dengan systemic variance pada portofolio yang terdiversifikasi sempurna.

5. Dewi dan Ferdian (2012) dengan judul "*Evaluating Performance of Islamic Mutual Funds in Indonesia and Malaysia*". Penelitian ini, menyatakan bahwa Malaysia memiliki kinerja reksadana syariah yang lebih baik dibandingkan dengan kinerja reksadana syariah yang ada di Indonesia dengan menggunakan metode *Sharpe model*, *Treynor*, *Jensen*, *Snail Trail* dan *Market Timing* yaitu dengan melihat perbandingan return dan risk saham dari kedua negara tersebut.

Persamaan dan perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang telah dipaparkan diatas yaitu dari segi:

1. Tujuan Penelitian

Persamaan terdapat pada inti dari beberapa penelitian terdahulu yang ada yaitu untuk mengetahui kinerja saham-saham syariah baik di Indonesia maupun di Malaysia ataupun keduanya. Adapun perbedaan juga terdapat pada inti dari tujuan penelitian ini yaitu untuk mengetahui kinerja dari

saham syariah di Indonesia dan Malaysia serta untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan di antara keduanya.

2. Objek Penelitian

Objek dari penelitian di atas bermacam-macam, namun kesemuanya focus pada pasar modal syariah seperti saham syariah, reksadana saham syariah, indeks saham syariah, dan lain-lain. Penelitian ini lebih spesifik pada saham syariah di Indonesia yang tergabung di JII dan saham syariah Malaysia yang tergabung dalam FBMS.

3. Metode Analisis

Dalam penelitian ini metode analisis yang digunakan yaitu gabungan dari beberapa metode dari penelitian sebelumnya dan hanya berbeda jumlah metode yang digunakan.

4. Tempat/ Lokasi Penelitian

Pada penelitian ini tempat yang dijadikan sebagai lokasi penelitian adalah Indonesia dan Malaysia.

5. Jangka Waktu Penelitian

Jangka waktu yang diambil oleh penelitian penelitian sebelumnya dimulai dari tahun 2004 sampai dengan 2012. Sedangkan jangka waktu pada penelitian ini yaitu mulai dari tahun 2011 hingga tahun 2015.

B. Kerangka Teori

1. Investasi

Menurut Iman (2008:4), investasi pada dasarnya adalah pengorbanan yang dilakukan di masa sekarang untuk mengharapkan

imbalan yang akan terjadi di masa yang akan datang. Dalam berinvestasi, ada hukum yang menyatakan bahwa risiko dan imbalan (return) selalu sebanding. Investasi yang menawarkan risiko kecil biasanya keuntungannya juga tidak seberapa. Ada pula investasi yang menjanjikan keuntungan lebih besar, namun diikuti oleh risiko yang tinggi pula, inilah hukum dasar investasi.

Investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang. Pada umumnya investasi dapat dibedakan menjadi 2, yaitu: investasi pada aset aset finansial misalnya berupa sertifikat, deposito, surat berharga dll. Kemudian ada investasi pada aset aset riil dapat berbentuk pembelian aset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan dan lain sebagainya (Halim, 2005:4).

Setiap negara yang ingin mencapai kemajuan seperti yang telah dialami oleh negara maju harus memahami cara cara yang telah ditempuh oleh negara maju . setiap negara berkembang akan saling berlomba mendapatkan investor internasional untuk mencapai kemajuan yang diidamkan. Beberapa faktor yang harus dipertimbangkan oleh investor internasional untuk melakukan investasi di suatu negara, yaitu pra kondisi, adalah sebagai berikut: stabilitas politik, konsistensi penegakan hukum, sistem dan prospektif ekonomi dan keadilan sosial (Samsul, 2006:4).

Instrumen instrumen investasi di pasar modal semakin hari semakin berkembang. Dengan latar belakang mayoritas penduduk muslim, instrumen investasi di pasar modal juga bergerak memunculkan produk produk investasi berbasis syariah, ada saham syariah, obligasi syariah, serta reksadana syariah. Investasi syariah merupakan salah satu ajaran dari konsep islam. Hal ini dapat dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena menggunakan norma syariah, sekaligus merupakan hakikat dari sebuah ilmu dan amal, oleh karenanya investasi sangat dianjurkan bagi setiap muslim (Huda, Nasution, 2008:18)

Hal tersebut dijelaskan dalam Al-Qur'an surat al-Hasyr ayat 18 sebagai berikut:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ
وَاتَّقُوا اللَّهَ ۚ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ

Artinya:

“Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, sesungguhnya Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan”.

Dalam Surat Al-Baqarah ayat 219 Allah juga berfirman:

وَيَسْأَلُونَكَ مَاذَا يُنْفِقُونَ قُلِ الْعَفْوَ ۗ كَذَلِكَ يُبَيِّنُ اللَّهُ لَكُمْ الْآيَاتِ
لَعَلَّكُمْ تَتَفَكَّرُونَ

Artinya:

“Dan mereka bertanya kepadamu tentang khamar dan judi. Katakanlah: "Pada keduanya terdapat dosa yang besar dan beberapa manfaat bagi manusia, tetapi dosa keduanya lebih besar dari manfaatnya". Dan mereka bertanya kepadamu apa yang mereka nafkahkan. Katakanlah: "Yang lebih dari keperluan". Demikianlah Allah menerangkan ayat-ayat-Nya kepadamu supaya kamu berfikir”.

Ayat diatas menjelaskan bahwa setelah kita mencukupi keperluan hidup, kita diperintahkan untuk bersedekah. Memberikan sedekah atau infaq dalam bentuk aset investasi akan mendorong terciptanya prospek bisnis dan lapangan kerja baru. Selanjutnya, diharapkan masyarakat akan mendapatkan kesempatan untuk berkerja dan memiliki pendapatan yang layak untuk kehidupannya (Suryomurti, 2011:10).

Kini, dunia investasi modern tidak lagi mengarah pada jenis investasi konvensional seperti emas atau tanah, dunia investasi modern sudah mengarah pada instrumen investasi yang sangat bervariasi berupa kertas berharga atau efek baik bersifat ekuitas beserta turunannya maupun efek yang bersifat utang beserta turunannya. Di bursa luar negeri yang sudah relatif maju, jenis efek yang menjadi instrumen investasi memiliki tingkat keragaman yang tinggi, tidak hanya terbatas pada saham atau obligasi saja. Saham dan obligasi yang diperdagangkan memiliki banyak turunan berupa efek derivatif, misalnya waran, opsi, indeks dan sebagainya. Instrumen seperti ini hanya ada di pasar modal dan tercatat serta diperdagangkan di bursa efek (Firmansyah, 2010:110).

2. Pasar Modal

Menurut iman (2008:19), pasar modal adalah tempat bertransaksi surat berharga yang berjangka panjang. Surat berharga tersebut diperdagangkan dalam bursa (*stock exchange*) maupun secara langsung (*over the counter/ OTC*).

Sementara itu, dalam pasar modal, instrumen yang ditawarkan adalah saham, obligasi, dan produk derivatif lainnya. Investor dapat menanamkan modalnya dengan cara membaeli saham atau berperan sebagai kreditor dengan cara membeli obligasi. Apabila anda membeli saham, anda mengharapkan pertumbuhan dari perusahaan tempat anda berinvestasi. Apabila perusahaan bertumbuh, anda akan menikmati keuntungan dari deviden yang dibayarkan dan naiknya harga saham yang anda miliki (*capita gain*). Sementara apabila anda membeli obligasi, anda akan menerima pembayaran bunga dan pelunasan pokok pinjaman pada saat obligasi tersebut jatuh tempo (Iman, 2008: 21).

Menurut Samsul (2006:43-45), tujuan dan manfaat pasar modal dapat dilihat dari 3 sudut pandang, yaitu:

a. Sudut Pandang Negara

Pasar modal dibangun dengan tujuan menggerakkan perekonomian suatu negara melalui kekuatan swasta dan mengurangi beban negara.

b. Sudut Pandang Emiten

Pasar modal merupakan sarana untuk mencari tambahan modal.

c. Sudut Pandang Masyarakat

Masyarakat memiliki sarana baru untuk menginvestasikan uangnya. Investasi yang semula dilakukan dalam bentuk deposito, emas, tanah, atau rumah sekarang dapat dilakukan dalam bentuk saham.

Bentuk instrumen di pasar modal disebut efek, yaitu surat berharga yang berupa (Samsul, 2006:43-45):

a. Saham (Stock)

Saham adalah tanda bukti memiliki perusahaan di mana pemiliknya disebut juga sebagai pemegang saham (*shareholder* atau *stockholder*). Bukti bahwa seseorang atau suatu pihak dapat dianggap sebagai pemegang saham adalah apabila mereka sudah tercatat sebagai pemegang saham dalam buku Daftar Pemegang Saham (DPS).

Jenis saham ada dua, yaitu: saham preferen (*preferred stock*), yaitu jenis saham yang memiliki hak terlebih dahulu untuk menerima laba dan memiliki hak laba kumulatif. Hak kumulatif adalah hak untuk mendapatkan laba yang tidak dibagikan pada suatu tahun yang mengalami kerugian, tetapi akan dibayar pada tahun yang mengalami keuntungan, sehingga akan menerima laba dua kali. Yang kedua adalah saham biasa (*common stock*), yaitu jenis saham yang akan menerima bagian laba setelah laba saham preferen dibagikan.

Keuntungan saham biasa adalah memiliki hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

b. Obligasi (*Bonds*)

Obligasi berdasarkan definisinya adalah suatu surat berharga jangka panjang yang bersifat hutang yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi dengan kewajiban membayar bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok pada saat jatuh tempo kepada pemegang obligasi. Pihak yang membeli obligasi disebut pemegang obligasi (*bondholder*) dan akan menerima kupon sebagai pendapatan dari obligasi yang dibayarkan setiap 3 bulan atau 6 bulan sekali. Pada saat pelunasan obligasi oleh perusahaan, pemegang obligasi akan menerima kupon dan pokok obligasi.

c. Waran

Waran adalah hak untuk membeli saham pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu. Waran tidak saja dapat diberikan kepada pemegang saham lama, tetapi juga sering diberikan kepada pemegang obligasi sebagai pemanis (*sweetener*) pada saat perusahaan menerbitkan obligasi. Harga waran sudah ditetapkan di muka sebesar di atas harga pasar saat diterbitkan. Jangka waktu tertentu berarti setelah 6 bulan, atau dapat setelah 3 tahun, 5 tahun, atau 10 tahun. Pemegang waran tidak akan menderita kerugian seandainya waran tidak bisa dilaksanakan.

d. Indeks Saham dan Indeks Obligasi (Produk Derevatif)

Contoh produk derivative di pasar modal adalah indeks harga saham dan indeks kurs obligasi. Indeks saham dan indeks obligasi adalah angka indeks yang diperdagangkan untuk tujuan spekulasi dan lindung nilai (*hedging*). Perdagangan yang dilakukan tidak memerlukan penyerahan barang secara fisik, melainkan hanya perhitungan untung rugi dari selisih antara harga beli dan harga jual. Berbeda dengan saham, obligasi, bukti right dan waran, indeks saham dan indeks obligasi diperdagangkan secara berjangka.

Disadari bahwa mayoritas penduduk Indonesia adalah muslim sehingga salah satu upaya pengembangan pasar modal adalah perlu adanya produk syariah. Bapepam-LK selaku otoritas pasar modal telah menerbitkan peraturan khusus tentang efek bersifat syariah baik efek bersifat ekuitas, efek bersifat utang maupun reksadana. Peraturan efek yang berdasarkan prinsip syariah ini dituangkan dalam peraturan Bapepam No.IX.A.13 melalui keutusan ketua Bapepam-LK No. Kep-130/BL/2006 tanggal 23 November tahun 2006 yang disempurnakan dengan keputusan ketua Bapepam-LK No. Kep-181/BL/2009 tanggal 30 juni 2009 (Firmansyah, 2010: 139).

Menurut Firmansyah (2010: 137), instrumen instrumen investasi di pasar modal semakin berkembang. Dengan latar belakang mayoritas penduduk muslim, instrumen investasi di pasar modal juga bergerak memunculkan produk produk investasi berbasis syariah, ada saham

syariah, obligasi syariah, serta reksadana syariah. Instrumen berbasis syariah dibentuk dengan tujuan memberikan sarana dan alternatif investasi dan pembiayaan yang berbasis syariah. Munculnya instrumen syariah di pasar modal Indonesia sipelopori oleh PT Danareksa Asset Management yang menerbitkan reksadan syariah pada 3 Juli 1997. Kemudian pada 3 juli 2000, PT Danareksa Asset Management bekerjasama dengan PT Bursa Efek Jakarta (kini Bursa Efek Indonesia) meluncurkan Jakarta Islamic Index (JII) yang bisa dipergunakan sebagai acuan dalam menilai perkembangan harga saham berbasis syariah.

Meski instrumen pasar modal syariah telah diperkenalkan sejak 1997, namun secara formal, peluncuran pasar modal dengan prinsip prinsip syariah islam dilakukan pada 14 maret 2003. Pada kesempatan ini ditandatangani nota kesepahaman atau kerjasama antara Bapepam-LK dengan Dewan Syariah Nasional- Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), yang dilanjutkan dengan nota kesepahaman antara DSN-MUI dengan SRO. Lalu lahir beberapa fatwa MUI tentang ketentuan operasional pasar modal syariah hasil kerjasama dengan Bapepam-LK. Di antaranya fatwa No.20/DSN-MUI/IX/2000 tentang pedoman pelaksanaan investasi untuk reksadana syariah. Fatwa No. 32 DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah dan fatwa No. 33 DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah mudharabah (Firmansyah, 2010: 137).

3. Kinerja Pasar (Market Performance)

Kinerja pasar (*market Performance*) merupakan gambaran dari kinerja pasar saham yang dapat dilihat melalui pergerakan atau gejolak harga pasar. Penilaian kinerja saham ini, bertujuan untuk mencari tahu dan memprediksi apa yang diharapkan dalam investasi. Menurut Lyanasari (2014), tujuan penilaian kinerja pasar adalah untuk mengetahui dan menganalisis apakah portofolio yang dibentuk telah dapat meningkatkan kemungkinan tercapainya tujuan investasi sehingga dapat diketahui portofolio mana yang memiliki kinerja yang lebih baik jika ditinjau dari tingkat pengembalian dan risikonya masing-masing. Metode untuk penilaian kinerja ini pada umumnya terdapat 4 model pemilihan objektif yang dikenal yaitu *Treynor's model*, *Sharpe's Model*, *Jensen's model*, dan *Black's model* atau *Appraisal Ratio*. (Samsul, 2006:362). Sedangkan dalam buku yang dikarang oleh Manurung (2008: 135) tentang Reksadana Investasiku, menambahkan metode yang ke-5 yaitu *Snail Trail*.

Dalam penelitian ini, penulis menggabungkan beberapa metode yang digunakan oleh peneliti peneliti sebelumnya menjadi 5 metode yaitu:

a. Sharpe's Model

Dalam metode ini kinerja saham diukur dengan cara membandingkan antara premi risiko saham (yaitu selisih rata rata tingkat pengembalian saham dengan rata rata tingkat bunga bebas risiko) dengan risiko saham yang dinyatakan dengan standar deviasi

(total risiko). Secara matematis Sharpe's Model dirumuskan sebagai berikut (Halim, 2005: 68):

$$S_i = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad \text{-----} \quad 2.1$$

Keterangan:

S_i = Sharpe's Model Saham i

R_i = rata rata tingkat pengembalian saham i

R_f = rata rata atas bunga investasi bebas risiko

σ_i = standar deviasi dari tingkat pengembalian saham i

$R_i - R_f$ = premi risiko saham i

Rumus tersebut pada hakikatnya menghitung kemiringan garis yang menghubungkan saham yang berisiko dengan bunga bebas risiko. Kemiringan garis tersebut dinyatakan dengan $(R_p - R_f) / \alpha_p$. Demikian, semakin besar kemiringan garis tersebut berarti semakin baik saham yang membentuk garis tersebut. Karena, semakin besar rasio premi risiko saham terhadap standar deviasi dapat dikatakan bahwa kinerja saham tersebut semakin baik.

Sharpe's Model ini relevan digunakan untuk investor yang menanamkan dananya hanya atau sebagian besar pada saham tersebut, sehingga risiko saham dinyatakan dalam standar deviasi.

b. Treynor's Model

Dalam metode ini kinerja saham diukur dengan cara membandingkan antara premi risiko saham (yaitu selisih rata rata tingkat pengembalian saham dengan rata rata bunga bebas risiko) dengan risiko saham yang dinyatakan dengan beta (risiko pasar atau risiko sistematis). Secara matematis Treynor's Model dirumuskan sebagai berikut (Halim, 2005: 69):

$$T_i = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad \text{2.2}$$

Keterangan:

T_i = Treynor's Model saham i

R_i = rata rata tingkat pengembalian saham i

R_f = rata-rata atas bunga investasi bebas risiko

β_i = beta saham i (risiko pasar atau risiko sistematis)

$R_i - R_f$ = premi risiko saham i

Indeks Treynor ini relevan digunakan untuk investor yang memiliki berbagai saham atau menanamkan dananya pada berbagai rekadana (*mutual funds*), atau melakukan deversifikasi pada berbagai saham, sehingga risiko saham dinyatakan dalam beta (β), yaitu risiko pasar atau risiko sistematis.

c. Jensen's Model

Metode ini didasarkan pada konsep garis pasar sekuritas (*security market line-SML*) yang merupakan garis yang menghubungkan portofolio pasar dengan kesempatan investasi yang bebas risiko, sehingga secara matematis dirumuskan $R_p = R_f + (R_m - R_f) \beta_p$. Kemiringan SML dinyatakan sebagai $(R_m - R_f) / \beta_p$, dan konstantanya adalah R_f . Dalam keadaan ekuilibrium semua portofolio diharapkan berada pada SML. Jika terjadi penyimpangan, artinya jika dengan risiko yang sama tingkat pengembalian suatu portofolio berbeda dengan tingkat pengembalian pada SML, maka perbedaan tersebut disebut dengan Jensen's Model, dimana risikonya dinyatakan dalam beta (risiko pasar atau risiko sistematis). Apabila tingkat pengembalian aktual dari suatu portofolio lebih besar dari tingkat pengembalian yang sesuai dengan persamaan SML, berarti Jensen's Model akan bernilai positif. Sebaliknya, apabila tingkat pengembalian aktual dari suatu portofolio lebih kecil dari tingkat pengembalian yang sesuai dengan persamaan SML, berarti Jensen's Model akan bernilai negatif.

Berdasarkan uraian di atas, maka Jensen's Model dapat dirumuskan sebagai berikut (Halim, 2005: 70):

$$J_i = (R_i - R_f) - (R_m - R_f) / \beta_i \dots\dots\dots 2.3$$

Keterangan:

J = Jensen's Model saham i

R_i = rata-rata tingkat pengembalian saham i

R_f = rata-rata bunga investasi bebas risiko

R_m = rata-rata tingkat pengembalian pasar (diwakili oleh IHSG)

β_i = beta saham i (risiko pasar atau risiko sistematis)

$R_i - R_f$ = premi risiko saham i

$R_m - R_f$ = premi risiko pasar

d. Appraisal Ratio

Model Treynor & Black disebut juga dengan istilah *Appraisal Ratio* menyeleksi saham dalam portofolio dengan memperhatikan risiko pasar dan risiko spesifik, karena suatu saham selalu mengandung risiko pasar dan risiko spesifik. Rata rata tingkat pengembalian setelah dikurangi dengan tingkat pengembalian minimum (CPAM) disebut *alpha*. Oleh karena itu alpha (α) tersebut harus dikoreksi dengan risiko spesifik.

Berdasarkan penjelasan diatas maka *Appraisal Ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut (Samsul, 2006: 368):

$$\text{Appraisal Ratio} = (R_i - R_m) / \beta_i \dots\dots\dots 2.4$$

Di mana:

R_i = rata-rata return saham i

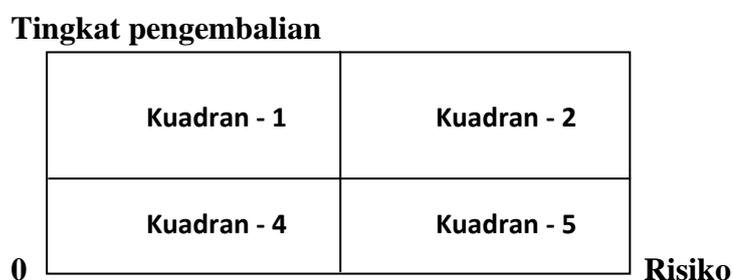
R_m = rata-rata tingkat pengembalian pasar (diwakili IHSG)

β_i = beta saham i

e. Snail Trail Method

Dalam metode ini, kinerja saham diukur dalam jangka panjang. Berbeda dengan metode sebelumnya, metode ini merupakan metode baru dalam mengukur kinerja saham, yaitu dengan melihat tingkat pengembalian dan tingkat risiko. Return dan risiko saham dalam metode ini dibentuk dalam kuadran dimana vertikalnya menyatakan tingkat pengembalian sedangkan horizontalnya menyatakan risiko, kemudian tingkat pengembalian dan risiko saham dimasukkan ke dalam bentuk kuadran dari waktu ke waktu. Dengan hal ini, maka para investor dapat melihat pergerakan saham yang merupakan kebijakan dari manajer investasi. Oleh sebab itu, metode ini sangat dibutuhkan oleh para investor untuk melihat perkembangan yang dilakukan oleh manajer investasi dari waktu ke waktu. Metode ini dapat digambarkan sebagai berikut (Manurung, 2008: 135).

Gambar 2.5
Gambar Kuadran Risk dan Return



Keterangan:

- ❖ Kuadran-1 menjelaskan bahwa nilai tingkat pengembalian yang tinggi dan nilai risiko pasar yang rendah. Kuadran ini sangat digemari oleh para investor.
- ❖ Kuadran-2 menjelaskan bahwa nilai tingkat pengembalian yang tinggi dan nilai risiko pasar yang tinggi pula. Investor yang suka berspekulasi menyukai daerah ini dan umumnya instrumen investasi yang memberikan risiko tinggi mempunyai tingkat pengembalian yang tinggi.
- ❖ Kuadran-3 menjelaskan bahwa nilai tingkat pengembalian yang rendah dan nilai risiko pasar yang tinggi. Kuadran ini tidak banyak disukai oleh para investor.
- ❖ Kuadran-4 menjelaskan bahwa nilai tingkat pengembalian yang rendah dan nilai risiko pasar yang rendah pula. Umumnya dana yang baru dikelola akan terletak pada daerah kuadran ini serta investor yang mendekati pensiun menginginkan hasil pada daerah ini. Untuk membuat pembatas dari risiko rendah dan tinggi serta tingkat pengembalian rendah dan tinggi, maka risiko portofolio dikurangi dengan risiko pembanding (benchmark) dan demikian juga tingkat pengembaliannya. Bila tingkat pengembalian di bawah nol maka tingkat pengembalian portofolio di bawah dari tingkat pengembalian pembanding. Bila risiko di bawah nol maka risiko portofolio di bawah risiko pembanding dan umumnya investor menyukai risiko seperti ini.

4. Return Investasi

Return merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukan. Menurut Hadi (2013: 193), Return saham terdiri dari:

- a. *Yield*, yaitu cash flow atau arus kas yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang saham, biasanya dalam bentuk deviden.
- b. *Capital gain*, atau *capital loss*, yaitu selisih antara harga saham pada saat pembelian dengan harga saham pada saat penjualan. *Capital gain* jika harga saham pada akhir periode lebih tinggi dari harga awalnya, sedangkan *capital loss*, sebaliknya.

Return merupakan imbalan yang diperoleh dari investasi. Return ini dapat dibedakan menjadi 2, yaitu (Halim, 2005: 34)

- a. Return Realisasi (realized return)

Merupakan return yang telah terjadi. Return dihitung berdasarkan data histories, return realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. Return historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasi (ekspekted return) dan risiko dimasa mendatang. Perhitungan return realisasi disini menggunakan return total. Return total merupakan keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu.

b. Return Ekspektasi (Expected Return)

Merupakan return yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. Return ini penting dibandingkan dengan return historis karena return ekspektasian merupakan return yang diharapkan dari investasi yang dilakukan. Perhitungan return ekspektasi dapat dihitung dengan metode nilai ekspektasi yaitu mengalikan masing-masing hasil masa depan dengan probabilitas kejadiannya dan menjumlah semua produk perkalian tersebut.

Pada prinsipnya, komponen suatu return terdiri dari dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). Jika *return* yang diberikan pada investasi pasar modal (saham, obligasi, dan derivasinya) adalah *current income* dan *capital gain/ loss*, maka return total dalam investasi dapat dicari dengan rumus (Hadi, 2013: 194): $\text{Total return} = \text{Current income} + \text{Capital gain/ Loss}$

5. Risiko Investasi

Pengertian Risiko menurut Mamduh dan Hanafi (2014:192), risiko adalah kemungkinan penyimpangan dari hasil yang diharapkan. Ada dua tipe risiko, yaitu:

a. Risiko sistematis (Systematic Risk)

Adalah risiko yang berkaitan dengan kondisi yang terjadi di pasar secara umum, yaitu risiko tingkat bunga, risiko politik, risiko

inflasi, risiko nilai tukar, dan risiko pasar. Disebut pula risiko tidak diversifikasi.

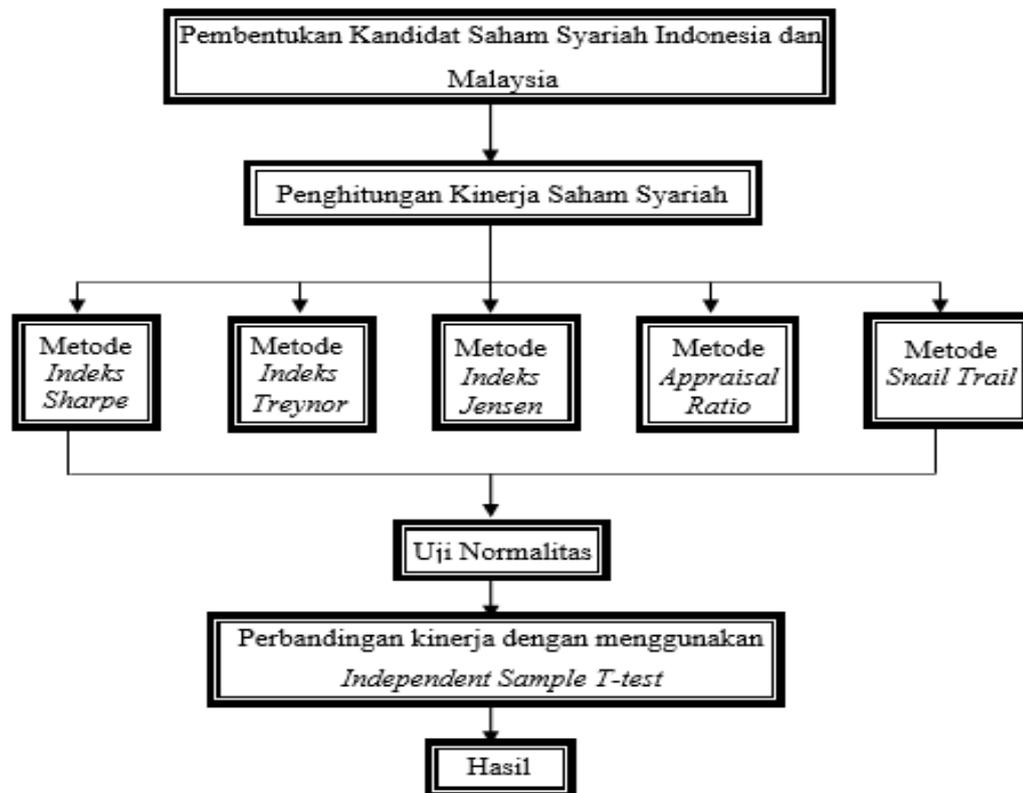
b. Risiko non-sistematik (non-systematic risk)

Adalah risiko yang berkaitan dengan kondisi perusahaan yang terjadi secara individual, yakni risiko bisnis, risiko leverage, dan risiko likuiditas. Disebut pula risiko diversifikasi, risiko residual, risiko unik, atau risiko khusus perusahaan. Jadi, dapat disimpulkan bahwa risiko adalah kemungkinan terjadinya suatu penyimpangan tingkat pengembalian yang nyata terhadap tingkat pengembalian yang diharapkan.

C. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan pemaparan dari hasil penelitian penelitian sebelumnya serta penjelasan teori diatas, maka peneliti dapat menggambarkan ringkasan pemikiran sebagai berikut:

Gambar 2.6
Kerangka Pemikiran



Dari gambaran ringkasan pemikiran diatas, dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Mengumpulkan kriteria saham syariah yang ada di Indonesia dan Malaysia dengan melakukan seleksi dan teknik pengambilan sampel yang cocok.
2. Kemudian, setelah ditentukannya sampel yang memenuhi kriteria, maka akan dilakukan penilaian kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia, dengan menggunakan 5 metode yaitu *Sharpe's Model*, *Treynor*, *Jensen*, *Appraisal Ratio*, dan *Snail Trail*.
3. Setelah mengetahui hasil kinerja saham syariah dengan 5 metode tersebut, selanjutnya peneliti menggunakan uji normalitas dengan aplikasi SPSS

17.0. pengujian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui tingkat normalisasi data yang diperoleh.

4. Untuk selanjutnya peneliti menggunakan jenis uji hipotesis yaitu Independent Sample T test, dengan tujuan untuk mengetahui perbedaan kinerja saham syariah antara Indonesia dan Malaysia.
5. Dan yang terakhir, setelah langkah langkah di atas sudah dilaksanakan, maka peneliti akan mendapatkan hasil perbandingan antara kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia pada tahun 2011 sampai dengan 2015 dengan melihat tingkat return dan risk saham dengan menggunakan 5 metode pengukuran kinerja saham tersebut.

D. Hipotesis Penelitian

Alasan penelitian ini dilakukan karena adanya perbandingan kinerja antara saham syariah yang ada di Indonesia dan Malaysia dilihat dari tingkat pertumbuhan jumlah saham syariah di Indonesia yaitu pada periode I tahun 2011 jumlah saham syariah sebanyak 217 dari 234 dan terus berkembang sampai periode II tahun 2015 sebanyak 315 dari 335 total jumlah emiten di Indonesia. Sedangkan Malaysia sebaliknya mengalami penurunan jumlah saham yaitu dimulai pada tahun 2011 jumlah sekuriti patuh syariah atau saham syariah di Malaysia sebanyak 839 dari 946 dan pada tahun 2015 turun menjadi 667 dari 901 total jumlah sekuriti patuh di Malaysia. Hal ini menjelaskan bahwa terdapat perbedaan kinerja pasar saham syariah di Indonesia dan Malaysia dilihat dari total jumlah emiten pertahunnya.

Dalam penelitian ini, peneliti juga melakukan hipotesis pada penelitian penelitian sebelumnya, seperti penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Ferdian (2012), menyimpulkan bahwa reksadana syariah Malaysia lebih unggul daripada reksadana syariah Indonesia dengan menggunakan metode pengukuran kinerja pasar yaitu *Model Sharpe, Treynor, Jensen, Snail Trail dan Market Timing*. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Liyanasari (2014), menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara kinerja portofolio optimal saham syariah Indonesia dan saham syariah Malaysia baik diukur berdasarkan model *Sharpe's Model, Treynor's Model dan Jensen's Model*. Dan dari hasil uji statistic didapatkan hasil bahwa kinerja saham syariah Indonesia lebih rendah dari kinerja saham syariah Malaysia. Begitu juga yang diteliti oleh Fahmi Muizuddin (2011) menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara Metode *sharpe, treynor dan jensen* dalam mengukur kinerja Reksadana syariah.

Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Mifrahi (2008) menyatakan bahwa hasil pengujian hipotesis perbandingan market performance DES Indonesia dengan DES yang disaring menggunakan *syari'ah stock screening* Malaysia menunjukkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) dibagi 2 ($0.731/2$) lebih dari nilai alpha (0.05) dengan kata lain bahwa, kinerja saham syari'ah Indonesia dengan Malaysia berbeda secara deskriptif, namun tidak secara statistik. Selanjutnya, penelitian yang dilakukan oleh Rahmawati (2008), menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan kinerja antara saham syariah di Indonesia dan Malaysia yaitu dengan menggunakan metode pengukuran

kinerja yang memperhitungkan faktor risiko dan tingkat pengembalian (return) dari portofolio.

Berdasar dengan apa yang telah dipaparkan diatas, maka penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan metode *Sharpe's Model*.

H₂ : Terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan metode *Treynor's model*.

H₃ : Terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan metode *Jensen's model*.

H₄ : Terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan metode Appraisal Ratio.

Untuk mengetahui bagaimana kinerja saham syariah Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan metode *Snail Trail*, maka akan dilakukan analisis defkriptif. Hal ini dikarenakan dalam perhitungan *snail trail* hasil yang diperoleh berupa grafik kuadran.

