

## BAB I

### PENDAHULUAN

#### A. Latar Belakang Masalah

Indonesia memiliki potensi-potensi yang menjadi kekuatan daya saing dengan negara lain. Potensi-potensi tersebut di antaranya sumber daya alam yang melimpah, tenaga kerja muda dan terampil, pasar domestik yang besar dan terus tumbuh. Dukungan pemerintah juga berpengaruh dalam meningkatkan iklim investasi dan peran Indonesia di tingkat internasional.

Potensi yang di miliki Indonesia menjadikan Indonesia memperbaiki peringkat kemudahan berusaha *Ease Of Doing Business* (EODB). Bank Dunia mengumumkan hasil survei EODB 2017 dan merilis Indonesia sebagai Negara teratas dalam *Top Reformer* bagi perbaikan Kemudahan berusaha dengan mereformasi 7 indikator yaitu *starting a business, getting electricity, registering property, getting credit, paying taxes, trading across border* dan *enforcing contracts*.<sup>1</sup> Pasar modal Indonesia melalui Bursa Efek Indonesia (BEI) memiliki beberapa indikator indeks yang berlaku antara lain *Indeks Harga Saham Gabungan* (IHSG) dan *Jakarta Islamic Index* (JII).

IHSG merupakan suatu indeks yang digunakan dalam mengukur kinerja seluruh saham yang tercatat pada BEI. IHSG di BEI meliputi pergerakan-pergerakan harga untuk saham biasa dan saham preferen. Indeks Harga Saham Gabungan (disingkat IHSG, dalam Bahasa Inggris disebut juga

---

<sup>1</sup> SIARAN PERS Survei EODB 2017: RI Teratas di Daftar *Top Reformers*, Kepala Biro Peraturan Perundang-Undangan, Hubungan Masyarakat dan Tata Usaha Pimpinan, Hlm.1

*Jakarta Composite Index*, JCI, atau *JSX Composite*) merupakan salah satu indeks pasar saham yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI).

IHSG merupakan indeks yang digunakan untuk melihat perubahan harga saham secara keseluruhan di pasar. Kenaikan dan penurunan harga saham di bursa dapat dilihat dari penurunan dan kenaikan IHSG. Kenaikan IHSG tersebut menyatakan bahwa harga saham yang tercatat di bursa tersebut cenderung mengalami kenaikan lebih banyak dan lebih besar daripada harga saham yang mengalami penurunan. IHSG yang turun menyatakan penurunan harga cenderung lebih banyak dan lebih besar daripada harga saham yang mengalami kenaikan.

JII adalah suatu indeks saham yang juga diperdagangkan dalam BEI dimana saham-saham yang diikutsertakan dalam perdagangan diperlakukan menggunakan prinsip syariah. *Jakarta Islamic Index* dimaksudkan untuk digunakan sebagai tolok ukur (*benchmark*) untuk mengukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah.

Nilai suatu Indeks diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan investasi dalam ekuitas secara syariah. Saham syariah yang menjadi konstituen JII terdiri dari 30 saham yang merupakan saham-saham syariah paling likuid dan memiliki kapitalisasi pasar yang besar. Metodologi perhitungan JII sama dengan yang digunakan untuk menghitung IHSG yaitu berdasarkan *Market Value Weighted Average Index* dengan menggunakan formula Laspeyres.

Menurut Brigham dan Houston<sup>2</sup> Jika sebuah pilihan harus diambil di antara dua investasi yang mempunyai pengembalian diharapkan yang sama tetapi mempunyai deviasi standar yang berbeda, maka hampir semua orang akan memilih salah satu yang memiliki deviasi standar terendah, dan 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 menyukai investasi dengan pengembalian yang diharapkan lebih tinggi.

Investor dalam melakukan kegiatan investasi mempunyai beberapa tujuan yang ingin dicapai, yaitu: terciptanya keberlanjutan (*continuity*) dalam investasi, terciptanya profit yang maksimum atau keuntungan yang diharapkan (*profit actual*), terciptanya kemakmuran bagi para pemegang saham, dan turut memberikan andil bagi pembangunan bangsa.<sup>3</sup>

Penelitian (Fahmi<sup>4</sup>, 2011) menyatakan bahwa salah satu variable yang menjadi bahan pertimbangan investor adalah risk dan return saham. Sesuai dengan kaidah fiqih bahwa risiko selalu mengikuti tingkat pengembalian (return): Alkhorōju bīddomānu “Manfaat suatu benda merupakan faktor pengganti kerugian.” Alghumu bilgonmi “Risiko itu menyertai manfaat.” Arti keduanya adalah apabila ingin mendapatkan pengembalian, maka harus bersedia menanggung risiko<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Brigham, Eugene F. and Joel F. Houston (2001). *Manajemen Keuangan*, terjemahan Dodo Suharto dan Herman Wibowo. Edisi kedelapan. Jakarta: Erlangga. Hlm : 186

<sup>3</sup> Fahmi, Irham dan Yovi Lavianti Hadi. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Teori dan Soal Jawab*. Bandung: Alfabeta. Hlm : 6

<sup>4</sup> Irham Fahmi, *Analisis Laporan Keuangan*, Bandung : Alfabeta Harahap, Hlm :

<sup>5</sup> Djazuli, A. 2011. *Kaidah-Kaidah Fikih: Kaidah-Kaidah Hukum Islam dalam Menyelesaikan Masalah yang Praktis*. Jakarta: Kencana. Hlm : 133

Filosofi utama keuangan Islam adalah investasi berbasis ekuitas Syed Aun Rizvi And Mansur Masih<sup>6</sup> Oleh karena itu *Indonesia Sharia Stock Index* (ISSI) dimaksudkan untuk menjembatani investor yang ingin menginvestasikan uangnya di pasar modal pada instrumen keuangan yang halal dan tidak bertentangan dengan hukum Islam.

Penelitian ini didasarkan pada penelitian Bauer<sup>7</sup> yaitu tingkat return saham yang berbeda dimana return digambarkan melalui kinerja indeks perusahaan melalui indeks harga yang dikeluarkan yang berubah-ubah pada setiap, Mansor dan Bhatti<sup>8</sup>, menjelaskan bahwa kinerja indeks saham konvensional lebih baik dibandingkan kinerja indeks saham syariah.

Kajian yang dilakukan oleh Kurniawan dan Asandimitra<sup>9</sup> menerangkan kinerja indeks syariah lebih baik dibandingkan kinerja indeks konvensional. Penelitian yang dilakukan oleh Hussein<sup>10</sup>, Hanafi dan Hanafi<sup>11</sup> dan Utz dan Wimmer<sup>12</sup> menerangkan bahwa tidak ada perbedaan kinerja secara signifikan antara indeks saham syariah dan indeks saham konvensional.

---

<sup>6</sup> Syed Aun Rizvi and Mansur Masih, 2003, *Do Shariah (Islamic) Indices Provide a Safer Avenue in Crisis? Empirical Evidence from Dow Jones Indices using Multivariate GARCH-DCC*

<sup>7</sup> R. Otten Bauer & Rad, A. T. (2006). "Ethical Investing in Australia: Is There a Financial Penalty" *Pacific-Basin Finance Journal*

<sup>8</sup> F. Mansor & Bhatti, M.I. (2011). "Risk and Return Analysis on Performance of the Islamic Mutual Funds: Evidence from Malaysia" *Global Economy and Finance Journal Vol. 4 No. 1*. March 2011

<sup>9</sup> R. D. Kurniawan & Asandimitra, N. 2014. "Analisis Perbandingan Kinerja Indeks Saham Syariah dan Kinerja Indeks Saham Konvensional" *Jurnal Ilmu Manajemen. Vol. 2 No. 4* Oktober 2014

<sup>10</sup> K. A. Hussein 2004. "Ethical Investment: Empirical Evidence From FTSE Islamic Index." *Islamic Economics Studies Vol. 12, No. 1*, August 2004

<sup>11</sup> M. M. Hanafi & Hanafi, S. M. 2012. "Perbandingan Kinerja Investasi Syariah dan Konvensional: Studi pada Jakarta Islamic Indeks (JII) dan Indeks LQ45." *EKBISI, Vol. VII, No. 1*, Desember 2012.

<sup>12</sup> S. Utz & Wimmer, M. 2014. "Are They Any Good at All? A Financial and Ethical Analysis of Socially Responsible Mutual Funds."

Penelitian (Huda, 2004<sup>13</sup>) dimana saham pada kelompok JII dan saham konvensional dalam hal ini LQ45 terlihat bahwa lebih dari setengah emiten yang termasuk dalam kelompok JII memberikan *return* negatif. (Ashraf, 2013<sup>14</sup>) juga mengindikasikan bahwa kriteria seleksi yang dilakukan oleh OJK terhadap saham-saham pada IHSG yang masuk dalam daftar JII tidak memberikan pengaruh terhadap *performa* JII.

Kesimpulan yang di dapat apa yang telah diteliti mereka masih terdapat perbedaan hasil kinerja indeks pada masing-masing indeks saham yang berbeda tentang return saham.

Return saham pada umumnya menjadi indikator terpenting seorang investor dalam mengambil keputusan dalam berinvestasi, adapun pilihan media investasi yang dimiliki investor dapat melalui obligasi, deposito, saham dan beberapa produk lainnya.

Investasi pada penelitian (Sjafrizal<sup>15</sup>, 2009) menyatakan unsur penentu utama pertumbuhan ekonomi diambil dari teori model Harrod Domar. Peneliti (Lisa<sup>16</sup>, 2003) juga menyimpulkan terdapat hubungan positif antara pertumbuhan ekonomi terhadap return saham, artinya pertumbuhan ekonomi yang tinggi akan meningkatkan investasi, begitupun sebaliknya dengan naiknya investasi maka menaikkan pertumbuhan ekonomi.

---

<sup>13</sup> N. Huda 2004. *Pasar modal syariah dan faktor-faktor yang memengaruhi beta saham kasus JII dan LQ45 Jakarta(ID)*: Universitas Indonesia.

<sup>14</sup> S.H. Ashraf & Sharma, D. (2013). "Performance Evaluation of Indian Equity Mutual Funds against Established Benchmarks Index." *International Journal of Accounting Research*. Vol, 2, Issue 1, ISSN 1000113.

<sup>15</sup> Sjafrizal. 2009. *Teknik Praktis Penyusunan Rencana Pembangunan Daerah*. Baduose Media. Jakarta.

<sup>16</sup> Lisa Wahyuningsih Purnomo, 2003 *Analisis Pengaruh tingkat Inflasi Suku Bunga, Kurs dan Laju Pertumbuhan Ekonomi terhadap Return Saham di Bursa Efek Indonesia*,

Penelitian (Fidiana<sup>17</sup>, 2006) menjelaskan dalam hasil penelitiannya kondisi pasar modal merefleksikan kondisi ekonomi, maka setiap perubahan kondisi ekonomi tentunya akan tercermin pada kondisi pasar. Kesimpulan dalam penelitian terdahulu bahwa pasar selalu menilai tunaikan kondisi ekonomi di masa yang akan datang.

Pertumbuhan ekonomi yang baik salah satunya dapat dilihat dari sector investas. Penelitian (Bodie, Kane dan Marcus, 2006<sup>18</sup>) mengemukakan secara lengkap tujuh factor yang mempengaruhi perkembangan saham bila dilihat dari factor makro ekonomi yaitu : GDP, Inflasi, Suku Bunga, Nilai Tukar, Tingkat Pengangguran, Transaksi Berjalan dan Defisit anggaran, dari ketujuh variable tersebut yan paling representatif yaitu transaksi berjalan, nilai tukar, dan SBI, memperkuat argument dengan menunjukkan hasil penelitiannya bahwa tingkat bunga (*interest rate*) yang dalam penelitian ini digunakan melalui variable SBI, mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap indeks harga saham.

Dasar dari pertimbangan mengenai pemilihan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) sebagai salah satu variabel penelitian, adalah Instrumen SBI sebagai variabel eksogen yang juga cukup likuid seperti saham dan merepresentasikan tingkat bunga yang tidak termasuk dalam kriteria halal oleh prinsip syariah.

Instrumen SBI dianggap sebagai instrumen keuangan yang bebas risiko karena dikeluarkan oleh Bank Indonesia, sehingga dipakai sebagai pembanding (*benchmark*) risiko dan imbal hasil dari kedua indeks IHSG dan

---

<sup>17</sup> Fidiana. 2006. "Nilai-nilai Fundamental dan Pengaruhnya terhadap Beta Saham. Syariah pada Jakarta Islamic Indeks". STESIA. Surabaya.

<sup>18</sup> Bodie, Z., A. Kane, and A. Marcus. 2006. Investments (7th edition)

JII, SBI merupakan salah satu pilihan atau alternatif investasi bagi investor yang hendak menanamkan uangnya selain pada instrumen saham yang terdapat pada Bursa Efek Indonesia.

Pemilihan SBI sebagai salah satu variable eksogen selain yang telah dijelaskan oleh teori yaitu dihasilkan penelitian dimana dalam penelitian kali ini *excess return* indeks JII relatif lebih agresif daripada *excess return* indeks acuan IHSG. maka risiko pada *excess return* indeks JII relatif lebih kecil atau bergerak sejalan dengan *excess return* indeks acuan IHSG. Hal ini menunjukkan bahwa secara rata-rata *excess return* JII lebih kecil dari *excess return* IHSG.

Rata-rata *excess return* yang negatif mengindikasikan bahwa tingkat *return* yang didapatkan oleh seorang investor pada indeks JII dan indeks IHSG. Hasil Tingkat *return* yang didapat seorang investor dari investasi bebas risiko (SBI dan SBIS) lebih besar dari return indeks JII dan indeks IHSG. Hal ini menjelaskan performa JII tidak berbeda dengan performa IHSG (Putry, Sugema, dan Lubis<sup>19</sup>, 2005).

Penelitian lain menghasilkan bahwa variabel suku bunga berpengaruh terhadap variable indeks JII (Ananto<sup>20</sup>, 2011), dan pada penelitian (Nirman dan Musadieg<sup>21</sup>, 2012) menjelaskan dimana tingkat suku bunga SBI berpengaruh signifikan terhadap JII.

---

<sup>19</sup> Galishia Putry, Iman Sugema & Deni Lubis, 2014, Analisis Perbandingan Excess Return Jakarta Islamic Index dan Indeks Harga Saham Gabungan

<sup>20</sup> Ananto, Bagus. 2011. Analisis Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, dan Suku Bunga. Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Jakarta Islamic Index.

<sup>21</sup> Nirman, Al-. Musadieg. (2012). Pengaruh. Inflasi, Tingkat. Suku Bunga. Sertifikat Bank. Indonesia, serta Nilai. Tukar Rupiah. Terhadap. Jakarta. Islamic Index dan Indeks. LQ45.

Penelitian ini memakai data runtun waktu (*time series*) berupa angka penutupan indeks ISSI dan JCI yang didapat dari Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian. jangka waktu 5 tahun (2012-2017) yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia setiap hari kerja. Sebagai variabel eksogen, digunakan tingkat bunga SBI jangka waktu 1 bulan.

Data yang didapat dari BEI, 62% jumlah saham yang ditransaksikan di BEI merupakan saham-saham berbasis syariah. Persentase 55% kapitalisasi pasar di BEI merupakan saham-saham konvensional, dapat dikatakan eksistensi saham konvensional berada dibawah saham syariah.<sup>22</sup>

Data rata-rata pertumbuhan dari sisi volume, nilai dan frekuensi transaksi saham-saham berbasis syariah dalam lima tahun terakhir dari 2011 hingga Agustus 2016, jauh lebih tinggi jika dibandingkan dengan saham-saham nonsyariah.

Rata-rata pertumbuhan volume transaksi saham syariah 167,2% berbanding 130% nonsyariah. Dari sisi rata-rata pertumbuhan nilai transaksi saham syariah dalam lima tahun terakhir mencapai 70,7% berbanding 25,4% nonsyariah. Sementara rata-rata pertumbuhan frekuensinya mencapai 185,7% berbanding 160,7% nonsyariah.<sup>23</sup>

Laporan indeks saham konvensional mencatat return 1,08%, dan saham syariah mencatat 0,53% dalam sepekan.<sup>24</sup> Hal tersebut tidak selaras dengan laporan tingkat return saham syariah yang lebih kecil dibanding return saham konvensional.

---

<sup>22</sup> [www.jsx.go.id](http://www.jsx.go.id)

<sup>23</sup> [www.jsx.go.id](http://www.jsx.go.id)

<sup>24</sup> [www.jsx.go.id](http://www.jsx.go.id)



Hasil data keseluruhan rata-rata pertumbuhan indeks saham menjelaskan saham syariah lebih besar dibanding saham konvensional, maka peneliti ingin meneliti bagaimana tingkat return dengan adanya perbedaan jumlah dan komposisi kedua indeks (saham konvensional dan saham syariah), mengetahui hubungan antara variabel-variabel dalam jangka panjang dan hubungan dalam jangka pendek.

Pendekatan penelitian yang digunakan melalui pendekatan *Vector Error Correction Model* dan *Granger Causality* dengan menggunakan alat *views*. *Granger Causality* digunakan untuk menganalisis hubungan antara variable dalam model yang digunakan, terutama untuk melihat hubungan kausalitas antar variable. Sedangkan *Vector Error Correction Model*, alat untuk menjelaskan hubungan antar dua indeks yang bergerak paralel secara bersamaan, namun dengan kriteria yang berbeda satu sama lainnya.

Pembuktian *Vector Error Correction Model* dengan melakukan metode VAR (*Vector Auto Regression*), menjelaskan bahwa setiap variable yang terdapat dalam model tergantung pada pergerakan masa lalu variable itu sendiri, disebut hubungan jangka pendek, dan pergerakan masa lalu dari variable lain disebut hubungan jangka panjang. Metode VAR biasa digunakan untuk data time series dan menganalisis dampak dinamis gangguan yang terdapat dalam persamaan tersebut. Model VAR menganggap semua variable ekonomi saling ketergantungan satu sama lain endogen.

Uji yang digunakan untuk mengetahui hubungan jangka panjang dan jangka pendek yang terjadi diantara kedua indeks tersebut (IHSG dan JII) ialah, Uji kointegrasi pada hasil tes VECM, untuk mengetahui hubungan

antara variabel-variabel tersebut berjalan dalam jangka panjang. Kemudian untuk melihat hubungan dalam jangka pendek digunakan uji *wald statistics* pada hasil tes VECM. Hasil temuan permasalahan dan pendekatan penelitian yang akan digunakan, diharapkan akan menghasilkan gambaran secara signifikan. Tingkat return, hubungan kausalitas, dan hubungan jangka panjang dan jangka pendek kedua saham indeks JII dan indeks IHSG.

Hal tersebut akan berguna bagi para investor untuk memilih saham mana yang nantinya akan mereka investasikan, dan secara tidak langsung berpengaruh kepada pertumbuhan ekonomi Indonesia dari sisi investasi. Oleh karena itu penulis ingin meneliti tentang **“PERBANDINGAN ANTARA RETURN SAHAM SYARIAH DAN SAHAM KONVENSIONAL DI BURSA EFEK INDONESIA”** ( Pendekatan *Vector Error Correction Model* )

## **B. Pembatasan Masalah**

Agar penelitian lebih terarah maka peneliti akan membatasi penelitian hanya pada:

1. Variabel JII dan IHSG sebagai variabel independent. Hal ini karena kedua variabel tersebut sebagai indeks saham acuan pada investor syariah maupun investor konvensional.
2. Untuk data-data penelitian menggunakan return perbulan dibatasi untuk laporan periode 5 tahun penelitian.

## **C. Rumusan Masalah**

Dari sumber referensi penelitian-penelitian sebelumnya, serta obyek penelitian yang hendak diteliti oleh peneliti, mendapatkan rumusan masalah

sebagai berikut, yaitu: “Bagaimanakah perbandingan kinerja kedua indeks yang berlainan prinsip tersebut, yaitu JCI yang mewakili indeks konvensional dan ISSI yang merepresentasikan indeks syariah? bagaimana hubungan kausalitas antara keduanya?” Dan bagaimana hubungan antara keduanya dalam jangka pendek maupun jangka panjang?” Dari rumusan masalah tersebut, maka disusun tiga pertanyaan penelitian sebagai berikut, yaitu:

- 1) Bagaimanakah perbandingan kinerja indeks tersebut dalam hal return, JCI versus ISSI ?
- 2) Bagaimana hubungan kausalitas Granger diantara variabel-variabel tersebut, yaitu JCI, ISSI, dan SBI ?
- 3) Apakah terdapat hubungan jangka panjang (terkointegrasi) dan hubungan jangka pendek diantara variabel-variabel tersebut, yaitu JCI, ISSI dan SBI ?

#### **D. Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

##### **1. Tujuan Penelitian**

- a) Untuk menganalisis perbandingan kinerja indeks tersebut dalam hal return, JCI versus ISSI
- b) Untuk menganalisis hubungan kausalitas Granger diantara variabel-variabel tersebut, yaitu JCI, ISSI, dan SBI
- c) Untuk menganalisis adanya keterkaitan secara kointegrasi (long-term relationship) serta (short-term relationship), antara indeks yang berbeda-beda (IHSG dan JII) dan instrument bebas risiko dari Bank Indonesia, yaitu Sertifikat Bank Indonesia.

##### **2. Kegunaan Penelitian**

- 1) Kegunaan Praktis
  - a) Membantu kalangan investor, terutama investor muslim, untuk lebih mengenal Saham Syariah sebagai salah satu *benchmark* indeks di pasar modal Indonesia.
  - b) Mengetahui efektivitas saham syariah dan saham konvensional dan komposisi emiten yang terdapat didalamnya sebagai sarana berinvestasi sesuai prinsip investor.
  - c) Mengetahui tingkat return saham, saham syariah yang terdapat dalam Jakarta Islamic Indeks dan saham konvensional yang terdapat dalam Jakarta Composite Indeks.
- 2) Kegunaan Akademis
  - a) Penelitian ini berguna memunculkan minat akademisi untuk lebih menggali lebih dalam mengenai investasi berbasis syariah
  - b) Memperbandingkan indeks yang terdapat di Indonesia, dan diharapkan akan muncul lagi penelitian mengenai indeks lokal maupun regional terhadap Saham Syariah di masa mendatang
  - c) Memperkenalkan analisis kointegrasi sebagai salah satu metode penelitian untuk melihat jangka panjang antar dua variable non-stasioner.

## **E. Sistematika Penulisan**

Pada bab I Pendahuluan, diuraikan garis besar permasalahan penelitian yang meliputi latar belakang masalah, perumusan masalah, pembatasan masalah, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian yang meliputi tujuan penelitian dan kegunaan penelitian, serta sistematika penulisan.

Pada bab II diuraikan mengenai tinjauan pustaka meliputi Pasar Modal dan Pasar Modal Syariah, Indonesia Sharia Stock Indeks, Jakarta Composite Indeks, Tingkat Pengembalian Rate of Return, Sertifikat Bank Indonesia Sebagai Instrumen Moneter, Indeks Harga Sahamkerangka pemikiran, paradigma pemikiran, dan hipotesis.

Pada bab III menjelaskan tentang metode penelitian. Objek penelitian meliputi aspek yang akan diteliti, lokasi penelitian, metodologi penelitian, operasional variable penelitian, jenis data, sumber data, populasi dan sampel, teknik pengumpulan data, dan analisis data.

Pada bab IV ini menjelaskan hasil penelitian pembahasan, berisikan pembahasan tentang deskripsi objek penelitian, Hasil Uji Stasioner, Hasil Uji Lag Optimal., Uji Ordering, Uji Autocorrelation, Uji Heteroscedasticity, Uji Kointegrasi, Uji Vector Error Corecction Model, Impluse Responses Function, Variance Decomposition

Pada bab V ini berisikan tentang kesimpulan dan saran dari penelitian yang dilakukan.