

STUDI PERBANDINGAN NILAI *VALUE AT RISK* ANTARA SAHAM BERBASIS SYARIAH DENGAN SAHAM NON SYARIAH PERIODE 2015-2017

Iliya Nadia El Islami ¹, Moh. Halim, S.E., M.SA ², Drs. Suwarno, MM, M. Akun, Ak, CA, ACPA ³

Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Muhammadiyah Jember

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan secara empiris risiko antara investasi saham berbasis syariah dan non syariah. Saham syariah mengacu pada saham yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di LQ-45, sedangkan saham non syariah adalah saham yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Jakarta Indonesia Index (JII) antara tahun 2015-2017. Secara total, terdapat 6 perusahaan yang terdaftar di LQ-45 dan 6 perusahaan yang terdaftar di JII yang terlibat dalam penelitian ini. Penelitian ini menggunakan model GARCH untuk mengestimasi risiko setiap saham individu. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan risiko antara saham berbasis syariah dan non syariah. Studi ini juga mendokumentasikan bahwa saham berbasis non syariah lebih berisiko dibandingkan saham berbasis syariah. Terakhir, penelitian ini memberikan informasi mengenai karakteristik risiko di Pasar Modal Indonesia.

Kata Kunci : Saham Syariah, Saham Konvensional, Risk, Value at Risk,

Abstract

Some problems were found in the government's financial statements due to an resources with This study aims to empirically compare the risk between sharia and non-sharia-based stock investment. Sharia shares refer to shares issued by companies listed on LQ-45, while non-Islamic shares are shares issued by companies listed on the Jakarta Indonesia Index (JII) between 2015-2017. In total, there were 6 companies registered in LQ-45 and 6 companies registered in JII that were involved in this study. This study uses the GARCH model to estimate the risk of each individual stock. The results show that there are differences in risk between Islamic and non-Islamic-based stocks. This study also documents that non-Islamic-based stocks are more risky than Islamic-based stocks. Finally, this study provides information on the characteristics of risk in the Indonesian Capital Market.

Keywords: Sharia Shares, Conventional Shares, Risk, Value at Risk,

PENDAHULUAN

Pasar modal menjadi sarana investasi yang menarik untuk para investor dalam menanamkan modalnya. Bagi dunia usaha, pasar modal dapat dijadikan sarana untuk menawarkan berbagai macam efek sesuai dengan kebutuhan dana yang diperlukan dengan tingkat biaya dana yang relatif murah.

Bagi seorang investor saat ingin menanamkan investasi pada saham- saham tertentu, tentunya tujuan utama investor tersebut yaitu mendapatkan *return* yang maksimal. Ketika seorang investor mengharapkan keuntungan yang tinggi maka ia harus bersedia menanggung risiko yang tinggi pula. Karena pada hakikatnya *return* berbanding lurus dengan risiko yaitu pada saat *return* tinggi maka risiko pun tinggi. Maka hal yang perlu dipikirkan oleh investor yaitu bagaimana berinvestasi pada saham yang dapat menghasilkan *return* tinggi dengan risiko minimum (Astuti, 2013).

Negatif dan berbahaya seringkali dikaitkan dengan arti dari risiko. Oleh sebab itu, risiko perlu dikelola saat investasi. Menghadapi dan melindungi aset investasi merupakan kemampuan yang harus ditunjukkan investor. Popularitas *Value at Risk* (VAR) industri keuangan ditunjukkan dengan diterimanya menjadi pengukuran risiko yang diterima luas (Fardiansyah, 2006). Penggunaan VaR di industri perbankan terus berkembang pesat (Buchdadi, 2008). Mendasar hal ini, pemerintah khususnya Bank Indonesia tahun 2008 mengeluarkan peraturan No.5/8/PBI/2003 yang mengatur mengenai implementasi pengelolaan risiko dan implementasi metode VaR melalui Surat Edaran No.5/21/DPNP tanggal 29 September 2003

Pada kondisi pasar normal, kemungkinan kerugian maksimal secara kuantitatif pada *holding*

period serta *confidence level* dapat diestimasi dengan menggunakan VaR (Best, 1998 dalam Sartono, 2006). Tingkat kepercayaan yang digunakan untuk menghitung VaR yaitu sebesar 95% berdasarkan ketetapan ilmu sosial dengan tingkat toleransi kesalahan sebesar 5%.

Indonesia yang 87% penduduknya menganut agama Islam (BPS, 2010) tentunya memiliki keinginan untuk dapat berinvestasi dalam bentuk saham dengan tetap menjalankan prinsip-prinsip syariah. Hal inilah kemudian yang mendorong munculnya investasi syariah. Danareksa Investment Management mengeluarkan Dana reksa Syariah pada Juli 1997 yang menjadi awal munculnya pasar modal syariah di Indonesia. Batasan maksimal hutang ribawi 45% dari investasi menjadi batasan perdagangan saham yang dilakukan melalui proses *screening*. Pada aspek modal, perusahaan memiliki tingkat kesehatan lebih tinggi karena kepemilikan modal sendiri di perusahaan lebih dominan dibandingkan hutangnya (Syafriada, Aminah & Waluyo, 2014).

Berikut ini *Value at Risk* (VaR) antara saham perusahaan JII dan LQ 45 pada 30 hari pengamatan yang disajikan pada tabel berikut ini.

Tabel 1 VaR Time Horison 30 Hari Saham Maksimal pada Indeks JII

No	Emiten	Price Close (Rp)	Volume	Eksposure (Rp)	Percentile 5%	VaR (Rp)
1	AKRA	3025	13643100	41.270.377.500	-0,145711811	-Rp. 32.937.742.095
2	BORN	830	216720000	17.987.760.000	-0,264953821	-Rp. 26.104.050.370
3.	HRUM	6850	6671600	45.700.460.000	-0,22443304	-Rp. 56.178.222.681
4.	ICBP	5200	741700	3.856.840.000	-0,02871011	-Rp. 606.494.750
5.	JPFA	3825	1556700	5.954.377.500	-0,16362942	-Rp. 5.336.523.102
6.	TRAM	990	73891500	73.152.585.000	-0,05826891	Rp. 23.346.790.379
Rata-rata Nilai VaR						-Rp. 24.084.970.555

Sumber: Data Januari 2015 yang diolah, 2019

Tabel 1 menunjukkan bahwa nilai *eksposure* terbesar adalah TRAM sebesar 73.152.585.000 dan *eksposure* terkecil adalah ICBP sebesar 3.856.840.000. Nilai VaR terbesar adalah HRUM sebesar –Rp 56.178.222.631 menandakan bahwa kerugian 30 hari kedepan pada perusahaan HRUM sebesar Rp 56.178.222.631. Dan nilai VaR terkecil adalah ICBP sebesar –Rp 606.494.750 menandakan bahwa kerugian 30 hari kedepan pada perusahaan ICBP sebesar Rp 606.494.750. Rata-rata nilai VaR *time horizon* 30 hari kedepan pada indeks JII yaitu sebesar Rp 24.084.970.555. Semakin besar nilai *eksposure* maka kemungkinan nilai VaR nya semakin tinggi. Hal ini demikian karena *eksposure* dapat dimaknai sebagai resiko yang diprediksikan benar-benar terjadi yang menyebabkan perubahan kinerja pada objek yang rentan terhadap resiko (Astuti, Suropto, Bagus, 2012). Berdasarkan makna ini, jika *eksposure* meningkat maka potensi kerugian yang ditunjukkan oleh VaR juga akan meningkat.

Tabel 2 VaR Time Horison 30 Hari Saham Maksimal pada Indeks LQ 45

No	Emiten	Price Close (Rp)	Volume	Eksposure (Rp)	Percentile 5%	VaR (Rp)
1	ASRI	460	57436200	26.420.652.000	-0,018571715	-Rp. 26.875.475.645
2	CPIN	2150	12694500	27.293.175.000	-0,15104026	-Rp. 22.579.140.350
3	GGRM	62050	701400	43.521.870.000	-0,07859028	-Rp. 18.734.278.979
4	GJTL	3000	2487300	7.461.900.000	-0,15847034	-Rp. 6.476.580
5	JSMR	4200	7589600	31.876.320.000	-0,07616136	-Rp. 13.297.301.060
6	KLBF	680	21559300	14.666.324.000	-0,09868938	-Rp. 7.924.549.879
Rata-rata Nilai VaR						-Rp. 15.981.215.582

Sumber: Data Januari 2015 yang Diolah, 2019

Tabel 2 menunjukkan bahwa *eksposure* terbesar adalah GGRM sebesar 43.521.870.000 dan *eksposure* terkecil adalah GJTL sebesar 7.461.900.000. Nilai VaR terbesar adalah ASRI sebesar –Rp 26.875.475.645 menandakan bahwa kerugian 30 hari kedepan pada perusahaan ASRI sebesar Rp 26.875.475.645. Dan nilai VaR terkecil adalah GJTL sebesar –Rp 6.476.763.580 menandakan bahwa

kerugian 30 hari kedepan pada perusahaan GJTL sebesar Rp 6.476.763.580. Rata-rata nilai VaR *time horizon* 30 hari kedepan pada indeks LQ45 yaitu sebesar Rp 15.981.251.582. Perbedaan nilai VaR *time horizon* 30 hari kedepan pada indeks JII dan indeks LQ 45 sebesar 20.23% disebabkan karena rata-rata volume dan *eksposure* pada indeks JII lebih besar disbanding indeks LQ45.

Hasil analisis komparatif yang dilakukan oleh Astuti, Surtiyo & Bagus (2012) yang dilakukan pada VaR indeks JII dan LQ45 menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,057 yang berarti bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan VaR antara indeks JII dan LQ45. Demikian pula dengan studi yang dilakukan oleh Syarida, Aminah & Waluyo (2014), Hanafi & Hanafi (2012) menunjukkan tidak adanya perbedaan return saham-saham syariah dan konvensional.

Namun, tidak demikian dengan hasil studi dari beberapa penelitian lainnya. Studi Hakim dan Rashidian (2002) menunjukkan bahwa saham syariah memiliki karakteristik yang unik yang berbeda dengan saham konvensional. Sapari dan Arifin (2015) dalam studinya juga menunjukkan hasil yang sama dimana terdapat perbedaan yang nyata pada VaR perusahaan-perusahaan yang terdaftar di JII dengan nilai VaR pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di LQ45.

Adanya perbedaan-perbedaan hasil penelitian tersebut mendorong penelitian ini untuk melakukan studi replikasi atas penelitian yang telah dilakukan oleh Sapari & Arifin (2015). Namun terdapat perbedaan yang membedakan studi ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapari & Arifin (2015), yaitu obyek yang diteliti dalam penelitian ini difokuskan pada lembaga perbankan yang diamati pada periode 2015-2017.

Rumusan Masalah

Penelitian ini mengacu pada fenomena empiris dan *research gap* yang ditemukan. Fenomena empiris dari data pendahuluan yang menunjukkan adanya perbedaan nilai VaR *time horizon* 30 hari kedepan pada indeks JII dan indeks LQ 45 sebesar 1,5%. Mengacu pada hasil-hasil penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa hasil pengujian VaR pada saham syariah dan konvensional masih menghasilkan kesimpulan yang belum konklusif. Berangkat pada fenomena empiris dan *research gap* maka permasalahan penelitian yang dirumuskan adalah “apakah terdapat perbedaan nilai VaR antara saham indeks JII dan LQ45”.

LANDASAN TEORI

Pengertian Saham Syariah

Istilah saham dapat diartikan sebagai sertifikat penyertaan modal dari seseorang atau badan hukum terhadap suatu perusahaan. Saham merupakan tanda bukti tertulis bagi para investor terhadap kepemilikan suatu perusahaan yang telah go public (Burhanudin, 2010). Melalui pembelian saham dalam jumlah tertentu, pihak pemegang saham (shareholder) memiliki hak dan kewajiban untuk berbagi hasil dan resiko (profit and loss sharing) dengan para pengusaha, menghadiri Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dan bahkan mengambil alih kepemilikan perusahaan.

Saham adalah tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan tertentu pada perusahaan penerbit saham bersangkutan. Bentuk fisik saham berupa selembar kertas yang menjelaskan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan kertas tersebut. Pemilik saham akan mendapatkan keuntungan dari penyertaannya di perusahaan tersebut, namun hal tersebut sangat tergantung pada perkembangan perusahaan penerbit saham (Ade Arthesa dan Edia Handiman, 2009).

Saham (stock) merupakan salah satu instrumen surat berharga yang paling dominan dalam pasar modal. Menerbitkan saham menjadi salah satu pilihan bagi pihak manajemen perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan. Bagi para pengusaha, keberadaan sumber dana dapat berfungsi sebagai modal untuk mendirikan perusahaan dan atau pengembangan usaha. Sedangkan bagi investor, saham merupakan instrument investasi yang menarik karena keberadaannya dinilai menjanjikan keuntungan tertentu. Keuntungan tersebut biasanya dapat diperoleh dari hasil selisih harga pembelian dengan penjualan saham (capital gain) atau melalui pembagian keuntungan (dividen) dari hasil usaha yang dijalankan oleh perusahaan pada periode tertentu.

Dalam Islam, saham pada hakikatnya merupakan modifikasi sistem persekutuan modal dan kekayaan, yang dalam istilah fiqh dikenal dengan nama syirkah. Pemegang saham dalam syirkah disebut syarik. Pada kenyataannya, bahwa para syarik ada yang sering bepergian sehingga tidak dapat

terjun langsung dalam persekutuan. Karenanya, bentuk syirkah dimana para syarik dapat mengalihkan kepemilikannya tanpa sepengetahuan pihak lain disebut syirkah musahamah. Sedangkan bukti kepemilikannya disebut saham (<http://ekonomisyariah.blog.gunadarma.ac.id/2013/01/04/artikel-saham-syariah>).

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal, mendefinisikan saham syariah merupakan bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi kriteria tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah(4). Menurut Kurniawan (2008), saham syariah adalah saham-saham yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang memiliki karakteristik sesuai dengan syariah Islam. Menurut Soemitra, saham syariah merupakan surat berharga yang merepresentasikan penyertaan modal ke dalam suatu perusahaan. Penyertaan modal dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tidak melanggar prinsip-prinsip syariah. Akad yang berlangsung dalam saham syariah dapat dilakukan dengan akad mudharabah dan musyaraka (Andri Soemitra, 2009).

Pada sistem mudharabah, pihak yang menyetorkan dana tidak terlibat dalam pengelolaan perusahaan. Investor (mudharib) menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada pihak lain. Sementara pada sistem musyarakah, dua atau beberapa pihak bekerja sama saling menyetorkan modalnya. Bagi hasilnya disesuaikan secara proporsional dengan dana yang disetorkan. Dalam musyarakah, pihak-pihak yang terlibat boleh menjadi mitra diam (tidak ikut mengelola) atau menjadi mitra aktif (ikut mengelola perusahaan) (Nafik HR, Muhammad, 2009).

Sejarah Saham Syariah

Secara praktis instrumen saham belum ada pada masa Nabi Muhammad SAW dan para sahabat beliau. Pada masa tersebut yang dikenal hanyalah perdagangan barang riil seperti layaknya yang terjadi pada pasar biasa. Pengakuan kepemilikan sebuah perusahaan pada masa itu belum dinyatakan dalam bentuk saham seperti sekarang. Dengan demikian pada masa itu, bukti kepemilikan dan atau jual beli atas sebuah aset hanya melalui mekanisme jual beli biasa dan belum melalui Initial Public Offering (IPO) dengan saham sebagai instrumennya. Pada saat itu yang terbentuk hanyalah pasar riil biasa yang mengadakan pertukaran barang dengan uang dan pertukaran barang (barter).

Dikarenakan belum adanya pembahasan dalam Al-Qur'an maupun Hadis yang menyatakan secara jelas dan pasti tentang keberadaan saham maka para ulama berusaha untuk menemukan rumusan kesimpulan hukum tersendiri untuk saham. Usaha tersebut lebih dikenal dengan ijtihad. Meskipun begitu terdapat perbedaan pendapat dalam memperlakukan saham dari aspek hukum khususnya dalam jual beli. Ada sebagian mereka yang memperbolehkan transaksi jual beli saham ada pula yang tidak membolehkan (Mohammad Heykal, 2012).

Majelis Ulama Indonesia (MUI) merupakan kalangan ulama yang memandang kegiatan jual beli saham sebagai kegiatan yang diharamkan. Para ulama membolehkan jual beli saham mengatakan bahwa saham merupakan cerminan kepemilikan atas aset tertentu. Para ulama kontemporer yang merekomendasikan perihal tersebut diantaranya Abu Zahrah, Abdurrahman Hasan, dan Khalaf sebagaimana dituangkan oleh Yusuf Qardhawi dalam kitabnya Fiqh Zakah halaman 527. Meskipun begitu terdapat aturan dan norma jual beli saham yang perlu tetap mengacu pada pedoman jual beli barang pada umumnya dan sesuai dengan syariah Islam. Fatwa DSN Indonesia telah memutuskan akan bolehnya jual beli saham. (Fatwa DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/2003). Dalam perkembangannya mulai tahun 2007 Bapepam –LK sudah mengeluarkan daftar efek syariah yang berbasis emiten-emiten yang sahamnya sesuai dengan ketentuan Islam berdasarkan keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan No. Kep 325/BI/2007 tentang Daftar Efek Syariah tanggal 12 September 2007 yang berisi 174 saham syariah.

Dalam hal ini, di Indonesia usaha untuk melakukan investasi pada saham Syariah diwujudkan dengan adanya index syariah yang saat ini diwakili oleh Jakarta Islamic Index. Index ini sendiri merupakan indeks 30 saham yang sudah mendapatkan pengesahan dari DSN-MUI serta PT Bursa Efek Jakarta (saat itu) dan PT Danareksa Investment Management. Adapun tujuan dari dikeluarkannya indeks JII adalah sebagai sarana pengukuran akan kinerja saham yang dianggap memiliki basis syariah. Penentuan kriteria dari komponen yang terdapat dalam JII disusun berdasarkan persetujuan dari DSN dan PT. DIM.

Jenis-Jenis Saham

Pada umumnya saham yang diterbitkan oleh sebuah perusahaan (emiten) yang melakukan penawaran umum (Initial Public Offering) ada dua macam, yaitu saham biasa (common stock) dan saham istimewa/preferen (preferred stock).

- a) saham biasa (common stock), adalah saham yang menempatkan pemiliknya paling terakhir terhadap pembagian dividen dan hak atas harta kekayaan perusahaan apabila perusahaan tersebut dilikuidasi karena pemilik saham biasa ini tidak memiliki hak-hak istimewa. Pemilik saham biasa juga tidak akan memperoleh pembayaran dividen selama perusahaan tidak memperoleh laba. Setiap pemilik saham memiliki hak suara dalam rapat umum pemegang saham /RUPS dengan ketentuan one share one vote. Pemegang saham biasa memiliki tanggung jawab terbatas terhadap klaim pihak lain sebesar proporsi sahamnya dan memiliki hak untuk mengalihkan kepemilikan sahamnya kepada orang lain.
- b) Saham preferen, merupakan saham yang memiliki karakteristik gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena bisa menghasilkan pendapatan tetap (seperti bunga obligasi). Persamaan saham preferen dengan obligasi terletak pada 3 (tiga) hal yaitu ada klaim atas laba dan aktiva sebelumnya, dividen tetap selama masa berlaku dari saham dan memiliki hak tebus dan dapat dipertukarkan dengan saham biasa. Saham preferen lebih aman dibandingkan dengan saham biasa karena memiliki hak klaim terhadap kekayaan perusahaan dan pembagian dividen terlebih dahulu. Akan tetapi saham preferen mempunyai kelemahan yaitu sulit untuk diperjualbelikan seperti saham biasa, karena jumlahnya yang sedikit.

Karakteristik Saham Syariah

Data saham merupakan bagian dari Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Bapepam-LK. Terdapat beberapa pendekatan untuk menyeleksi suatu saham apakah bisa dikategorikan sebagai saham syariah atau tidak, yaitu: (Indah Yuliana, 2011)

- 1) Pendekatan jual beli. Dalam pendekatan ini diasumsikan saham adalah asset dan dalam jual beli ada pertukaran asset ini dengan uang. Juga bisa dikategorikan sebagai sebuah kerja sama yang memakai prinsip bagi hasil (profit-loss sharing).
- 2) Pendekatan aktivitas keuangan atau produksi. Dengan menggunakan pendekatan produksi ini, sebuah saham bisa diklaim sebagai saham yang halal ketika produksi dari barang dan jasa yang dilakukan oleh perusahaan bebas dari element-element yang haram yang secara eksplisit disebut di dalam Al-Quran seperti riba, judi, minuman yang memabukkan, zina, babi dan semua turunan-turunannya.
- 3) Pendekatan pendapatan. Metode ini lebih melihat pada pendapatan yang diperoleh oleh perusahaan tersebut. Ketika ada pendapatan yang diperoleh dari bunga (interest) maka secara umum kita bisa mengatakan bahwa saham perusahaan tersebut tidak syariah karena masih ada unsur riba disana. Oleh karena itu seluruh pendapatan yang didapat oleh perusahaan harus terhindar dan bebas dari bunga atau interest.
- 4) Pendekatan struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Dengan melihat ratio hutang terhadap modal atau yang lebih dikenal dengan debt/equity ratio. Dengan melihat ratio ini maka diketahui jumlah hutang yang digunakan untuk modal atas perusahaan ini. Semakin besar ratio ini semakin besar ketergantungan modal terhadap hutang. Akan tetapi untuk saat ini bagi perusahaan agak sulit untuk membuat rasio ini nol, atau sama sekali tidak ada hutang atas modal. Oleh karena itu ada toleransi-toleransi atau batasan seberapa besar "Debt to Equity ratio" ini. Dan masing masing syariah indeks di dunia berbeda dalam penetapan hal ini. Namun secara keseluruhan kurang dari 45% bisa diklaim sebagai perusahaan yang memiliki saham syariah.

Saham Konvensional

Samsul (2015:59) berpendapat bahwa saham merupakan tanda bukti kepemilikan perusahaan. Pemilik saham disebut juga pemegang saham. Bukti bahwa seseorang atau suatu pihak dapat dianggap sebagai pemegang saham adalah apabila seseorang atau suatu pihak sudah tercatat sebagai pemegang saham dalam buku yang disebut daftar pemegang saham. Daftar pemegang saham biasanya disajikan

beberapa hari sebelum rapat umum pemegang saham diselenggarakan dan setiap pihak dapat melihat Daftar Pemegang Saham tersebut.

Saham preferen adalah Jenis saham yang memiliki hak terlebih dahulu untuk menerima laba dan memiliki hak laba kumulatif. Hak kumulatif dimaksudkan bahwa hak laba yang tidak di dapat pada suatu tahun yang mengalami kerugian, tetapi akan dibayar pada tahun yang mengalami keuntungan, sehingga saham preferen akan menerima laba dua kali. (Samsul, 2015:59) Saham biasa adalah jenis saham yang akan menerima laba setelah bagian laba saham preferen dibayarkan. Perusahaan yang bangkrut akan membuat pemegang saham biasa menderita terlebih dahulu. (Samsul, 2015:60)

Hipotesis

Perubahan harga saham individu di pasar terjadi karena perubahan permintaan dan penawaran. Perubahan permintaan dan penawaran bisa terjadi karena faktor yang rasional maupun yang irrasional. Faktor rasional mencakup kinerja perusahaan, tingkat bunga, tingkat inflasi, tingkat pertumbuhan, kurs valuta atau indeks harga saham negara lain. Faktor yang irrasional mencakup rumor di pasar, mengikuti mimpi, bisikan teman atau permainan harga. Dalam kenaikan atau penurunan harga saham selalu ada kesalahan yang disebut *overreaction* atau *mispriced*. Jika harga terus naik maka akan diikuti dengan penurunan harga pada periode selanjutnya. *Overreaction* terjadi karena terlalu optimis atau pesimistis dalam menanggapi suatu peristiwa yang diperkirakan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan di masa datang. Kedua sikap tersebut mempercepat kenaikan atau penurunan harga saham sehingga ada unsur *mispriced*, akibatnya akan terjadi arus balik untuk mengoreksi *mispriced* tersebut. Oleh karena itu, investor harus hati-hati terhadap pergerakan harga saham yang terlalu cepat naik atau terlalu cepat turun dengan tajam atau istilahnya terjadi volatilitas harga saham. Kemampuan investor untuk memprediksi ada tidaknya volatilitas harga saham akan mempengaruhi return yang akan didapat investor.

Bursa Efek Indonesia (BEI) juga mengeluarkan indeks LQ-45 selain Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Indeks LQ-45 ini menjadi gabungan 45 perusahaan terpilih berdasarkan likuiditasnya, kapitalisasi pasar dan kriteria lain yang sudah ditentukan, penentuan LQ-45 selalu ditinjau secara berkala tiap enam bulan sekali. Dengan demikian 45 perusahaan yang masuk dalam LQ-45 merupakan representasi perusahaan dengan likuiditas dan kapitalisasi terbesar dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI.

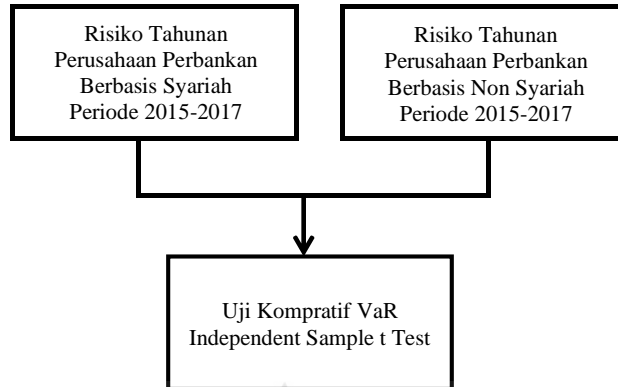
Jakarta Islamic Center menunjukkan kinerja yang lebih stabil dibandingkan LQ-45. Hal ini berarti Jakarta Islamic Index memberikan peluang bagi investor untuk investasi dengan resiko yang lebih rendah. Sedangkan LQ-45 yang fluktuatif dapat memberikan kesempatan bagi investor untuk memperoleh return yang lebih tinggi dibandingkan saham-saham yang ada pada Jakarta Islamic Index. Pasar yang sangat *volatile* akan menyulitkan perusahaan untuk menaikkan modalnya di pasar modal. Mestinya dengan munculnya JII, memungkinkan bagi investor untuk mendapatkan alternatif investasi saham dengan resiko ketidakpastian yang relatif kecil karena volatilitasnya yang lebih rendah dibanding saham konvensional.

Kinerja atau *return* dan risiko dari portofolio yang berbasis syariah (*faith-based portfolio*) khususnya dalam bentuk reksadana syariah. Para peneliti terdahulu mengamati kecenderungan dari kinerja reksadana syariah. Serta terdapat beberapa penelitian yang membandingkan kinerja reksadana syariah dibandingkan dengan reksadana konvensional. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa reksadana syariah memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan *Jakarta Islamic Index*. Namun reksadana syariah belum bisa memberikan kinerja yang lebih baik dibandingkan reksadana konvensional. Hanya pada saat krisis, reksadana syariah memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan reksadana konvensional.

Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis yang dikembangkan adalah sebagai berikut “Ada

perbedaan VaR antara saham berbasis syariah dengan saham berbasis non syariah”.

Kerangka Konseptual



METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan pada saham-saham perusahaan perbankan berbasis syariah yang terdaftar di JII dan non syariah yang terdaftar di LQ45. Penelitian ini dilakukan pada periode 2015-2017. Objek penelitian merupakan suatu sifat atau karakter dari subjek penelitian yang diteleti untuk mencapai tujuan dalam suatu penelitian. Objek penelitian ini adalah resiko dari saham syariah maupun non- syariah dengan periode 2015-2017.

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek/subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2013). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua lembaga/perusahaan perbankan syariah dan non syariah yang terdaftar di JII dan LQ45.

Sedangkan sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut (Sugiyono, 2013). Metode pemilihan sampel dalam penelitian ini yaitu dengan pendekatan *purposive sampling*, artinya bahwa sampel yang akan dijadikan sampel penelitian ini adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki peneliti. Adapun kriteria-kriteria penelitian adalah sebagai berikut:

1. Untuk Saham Perusahaan Syariah yang sahamnya mesti terdaftar di JII (Jakarta Islamic index) dan bukan lembaga keuangan / bank
2. Untuk saham non – syariah yang sahamnya harus terdaftar di indeks LQ45
3. Melaporkan data keuangan secara berturut-turut terhitung sejak tahun 2015-2017

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif Penelitian

Analisis deskripsi digunakan untuk memberikan gambaran mengenai variabel- variabel yang diteliti dalam penelitian ini. Analisis deskriptif dilakukan dengan menggunakan nilai mean dan nilai standar deviasi.

Tabel 3 Deskripsi Variabel Penelitian

Descriptive Statistics

	N	Minimum Statistic	Maximum Statistic	Mean Statistic	Std. Error
Syariah	6	-56178222680,00	23346790380,00	-16302707100,00	11404032020,00
Non Syariah	6	-26875475650,00	-6476580,00	-14902870420,00	4041969188,00
Valid N (listwise)	6				

Sumber: Data Sekunder yang Diolah, 2019

Berdasarkan hasil analisis deskriptif dapat diketahui bahwa nilai VaR pada perusahaan syariah diperoleh nilai minimum sebesar -56.178.222.680,00 dan maksimum sebesar 23.346.790.380,00 dengan rerata sebesar -16302707100,00. Pada perusahaan non syariah (konvensional) diperoleh nilai minimum sebesar - 26.875.475.650,00 dan maksimum sebesar -6476580,00 dengan rerata sebesar - 14.902.870.420,00.

Pengujian Asumsi Normalitas

Pengujian normalitas data dilakukan untuk mengetahui apakah distribusi data penelitian memenuhi asumsi normal atau tidak. Pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan Uji Kolmogorov Smirnov dengan kriteria pengujian sebagai berikut:

- a. Jika nilai signifikansi $< 0,05$, artinya data berdistribusi tidak normal
- b. Jika nilai signifikansi $> 0,05$, artinya data berdistribusi normal

Berikut ini hasil pengujian asumsi normalitas yang dilakukan dengan Uji Kolmogorov Smirnov pada variabel belanja modal dan pertumbuhan ekonomi.

**Tabel 4 Analisis Asumsi Normalitas Data
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

	Syariah	Non Syariah
N	6	6
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-16302707100,0000
	Std. Deviation	27934059450,00000
Most Extreme Differences	Absolute	,153
	Positive	,137
	Negative	-,153
Test Statistic	,153	,151
Asymp. Sig. (2-tailed)	,200 ^{c,d}	,200 ^{c,d}

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.
- d. This is a lower bound of the true significance.

Sumber: Data Sekunder yang Diolah, 2019

Berdasarkan hasil analisis normalitas data dengan menggunakan Uji Kolmogorov Smirnov dapat diketahui bahwa nilai signifikansi untuk variabel VaR untuk perbankan syariah adalah 0,153 dan perusahaan Non syariah adalah 0,151 yang lebih besar dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa data penelitian pada variabel VaR terdistribusi secara normal. Mengacu pada hasil tersebut maka pengujian perbedaan (komparatif) pada variabel VaR akan dilakukan dengan menggunakan Uji Independent Sample t Test.

Pengujian Hipotesis

Pengujian perbedaan (komparatif) dilakukan untuk mengetahui ada atau tidak adanya perbedaan VaR pada perusahaan perbankan non syariah (konvensional) dan syariah. Pengujian perbedaan (komparatif) untuk variabel VaR dilakukan dengan Uji Independent Sample t Test karena data penelitian terdistribusi normal. Hasil uji asumsi normalitas data belanja modal menunjukkan bahwa distribusi data penelitian memenuhi asumsi normalitas sehingga pengujian perbedaan (komparatif) untuk variabel VaR dilakukan dengan menggunakan Uji Independent Sample t Test dengan tahapan

analisis sebagai berikut:

Pengujian Asumsi Homogenitas Variance

Pengujian asumsi homogenitas variance dilakukan dengan menganalisis nilai signifikansi Levene's Test for Equality of Variance dengan kriteria sebagai berikut:

- Jika nilai signifikansi $> 0,05$ artinya variance data adalah homogen
- Jika nilai signifikansi $< 0,05$ artinya variance data adalah tidak homogen

Tabel 5 Uji Homogenitas Variance

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means			
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
VaR	Equal variances assumed	5,597	,040	-,116	10	,010	-
	Equal variances not assumed			-,116	6,237	,012	1399836688,00

Sumber: Data Sekunder yang Diolah, 2017

Hasil signifikansi nilai *Levene's Test for Equality of Variance* adalah sebesar $0,040 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa data memiliki variance yang heterogen sehingga pengujian hipotesis komparatif untuk variabel VaE dilakukan dengan menganalisis nilai signifikansi pada output *equal variance not assumed*.

Pengujian Perbedaan

Merujuk dari data yang homogenitas maka pada hasil signifikansi *Levene's Test for Equality of Variance* maka untuk menguji ada atau tidaknya perbedaan VaR dilakukan dengan menganalisis nilai signifikansi pada output *Equal Variance Not Assumed* dengan kriteria sebagai berikut:

- Jika signifikansi $< 0,05$ artinya terdapat perbedaan yang signifikan
- Jika signifikansi $> 0,05$ artinya tidak terdapat perbedaan yang signifikan

Tabel 4.4

Pengujian Hipotesis Komparatif

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means			
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
VaR	Equal variances assumed	5,597	,040	-,116	10	,010	-
	Equal variances not assumed			-,116	6,237	,012	1399836688,00

Sumber: Data Sekunder yang Diolah, 2017

Hasil pengujian komparatif dengan Uji Independent Sample t Test menghasilkan nilai signifikansi sebesar $0,010$ dimana nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari $0,05$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis alternatif pertama, yaitu "Ada perbedaan VaR pada perusahaan perbankan non syariah (konvensional) dan syariah periode 2015-2017" dapat diterima dan dibuktikan secara statistik.

Pembahasan

Hasil uji perbedaan (komparatif) pada variabel VaR berdasarkan menunjukkan bahwa VaR pada perusahaan perbankan syariah dan non syariah (konvensional) adalah berbeda. Berdasarkan hasil analisis deskriptif diketahui bahwa nilai mean VaR untuk perusahaan Syariah adalah sebesar -16.302.707.100,00 dan nilai mean VaR untuk perusahaan Non Syariah adalah sebesar -1.490.2870.420,00. Temuan tersebut menunjukkan bahwa resiko yang melekat pada perusahaan perbankan Syariah lebih besar dibandingkan perusahaan perbankan Non Syariah.

Perubahan harga saham individu di pasar terjadi karena perubahan permintaan dan penawaran. Perubahan permintaan dan penawaran bisa terjadi karena factor yang rasional maupun irrasional. Faktor rasional mencakup kinerja perusahaan, tingkat bunga, tingkat inflasi, tingkat pertumbuhan, kurs valuta asing atau indeks harga saam negara lain. Factor yang irrasional mencakup rumor di pasar, mengikuti mimpi, bisikan teman atau permainan harga. Setiap kenaikan dan penurunan harga saham selalu ada kesalahan yang disebut *overseaction* atau *mispriced*. Jika harga terus naik, maka akan diikuti dengan penurunan harga pada periode berikutnya. *Overreaction* terjadi karena terlalu optimisti atau pesimistis dalam menghadapi suatu peristiwa yang diperkirakan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dimasa datang. Kedua sikap tersebut mempercepat kenaikan atau penurunan harga saham, sehingga ada unsur *mispriced* tersebut. Oleh karena itu, investor harus hati-hati terhadap pergerakan harga saham yang terlalu cepat naik atau terlalu cepat turun dengan tajam atau istilahnya terjadi volatilitas harga saham. Kemampuan investor untuk memprediksi ada tidaknya volatilitas harga saham akan mempengaruhi return yang akan didapat investor.

Kesimpulan

Penelitian ini berangkat dari masih adanya perbedaan hasil-hasil penelitian terdahulu mengenai perbedaan VaR pada perusahaan perbankan non syariah dan syariah. Dalam rangka mengisi gap atau perbedaan hasil penelitian terdahulu, penelitian ini diarahkan untuk mengkaji perbedaan VaR. Untuk menjawab permasalahan penelitian tersebut dilakukan penelitian dengan menggunakan data laporan keuangan perusahaan perbankan yang terdaftar di LQ45 dan JII sebagai obyek pengamatan. Hasil dari penelitian ini dapat ditarik dua buah kesimpulan, yaitu:

1. Hasil pengujian perbedaan (komparatif) VaR menunjukkan bahwa VaR pada perusahaan perbankan non syariah (konvensional) dan syariah adalah berbeda secara nyata.
2. Nilai mean VaR untuk perusahaan Syariah adalah sebesar -16302707100,00 dan nilai mean VaR untuk perusahaan Non Syariah adalah sebesar -14.902.870.420,00. Temuan tersebut menunjukkan bahwa resiko yang melekat pada perusahaan perbankan Syariah lebih besar dibandingkan perusahaan perbankan Non Syariah.

Saran

Temuan penelitian ini adalah bahwa VaR pada perusahaan perbankan Syariah dan Non Syariah adalah berbeda dimana VaR perusahaan perbankan Syariah lebih besar dari pada perusahaan perbankan Non Syariah. Berdasarkan temuan ini maka investor perlu lebih jeli dalam memilih investasi pada perusahaan perbankan analisis portofolio nilai VaR dengan metode atau pendekatan GARCH dan EWMA perlu disertakan sebelum menentukan pilihan investasi agar dapat diprediksi resiko yang melekat pada masing-masing perusahaan sehingga resiko investasi dapat ditekan.

Daftar Pustaka

- Ade Arthesa dan Edia Handiman. Bank dan Lembaga Keuangan Bukan Bank (Jakarta: Indeks. 2009), h. 229
- Agustianto (2008), Pasar Modal Syariah, www.pesantrenvirtual.com Ahmad Rodoni dan Abdul Hamid. Lembaga Keuangan Syariah (Jakarta: Zikrul Hakim. 2008), 146
- Andri Soemitra. Bank dan Lembaga Keuangan Syariah (Jakarta: Kencana. 2009),h. 138
- Astuti, Rini., Suripto dan K. Bagus (2012), Perbandingan Perhitungan Value at Risk pada Indeks JII dan Indeks LQ45 dengan Metode Simulasi Historis.
- Burhanudin, Aspek Hukum Lembaga Keuangan Syariah (Yogyakarta: Graha Ilmu, 2010),h. 135
- Burhanudin, Aspek Hukum Lembaga Keuangan Syariah (Yogyakarta: Graha Ilmu, 2010), h. 135-136
- Edwin Nasution, Mustafa, et.al. Pengenalan Eksklusif Ekonomi Islam (Jakarta: Kencana. 2007), h. 308
- Hanafi, Mamduh M dan Syafiq M Hanafi (2012), Perbandingan Kinerja Investasi Syariah dan Konvensional: Studi pada Jakarta Islamic Index (JII) dan Indeks LQ45, *EKBISI*, 7 (1).
- <http://ekonomisyariah.blog.gunadarma.ac.id/2013/01/04/artikel-saham-syariah/> (diakses pada tgl 11 November 2019)
- <http://ekonomisyariah.blog.gunadarma.ac.id/2013/01/04/artikel-saham-syariah/> (diakses pada tgl 11 November 2019)
- Indah Yuliana. Investasi Produk Keuangan Syariah. (Malang: UIN Maliki Press. 2010),h. 83
- Jorion, P (2001), *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk*, McGraw-Hill, NewYork
- Maskur, Ali (2009), Volatilitas Harga Saham antara Saham Konvensional dan Syariah, *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 1 (2), 82-94.
- Mohammad Heykal, Tuntunan dan Aplikasi Investasi Syariah (Jakarta: Elex Media Komputindo. 2012), h. 41.
- Mohammad Heykal. Tuntunan dan Aplikasi Investasi Syariah. (Jakarta: Elex Media Komputindo, 2012), h. 42-44
- Nafik HR, Muhammad. Bursa Efek dan Investasi Syariah (Jakarta: Serambi Ilmu Semesta. 2009),h. 245
- Nurul Huda dan Moh Heykal. Lembaga Keuangan Islam:Tinjauan Teoritis dan Praktis. (Jakarta: Kencana. 2010) , h. 228-229
- Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution. Investasi Pada Pasar Modal Syariah (Jakarta: Kencana. 2007), h.59-60.
- Peraturan Bank Indonesia (BI) No.5/8/PBI/2003 tentang penerapan pengelolaan risiko bagi perbankan
- Sapari, Fransisco Nicolas dan Agus Zainul Arifin (2015), Studi Perbandingan Nilai Value at Risk antara Saham Berbasis Syariah dengan Saham Non Syariah Periode 2010-2012, *Symposium Nasional Akuntansi 8*.

Sundjaja, Ridwan S dan Inge Barlian (2003), Manajemen Keuangan, Literata Lintas Media, Jakarta.

Surat Edaran No.5/21/DPNP tanggal 29 September 2003 tentang penerapan metode VAR

Syarida, Ida., Indianik Aminah & Bambang Waluyo (2014), Perbandingan Kinerja Instrumen Investasi Berbasis Syariah dengan Konvensional pada Pasar Modal di Indonesia, *Al- Iqtishad*, 6 (2).

