

## DAYA TARIK PASAR MODAL ISLAMI: STUDI DI BURSA EFEK INDONESIA

Zaenal Arifin

Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia  
Condongcatur, Depok, Sleman-Yogyakarta, 55283, Indonesia.

### Abstract

*Islamic capital market was a capital market in which the stock issuer's business and the trading mechanism were both Islamic. Islamic corporate issuers were already selected in Islamic stock index while Islamic trade mechanism had to meet the requirements to avoid speculation (gharar). Some experts had proposed a model of an Islamic stock trading such as Metwally (1992) and Chapra (1992). The question was if the islamic model was applied, "was the stock market still interesting?" This study wanted to answer that question. By using a sample of companies in Jakarta Islamic Index (JII) from 2007 to 2013 this study showed the following results. Metwally model proved to be very attractive because it generated a return (capital gain) at least equal to real capital markets and the risk of capital loss was smaller. But investors should be careful because the standard deviation of return among stock in this stock market model was relatively high. Meanwhile, the Chapra model gave investors not only a lower risk but also lower returns. The performance of Chapra Islamic capital market model had not been conclusive because when using Sharpe index and Jensen index, the performance index decreased but when using the Treynor index, the performance did not decrease.*

**Key words:** *Chapra Model, islamic capital market, Jakarta Islamic Index (JII), Metwally Model*

Pasar modal islami adalah konsep yang mendorong agar pasar modal menjadi tempat investasi yang sesungguhnya dan tidak tercampur dengan aktifitas spekulasi (gharar). Khan (1992) mengidentifikasi sejumlah mekanisme perdagangan di pasar modal yang tidak sejalan dengan hukum islam, seperti saham dapat dijual beberapa kali sebelum penyerahan saham benar-benar dilakukan, adanya praktik pembiayaan investasi yang bersumber dari dana perbankan dengan bunga harian, dan adanya instrumen opsi yang memung-

kinkan investor membeli saham dengan harga ditetapkan hari ini penyerahan sahamnya pada masa yang akan datang. Di luar tiga hal tersebut, Khan (1992) juga menyoroti adanya investor yang tidak asli (*not genuine investor*) yang sering disebut spekulator. Spekulator berusaha mendapat untung dengan memanfaatkan fluktuasi harga saham. Mereka membeli saham yang diperkirakan akan naik dalam waktu dekat dan akan menjualnya setelah harga naik. Dasar analisis yang digunakan untuk memprediksi apakah harga saham akan naik

---

Korespondensi Penulis:

**Zaenal Arifin:** Telp. +62 274 883 525; Fax. +62 274 883 526

E-mail: [zaenalarifin.fe@uii.ac.id](mailto:zaenalarifin.fe@uii.ac.id)

atau turun memang dapat berasal dari informasi fundamental yang relevan dan terpercaya, namun sering juga yang bersumber dari rumor atau isu. Ulah spekulator ini telah menjadi pemicu sejumlah krisis di pasar modal seperti yang terjadi di Amerika Serikat baik pada tahun 1930 maupun pada tahun 1987.

Dalam rangka mengurangi spekulasi ini, Metwally (1992) menawarkan sebuah model perdagangan pasar modal islami yang mensyaratkan sejumlah hal. Syarat terpenting adalah bahwa perlu dibentuk *management committee* untuk menetapkan *maximum share price* (MSP) untuk setiap saham untuk interval paling lambat tiga bulan. MSP adalah sama dengan total ekuitas dibagi dengan total lembar saham yang diterbitkan perusahaan. *Management committee* harus memastikan bahwa semua perusahaan yang tercatat di bursa menggunakan standar akuntansi yang benar dan perdagangan saham hanya boleh berlangsung satu minggu yaitu setelah MSP ditetapkan.

Menurut Metwally (1992), model tersebut memenuhi syarat keislaman dari pasar modal. Model ini memberi kesempatan kepada pemegang saham untuk menjual sahamnya untuk memenuhi kebutuhan likuiditasnya dan pada saat yang bersamaan menjaga agar pemegang saham memiliki komitmen terhadap perusahaan paling tidak memegang saham selama tiga bulan. Spekulasi menjadi sulit dilakukan karena pemegang saham tidak dapat memperdagangkan saham setiap saat dan adanya batasan MSP.

Chapra (1992) kurang setuju dengan model pasar modal islami yang ditawarkan oleh Metwally. Pembatasan harga maksimum justru akan merugikan investor kecil karena jika prospek perusahaan naik mereka tidak dapat menjual lebih tinggi, sementara jika prospek perusahaan memburuk mereka terpaksa harus menjual harga di bawah MSP. Dasar penetapan MSP yang berbasis nilai ekuitas juga dianggap tidak tepat. Dua perusahaan yang memiliki ekuitas yang sama bahkan menjual

produk yang sama bisa jadi memiliki harga saham yang berbeda karena permintaan atas produk dari kedua perusahaan tidak sama. Disamping itu, dasar penetapan harga yang hanya merujuk pada ekuitas dianggap terlalu lemah karena harga saham juga dipengaruhi oleh prospek perusahaan. Alasan bahwa harga harus dibatasi juga dipertanyakan oleh Chapra. Untuk barang kebutuhan pokok dimana pembeli tidak dapat menunggu hingga harga turun karena harus segera mengkonsumsi, maka penetapan harga maksimum dapat dibenarkan. Sementara dalam membeli saham, investor tidak harus membeli saham sekarang jika harganya dirasa terlalu tinggi.

Untuk mengatasi ketidakstabilan harga saham di pasar modal, Chapra (1992) menawarkan tiga hal, yaitu membatasi spekulasi, hanya membolehkan pembelian saham secara tunai (melarang *margin trading*), dan menghilangkan *management malpractices*. Salah satu bentuk spekulasi yang harus dihindari adalah aktifitas *short selling*.

EI-Din (2002) memberi usulan tentang perlunya harga rujukan untuk membatasi spekulasi. Harga rujukan ini perlu ada karena di pasar modal ada investor yang *informed* namun ada juga investor yang *uninformed*. Investor yang *uninformed* cenderung bertindak spekulatif karena tidak mengetahui informasi dengan lengkap dan akurat. Adanya harga rujukan akan mengurangi kesenjangan informasi antara investor yang *informed* dan investor yang *uninformed* yang pada ujungnya akan mengurangi bahkan menghilangkan spekulasi. Harga rujukan ini ditetapkan oleh sebuah lembaga yang beranggotakan para pakar di bidang pasar modal, ekonomi, statistik, dan bidang ilmu lain yang relevan untuk menentukan harga rujukan yang handal.

Upaya membangun pasar modal islami tidak terbatas pada gagasan, tetapi sudah juga dilakukan upaya konkrit dengan melakukan *screening* terhadap saham-saham yang dianggap memenuhi syarat untuk menjadi saham islami dan kemudian dima-

sukkan dalam indeks saham islami. Menurut Shanmugam & Zahari (2009), indeks saham islami yang pertama kali terbentuk adalah Dow Jones Islamic Market Index yaitu pada tahun 1999. Setelah itu muncul berbagai indeks saham islami yang lain, termasuk Jakarta Islamic Index (JII) yang mulai ada pada tahun 2000. *Screening* saham islami meliputi *screening* terhadap bisnis emiten dan *screening* terhadap rasio keuangan tertentu.

Kinerja saham dalam indeks islami pada umumnya tidak berbeda dengan kinerja saham dalam indeks pada umumnya. Bahkan Sadeghi (2008) menggunakan metode *event study* menemukan respon investor yang positif saat diluncurkannya indeks syariah di pasar modal Malaysia. Sementara itu Siskawati (2011) menemukan adanya *cointegrasi* antar indeks islami di Indonesia, Malaysia, dan indeks global DJIM. Namun jika dikaitkan dengan risiko, saham dalam indeks islami memiliki risiko yang lebih rendah. Yusof & Majid (2007), misalnya, menemukan bahwa volatilitas saham dalam indeks islami tidak terpengaruh oleh perubahan suku bunga, sementara volatilitas saham dalam indeks konvensional terpengaruh. Meskipun demikian, tingkat volatilitas saham dalam indeks islami masih tetap tinggi, seperti ditemukan oleh Kurniawan (2008).

Kajian yang terkait dengan kinerja dan risiko saham islami yang terkumpul dalam indeks islami memang sudah banyak dilakukan. Namun penelitian yang menguji kinerja dan risiko investasi saham yang islami, yang tidak mengandung spekulasi, belum banyak yang melakukan. Misal, jika idenya Metwally (1992) dijalankan, bagaimana keuntungan dan risiko dari berinvestasi yang islami tersebut. Ide Chapra (1992) yang relatif longgar justru sudah diterapkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak dikeluarkannya fatwa Dewan Syariah Nasional No. 80 Tahun 2011 yang menyatakan bahwa perdagangan saham di BEI adalah sesuai syariah. Apakah *return* dan risiko berinvestasi di BEI mengalami perubahan setelah ada-

nya fatwa tersebut? Sementara ide El-Din (2002) masih sulit diuji karena belum ada lembaga yang berfungsi menetapkan harga rujukan.

Penelitian ini bertujuan melakukan pengujian tentang daya tarik konsep pasar modal islami yang ditawarkan oleh Metwally (1992) dan Chapra (1992) ditinjau dari perspektif investor dengan mempertimbangkan *return* dan risiko. Selain kehalalan, daya tarik berupa *return* merupakan faktor yang harus diperhatikan dalam merancang sistem perdagangan pasar modal yang islami. Pengertian menarik memang dapat subyektif, namun karena pasar modal islami sendiri sudah merupakan nilai tambah, maka jika *return* pasar saham islami adalah tidak berbeda dengan *return* pasar saham konvensional, maka dapat dikatakan *return*nya menarik, tentu saja dengan mempertimbangkan risikonya.

### METODE

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya tercatat di BEI. Sedangkan sampel penelitian disesuaikan dengan permasalahan penelitian. Untuk menginvestigasi permasalahan yang terkait dengan model Metwally (1992), sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang masuk dalam JII sejak tahun 2007 hingga tahun 2013. Sementara untuk permasalahan yang terkait dengan model Chapra (1992), akan digunakan sampel tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah penetapan DSN-MUI tentang kesesuaian perdagangan saham di BEI tahun 2011. Tiga tahun sebelum adalah tahun 2007, 2009, dan 2010, dan tiga tahun sesudah adalah tahun 2011, 2012, dan 2013. Data tahun 2008 dikeluarkan dari sampel karena pada tahun 2008 terjadi krisis keuangan sehingga kinerja saham mengalami penurunan drastis.

Permasalahan utama yang ingin diinvestigasi dalam penelitian ini adalah apakah konsep pasar modal islami yang selama ini ada, cukup menarik untuk pilihan investasi. Pengertian menarik adalah

jika kinerja dari pasar modal islami minimal sama dengan kinerja pasar modal konvensional. Kinerja dalam penelitian ini memperhitungkan *return* dan risiko dari portfolio yang berasal dari kedua pasar modal tersebut. Kinerja portfolio yang mempertimbangkan *return* dan risiko yang akan digunakan dalam penelitian ini meliputi Sharpe *measure*, Treynor *measure*, dan Jensen *measure*.

$$\text{Sharpe measure} = (r_p - r_f) / \sigma_p$$

$$\text{Treynor measure} = (r_p - r_f) / \beta_p$$

$$\text{Jensen Measure} = \alpha_p = r_p - [r_f + \beta_p (r_m - r_f)]$$

Dimana  $r_p$  adalah *return* portfolio selama periode tertentu,  $r_f$  adalah *return* dari investasi bebas risiko,  $\sigma_p$  adalah risiko total dari portfolio,  $\beta_p$  adalah risiko sistematis dari portfolio, dan  $\alpha_p$  adalah alpha portfolio yang merupakan nilai dari Jensen *measure*.

## HASIL

### Hasil Uji Daya Tarik Model Metwally

#### Hasil uji perbandingan *return*

Untuk menguji bahwa model Metwally memang cukup menarik, perlu dilakukan uji komparasi dengan *return* saham riil pada periode yang sama dengan sampel saham yang sama yaitu saham yang masuk dalam indeks JII. Perbandingan *return* kedua model dapat dilihat di Tabel 1.

**Tabel 1.** Perbandingan *Return* Tahunan antara *Return* Saham Model Metwally dan *Return* Saham Riil

Tahun	Rata-Rata <i>Return</i> Model Metwally	Rata-Rata <i>Return</i> Riil	Prob. Value
2007	0,2419	0,0881	0,2414
2008	0,4422	-0,1104	0,1772
2009	-0,3833	0,0549	0,2163
2010	0,2391	-0,0085	0,0219
2011	0,0082	-0,0029	0,8253
2012	0,1844	0,0068	0,1864
2013	0,1329	-0,0108	0,0000
2007-2013	0,1194	0,0072	0,1547

Informasi di Tabel 1 memperlihatkan bahwa secara keseluruhan dari tahun 2007-2013, *return* saham model Metwally lebih tinggi dibandingkan dengan *return* saham riil meskipun secara statistik tidak signifikan berbeda. Rata-rata *return* saham model Metwally lebih tinggi daripada *return* saham riil kecuali pada tahun 2009. Sementara jika dilihat dari perbedaannya yang signifikan, rata-rata *return* saham model Metwally signifikan lebih tinggi dibandingkan dengan *return* saham riil pada tahun 2010 dan 2013.

### Hasil uji perbandingan risiko

Meskipun saham model Metwally memiliki daya tarik yang bagus karena memberi potensi *return* tinggi, tetapi standar deviasi *return* saham model Metwally secara umum lebih tinggi. Perbedaan *return* antara satu saham dengan saham yang lain dalam indeks JII, jika menggunakan model Metwally relatif lebih tinggi dibandingkan dengan jika menggunakan harga saham riil. Ini dapat dilihat dalam Tabel 2.

**Tabel 2.** Perbandingan Standar Deviasi *Return* Tahunan antara Saham Model Metwally dan Saham Riil

Tahun	Std. Dev. <i>Return</i> Model Metwally	Std Dev. <i>Return</i> Riil	Siegel-Tukey Prob.Value
2007	0,6169	0,0741	0,1071
2008	1,6480	0,1102	0,4886
2009	1,5986	0,0296	0,0001
2010	0,4963	0,0595	0,0212
2011	0,2286	0,0203	0,0000
2012	0,6622	0,0257	0,0413
2013	0,0905	0,0169	0,8241
2007-2013	0,9434	0,0784	0,0000

Dilihat secara keseluruhan dari tahun 2007-2013, standar deviasi pasar modal model Metwally signifikan lebih tinggi daripada pasar modal yang ada sekarang. Jika dirinci dalam masing-masing tahun, perbedaan tersebut signifikan pada tahun 2009, 2010, 2011, dan 2012.

## Hasil Uji Daya Tarik Model Chapra

### Perbandingan *return riil*

Untuk mengetahui apakah pasar modal model Chapra memiliki daya tarik, maka akan diuji apakah kinerja saham JII setelah diberlakukannya fatwa No.80 tersebut menjadi lebih baik dibandingkan dengan sebelum diberlakukannya fatwa. Kami membandingkan kinerja saham JII tahun 2007, 2009, 2010 dengan kinerja saham JII tahun 2011, 2012, dan 2013. Tabel 3 membandingkan kinerja saham JII sebelum dan sesudah dikeluarkannya fatwa DSN No.80 berdasarkan *return riil*.

**Tabel 3.** Perbandingan *Return Riil* Sebelum dan Sesudah Fatwa DSN No.80

Method	df	Value	Probability	
t-test	356	4,6242	0,0000	
Category Statistics				
Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Error of Mean
ERI1	179	0,0359	0,1039	0,0077
ERI2	179	-0,0023	0,0383	0,0028
All	358	0,0167	0,0805	0,0042

Dari Tabel 3, nampak bahwa *return riil* saham JII sebelum diberlakukannya Fatwa DSN No.80 (ERI1) signifikan lebih tinggi dibandingkan dengan setelah diberlakukannya fatwa (ERI2).

### Perbandingan risiko

Selain terkait dengan *return* saham riil, perbandingan juga perlu dilakukan terkait dengan risiko. Ada dua jenis risiko yang akan dijadikan sebagai ukuran, yaitu standar deviasi yang mencerminkan risiko total dan beta yang mencerminkan risiko sistematis. Tabel 4 dan 5 memperlihatkan hasil uji perbedaannya.

Dari informasi pada Tabel 4 dapat disimpulkan bahwa risiko total dari saham JII setelah dikeluarkannya fatwa DSN No.80 signifikan lebih rendah dibandingkan dengan sebelumnya.

**Tabel 4.** Perbandingan Standar Deviasi *Return* Saham Sebelum dan Sesudah Fatwa

Method	df	Value	Probability	
t-test	356	6,1555	0,0000	
Category Statistics				
Variabel	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Error of Mean
STD1	179	0,1760	0,1735	0,0129
STD2	179	0,0934	0,0461	0,0034
All	358	0,1347	0,1333	0,0070

Selain risiko total, saham-saham individu juga dapat diukur sensitivitasnya terhadap fluktuasi pasar, ukuran ini dinamakan beta. Hasil uji beda beta saham-saham JII sebelum dan sesudah dikeluarkannya fatwa DSN No.80 adalah tidak signifikan berbeda, seperti dapat dilihat di Tabel 5.

**Tabel 5.** Perbandingan Beta *Return* Saham Sebelum dan Sesudah Fatwa

Method	df	Value	Probability	
t-test	356	1,5170	0,1301	
Category Statistics				
Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Error of Mean
BETA1	179	0,8344	2,5270	0,1888
BETA2	179	1,1822	1,7401	0,1300
All	358	1,0083	2,1735	0,1148

### Perbandingan kinerja portfolio

Ukuran kinerja *return* dan risiko dapat dipadukan dengan menggunakan ukuran yang memperhitungkan keduanya. Seperti dijelaskan dalam metode penelitian, kinerja portfolio JII akan diukur dengan indeks Sharpe, Treynor, dan Jensen. Ketiga ukuran tersebut selain memperhitungkan *return* dan risiko juga memperhitungkan tingkat suku bunga bebas risiko. Hasil uji beda indeks Sharpe saham-saham yang ada di JII sebelum dan sesudah fatwa DSN, dapat dilihat pada Tabel 6.

Informasi pada Tabel 6 menunjukkan bahwa Sharpe *measure* saham di JII setelah keluarnya fatwa mengalami penurunan yang signifikan.

**Tabel 6.** Perbandingan *Sharpe Measure* Sebelum dan Sesudah Fatwa DSN No.80

Method	df	Value	Probability
t-test	356	6,6586	0,0000
Category Statistics			
Variable	Count	Mean	Std. Error of Mean
SHAR1	179	-0,0288	0,4490
SHAR2	179	-0,3674	0,5111
All	358	-0,1981	0,5095

Indeks Treynor menggunakan risiko sistematis (beta) sebagai pembagi *return* saham di atas suku bunga bebas risiko. Hasil uji beda Treynor *measure* sebelum dan sesudah Fatwa DSN No.80 Tahun 2011 dapat dilihat pada Tabel 7.

**Tabel 7.** Perbandingan *Treynor Measure* Sebelum dan Sesudah Fatwa DSN No.80

Method	df	Value	Probability
t-test	356	1,4182	0,1570
Category Statistics			
Variable	Count	Mean	Std. Error of Mean
TREY1	179	0,0053	0,1914
TREY2	179	-0,0192	0,1308
All	358	-0,0069	0,1642

Tabel 7 menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara nilai Treynor sebelum dan sesudah keluarnya fatwa, meskipun secara absolut nilai Treynor menurun.

Ukuran kinerja kumpulan saham-saham (portofolio) ketiga yang dianalisis dalam penelitian ini adalah *Jensen measure*. Ukuran kinerja ini berbeda dengan dua ukuran sebelumnya dalam hal mengakomodasi risiko. Kinerja Sharpe dan Treynor membandingkan *return* dan risiko, sementara *Jensen* hanya menghitung *return*. *Return* yang dihitung *Jensen* adalah *return* abnormal, yaitu *return* riil dikurangi dengan *return* ekspektasi yang menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM). *Return* ekspektasi CAPM telah mengakomodasi risiko saham yang berupa beta. Jadi meskipun memper-

hitungkan risiko, tetapi *Jensen measure* tidak menjadikan risiko tersebut sebagai pembagi *return* saham. Hasil uji *Jensen measure* sebelum dan sesudah Fatwa DSN No.80 Tahun 2011, dapat dilihat pada Tabel 8.

**Tabel 8.** Perbandingan *Jensen Measure* Sebelum dan Sesudah Fatwa DSN No.80

Method	df	Value	Prob.
t-test	356	5,5401	0,0000
Anova F-statistic	(1, 356)	30,6928	0,0000
Category Statistics			
Variable	Count	Mean	Std. Error of Mean
JEN1	179	0,0054	0,1236
JEN2	179	-0,0592	0,0956
All	358	-0,0269	0,1150

Dari Tabel 8 dapat disimpulkan bahwa indeks *Jensen* sesudah dikeluarkannya Fatwa DSN No.80 2011 mengalami penurunan yang signifikan.

## PEMBAHASAN

### Daya Tarik Pasar Modal Islami Model *Metwally*

Hasil uji daya tarik pasar modal islami model *Metwally* secara umum dapat disimpulkan cukup menarik. Ini karena model ini dapat menghasilkan *return* (*capital gain*) yang cukup tinggi. Pasar modal islami ini secara umum dapat menghasilkan *return* jauh di atas tingkat suku bunga bebas risiko. Temuan yang cukup menarik adalah bahwa pada tahun 2008 pada saat pasar modal mengalami krisis, justru model *Metwally* memperoleh *return* yang sangat tinggi yaitu lebih dari 44%. Hasil perbandingan *return* model *Metwally* dan pasar modal riil memang secara statistik tidak signifikan, namun jika dilihat secara absolut, *return* model *Metwally* sebenarnya jauh lebih tinggi (yaitu 11,9% dibandingkan dengan 0,7%). Tidak signifikannya perbedaan secara statistik bisa jadi karena *standar error* yang cukup tinggi, sehingga t-hitungnya menjadi

rendah. Jika dianalisis per tahun, nampak juga bahwa model Metwally *return*nya signifikan lebih tinggi pada tahun 2013 dan 2010. Sementara pada tahun yang lain tidak ada perbedaan yang signifikan. Jadi, karena pengertian menarik dalam penelitian ini adalah ketika dapat menghasilkan *return* minimal sama dengan pasar modal riil, maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal islami model Metwally cukup menarik.

Informasi dari Tabel 3 juga memperlihatkan bahwa dalam kurun waktu tahun 2007-2013, *return* saham model Metwally hanya mengalami rata-rata negatif sekali yaitu pada tahun 2009, sementara *return* saham riil mengalami negatif empat kali yaitu pada tahun 2008, 2010, 2011, dan 2013. Ini menunjukkan bahwa pasar modal model Metwally memiliki risiko yang lebih rendah. Temuan ini semakin menambah daya tarik pasar modal model Metwally. Jika melihat pada tujuan pasar modal islami adalah untuk mengurangi praktik spekulasi, maka berkurangnya risiko ini menegaskan bahwa pasar modal islami model Metwally memang dapat mencapai tujuannya agar pasar modal lebih rendah spekulasinya.

Namun ada satu hal yang perlu diwaspadai oleh investor, yaitu pasar modal islami model Metwally mengharuskan mereka lebih cermat dalam memilih saham. Informasi dalam Tabel 4 menunjukkan bahwa model Metwally memiliki standar deviasi *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan model pasar modal yang sekarang. Jadi meskipun risiko pasar modal secara umum lebih rendah, namun perbedaan *return* antar saham menjadi semakin tinggi jika pasar modal islami model Metwally dipraktikkan.

### Daya Tarik Pasar Modal Islami Model Chapra

Chapra sebenarnya tidak membuat model pasar modal secara khusus. Chapra hanya mengkritisi model pasar modal yang digagas oleh Metwally dan kemudian membuat usulan tentang bagaimana

cara membuat pasar modal yang islami. Untuk mengatasi ketidakstabilan harga saham di pasar modal, Chapra menawarkan tiga hal yaitu membatasi spekulasi, hanya membolehkan pembelian saham secara tunai, dan menghilangkan *management malpractices*. Salah satu bentuk spekulasi yang harus dihindari adalah aktifitas *short selling*. Gagasan Chapra ini sejalan dengan ketentuan yang dibuat oleh Dewan Pengawas Syariah melalui Fatwa No.80/DSN-MUI/III/2011 yang memberi rambu-rambu terkait aktifitas perdagangan yang dilarang. Aktifitas yang dilarang tersebut adalah melakukan spekulasi, manipulasi, dan tindakan lain yang didalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, maksiat dan kedzaliman, *taghdir*, *ghisysy*, *tanajusy/najsy*, *ihtikar*, *bai' al-ma'dum*, *talaqqi al-rukban*, *ghabn*, dan *tadlis*.

Dari hasil uji daya tarik tersebut, dapat disimpulkan bahwa pasar modal islami model Chapra masih kurang menarik jika dilihat dari sisi *return* (*capital gain*) yang dihasilkan. Rata-rata *return* saham tiga tahun sebelum diberlakukannya fatwa DSN (yang banyak kesamaannya dengan usulan Chapra) justru lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata *return* saham setelah fatwa. Memang dalam perbandingan ini ada potensi bias karena kinerja pasar yang memang menurun pada periode setelah terbitnya fatwa. Hasil perbandingan jika perbandingan dilakukan dalam jangka waktu yang lebih pendek yaitu antara tahun 2010 dan tahun 2011 hasilnya ternyata tidak signifikan berbeda. Perbedaan hasil ini menunjukkan bahwa perbedaan kinerja JII sebelum dan sesudah keluarnya fatwa DSN tidak sepenuhnya disebabkan oleh adanya fatwa tersebut.

Tujuan dikeluarkan Fatwa DSN No.80 Tahun 2011 memang untuk mengurangi atau bahkan menghilangkan praktik-praktik yang mengarah pada aktifitas spekulasi. Jika spekulasi berkurang, maka risiko juga akan berkurang. Tujuan ini terbukti tercapai karena standar deviasi saham JII setelah terbitnya fatwa signifikan lebih rendah.

Namun yang perlu diperhatikan adalah temuan bahwa risiko sistematis (beta) tidak mengalami perbedaan yang signifikan. Risiko sistematis mengukur sensitifitas *return* suatu saham terhadap *return* pasar. Dengan demikian, besar kecilnya beta tidak menggambarkan fluktuasi *return* saham. Fatwa DSN No.80 lebih ditujukan agar spekulasi di pasar modal dihindari, bukan untuk mengurangi risiko yang melekat pada masing-masing saham. Fluktuasi yang berasal dari spekulasi lebih dicerminkan oleh standar deviasi *return* saham, yang hasilnya signifikan menurun. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa Fatwa DSN No.80 Tahun 2011 telah dapat mengurangi spekulasi.

Ketika yang diperbandingkan adalah kinerja portofolio yang mengakomodasi *return* dan risiko sekaligus, maka hasil perbandingannya belum konklusif. Jika menggunakan Sharpe *index*, maka terjadi penurunan kinerja setelah fatwa, jika menggunakan Treynor *index* maka tidak ada perbedaan kinerja sebelum dan sesudah fatwa, sementara ketika menggunakan Jensen *index* kinerja porfolio menurun setelah fatwa.

Treynor *measure* lebih tepat mengukur kinerja kelompok saham dibandingkan dengan Sharpe *measure* karena Treynor menggunakan beta sebagai pembanding sedangkan Sharpe menggunakan standar deviasi. Standar deviasi lebih cocok ketika digunakan untuk melihat pasar modal secara keseluruhan, tetapi jika ingin melihat kinerja kelompok saham, maka yang lebih tepat menggunakan beta. Dengan demikian, melihat perbedaan hasil antara ukuran Sharpe dan ukuran Treynor, peneliti lebih cenderung memilih hasil dari Treynor *measure*. Sementara itu, indeks Jensen pada dasarnya lebih fokus pada *return*, maka temuan ini tidak terlalu mengherankan karena ketika *return* riil diperbandingkan, maka, seperti dideskripsikan di atas, *return* riil setelah fatwa memang mengalami penurunan yang signifikan.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan melakukan pengujian tentang daya tarik konsep pasar modal islami yang ditawarkan oleh Metwally (1992) dan Chapra (1992) ditinjau dari perspektif investor dengan mempertimbangkan *return* dan risiko. Model pasar modal islami yang dikembangkan Metwally terbukti sangat menarik karena dengan model ini *return* saham yang diperoleh minimal sama atau bahkan lebih tinggi daripada *return* saham riil dengan model pasar modal yang sekarang berjalan. Dari data tahun 2007 sampai dengan tahun 2013, pasar modal islami model Metwally secara signifikan memberikan *return* yang lebih besar pada tahun 2010 dan 2013, sementara tahun yang lain tidak ada perbedaan yang signifikan. Dalam kurun waktu tahun 2007-2013, *return* saham model Metwally hanya mengalami rata-rata negatif sekali yaitu pada tahun 2009, sementara *return* saham riil mengalami negatif empat kali yaitu pada tahun 2008, 2010, 2011, dan 2013. Ini menunjukkan bahwa saham model Metwally memiliki risiko yang lebih rendah. Namun demikian, investor harus lebih jeli dalam memilih saham di pasar model islami Metwally, karena standar deviasi *return* saham yang dihasilkan lebih tinggi daripada standar deviasi *return* saham riil.

Sementara model pasar modal islami yang dikembangkan Chapra juga cukup menarik karena model ini telah membuat risiko turun signifikan meskipun *return* yang dihasilkan juga mengalami penurunan. *Return* riil dan *return* berdasarkan indeks Jensen terbukti mengalami penurunan secara signifikan, meskipun untuk *return* riil dengan perbandingan satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah penurunannya tidak signifikan. Risiko total yang diukur dengan standar deviasi *return* saham mengalami penurunan signifikan tetapi risiko sistematis yang diukur dengan beta tidak ada perbedaan yang signifikan. Kinerja kumpulan



saham yang mempertimbangkan *return* dan risiko secara bersama-sama menunjukkan hasil yang belum konsisten. Ketika menggunakan indeks Sharpe dan Jensen maka terjadi penurunan yang signifikan, tetapi ketika menggunakan indeks Treynor maka tidak ada perbedaan kinerja portofolio yang signifikan.

### Saran

Model Metwally memang lebih menarik, namun model Metwally mengalami kendala ketika diterapkan, sementara model Chapra tidak mengalami kendala bahkan saat sudah diterapkan. Kendala utama dari model Metwally adalah karena model ini membatasi pergerakan harga saham dengan mengacu pada laba yang dihasilkan dan juga membatasi waktu perdagangan.

Jika model Metwally diberlakukan, maka perlu modifikasi yang cukup radikal baik dari sisi konsep modelnya maupun sistem perdagangan pasar modelnya. Barangkali lebih tepat jika yang ditetapkan bukan harga maksimum tetapi harga rujukan. Harga saham dibatasi hanya boleh bergerak berapa persen di atas dan di bawah harga rujukan tersebut. Dari sisi perdagangan pasar modal, perlu ada mekanisme yang membatasi secara otomatis agar perdagangan dihentikan ketika harga saham bergerak melampaui batas tersebut. Ini seperti mekanisme penghentian perdagangan ketika harga turun atau naik melebihi persentase tertentu sebagaimana berlaku saat ini.

Pasar modal islami model Chapra telah berhasil menurunkan risiko investasi di saham, namun *return* saham juga mengalami penurunan. Penurunan *return* ini belum kuat karena jika periode yang diperbandingkan berbeda maka diperoleh hasil yang berbeda. Penelitian berikutnya dapat melengkapi penelitian ini dengan melakukan

perbandingan yang lebih lengkap serta menggunakan periode *return* yang lebih beragam.

### DAFTAR PUSTAKA

- Chapra, U.M. 1992. *Comment on Metwally's "The Role of the Stock Exchange in an Islamic Economy"* dalam Abod et al. 1992. *An Introduction to Islamic Finance*. Kuala Lumpur: Quill Publisher.
- Dewan Syari'ah Nasional. 2011. *Fatwa DSN No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek*. DSN-MUI.
- Khan, A.M. 1992. *Commodity Exchange and Stock Exchange in an Islamic Economy* dalam Abod et al. 1992. *An Introduction to Islamic Finance*. Kuala Lumpur: Quill Publisher.
- Kurniawan, T. 2008. Volatilitas Saham Syariah: Analisis Atas Jakarta Islamic Index. *KARIM Review Special Edition*, 1(8): 41-56.
- Metwally, M.M. 1992. The Role of Stock Exchange in an Islamic Economy. *Jurnal Islamic Ekonomi*, 2(1): 19-28.
- Sadeghi, M. 2008. Financial Performance of Shariah-Compliant Investment: Evidence from Malaysian Stock Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 20(8): 15-24.
- Shanmugam, B. & Zahari, Z.R. 2009. A Primer on Islamic Finance. *The Research Foundation of CFA Institute*, 24(8): 11-92.
- Siskawati, E. 2011. Islamic Capital Market Interconnection: Evidence from Jakarta Islamic Index to The Regional Islamic Market and Global Islamic Market. *Proceeding of the International Conference on Social Science*, 153-156.
- El-Din, S.E.I.T. 2002. Toward an Islamic Model of Stock Market. *Journal of King Abdul Aziz University: Islamic Economics*, 14(2): 3-29.
- Yusof, R.M. & Majid, M.S.A. 2007. Stock Market Volatility in Malaysia: Islamic Versus Conventional Stock Market. *Journal of King Abdul Aziz University: Islamic Economics*, 20(2): 17-35.