

**KOMPARASI JAKARTA ISLAMIC INDEX DAN  
FTSE BURSA MALAYSIA HIJRAH SHARIAH INDEX**

**Nur Fu'ad Shofiyullah**  
Kedutaan Besar Indonesia di Mesir

**ABSTRACT**

*The purpose of this study is to analyze the differences in the performance of the JII Index in Indonesia and FBMHS in Malaysia using the Sharpe, Treynor and Jensen Alpha ratios.*

*The type of this research is hypothesis testing by using purposive sampling techniques. The population in this study is all listed Islamic Indexes in Indonesia Stock Exchange and Bursa Malaysia. Two Indices are obtained from the sampling process, namely Jakarta Islamic Index (JII) and the FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index (FBMHS). Object of this study is the monthly index return for the period of January 2009 to December 2011, amounting to 36 points of data.*

*Hypothesis testing is intended to determine whether there are significant differences between the performance of JII and FBMHS on Sharpe, Treynor and Jensen aspects. The tests carried out using Two Independent Samples Mean Comparison. The results showed that there was no significant difference between the performance of JII and FBMHS on the Sharpe, Treynor and Jensen Alpha ratios.*

**Keywords:** *JII, FBMHS, Sharpe, Treynor, Jensen Alpha*

**ABSTRAK**

*Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan kinerja indeks Syariah JII di Indonesia dan FBMHS di Malaysia dengan menggunakan rasio Sharpe, Treynor dan Jensen Alpha.*

*Jenis penelitian ini adalah pengujian hipotesis dengan menggunakan teknik purposive sampling. Populasi pada penelitian ini adalah seluruh indeks Syariah yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia. Dari proses pengambilan sampel diperoleh dua indeks yaitu, Jakarta Islamic Index (JII) dan FTSE Bursa Malaysia Hijrah Syariah Index (FBMHS). Objek penelitian ini adalah return bulanan indeks selama periode Januari 2009 hingga Desember 2011 yang berjumlah 36 poin data.*

*Pengujian hipotesis dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan antara kinerja JII dan FBMHS pada aspek Sharpe, Treynor dan Jensen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan Uji Beda Dua Rata-Rata Sampel Independen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja JII dan FBMHS pada Rasio Sharpe, Treynor dan Jensen Alpha.*

**Kata Kunci:** *JII, FBMHS, Sharpe, Treynor, Jensen Alpha*

Banyak cara untuk melakukan investasi keuangan yang sesuai dengan syariah Islam. Investasi tersebut dapat dilakukan pada berbagai kegiatan usaha yang berkaitan aktivitas menghasilkan suatu produk, aset maupun jasa. Karena itu, salah satu bentuk investasi yang sesuai dengan Syariah Islam adalah membeli Efek Syariah. Efek Syariah tersebut mencakup Saham Syariah, Obligasi Syariah, Reksadana Syariah, Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK EBA) Syariah, dan surat berharga lainnya yang sesuai dengan prinsip syariah.

Pasar Modal merupakan kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek tersebut (Bapepam LK, 2010). Pasar Modal bertindak sebagai penghubung antara para investor dengan perusahaan ataupun institusi pemerintah melalui perdagangan instrumen keuangan jangka panjang. Sayangnya selama ini pasar modal menjadi wadah ekonomi yang paling banyak menjalankan transaksi yang dilarang seperti bunga (riba), perjudian (gambling/maysir), *gharar*, penipuan dan lain-lain.

Populasi umat Islam di dunia saat ini mencapai 1,48 miliar ([www.nationmaster.com](http://www.nationmaster.com), 2012) dan Indonesia merupakan negara dengan penduduk Muslim terbesar di dunia dengan populasi mencapai 207 juta jiwa, atau 87,8% dari total penduduk (BPS, 2010), sedangkan jumlah penduduk Muslim di Malaysia mencapai 17,3 juta jiwa, atau 61,3% dari total penduduk Malaysia (Department of Statistic Malaysia, 2010). Terkait jumlah umat Islam di dunia secara umum, maupun di Indonesia dan Malaysia secara khusus, perlu dilakukan upaya Islamisasi sektor permodalan sebagai aspek vital perekonomian modern, agar umat Islam dapat berpartisipasi lebih luas.

Selama beberapa tahun terakhir, permintaan untuk produk-produk keuangan berbasis Syariah telah meningkat. Investasi Syariah berkembang signifikan di negara-negara maju dan berkembang pasca tahun 1990 melalui pengenalan reformasi makroekonomi dan struktural yang luas dalam sistem keuangan, penerapan kebijakan liberalisasi perdagangan, pergerakan modal, privatisasi, dan integrasi global pasar keuangan. Kondisi tersebut membuka jalan bagi komunitas Muslim untuk berpartisipasi dalam operasi pasar saham (Dharani dan Natarajan, 2011).

Pada tahun 2011, aset berbasis Syariah berjumlah sebesar USD 939 miliar di seluruh dunia. Sementara terdapat lebih dari 600 dana (fund) Syariah yang tersedia, investor telah mulai menggeser aset mereka dari reksadana yang dikelola secara aktif untuk pasif berbasis indeks investasi<sup>1</sup>.

Pasar modal syariah yang kini memperoleh momentum untuk tumbuh menjadi sebuah pasar yang ramai, terutama untuk pasar berkembang di daerah Timur Tengah, Asia Tenggara, Asia Selatan dan Afrika Utara. Meningkatnya kesadaran dan permintaan untuk investasi sesuai dengan prinsip-prinsip Syariah Islam dalam skala global telah menciptakan pasar modal Syariah yang terus berkembang (Ferdian, Dewy dan Rianny, 2008).

Indonesia dan Malaysia merupakan dua negara di kawasan Asia Tenggara yang sama-sama memiliki tingkat pertumbuhan saham syariah yang cukup pesat. Di Indonesia, jumlah saham Syariah terus berkembang dan pada Januari 2012 mencapai 252 saham dengan kapitalisasi pasar sebesar Rp. 2.056,61 triliun dan mencakup 56% dari total nilai kapitalisasi pasar Indeks Harga Saham

---

<sup>1</sup> Shaping a New Tomorrow: Global Wealth 2011, a report by The Boston Consulting Group, May 2011.

Gabungan (IHSG) yang mencapai Rp. 3.665,32 triliun.<sup>2</sup>

Adapun perkembangan saham Syariah di Malaysia, hingga September 2011 tercatat sebanyak 847 saham dengan kapitalisasi pasar sebesar RM 723 miliar (Rp. 2.167,32 triliun) dan mencakup 62% dari total nilai kapitalisasi pasar *Kuala Lumpur Composite Index* (KLCI) yang mencapai RM. 1,17 triliun (Rp. 3.513,28 triliun)<sup>3</sup>.

Fenomena perbedaan jumlah saham syariah yang beredar di Indonesia dan Malaysia dan perkembangannya tersebut menimbulkan pertanyaan, "apakah ada perbedaan kinerja secara agregat antara saham-saham syariah di Bursa Malaysia dengan saham-saham Syariah di Bursa Efek Indonesia?"

Hal tersebut mendorong penelitian lebih lanjut kinerja saham-saham Syariah secara agregat melalui perbandingan kinerja index Syariah di Indonesia dan Malaysia. Dalam hal ini penulis mencoba meneliti kinerja JII di Indonesia dan FTSE Bursa Malaysia Hijrah Syariah Index di Malaysia yang memiliki emiten saham-saham syariah utama dengan kinerja terbaik di kedua negara dengan menggunakan teknik pengukuran *risk-adjusted return* sebagaimana digunakan dalam portofolio melalui penggunaan variabel rasio Sharpe, Treynor dan Jensen Alpha, serta uji t sebagai uji statistik.

Berdasarkan latar belakang masalah sebagaimana diuraikan di atas, maka tujuan penelitian ini adalah menganalisis perbedaan kinerja JII dan FBMHS dengan Rasio Sharpe, Rasio Treynor, dan Rasio Jensen Alpha.

## TELAAH PUSTAKA

### Investasi, kinerja, return & risk

Investasi merupakan komitmen saat ini terhadap sumber daya (dana) yang kita miliki untuk suatu periode waktu tertentu dengan ekspektasi mendapatkan aliran dana masa depan yang mengkompensasi *time value of money*, ekspektasi inflasi sepanjang umur investasi dan juga menyediakan premium atas ketidakpastian aliran dana di masa depan (Reilly dan Brown, 1999).

Pengukuran kinerja merupakan suatu proses untuk melihat kinerja yang telah terjadi, baik dengan tujuan evaluasi saja, maupun untuk digunakan sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan pada masa mendatang.

Risiko dan *return* merupakan dua karakteristik investasi yang penting bagi investor. Investor di pasar modal, sebelum berinvestasi harus terlebih dahulu menetapkan risiko dan *return* yang ingin dicapai sebagai tujuan investasi.

*Return* adalah perbedaan antara dana yang kita keluarkan dengan yang kita dapat kembali. Tujuan utama dari berinvestasi adalah untuk memaksimalkan *return* tersebut. Reilly dan Norton (2006) menjelaskan bahwa *return* merepresentasikan pertumbuhan kekayaan, dan jika melebihi tingkat inflasi, maka *return* juga merepresentasikan pertumbuhan daya beli.

*Return* dapat berupa *realized return* (imbal hasil realisasi) dan *expected return* (imbal hasil yang diharapkan). *Realized return* dihitung berdasarkan data historis, dan digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Realized return* juga berguna sebagai penentuan *expected return* dan risiko di masa yang akan datang. *Expected return* adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa datang (Ross, Westerfield dan Jaffe, 2005). Bila *realized return* sifatnya sudah terjadi, *expected return* sifatnya belum terjadi.

<sup>2</sup>

[http://www.bapepam.go.id/syariah/statistik/pdf/2012/Statistik\\_Saham\\_Januari.pdf](http://www.bapepam.go.id/syariah/statistik/pdf/2012/Statistik_Saham_Januari.pdf)

<sup>3</sup> Malaysian ICM, 3rd Quarter 2011, Vol. 6, No 3

Sedangkan risiko adalah kemungkinan tidak dapat dicapainya tujuan investasi karena ketidakpastian tingkat return pada kurun waktu tertentu (Reilly dan Norton, 2006).

Risiko dapat dikelompokkan dalam dua jenis, yaitu *systematic risk* dan *nonsystematic risk* (Reilly dan Norton, 2006). *Systematic risk* adalah risiko yang timbul dari luar kegiatan perusahaan dan berkaitan dengan kondisi pasar secara keseluruhan seperti resesi ekonomi, inflasi, dan sebagainya. Risiko semacam ini tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi (kombinasi beberapa aset/securities dalam suatu portofolio sehingga dihasilkan tingkat risiko yang lebih rendah). Sehingga *systematic risk* sering disebut juga dengan *undiversifiable risk*.

Kebalikan dengan *systematic risk*, *nonsystematic risk* atau *unsystematic risk* dapat dikurangi dengan membentuk portofolio yang *well diversified*. Karena risiko ini unik untuk tiap perusahaan, maka hal buruk yang terjadi pada suatu perusahaan dapat diimbangi dengan hal yang baik pada perusahaan lainnya. Risiko semacam ini sering disebut juga *diversifiable risk*.

#### **Jakarta Islamic Index**

Menurut IDX (2010), JII merupakan indeks yang menggunakan 30 emiten yang masuk dalam kriteria syariah (Daftar Efek Syariah yang diterbitkan oleh Bapepam-LK, 2012) dan termasuk saham yang memiliki kapitalisasi besar dan likuiditas tinggi.

Berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam-LK (2010) Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, jenis kegiatan utama suatu badan usaha yang dinilai tidak memenuhi syariah Islam adalah (IDX, 2010):

1. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
2. Menyenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi,

jual beli resiko yang mengandung *gharar* dan *maysir*.

3. Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan atau menyediakan :
  - a. Barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (haram li-dzatihi)
  - b. Barang dan atau jasa yang haram bukan karena zatnya (haram li-ghairihi) yang ditetapkan oleh DSN-MUI, dan atau
- c. Barang dan atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
4. Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahnya oleh DSN-MUI.

Kriteria saham yang masuk dalam katagori syariah adalah (IDX, 2010):

1. Tidak melakukan kegiatan usaha sebagaimana yang diuraikan di atas.
2. Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa dan perdagangan dengan penawaran dan permintaan palsu
3. Tidak melebihi rasio keuangan sebagai berikut:
  - a. Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%)
  - b. Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (revenue) tidak lebih dari 10%

#### **Kriteria Pemilihan Saham Jakarta Islamic Index**

Untuk menetapkan saham-saham yang masuk dalam perhitungan Jakarta Islamic Index dilakukan proses seleksi sebagai berikut (IDX, 2010):

- a. Saham-saham yang akan dipilih berdasarkan Daftar Efek Syariah

- (DES) yang dikeluarkan oleh Bapepam-LK.
- b. Memilih 60 saham dari Daftar Efek Syariah tersebut berdasarkan urutan kapitalisasi pasar terbesar selama 1 tahun terakhir.
  - c. Dari 60 saham tersebut, dipilih 30 saham berdasarkan tingkat likuiditas yaitu nilai transaksi di pasar reguler selama 1 tahun terakhir.

### FTSE Bursa Malaysia Hijrah Syariah (FBMHS)

Menurut FTSE (2012), FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index dirancang untuk digunakan sebagai dasar produk investasi Syariah yang memenuhi persyaratan *screening* oleh investor Syariah internasional. Efek yang masuk dalam indeks tersebut disaring oleh *Shariah Advisory Council* (SAC) Malaysia dan konsultan Syariah global terkemuka, Yasaar Ltd, dengan pedoman yang jelas.

SAC menetapkan bahwa sebuah saham adalah saham syariah antara lain jika tidak terlibat dalam salah satu aktifitas berikut (FTSE, 2012): Jasa keuangan berdasarkan riba (bunga), perjudian, industri atau penjualan produk non-halal atau produk-produk terkait, asuransi konvensional, kegiatan Hiburan yang non-halal menurut Syariah, industri atau penjualan produk berbasis tembakau atau produk-produk terkait, menjadi broker atau melakukan Perdagangan saham non syariah, serta kegiatan lain yang dianggap non-halal menurut Syariah.

Adapun dalam kriteria Yasaar, saham tidak dapat dikategorikan Syariah jika perusahaan yang mengeluarkan antara lain melakukan salah satu dari aktifitas bisnis sebagai berikut (FTSE, 2012): keuangan Konvensional (Perbankan, Keuangan dan Asuransi non-Syariah, dll), alkohol, produk-produk terkait babi dan produksi pangan non-halal, pengemasan dan pengolahan atau

kegiatan lain yang berhubungan dengan daging babi dan makanan non-halal, hiburan (kasino, perjudian, sinema, musik, pornografi dan hotel), tembakau, senjata, amunisi dan industri pertahanan.

Setelah perusahaan disaring aktivitas sektor bisnisnya, keuangan perusahaan diteliti lebih lanjut untuk memastikan bahwa perusahaan tersebut sesuai Syariah. Hanya perusahaan-perusahaan yang lulus rasio keuangan sebagai berikut yang akan diberikan label Syariah (FTSE, 2012):

- a. Jumlah utang kurang dari 33% dari total aktiva
- b. Kas dan item yang memiliki *interest* kurang dari 33% dari total aktiva
- c. Piutang dan kas kurang dari 50% dari total aktiva
- d. Jumlah bunga dan pendapatan dari kegiatan non Syariah tidak melebihi 5% dari total pendapatan

Setelah melalui proses screening di atas, dipilih 30 perusahaan dengan peringkat tertinggi dengan kapitalisasi pasar penuh untuk masuk dalam FTSE Bursa Malaysia Hijrah Index.

### Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Kemampuan untuk mengestimasi *return* saham merupakan hal yang sangat penting dan diperlukan untuk investasi saham. Untuk dapat mengestimasi *return* suatu saham dengan baik dan mudah diperlukan suatu model estimasi yaitu dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (Jogiyanto, 2011).

CAPM merupakan model yang menjelaskan hubungan antara *return* dari semua asset yang berisiko sebagai fungsi dari *covariance* nya dengan market portofolio. CAPM didasarkan pada teori bahwa investor menginginkan *return* yang lebih tinggi pada tingkat risiko yang lebih tinggi pula. Model CAPM dapat dijelaskan sebagai berikut (Christian, 2009):

$$E(R_i) = RFR + \beta_i[E(R_m) - RFR]$$

Keterangan:

$E(R_i)$  = Expected Return pada Capital Asset

RFR = *Risk Free Rate*, tingkat pengembalian tanpa risiko

$\beta_i$  = Beta, tingkat volatilitas return asset I terhadap return pasar.

$E(R_m)$  = *Expected Return of market*

Seperti *halnya* teori keuangan yang lainnya, beberapa asumsi diperlukan untuk mengembangkan model ini. Asumsi-asumsi ini digunakan untuk menyederhanakan persoalan-persoalan yang sesungguhnya terjadi di dunia nyata.

Asumsi-asumsi *yang* digunakan di model CAPM adalah sebagai berikut ini (Rilley dan Brown, 1999):

- a. Semua investor adalah investor efisien yang memiliki target poin efisien, sehingga dalam memilih portofolio akan menyesuaikan dengan kecenderungan individu terkait risiko dan retur yang diharapkan.
- b. Semua investor dapat meminjam sejumlah dananya (lending) atau meminjam (borrowing) sejumlah dana dengan jumlah yang tidak terbatas pada tingkat suku bunga bebas risiko.
- c. Semua investor mempunyai harapan yang seragam (homogeneous expectation) yaitu mereka memperkirakan distribusi probabilitas return yang identik.
- d. Setiap investor Semua investor mempunyai cakrawala waktu satu periode yang sama.
- e. Semua aktiva dapat dipecah-pecah menjadi bagian yang lebih kecil dengan tidak tak terbatas. Ini berarti bahwa dengan nilai yang terkecilpun investor dapat melakukan investasi dan melakukan transaksi penjualan dan pembelian aktiva setiap saat dengan harga yang berlaku.
- f. Tidak ada biaya transaksi. Penjualan atau pembelian aktiva tidak dikenai biaya transaksi.
- g. Tidak terjadi inflasi.
- h. Pasar modal dalam kondisi ekuilibrium.

CAPM adalah model ekuilibrium yang meliputi dua hubungan penting, Tandelilin (2010) menjelaskan bahwa hubungan risiko dan *return* dapat dipandang dari dua konteks, yaitu konteks portofolio efisien dan konteks sekuritas individual. Hubungan antara risiko dan return portofolio efisien akan menghasilkan garis pasar modal (*Capital Market Line*, CML), sementara hubungan antara risiko dan return sekuritas individual akan menghasilkan garis pasar sekuritas (*Security Market Line*, SML).

#### Ukuran kinerja Sharpe

Pengukuran kinerja metode Sharpe diperkenalkan pertama kali pada tahun 1966 oleh William Sharpe. Pengukuran dengan metode Sharpe didasarkan pada *excess return* atas risiko atau yang dikenal dengan *reward-to-variability ratio*. *Excess return* didapat dari perbedaan atau selisih antara tingkat pengembalian rata-rata investasi portofolio dengan investasi yang bebas risiko (Indiastuti, 2008).

Dalam penelitian ini, investasi portofolio merupakan investasi pada masing-masing emiten JII dan FBMHS dan investasi tanpa risiko diasumsikan sebagai tingkat suku bunga rata-rata dari Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan suku bunga overnight Bank Negara Malaysia. Sedangkan standar deviasi portofolio yang dipakai merupakan nilai risiko total yang menggabungkan risiko yang dapat didiversifikasi (*unsystematic risk*) dan risiko yang tidak dapat didiversifikasi (*systematic risk*).

#### Ukuran kinerja Treynor

Pengukuran dengan metode *Treynor* juga didasarkan atas *excess return* ( $R_p - R_f$ ), seperti halnya *Sharpe*. Namun, dalam *Treynor* digunakan pembagi beta ( $\beta$ ) yang merupakan risiko

sistematik atau juga disebut risiko pasar (Indiastuti, 2008).

#### Ukuran kinerja Jensen

Pengukuran metode *Jensen* didasarkan atas *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Model ini menyatakan apakah manajer investasi dapat *outperform* pada pasar melalui cara yang bisa diprediksi dan *significant* secara statistik, yaitu dengan ditunjukkannya dengan alpha yang positif. Manajer Investasi yang baik akan menghasilkan alpha positif yang signifikan dan begitu pula sebaliknya (Jensen, 1968).

Metode ini dikembangkan oleh Michael C. Jensen di tahun 1968. Jensen *Alpha* mengukur kinerja dengan menghitung perbedaan pengembalian yang diperoleh dari suatu portofolio (*actual return*) dengan pengembalian yang diharapkan berdasarkan tingkat risiko sistematisnya.

#### Penelitian Terdahulu

Walkshäusl dan Lobe (2011) dengan menggunakan sampel internasional yang terdiri dari 35 pasar negara maju dan berkembang menganalisis apakah indeks Islam menunjukkan kinerja yang berbeda dengan indeks konvensional. Meski dari uji rasio Sharpe dan hasil uji risiko pasar ditemukan bahwa tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja kedua jenis indeks, namun ditemukan empat faktor alpha positif dan signifikan untuk agregat wilayah pasar negara maju. Kinerja yang rendah tersebut terutama terdapat pada pasar AS dan sebagian besar disebabkan oleh tidak dimasukkannya saham sektor keuangan dalam indeks syariah. Karena adanya penurunan kinerja terkait krisis keuangan terakhir, Walkshäusl dan Lobe (2011) berpendapat bahwa rendahnya kinerja indeks Syariah tidak akan berlangsung terus menerus (akan mengalami perbaikan kinerja jika kondisi pasar telah pulih). Hasil analisis pada gaya (corak) investasi mengungkapkan bahwa Indeks Syariah berinvestasi terutama pada saham yang memiliki pertumbuhan baik dan saham yang

memiliki momentum positif. Walkshäusl dan Lobe (2011) menjelaskan bahwa *return* menjanjikan dari portofolio pasif (pada indeks Syariah) adalah akibat dari alokasi besar terhadap perusahaan sektor energi dan karakteristik momentum mereka yang kuat selama periode penelitian.

Hassan dan Girard (2011) meneliti kinerja tujuh indeks yang dipilih dari Dow Jones Islamic Market Index (DJIM) dibandingkan dengan kinerja indeks konvensional menggunakan berbagai rasio seperti Sharpe, Treynor, Jensen dan selektivitas Fama. Kedua, Hassan dan Girard (2011) juga meneliti kinerja kedua jenis indeks menggunakan model empat faktor *pricing* Carhart. Ketiga, Hassan dan Girard (2011) menggunakan kointegrasi untuk mengkaji bagaimana kinerja indeks Syariah dibandingkan dengan indeks konvensional. Penelitian ini menggunakan periode sampel dari Januari 1996 sampai Desember 2005 (120 titik data). Hal ini lebih lanjut dibagi menjadi dua sub-periode: Januari 1996 sampai Desember 2000 (60 poin data) dan Januari 2001 sampai Desember 2006 (60 titik data). Hasil penelitian menyimpulkan tidak ada perbedaan kinerja antara indeks Syariah dan konvensional. Kinerja DJIM mengalahkan indeks konvensional pada periode 1996-2000 dan kalah dari indeks konvensional pada periode 2001 sampai 2005. Secara keseluruhan, terdapat efek serupa pada risiko dan manfaat diversifikasi untuk kedua jenis indeks, baik Syariah maupun konvensional.

Dharani dan Natarajan (2011) meneliti risiko dan *return* dari Nifty Shariah Index dan Nifty Index di India untuk periode 2 Januari 2007 hingga 31 Desember 2010. Penelitian ini menggunakan metode pengukuran *risk adjusted* melalui Indeks Sharpe, Treynor dan Jensen Alpha, di samping menggunakan uji -t untuk mengetahui perbedaan *mean* dari *return* kedua indeks. Penelitian ini mengungkap bahwa Nifty Syariah berkinerja kurang baik selama periode sampel dan periode sub

sampel. Menurut uji -t, perbedaan *mean* antara kedua indeks tersebut tidak menunjukkan konsistensi keduanya. Adapun penghitungan *risk adjusted return* untuk kedua indeks mengungkapkan bahwa keduanya berkinerja buruk terhadap *risk free rate of return*. Penelitian ini juga mengungkapkan volatilitas Nifty Syariah yang lebih rendah jika dibandingkan dengan Nifty Index. Akhirnya, penelitian ini menyimpulkan bahwa Nifty Syariah dan Nifty Indeks di India memiliki kinerja yang serupa.

Ferdian, Dewi dan Riany (2008) melakukan penelitian komparasi kinerja saham Syariah Indonesia dan Malaysia selama periode Januari 2006 hingga Oktober 2007 dengan menggunakan *return* saham harian. Antara kedua negara, hasil empiris yang diperoleh dari penelitian ini sampai pada kesimpulan bahwa kinerja saham Syariah Malaysia mengungguli saham Syariah Indonesia. Namun demikian, secara umum penelitian ini menyimpulkan bahwa kinerja saham syariah relatif mengungguli kinerja pasar, sehingga saham Syariah layak dipertimbangkan oleh investor baik konvensional maupun syariah sebagai bagian dari seleksi portofolio mereka.

Albaity dan Ahmad (2008) meneliti kinerja Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI) dan Kuala Lumpur Composite Index (KLCI) antara tahun 1999 sampai tahun 2005. Penelitian tersebut membuktikan bahwa tidak ada perbedaan statistik yang signifikan pada *risk-adjusted returns* antara indeks syariah dan konvensional di Malaysia.

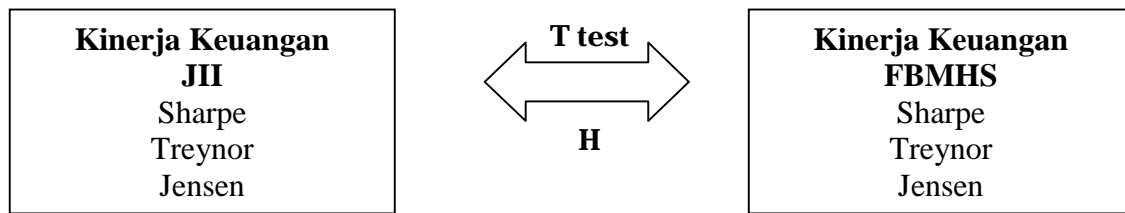
Hussein (2004) meneliti hipotesis yang menyatakan bahwa investasi etis (indeks Syariah) memiliki kinerja lebih rendah jika dibandingkan dengan *benchmark* (indeks) konvensional, melalui uji empiris apakah *return* yang

diterima oleh investor yang membeli saham *FTSE Global Islamic Index* berbeda dengan investor pada *FTSE All-World Index*. Periode sampel dibagi menjadi dua sub-periode, periode *Bullish* (Juli 1996-Maret 2000) dan periode *Bearish* (April 2000-Agustus 2003). Melalui perbandingan kinerja *raw risk* dengan *risk-adjusted*, diperoleh hasil bahwa *FTSE Global Islamic Index* memiliki kinerja yang tidak berbeda dengan *FTSE All-World Index* selama seluruh periode. Di sisi lain, Indeks Syariah secara statistik menghasilkan *return* abnormal positif yang signifikan pada periode *Bearish*, meskipun pada periode *bearish* kinerja indeks Syariah di bawah buruk indeks konvensional. Secara umum, penelitian tersebut menyimpulkan bahwa penerapan skrining etis (Syariah) tidak memiliki efek buruk pada kinerja *FTSE Global Islamic Index*.

Tony (2004) melakukan penelitian dengan membandingkan kinerja Jakarta Islamic Index (JII) sebagai proxy kinerja investasi etis dengan kinerja indeks LQ45, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan indeks sektor keuangan (Finance) sebagai proxy kinerja investasi konvensional. Penelitian dengan metode pengamatan yang berlangsung selama 11 bulan (2 Januari 2003-22 November 2003) tersebut menyimpulkan bahwa dengan melakukan perbandingan kinerja secara langsung maupun dengan menggunakan parameter *excess return to variability measure* atau *Sharpe measure* dan *differential measure* dengan risiko sebagai deviasi standar, menunjukkan bahwa kinerja rata-rata *return* harian, mingguan dan bulanan indeks JII sedikit lebih baik dari indeks lainnya.

Berdasarkan kajian pustaka dan pengembangan hipotesis, maka hipotesis yang dapat dirumuskan dalam model gambar yaitu:





Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Hipotesis dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

- $H_1$ = Ada perbedaan kinerja JII dan FBMHS diukur dengan rasio Sharpe  
 $H_2$ = Ada perbedaan kinerja JII dan FBMHS diukur dengan rasio Treynor  
 $H_3$ = Ada perbedaan kinerja JII dan FBMHS diukur dengan rasio Jensen Alpha

## METODE PENELITIAN

### Populasi, Sampel dan Teknik Sampling

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh indeks saham Syariah di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan *metode purposive sampling*, yaitu sampel dipilih berdasarkan kesesuaian karakteristik dengan kriteria sampel yang ditentukan agar diperoleh sampel yang representatif. Kriteria tersebut adalah:

1. Indeks saham Syariah yang beroperasi pada Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia pada rentang waktu tahun 2009 hingga tahun 2011.
2. Indeks saham Syariah yang memiliki emiten 30 saham Syariah dengan likuiditas dan kapitalisasi pasar terbaik.

Dari kriteria tersebut diperoleh sampel Jakarta Islamic Index pada Bursa Efek Indonesia dan FTSE Bursa Malaysia Hijrah Syariah Index pada Bursa Malaysia.

### Variabel dan Definisi Operasional Variabel Penelitian

#### 1. Variabel penelitian

Model disusun dengan menggunakan tiga variable, yaitu *rasio Sharpe, Treynor dan Jensen*.

#### 2. Definisi operasional variabel penelitian

##### a. Rasio Sharpe

Indeks kinerja Sharpe dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$Sp = \frac{Rp - Rf}{\sigma_p}$$

##### Keterangan:

- $Sp$  = indeks kinerja *Sharpe*.
- $Rp$  = return portofolio atau tingkat pengembalian pasar.
- $Rf$  = return bebas risiko tingkat bunga bebas risiko.
- $\sigma_p$  = standar deviasi dari *return* portofolio p selama waktu penelitian

##### b. Rasio Treynor

Indeks kinerja Treynor dihitung dengan formula berikut:

$$Tp = \frac{Rp - Rf}{\beta_p}$$

**Keterangan:**

- $T_p$  = indeks kinerja Treynor.
- $R_p$  = return portofolio atau tingkat pengembalian pasar.
- $R_f$  = return bebas risiko tingkat bunga bebas risiko.
- $\beta_p$  = risiko pasar dari portofolio atau risiko sistematis portofolio (Beta).

**c. Jensen Alpha**

Adapun formula Jensen ALPHA sebagai berikut:

$$a_p = R_p - [R_f + \beta_p(R_m - R_f)]$$

Semakin tinggi  $a_p$  yang positif maka kinerja portofolionya semakin baik. Jensen ALPHA dapat dihitung dengan cara lain yaitu dengan menyederhanakan persamaan diatas menjadi persamaan dibawah ini:

$$R_p - R_f = a_p + \beta_p (R_m - R_f)$$

Keterangan:

$R_p - R_f$  = *excess return* (selisih *return* portofolio dengan *risk free rate*)

$R_m - R_f$  = *market premium* (selisih *return* market dengan *risk free rate*)

$a_p$  = ukuran dari *security selection ability*

$\beta_p$  = *beta coefficient* dari portofolio

Untuk menghitung ketiga variabel di atas, dibutuhkan beberapa komponen, yaitu:

**1) Return Indeks**

*Return* dihitung dengan cara mengurangi nilai indeks pada akhir unit periode tertentu (t) dengan akhir

unit periode sebelumnya (t-1), kemudian dibagi dengan nilai indeks pada akhir unit periode sebelumnya (t-1). Jika dituliskan dalam bentuk persamaan adalah sebagai berikut:

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

Keterangan:  
 $P_t$  = Harga saham pada periode t (akhir periode)  
 $P_{t-1}$  = Harga saham pada periode t-1 (awal periode)

**2) Standar Deviasi**

Standar deviasi ( $\sigma$ ) memberikan gambaran mengenai besar kecilnya risiko fluktuasi perubahan *return* per unit dari subperiode ke subperiode berikutnya, dan disebut sebagai risiko total. Semakin besar nilai  $\sigma$  semakin tinggi risiko perubahan *return* per unit yang terjadi.

Perhitungan standar deviasi pada penelitian ini dilakukan terhadap tingkat pengembalian (*return*) seluruh reksadana syariah dan *return* pasar. Dalam program *Microsoft Excel*, perhitungan ini dapat dilakukan dengan formula "STDEV(...)". Begitu juga untuk perhitungan standar deviasi. Dalam penerapannya STDEV, perhitungan

standar deviasi secara manual menggunakan rumus berikut:

$$S = \sqrt{\frac{\sum (x_i - \bar{x})^2}{n}}$$

Keterangan:

$x$  = data ke n

$\bar{x}$  =  $\bar{x}$  rata-rata = nilai rata-rata sampel

$n$  = banyaknya data

**3) Risk Free Rate**

Investasi yang bebas risiko (*risk free asset*) secara definisi memiliki *return* yang pasti, asset jenis ini harus berupa sekuritas berbunga tetap yang tidak memiliki kemungkinan *default*. Karena semua sekuritas perusahaan pada prinsipnya memiliki kemungkinan *default*, asset bebas risiko tidak dapat diterbitkan

oleh perusahaan, tetapi harus sekuritas yang diterbitkan oleh pemerintah (Sharpe, 1997).

Dalam penelitian ini, investasi tanpa risiko diasumsikan merupakan tingkat kupon Surat Utang Negara (SUN) Seri FR0051 yang di-*issue* pada tanggal 22 Januari 2009 dengan jangka *maturity* 5,4 tahun yang didapatkan dari situs [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id) dan tingkat kupon *Malaysian Government Security* (MGS) Seri MH090001 yang di-*issue* pada tanggal 27 Februari 2009 dengan jangka *maturity* 1.277 hari (3,5 tahun) yang didapatkan dari situs [www.bondinfo.bnm.gov.my](http://www.bondinfo.bnm.gov.my).

Tingkat Bonus SUN dan MGS sudah dalam bentuk persentase sehingga perhitungan *return* keduanya dapat dilakukan dengan membagi tingkat bonus SUN dan MGS masing-masing dengan jumlah bulan hingga masa jatuh tempo (*maturity*) untuk menggambarkan tingkat pengembalian dalam basis bulanan.

#### 4) Beta

Beta ( $\beta$ ) adalah risiko pasar yang memberikan gambaran hubungan antara *excess return*

portofolio dengan *excess return* dari pasar. Indeks dengan  $\beta = 1$  mempunyai risiko yang sama dengan risiko pasar (IHSG), sehingga diharapkan memperoleh *return* sama dengan yang dihasilkan oleh IHSG. Portofolio  $\beta < 1$  mempunyai risiko yang lebih kecil dari risiko pasar, sehingga potensi *return* yang didapat umumnya dibawah *return* yang dihasilkan IHSG. Indeks dengan  $\beta > 1$  mempunyai risiko yang lebih besar dari risiko pasar, sehingga diharapkan mempunyai *return* di atas *return* IHSG.

Perhitungan beta dalam penelitian adalah beta JII dan FBMHS sedangkan beta pasar tidak dihitung karena bernilai satu. Perhitungan beta dalam penelitian ini menggunakan regresi linier  $Y = a + bX$  pada fungsi aplikasi *Microsoft Excel* dengan fungsi "SLOPE(...)" dengan ketentuan *return* JII dan FBMHS sebagai sumbu Y dan *return market* sebagai sumbu X (IHSG untuk *benchmark* Indeks saham Indonesia dan FBMKLCI sebagai *benchmark* indeks saham Malaysia).

Dalam bentuk rumus, Beta dapat dihitung dengan menggunakan:

$$\beta_{iI} = \frac{\sigma_{iI}}{\sigma_{II}}$$

Keterangan:

$\beta_{iI}$  = Beta portofolio

$\sigma_{iI}$  = kovarians *return* portofolio i dengan portofolio pasar

$\sigma_{II}$  = varians dari portofolio pasar

## ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Sampel

Dari proses pengambilan sampel diperoleh dua indeks yang terdiri dari JII untuk Indonesia dan FBMHS untuk Malaysia. Untuk melakukan penelitian kinerja dua indeks tersebut, digunakan:

1. *Return* indeks yang diperoleh dari nilai penutupan mingguan nilai penutupan mingguan JII Indonesia

dan FBMHS Malaysia selama periode tahun 2009-2011 untuk mengukur *return* indeks dan standar deviasi bulanan sebanyak 36 poin data.

2. *Return* pasar yang diperoleh dari nilai penutupan mingguan IHSG dan FBMKLCI Malaysia untuk mengukur *return* pasar dan Beta indeks JII dan FBMHS sebanyak 36 poin data.
3. Tingkat diskon Surat Utang Negara (SUN) Indonesia dan *Malaysian*

*Government Securities (MGS)* Malaysia yang aktif pada periode 2009-2011 sebagai *risk free rate*. Indikator kinerja keuangan yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 3 variabel, yaitu : *Sharpe, Treynor dan Jensen Alpha*

**Uji Normalitas**

Dari hasil uji normalitas dapat disimpulkan bahwa semua variabel dalam penelitian ini telah terdistribusi normal. Hal ini ditunjukkan dengan semua nilai Sig hitung > 0,05.

**Pengujian Hipotesis**

Untuk menguji apakah ada perbedaan kinerja JII dan FBMHS dilakukan uji beda t dua *mean* independen. Uji beda t test digunakan untuk menentukan apakah dua sampel yang tidak berhubungan memiliki nilai rata-rata yang berbeda. Uji beda t dilakukan dengan cara membandingkan perbedaan antara dua nilai rata-rata dengan standar error dari perbedaan rata-rata dua sampel atau secara rumus dapat ditulis sebagai berikut (Ghozali, 2011):

$$T = \frac{\text{Rata-rata sampel pertama} - \text{rata-rata sampel kedua}}{\text{Standar error perbedaan rata-rata kedua sampel}}$$

Standar *error* perbedaan dalam nilai rata-rata terdistribusi secara normal. Jadi tujuan uji beda t test adalah membandingkan rata-rata dua grup yang

tidak berhubungan satu sama lain. Apakah kedua grup tersebut mempunyai nilai rata-rata yang sama atukah tidak sama secara signifikan.

**1. Rasio Sharpe**

**Tabel 1. Hasil Uji Rasio Sharpe**

RASIO SHARPE	N	Mean	Std. Deviation	Sig (2 tailed)
JII	36	0.20295	1.212287	0.829
FBMHS	36	0.14519	1.044911	

Berdasarkan tabel 1, signifikansi perbedaan kinerja JII dengan FBMHS pada aspek Sharpe adalah 0.829, maka H1 ditolak dan Ho diterima, sehingga dapat disimpulkan tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja FBMHS dengan JII pada aspek Sharpe.

**2. Rasio Treynor**

**Tabel 2. Hasil Uji Rasio Treynor**

RASIO TREYNOR	N	Mean	Std. Deviation	Sig (2 tailed)
JII	36	0.00313	.043312	0.597
FBMHS	36	0.00793	.032622	

Berdasarkan tabel 2, signifikansi perbedaan kinerja JII dengan FBMHS pada aspek Treynor adalah 0.597, maka H1 ditolak dan Ho diterima, sehingga dapat disimpulkan tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja FBMHS dengan JII pada aspek Treynor.

### 3. Rasio Jensen

Tabel 3. Hasil Uji Rasio Jensen

RASIO JENSEN	N	Mean	Std. Deviation	Sig (2 tailed)
JII	36	-0.00235	0.0078036	0.321
FBMHS	36	-0.00033	0.009259	

Berdasarkan tabel 3, signifikansi perbedaan kinerja JII dengan FBMHS pada aspek Jensen adalah 0.321, maka H1 ditolak dan Ho diterima, sehingga dapat disimpulkan tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja FBMHS dengan JII pada aspek Jensen.

#### PEMBAHASAN

Penelitian ini dilakukan dengan memfokuskan pengungkapan ada atau tidaknya perbedaan antara kinerja FBMHS dengan JII melalui rasio-rasio Sharpe, Treynor dan Jensen Alpha. Hasil penelitian pada periode tersebut mengindikasikan hal-hal sebagai berikut:

##### 1. Perbedaan kinerja FBMHS dan JII diukur dengan rasio Sharpe

Tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja FBMHS dan JII  $\alpha = 0.05$  dengan nilai Sharpe JII yang mengungguli FBMHS. Kinerja *Sharpe* mengukur seberapa besar *excess return* (penambahan investasi) yang dihasilkan dari setiap portofolio untuk setiap unit *total risk*. Nilai kinerja Sharpe yang semakin besar akan memperlihatkan kinerja portofolio yang lebih baik.

Dengan melihat hasil pada pengukuran kinerja Sharpe yang positif pada kedua indeks, dapat dilihat bahwa JII dan FBMHS mampu memberikan *excess return* positif untuk setiap unit *total risk* yang dimiliki. JII memiliki nilai Sharpe yang lebih besar jika dibandingkan dengan FBMHS, maka *excess return* JII lebih besar dibanding FBMHS untuk setiap unit *total risk*.

Artinya keuntungan berinvestasi pada saham-saham FBMHS dan JII lebih besar dibanding keuntungan investasi pada aset bebas risiko (SUN dan MGS), namun keuntungan investasi pada JII lebih besar dari keuntungan FBMHS jika dilihat dari risiko total tiap indeks

tersebut. Meski demikian, tidak ada perbedaan signifikan pada nilai rasio Sharpe kedua indeks.

##### 2. Perbedaan kinerja FBMHS dan JII diukur dengan rasio Treynor

Tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja FBMHS dan JII  $\alpha = 0.05$  dengan nilai Treynor FBMHS yang mengungguli JII. Indeks JII dan FBMHS memiliki indeks Treynor positif. Nilai positif ini disebabkan tingkat *return* JII dan FBMHS yang lebih tinggi dari *return* aset bebas risiko (SUN dan MGS).

FBMHS memiliki kinerja Treynor yang lebih tinggi dari JII, hal tersebut menunjukkan bahwa *excess return* yang dihasilkan oleh investasi pada FBMHS lebih besar dari JII untuk tiap unit *systematic risk* (risiko indeks yang dipengaruhi oleh risiko pasar) yang timbul pada setiap indeks. Meski demikian, tidak ada perbedaan signifikan pada nilai rasio Treynor kedua indeks.

##### 3. Perbedaan kinerja FBMHS dan JII diukur dengan rasio Jensen

Tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja FBMHS dan JII  $\alpha = 0.05$  dengan nilai Jensen FBMHS yang mengungguli JII. Pengukuran kinerja *Jensen* atau *alpha ratio* didasarkan pada teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yaitu membandingkan *excess return* dengan *required return predicted* dari CAPM.

FBMHS dan JII memiliki nilai Jensen yang negatif, hal tersebut

menunjukkan bahwa kinerja FBMHS dan JII berada di bawah *Expected Return*. Meski demikian, tidak ada perbedaan signifikan pada nilai rasio Jensen kedua indeks.

### SIMPULAN

Berdasarkan uraian pada analisis data dan pembahasan dapat disimpulkan hal-hal sebagai berikut :

1. Tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja FBMHS dengan JII pada Rasio Sharpe.
2. Tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja FBMHS dengan JII pada Rasio Treynor.
3. Tidak ada perbedaan signifikan antara kinerja FBMHS dengan JII pada Rasio Jensen.

### Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini hanya meneliti kinerja indeks saham Syariah, sehingga tidak dapat digeneralisir pada indeks-indeks saham konvensional yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia.

### Saran

Berdasarkan kesimpulan dari hasil penelitian, ada beberapa saran yang mungkin berguna bagi investor dan bagi penelitian selanjutnya.

#### 1. Saran bagi investor

- a. Hasil penelitian ini dapat dijadikan referensi bagi investor yang berminat untuk menanamkan dananya pada saham-saham Syariah di Indonesia dan Malaysia. Meski ada perbedaan hasil perhitungan rasio Sharpe, Treynor dan Jensen, di mana JII lebih unggul dari FBMHS pada rasio Sharpe yang menunjukkan bahwa *excess return* pada saham-saham-saham emiten JII lebih lebih besar dari saham-saham emiten FBMHS untuk setiap risiko total indeks, serta FBMHS mengungguli JII pada rasio Treynor dan Jensen yang artinya untuk treynor *excess return*

FBMHS lebih besar di JII untuk setiap unit *systematic risk* (sensitifitas indeks secara individu terhadap risiko pasar) dan untuk Jensen bahwa *return* FBMHS lebih besar dari JII meski sama-sama di bawah *return* yang diharapkan, namun tidak ada perbedaan signifikan antara kedua indeks pada tiga rasio tersebut. Untuk itu, keputusan investasi tetap menyesuaikan dengan kecenderungan manajer investasi.

- b. Selain menggunakan hasil penelitian ini, investor hendaknya tetap memantau kinerja setiap saham emiten JII dan FBMHS yang akan dijadikan instrumen investasi untuk melihat kinerja saham-saham tersebut secara individu.

#### 2. Saran bagi penelitian selanjutnya

- a. Karena keterbatasan data Indeks yang dimiliki oleh penulis, sebaiknya data temuan dari penelitian ini diujicobakan pada pencapaian *return* indeks tahun selanjutnya untuk mengetahui apakah data temuan tersebut masih relevan atau tidak.
- b. Hendaknya penelitian mengenai kinerja indeks selanjutnya dapat menggunakan rasio-rasio lain selain yang digunakan penulis dalam rangka menambah akurasi penelitian, terutama rasio-rasio terkait penilaian portofolio.

### DAFTAR PUSTAKA

- Albaity, M., dan A. Rubi. 2008. Performance of Syariah And Composite Indices: Evidence from Bursa Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* 4 (1): 23-43.
- Bapepam-LK. 2012. *Statistik Pasar Modal Syariah*. [http://www.bapepam.go.id/syariah/statistik/pdf/2012/Statistik\\_Saham\\_Januari.pdf](http://www.bapepam.go.id/syariah/statistik/pdf/2012/Statistik_Saham_Januari.pdf) diakses 4 Juli 2012.
- Bapepam-LK, dan DSN-MUI. 2010. *Himpunan Peraturan Bapepam-LK*

- Tentang Pasar Modal Syariah dan Kumpulan Fatwa DSN-MUI terkait Pasar Modal Syariah.* Jakarta: Bapepam-LK.
- Boston Consulting Group. 2011. *Shaping a New Tomorrow.* Boston: Boston Consulting Group
- Christian, F. 2009. Evaluasi Kinerja Reksadana Saham Pada Kondisi Bullish dan Bearish. *Tesis.* Jakarta: Universitas Indonesia
- Dharani, M., dan P. Natarajan. 2011. Equanimity Of Risk And Return Relationship Between Shariah Index And General Index In India. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 2 (5): 213-222.
- Ferdian, I. R; M. K. Dewi; dan H. F. Riany. 2008. The Performance Analysis of Islamic Stocks- a Comparative Study Between Indonesia and Malaysia. *Working Paper.* Surabaya: IAEI International Conference. <http://www.scribd.com/doc/65657232/Illham-Reza-Ferdia-Stock> diakses 23 Februari 2012.
- FTSE, 2012. *Ground Rules For The Management Of The FTSE Bursa Malaysia Index Series.* London: FTSE
- Hassan, M. K. dan E. Girard. 2011. Faith-Based Ethical Investing: the Case of Dow Jones Islamic Indexes. *Working paper.* Indiana: Indiana State University.
- Hussein, A. K. 2004. Ethical Investment: Empirical Evidence from FTSE Islamic Index. *Islamic Economic Studies*, 12 (1): 21-40.
- Indiastuti, F. 2008. Evaluasi Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham dan Pembentukan Portofolio Optimal pada Instrumen Reksa Dana Saham. *Tesis.* Jakarta: Universitas Indonesia
- Jogiyanto, H. 2011. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Edisi 7).* Yogyakarta: BPFY Yogyakarta
- Reilly, F. K., dan E. A. Norton. 2006. *Investments, Seventh Edition.* Ohio: Thompson South Western
- Reilly, F. K., dan K.C. Brown. 1999. *Investment Analysis and Portfolio Management.* Ohio: Thompson South Western
- Ross, S. A.; R. W. Westerfield; dan J. F. Jaffe. 2005. *Corporate Finance, Sixth Edition,* New York: The McGraw-Hill Companies
- Malaysia, Syaria Advisory Council. 2011. *Malaysian ICM, 3rd Quarter 2011.* Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.
- Sharpe, W. F. 1997. *Portfolio Theory and Capital Market.* New York: Mc Graw Hill.
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi.* Yogyakarta: Penerbit Kanisius
- Tony, A. 2004. Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio (Studi Kasus: Indeks Syariah dan Indeks Konvensional). *Tesis.* Jakarta: Universitas Indonesia
- Walkshäusl, C. dan S. Lobe. 2011. Islamic Index Investing: the International Evidence. *Abstract Academic Paper.* Vallendar: WHU-Otto Beisheim School of Management.

