



Analisis Portofolio Berbasis CAPM pada Saham-saham Jakarta Islamic Indeks (JII) Selama Masa Pandemi COVID-19

Naifi Naufal

Universitas Insan Cita Indonesia

Email: naifi@uici.ac.id

Alamat: Jalan H.R. Rasuna Said Kav. C-18, RT.2/RW.5, Karet Kuningan, Setiabudi, Jakarta
Selatan 12940

Korespondensi penulis: naifi@uici.ac.id

Abstract. *This research aims to analyze the performance of stock portfolios included in the Jakarta Islamic Index (JII) during the COVID-19 pandemic using the Capital Asset Pricing Model (CAPM). The COVID-19 pandemic has significantly impacted global financial markets, including the Indonesian stock market. Using daily stock price data from January 2020 to June 2023, this study evaluates the risk and returns of JII stock portfolios. CAPM analysis is used to determine whether these stocks provide returns commensurate with the risks taken during the pandemic period.*

Portfolio analysis was conducted on combinations of ANTM, INCO, ADRO, KLBF, UNTR, PTBA, ICBP, and TLKM stocks, providing a comprehensive view of the expected returns and risks associated with these investments. Using CAPM, the daily expected returns for each portfolio were calculated based on the individual stock betas and the daily market expected returns. The results show variations in expected returns depending on the composition of stocks in the portfolio. Portfolios with combinations of UNTR, PTBA, ICBP and TLKM stocks provided a more favorable risk-return profile compared to other portfolios, making them a more attractive choice for investors seeking a balance between risk and return.

Keywords: *Portfolio Analysis, Jakarta Islamic Index (JII), Capital Asset Pricing Model (CAPM), COVID-19 Pandemic Period, Risk and Return*

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kinerja portofolio saham-saham yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) selama masa pandemi COVID-19 menggunakan model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Pandemi COVID-19 telah membawa dampak signifikan terhadap pasar keuangan global, termasuk pasar saham Indonesia. Dengan menggunakan data harga saham harian dari Januari 2020 hingga Juni 2023, penelitian ini mengevaluasi risiko dan *return* dari portofolio saham-saham tersebut memberikan *return* yang sesuai dengan risiko yang diambil selama periode pandemi. Analisis portofolio dilakukan terhadap kombinasi saham-saham ANTM, INCO, ADRO, KLBF, UNTR, PTBA, ICBP, dan TLKM, memberikan gambaran komprehensif tentang *return* ekspektasi dan risiko yang terkait dengan investasi tersebut. Menggunakan CAPM, *return* ekspektasi harian untuk masing-masing portofolio dihitung berdasarkan beta saham-saham individu dan *return* ekspektasi pasar harian. Hasil penelitian menunjukkan

Received Oktober 30, 2024; Revised September 30, 2024; Accepted Desember 27, 2024

* Naifi Naufal, naifi@uici.ac.id

variasi *return* ekspektasi yang bergantung pada komposisi saham dalam portofolio. Portofolio dengan kombinasi saham UNTR, PTBA, ICBP, dan TLKM memberikan profil risiko-*return* yang lebih menguntungkan dibandingkan portofolio lainnya. Menjadikannya pilihan yang lebih menarik bagi investor yang mencari keseimbangan antara risiko dan *return*.

Kata kunci: Analisis Portofolio, *Jakarta Islamic index (JII)*, *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, Masa Pandemi COVID-19, Risiko dan *Return*.

LATAR BELAKANG

Pandemi COVID-19 yang dimulai pada akhir tahun 2019 telah memberikan dampak yang luar biasa terhadap berbagai aspek kehidupan, termasuk sektor ekonomi dan pasar keuangan global. Ketidakpastian yang disebabkan oleh pandemi ini memicu fluktuasi yang signifikan di pasar saham, sehingga menantang investor dalam mengelola portofolio mereka di tengah kondisi yang tidak stabil. Penelitian mengungkapkan bahwa pandemi ini memengaruhi pasar modal Indonesia secara substansial, termasuk *Jakarta Islamic Index (JII)*, yaitu indeks saham syariah terpilih di Bursa Efek Indonesia (BEI) (Bintari & Kusnandar, 2022; Listyaningsih, 2023). Dalam situasi seperti ini, penting untuk memahami bagaimana risiko dan *return* dari portofolio saham syariah terpengaruh selama krisis, mengingat investor perlu menyesuaikan strategi investasi mereka untuk menghadapi tingkat ketidakpastian yang tinggi (Habibi et al., 2023; Huda et al., 2022).

Jakarta Islamic Index (JII) dirancang untuk memenuhi kebutuhan investor yang ingin berinvestasi sesuai dengan prinsip-prinsip syariah Islam. Selama pandemi COVID-19, kinerja saham-saham yang tergabung dalam JII menunjukkan perubahan signifikan. Penelitian melaporkan bahwa dampak pandemi terhadap saham-saham dalam JII mencakup penurunan nilai serta peningkatan volatilitas, yang mengindikasikan perlunya kewaspadaan lebih besar bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi (Listyaningsih, 2023; Huda et al., 2022). Selain itu, analisis terhadap kinerja saham-saham JII selama periode ini menekankan pentingnya diversifikasi dan pengelolaan risiko dalam portofolio syariah untuk memitigasi dampak negatif akibat fluktuasi pasar (Huda et al., 2022).

Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan salah satu model yang sering digunakan untuk menganalisis kinerja portofolio. Model ini berfungsi untuk mengukur

hubungan antara risiko dan *return* yang diharapkan dari suatu aset, yang relevan dalam kondisi pasar dengan tingkat ketidakpastian tinggi. Dengan memanfaatkan CAPM, investor dapat mengevaluasi apakah *return* investasi yang diperoleh sudah sesuai dengan risiko yang diambil, sekaligus membuat keputusan investasi yang lebih informatif (Lee et al, 2021). Penelitian ini bertujuan menganalisis portofolio berbasis CAPM pada saham-saham JII selama masa pandemi COVID-19, dengan harapan dapat memberikan wawasan bagi investor untuk mengambil keputusan investasi yang lebih baik di masa krisis (Habibi et al, 2023).

Analisis ini diharapkan dapat memperkaya literatur mengenai kinerja portofolio saham syariah di Indonesia selama periode krisis global. Hasil penelitian ini diharapkan menjadi referensi bagi investor dalam mengelola portofolio mereka secara lebih efektif, terutama dalam menghadapi situasi tak terduga seperti pandemi (Othman, 2023).

KAJIAN TEORITIS

Capital Asset Pricing Model (CAPM) adalah salah satu model yang paling banyak digunakan dalam analisis risiko dan return portofolio investasi. Model ini menyediakan kerangka kerja untuk mengevaluasi hubungan antara risiko sistematis dan return yang diharapkan dari suatu aset. Menurut Aldy (2011), CAPM memberikan dasar teoritis untuk menilai apakah sebuah investasi memberikan return yang sepadan dengan risiko yang diambil. Dalam konteks pasar saham syariah, CAPM juga dapat diadaptasi untuk menganalisis portofolio sesuai prinsip-prinsip syariah, seperti yang ditunjukkan oleh Komara dan Yulianti (2021), yang mengaplikasikan CAPM pada saham-saham yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index (JII).

Jakarta Islamic Index (JII) dirancang untuk memfasilitasi kebutuhan investor yang ingin berinvestasi sesuai dengan prinsip syariah. Penelitian menunjukkan bahwa JII mengalami fluktuasi signifikan selama pandemi COVID-19, dengan volatilitas pasar yang meningkat drastis (Sari & Ryandono, 2018). Studi oleh Almunfarajah (2017) menekankan pentingnya diversifikasi portofolio untuk mengurangi risiko dalam kondisi pasar yang tidak stabil. Hal ini relevan selama pandemi, ketika pasar global mengalami tekanan besar akibat ketidakpastian ekonomi (Aldy, 2011). Dalam penelitian yang lebih terkini, Assyakiri et al. (2024) mengidentifikasi bahwa CAPM dapat digunakan untuk

mengevaluasi kinerja saham-saham JII selama masa krisis global, seperti pandemi COVID-19.

Dampak pandemi COVID-19 pada pasar saham, termasuk saham-saham syariah, telah menjadi perhatian banyak peneliti. Studi oleh Komara dan Yulianti (2021) menemukan bahwa pandemi memberikan tekanan besar pada pasar modal syariah di Indonesia, termasuk JII. Penurunan harga saham dan peningkatan volatilitas adalah beberapa dampak utama yang dialami selama pandemi (Huda et al., 2022). Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Assyakiri et al. (2024) menunjukkan bahwa investor perlu memanfaatkan model seperti CAPM untuk menentukan apakah return yang diperoleh selama periode pandemi sudah sesuai dengan tingkat risiko yang diambil.

Dalam pengelolaan portofolio syariah selama pandemi, diversifikasi dan pengelolaan risiko menjadi kunci penting. Studi oleh Almunfarajah (2017) dan Asyakiri et al. (2024) menyoroti bahwa CAPM tidak hanya relevan dalam analisis risiko-return tetapi juga dapat membantu investor menentukan saham-saham mana yang memiliki performa lebih baik selama kondisi pasar yang bergejolak. Selain itu, penelitian dari Listyaningsih (2023) menyarankan bahwa analisis portofolio berbasis CAPM dapat memberikan panduan strategis untuk pengelolaan portofolio saham syariah, terutama dalam menghadapi risiko yang lebih tinggi akibat ketidakpastian pasar selama pandemi.

Secara keseluruhan, penelitian yang menggabungkan CAPM dengan analisis saham syariah seperti JII memberikan kontribusi signifikan bagi literatur keuangan Islam. Buku "*Investment Analysis and Portfolio Management*" karya Reilly dan Brown (2012) menekankan pentingnya pemahaman mendalam tentang model risiko-return dalam pengelolaan portofolio, termasuk di pasar syariah. Penelitian oleh Zhang (2023) lebih lanjut menunjukkan bahwa CAPM dapat menjadi alat yang efektif dalam mengevaluasi kinerja saham syariah selama periode krisis. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoritis dan praktis bagi investor dalam mengelola portofolio syariah mereka secara lebih efektif di masa depan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi kinerja portofolio saham-saham yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) selama masa pandemi COVID-19 dengan

pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder yang meliputi harga penutupan harian saham-saham JII, tingkat suku bunga bebas risiko, dan tingkat *return* pasar. Data harga penutupan saham diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan sumber terpercaya lainnya, sedangkan tingkat suku bunga bebas risiko didasarkan pada tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Tingkat *return* pasar diwakili oleh indeks harga saham gabungan (IHSG) (Bintari & Kusnandar, 2022; Habibi et al., 2023). Periode penelitian, yaitu Januari 2020 hingga Juni 2023, mencakup fase-fase penting dalam dinamika pasar yang terpengaruh oleh pandemi

Langkah pertama dalam analisis ini adalah mengumpulkan data harga penutupan harian saham-saham yang tergabung dalam JII. Data ini digunakan untuk menghitung tingkat *return* harian masing-masing saham. Tingkat *return* harian dihitung dengan menggunakan formula $R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$, di mana R_t adalah tingkat *return* pada hari t , P_t adalah harga penutupan pada hari t , dan P_{t-1} adalah harga penutupan pada hari sebelumnya. Hasil perhitungan *return* harian ini menjadi dasar analisis kinerja saham. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa analisis terhadap *return* saham selama masa krisis penting untuk memahami dampak pasar terhadap investasi syariah (Katterbauer et al., 2023).

Selanjutnya, untuk menghitung nilai beta (β) masing-masing saham, digunakan regresi linear sederhana. Beta mencerminkan sensitivitas *return* saham terhadap *return* pasar. Regresi dilakukan dengan tingkat *return* pasar harian sebagai variabel independen dan tingkat *return* saham harian sebagai variabel dependen. Model regresi yang digunakan adalah:

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \epsilon \quad (1)$$

di mana:

R_i : tingkat *return* saham

R_m : tingkat *return* pasar

α : *intercept*

ϵ : *error term*

Selain nilai beta diperoleh, langkah berikutnya adalah menghitung tingkat *return* yang diharapkan dari setiap saham menggunakan model CAPM. Model CAPM adalah sebagai berikut:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f) \quad (2)$$

dimana:

$E(R_i)$: tingkat *return* yang diharapkan dari saham i .

R_f : tingkat suku bunga bebas risiko.

β_i : beta dari saham i , yang mengukur sensitivitas *return* saham i terhadap *return* pasar.

$E(R_m)$: tingkat *return* pasar yang diharapkan

Tingkat *return* pasar yang diharapkan dibandingkan dengan *return* aktual untuk mengevaluasi kinerja masing-masing saham dalam portofolio JII. Analisis kinerja portofolio dilakukan dengan membandingkan *return* yang diharapkan dengan *return* aktual saham-saham JII selama pandemi COVID-19, guna menentukan apakah saham-saham tersebut memberikan *return* yang sesuai dengan risiko yang diambil (Zhang, 2023; Amarah, 2020). Selain itu, uji hipotesis dilakukan untuk mengevaluasi perbedaan signifikan antara *return* yang diharapkan dan pengembalian aktual.

Proporsi setiap saham dalam portofolio dihitung dengan rumus:

$$w_i = \frac{\beta_i \times ER_i}{\sum_{j=1}^n \beta_j \times ER_j} \quad (3)$$

dimana w_i adalah bobot saham ke- i dan n adalah jumlah saham dalam portofolio.

Mean atau *return* ekspektasi dari portofolio adalah *weighted average* dari *return* ekspektasi setiap saham dalam portofolio:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i \cdot E(R_i) \quad (4)$$

dimana:

$E(R_p)$ adalah *return* ekspektasi portofolio

w_i adalah proporsi saham ke- i dalam portofolio

$E(R_i)$ adalah *return* ekspektasi saham ke- i

Risiko atau *variance* portofolio dihitung dengan formula:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i \cdot w_j \cdot cov(R_i, R_j) \quad (5)$$

dimana:

σ_p^2 adalah *variance* portofolio

w_i dan w_j adalah proporsi saham ke- i dan ke- j dalam portofolio

$cov(R_i, R_j)$ adalah *covariance* antara return saham ke- i dan ke- j

Analisis data dilakukan dengan menggunakan perangkat lunak statistika seperti SPSS dan Python. Perangkat lunak ini digunakan untuk melakukan regresi linear, menghitung beta, dan mengaplikasikan model CAPM. Hasil analisis disajikan dalam bentuk tabel dan grafik untuk memudahkan interpretasi. Dengan pendekatan ini, penelitian ini diharapkan dapat memberikan wawasan yang mendalam mengenai kinerja portofolio saham syariah selama masa krisis dan memberikan panduan bagi investor untuk mengelola risiko serta membuat keputusan investasi yang lebih baik.

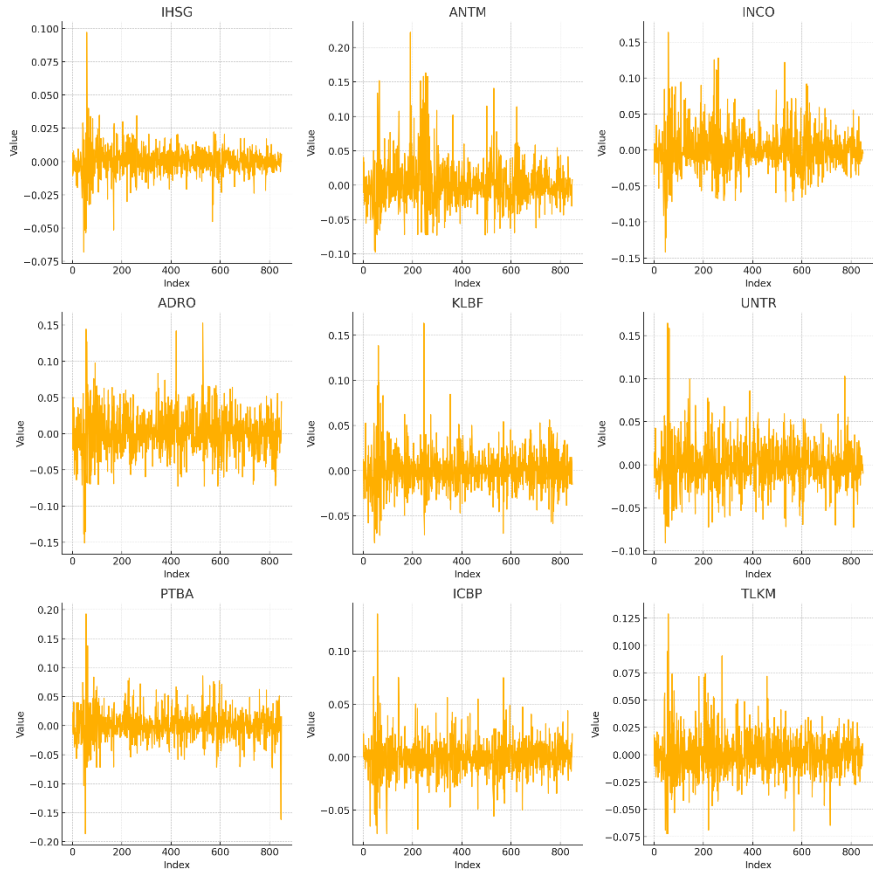
HASIL DAN PEMBAHASAN (Sub judul level 1)

Sampel dalam penelitian ini diambil dari populasi saham syariah yang tercantum dalam *Jakarta Islamic Index* (JII), yang terdiri atas 30 saham syariah. Pemilihan saham dilakukan menggunakan teknik *purposive random sampling*, seperti yang diterapkan oleh Kurniawan, M. A., & Suci, R. V. E. (2021). Teknik ini didasarkan pada kriteria tertentu, yaitu: pertama, saham yang dipilih adalah saham yang konsisten masuk dalam daftar JII, sehingga diperoleh 17 saham. Kedua, dari 17 tersebut, dipilih saham-saham yang memiliki nilai *mean return* positif. Berdasarkan kriteria tersebut, terdapat 8 saham dengan nilai *mean return* positif, seperti yang disajikan pada Tabel 1. saham-saham tersebut adalah ANTM, INCO, ADRO, KLBF, UNTR, PTBA, ICBP, dan TLKM. Grafik pada Gambar 1 menunjukkan *return* saham dengan nilai *mean return* positif serta saham pasar (IHSG).

Tabel 1. Mean Return dan Varian Return Saham

Saham	Mean Return	Varian Return
IHSG	0,000075	0,00013
ANTM	0,001	0,00117
INCO	0,00065	0,0009
ADRO	0,00052	0,00094
KLBF	0,000264	0,00051

UNTR	0,00008	0,0007
PTBA	0,00004	0,00081
ICBP	0,00004	0,00032
TLKM	0,00003	0,0004



Gambar 1. Grafik *Return Saham* yang Mempunyai *Mean Return Positif*

Hasil uji normalitas menggunakan metode Uji Shapiro Wilk dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ menunjukkan bahwa nilai *P-Value* untuk seluruh *return* saham (Tabel 2) berada di bawah 5%. Hal ini mengindikasikan bahwa distribusi seluruh *return* saham tidak mengikuti distribusi normal.

Tabel 2. Tabel *P-Value* Saham

Saham	<i>P-Value</i>
IHSG	7,55 E-18
ANTM	1,41 E-15
INCO	1,75 E-09
ADRO	1,61 E-07

KLBF	2,02 E-12
UNTR	1,26 E-09
PTBA	4,31 E-15
ICBP	3,34 E-14
TLKM	8,35 E-11

Tabel 3. Nilai *Beta* dan *Return* Ekspektasi Saham

Saham	<i>Beta</i>	<i>Return</i> Ekspektasi
ANTM	1,6527	0,000021
INCO	1,4232	0,000040
ADRO	1,4593	0,000037
KLBF	0,8500	0,000087
UNTR	1,2257	0,000056
PTBA	1,3368	0,000047
ICBP	0,7304	0,000097
TLKM	1,0602	0,000070

Beta saham-saham JII yang diestimasi melalui regresi linear (Tabel 3) menunjukkan variasi yang cukup luas, mencerminkan tingkat risiko yang berbeda-beda di antara saham-saham tersebut. Beberapa saham menunjukkan beta yang tinggi, yang berarti bahwa saham-saham ini sangat sensitif terhadap perubahan di pasar. Sebaliknya, saham-saham dengan beta rendah menunjukkan bahwa *return* mereka tidak terlalu dipengaruhi oleh fluktuasi pasar. Hasil ini penting bagi investor yang ingin mengelola risiko portofolio mereka, karena saham dengan beta tinggi mungkin memerlukan strategi pengelolaan risiko yang lebih agresif.

Pada penelitian ini, terdapat empat portofolio yang akan dianalisis. Portofolio pertama berisi semua saham yang memiliki *mean return* positif. Portofolio kedua terdiri atas saham-saham dengan *mean return* terbesar. Portofolio ketiga berisi saham-saham dengan *mean return* terendah. Sedangkan portofolio keempat terdiri dari dua saham dengan *mean return* terbesar dan dua saham dengan *mean return* terendah. Hasil analisis portofolio menggunakan model CAPM menunjukkan proporsi saham pada masing-masing portofolio adalah sebagai berikut:

Tabel 4. Proporsi Saham Pada Tiap Portofolio

Portofolio	Saham	Proporsi
Portofolio 1	ANTM	4,6327 %
	INCO	8,7794 %
	ADRO	8,1271 %
	KLBF	19,1364 %
	UNTR	12,3480 %
	PTBA	10,3406 %
	ICBP	21,2974 %
	TLKM	15,3384 %
Portofolio 2	ANTM	11,3893 %
	INCO	21,5840 %
	ADRO	19,9804 %
	KLBF	47,0464 %
Portofolio 3	UNTR	20,8144 %
	PTBA	17,4305 %
	ICBP	35,9000 %
	TLKM	25,8551 %
Portofolio 4	ANTM	9,2564 %
	INCO	17,5421 %
	ICBP	42,5541 %
	TLKM	30,6474 %

Tabel 4 menunjukkan proporsi masing-masing saham dalam setiap kelompok portofolio. Pada portofolio pertama, saham ICBP memiliki proporsi terbesar sebesar 21,2974%, sedangkan saham ANTM memiliki proporsi terkecil sebesar 4,6327%. Di portofolio kedua, saham KLBF memiliki proporsi tertinggi sebesar 47,0464% sementara proporsi terendah juga terdapat pada saham ANTM sebesar 11,3893%. Untuk portofolio ketiga, proporsi terbesar dimiliki oleh saham ICBP sebesar 35,9000%, dan proporsi terkecil terdapat pada saham PTBA sebesar 17,4305%. Pada portofolio keempat, saham

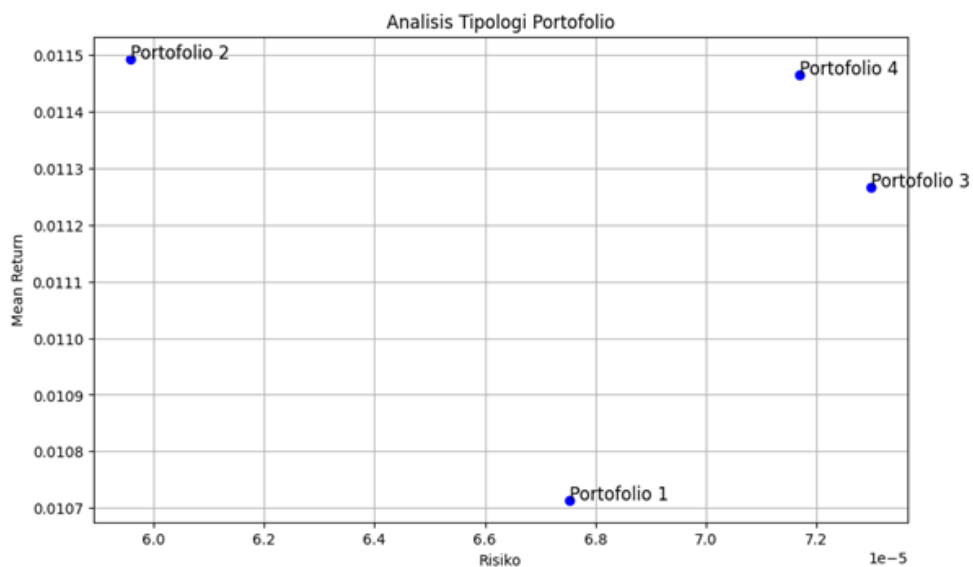
ICBP memiliki proporsi tertinggi sebesar 42,5541%, sedangkan saham ANTM memiliki proporsi terendah sebesar 9,2564%.

Berdasarkan proporsi yang telah ditentukan, nilai *mean return* dan risiko portofolio sebagai berikut:

Tabel 5. Mean Return Portofolio dan Risiko Portofolio

Portofolio	Mean Return Portofolio	Risiko Portofolio
Portofolio 1	0,00006753	0,010714
Portofolio 2	0,00005958	0,011493
Portofolio 3	0,00007298	0,011267
Portofolio 4	0,00007169	0,011465

Tabel 5 menyajikan nilai *mean return* dan risiko portofolio untuk setiap kelompok portofolio. Kelompok portofolio ketiga memiliki *mean return* portofolio tertinggi sebesar 0,00007298, sedangkan risiko portofolio terendah terdapat pada kelompok portofolio pertama dengan nilai sebesar 0,010714.



Gambar 2. Analisis Tipologi

Gambar 2 menunjukkan analisis tipologi berdasarkan besarnya *mean return* portofolio dan risiko portofolio dari masing-masing kelompok portofolio. Portofolio pertama memiliki *return* ekspektasi yang moderat dengan risiko terendah diantara keempat portofolio. Ini menunjukkan bahwa portofolio pertama cocok untuk investor

yang mencari keseimbangan antara *return* yang stabil dan risiko yang rendah. Dengan risiko yang paling kecil, portofolio pertama adalah pilihan yang baik untuk investor yang lebih konservatif dan lebih mengutamakan stabilitas daripada *return* yang tinggi.

Portofolio kedua memiliki *return* ekspektasi terendah dengan risiko tertinggi. Ini membuat portofolio kedua menjadi pilihan yang kurang menarik bagi sebagian besar investor karena memberikan *return* yang lebih rendah dengan risiko yang lebih tinggi. Portofolio ini mungkin cocok bagi investor yang berspekulasi pada saham-saham dengan potensi pertumbuhan yang sangat spesifik namun dengan risiko yang cukup tinggi.

Portofolio ketiga menawarkan *return* ekspektasi tertinggi dengan risiko yang sedang. Ini menunjukkan bahwa portofolio ketiga adalah pilihan yang menarik bagi investor yang bersedia menerima sedikit lebih banyak risiko untuk mendapatkan *return* yang lebih tinggi. Dengan kombinasi *return* tertinggi dan risiko yang tidak jauh lebih tinggi dari rata-rata, portofolio ketiga cocok untuk investor yang lebih agresif tetapi masih memperhatikan manajemen risiko.

Portofolio keempat memiliki *return* ekspektasi yang hampir setara dengan portofolio ketiga tetapi dengan risiko yang sedikit lebih tinggi, ini menunjukkan bahwa portofolio keempat adalah pilihan yang baik bagi investor yang ingin mendekati *return* tinggi portofolio ketiga tetapi siap untuk menghadapi risiko yang sedikit lebih besar. Portofolio ini cocok untuk investor yang mencari keseimbangan yang baik antara risiko dan *return*, tetapi cenderung lebih sedikit konservatif dibandingkan dengan portofolio ketiga.

Masing-masing portofolio memiliki karakteristik yang berbeda dalam hal *return* ekspektasi dan risiko. Investor perlu menyesuaikan pilihan mereka berdasarkan profil risiko dan tujuan investasi mereka. Portofolio pertama cocok untuk investor konservatif, portofolio ketiga untuk investor agresif yang mencari *return* tinggi, sedangkan portofolio kedua dan keempat menawarkan pilihan antara keduanya dengan sedikit variasi dalam risiko dan *return*.

Penelitian ini menunjukkan bahwa pandemi COVID-19 telah memberikan dampak signifikan terhadap kinerja saham-saham yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII). Berdasarkan hasil analisis CAPM, ditemukan bahwa sebagian besar saham dalam

JII mengalami peningkatan volatilitas selama periode pandemi. Volatilitas ini mencerminkan ketidakpastian yang tinggi di pasar, dimana investor cenderung lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi. Hal ini sejalan dengan literatur yang menyatakan bahwa krisis global seperti pandemi sering kali mempengaruhi stabilitas pasar keuangan.

Return yang diharapkan berdasarkan model CAPM dibandingkan dengan *return* aktual mengungkapkan bahwa tidak semua saham dalam JII mampu memberikan *return* yang sesuai dengan risiko yang diambil. Beberapa saham menunjukkan *underperformance*, yang berarti *return* aktual mereka lebih rendah dari *return* yang diharapkan. Sebaliknya ada juga saham yang menunjukkan *overperformance*, dengan *return* aktual yang lebih tinggi dari *return* yang diharapkan. Temuan ini menunjukkan bahwa meskipun model CAPM memberikan kerangka dasar untuk mengevaluasi risiko dan *return*, faktor-faktor ini juga perlu dipertimbangkan dalam analisis portofolio.

Salah satu faktor yang mungkin mempengaruhi kinerja saham selama pandemi adalah kondisi ekonomi makro yang berubah dengan cepat. Misalnya, kebijakan moneter dan fiskal yang diterapkan oleh pemerintah untuk meredam dampak ekonomi pandemi dapat mempengaruhi sentimen pasar dan pada akhirnya kinerja saham. Selain itu, sektor industri yang berbeda mungkin merespons pandemi secara berbeda, yang dapat menjelaskan variasi kinerja saham dalam JII. Sektor-sektor tertentu mungkin lebih rentan terhadap dampak pandemi, sementara sektor lain mungkin melihat peluang untuk tumbuh.

Implikasi praktis dari penelitian ini adalah pentingnya diversifikasi portofolio bagi investor. Diversifikasi dapat membantu mengurangi risiko keseluruhan portofolio dengan menggabungkan aset-aset yang memiliki sensitivitas berbeda terhadap pasar. Dalam konteks saham-saham JII, investor mungkin perlu mempertimbangkan untuk memasukkan saham-saham dengan beta rendah untuk mengimbangi risiko dari saham-saham dengan beta tinggi. Selain itu, investor juga perlu melakukan analisis yang lebih mendalam terhadap kondisi ekonomi dan faktor-faktor spesifik perusahaan untuk membuat keputusan investasi yang lebih informasional.

Secara keseluruhan, penelitian ini memberikan wawasan berharga bagi investor mengenai bagaimana mengelola portofolio saham syariah selama masa krisis. Dengan

memahami hubungan antara risiko dan *return* yang diharapkan, serta faktor-faktor lain yang mempengaruhi kinerja saham, investor dapat membuat keputusan yang lebih bijaksana dalam mengelola portofolio mereka. Hasil penelitian ini juga menekankan pentingnya fleksibilitas dalam strategi investasi, terutama dalam menghadapi ketidakpastian pasar yang tinggi seperti yang disebabkan oleh pandemi COVID-19.

KESIMPULAN DAN SARAN

Analisis portofolio yang dilakukan terhadap kombinasi saham-saham ANTM, INCO, ADRO, KLBF, UNTR, PTBA, ICBP dan TLKM memberikan gambaran komprehensif tentang *return* ekspektasi dan risiko yang terkait dengan investasi tersebut. Menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), *return* ekspektasi harian untuk masing-masing portofolio dihitung berdasarkan beta saham-saham individu dan *return* pasar ekspektasi harian. Hasilnya menunjukkan variasi *return* ekspektasi yang bergantung pada komposisi saham dalam portofolio.

Untuk portofolio yang terdiri dari saham ANTM, INCO, ICBP dan TLKM, *return* ekspektasi harian adalah 0,00007169 dengan standar deviasi (risiko) 0,011465. Ketika portofolio tersebut diubah untuk memasukkan saham ADRO dan KLBF, *return* ekspektasi harian sedikit meningkat menjadi 0,011493. Di sisi lain, kombinasi saham UNTR, PTBA, ICBP dan TLKM menunjukkan *return* ekspektasi harian tertinggi yaitu 0,00007298 dengan standar deviasi (risiko) yang relatif lebih rendah dibandingkan portofolio sebelumnya, yaitu 0,011267.

Perbedaan dalam *return* ekspektasi dan risiko ini menekankan pentingnya diversifikasi portofolio dan pemilihan saham berdasarkan beta dan *return* pasar ekspektasi. Portofolio dengan kombinasi saham yang tepat dapat meningkatkan *return* ekspektasi dan sekaligus dapat mengelola risiko secara efektif. Dalam analisis ini, portofolio yang terdiri dari saham UNTR, PTBA, ICBP, dan TLKM memberikan profil risiko-*return* yang lebih menguntungkan dibandingkan portofolio lainnya, menjadikan pilihan yang lebih menarik bagi investor yang mencari keseimbangan antara risiko dan *return*.

Secara keseluruhan, penelitian ini memberikan wawasan penting bagi investor dalam mengelola portofolio saham syariah selama masa krisis seperti pandemi COVID-

19. Dengan memahami hubungan antara risiko dan *return* yang diharapkan serta mempertimbangkan faktor-faktor eksternal yang mempengaruhi kinerja saham, investor dapat membuat keputusan yang lebih bijaksana dan informasional. Hasil penelitian ini juga menekankan pentingnya fleksibilitas dalam strategi investasi untuk menghadapi ketidakpastian pasar yang tinggi.

DAFTAR REFERENSI

- Aldy, A.F. (2011). Testing The capital Asset Pricing Model: The Case of Indonesia Stock Exchange. Thesis. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Almunfarajah. (2017). Analisis Portofolio Optimum Saham Indeks LQ-45 dengan Model Indeks Tunggal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Perilaku dan Strategi Bisnis*, 5(2), 168-190.
- Amaroh, S. (2020). Covid-19 Outbreak and Capital Market Reaction: An Evidence from the Jakarta Islamic Index 70. *Share Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 9(2), 227.
- Assyakiri, dkk. (2025). Testing SCAPM and CAPM On Sharia Stock Portfolios: Evidence from The Jakarta Islamic Index (JII) For The 2019–2023 Period. *International Journal of Economics, Commerce, and Management*, 2(1), 171-181.
- As-Salafiyah, A. (2023). Islamic Economics and Finance: Trend Topics and Thematic Evolution”. *Journal of Islamic Economic Literatures*, 4(2).
- Bintari, V. I., & Kusnandar, D. L. (2022). Covid-19: Efek Pada Saham Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index (JII). *Procuratio Jurnal Ilmiah Manajemen*, 10(1), 35–47.
- Dwiyanti, S. (2023). The Effect of the Performance of the Board of Commissioners and Directors on Company Profitability in the 2019-2021 Jakarta Islamic Index (JII) With Salary as a Moderating Variable”. *Journal of Islamic Economics (Joie)*, 3(2), 172–189.
- Habibi, A., Normasyhuri, K., & Ma’rifah, A. N. (2023). Global Market Reaction to the Indonesian Islamic Capital Market During Covid Outbreak. *Share Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 12(1), 1.
- Haryanto, A. M., & Mawardi, W. (2021). Impact of COVID-19 News on Performance of Indonesia Stock Market. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(2), 226–231.

- Huda, N., Rini, N., Setianingrum, A., & Zulihar, Z. (2022). Is There Any Effect of Covid-19 on the Performance of the Sharia Stock Index?. *Share Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 11(1), 171.
- Jogiyanto. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (11th ed.). Yogyakarta: BPFE.
- Katterbauer, K., Syed, H., Cleenewerck, L., & Genc, S. Y. (2023). Ai-Driven Capital Asset Pricing Model for Enhancing Shariah-Compliant Investment Decisions – A Chinese Stock Market Analysis. *International Journal of Islamic Business & Management*, 7(1), 1–14.
- Komara, E.F. & Yulianti, Eka. (2021). Analisis Saham Berdasarkan CAPM Pada Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2014-2019. *Nominal: Barometer Riset Akuntansi dan Manajemen*, 10(1), 58-70.
- Lee, K., Jeon, Y., & Kim, I. (2021). Which Economic Uncertainty Measure Matters for Households' Portfolio Decision?. *The Journal of Financial Research*, 44(2), 343–369.
- Listyaningsih, E. (2023). Pengaruh COVID-19 Terhadap Saham JII di Bursa Efek Indonesia (Periode Sebelum Dan Sesudah Lockdwon). *Ekombis Sains Jurnal Ekonomi Keuangan Dan Bisnis*, 8(2), 176–188.
- Othman, N. (2023). Equity Financing and Islamic Bank Stability: Evidence from Malaysia and Indonesia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 16(6), 1248–1268.
- Reilly & Brown. 2012. *Investment Analysis and Portfolio Management*. Mason, Ohio, USA: South-Western Cengage Learning.
- Sari, C. M. K. & Ryandono, N. H. 2018. Pengujian Capital Asset Pricing Model (CAPM) dalam Menilai Risiko dan Return Saham Jakarta Islamic Index (JII) dengan Two Pass Regression. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 5(9), 775-790.
- Tandelilin, E. 2017. *Pasar Modal Manajemen Portofolio & Investasi*. Yogyakarta: KANISIUS.
- Zhang, Z. 2023. Impact of Investor Behavior on Stock Returns During COVID-19: A Systematic Review of Global Academic Papers. *Highlights in Business Economics and Management*, 21, 900–905.