

---

# SINYAL INDEKS DAN IMBALAN MASA DEPAN DARI IMBALAN DAN RISIKO MASA LALU PADA INVESTASI SAHAM SYARIAH DI INDONESIA

**Muhammad Anhar**

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia Jakarta  
Jln. Kayu Jati Raya No.11 A, Rawamangun, Jakarta Timur  
m.anhar@gmail.com

**Abstrak**– *This research aims to prove the existing signal of Indonesia sharia stock's risk and return to their future index and return. The hypothesis state that the past stock's risk and return respectively give a signal on their future index and return. The research is designed as a quantitative, ex post facto, associative, and positivistic research by analyzing the correlation of the past stock's risk and return to their future index and return. The stock risk (total risk, systematic risk and unsystematic risk) and return are set as independent variables, while stock's future index and return as dependent variables. The existing signals were studied simultaneously in one model, Partial Least Square (PLS). Descriptive analysis, Correlations analysis, and hypotheses testing were done in this study. The conclusions were : First, the past stock's return do not give any signal to their future index and return. Second, the total risk, systematic risk and unsystematic risk respectively give a signal to their future return, but do not to their future index. Third, the total risk and unsystematic risk respectively give a negative signal to their future return, while the systematic risk do a positive signal.)*

**Kata Kunci:** *stock return, stock index, total risk, systematic risk and unsystematic risk.*

## I. PENDAHULUAN

Tujuan investor pada umumnya dalam investasi saham adalah mendapatkan imbalan (return) maksimum dengan risiko tertentu yang sudah diperhitungkan, atau memperoleh imbalan tertentu dengan risiko minimum. Demikian pula tujuan investor saham syariah. Imbalan menjadi indikator kesejahteraan investor dan prospek saham. Imbalan investasi saham terdiri dari dividen dan keuntungan modal (Bodie et al., 2013; Van Horn, 2001; Tandelilin, 2010). Bagi investor jangka pendek keuntungan modal menjadi tujuan utama sehingga memperoleh perhatian besar (Susanto & Sabardi, 2010). Keuntungan modal dihasilkan dari kenaikan harga atau indeks saham individual perusahaan (Tandelilin, 2010). Indeks, imbalan, dan risiko saham menjadi pusat perhatian investor, terutama untuk mengestimasi indeks dan imbalan yang akan diperoleh dari saham yang menarik untuk dijadikan objek investasi di masa depan. Prediksi indeks dan imbalan dimasa depan biasanya didasarkan pada risiko dan imbalan yang dicapai di masa lalu. Namun demikian ada pertanyaan yang menggelitik: Apakah besarnya imbalan dan risiko saham di masa lalu dapat mengindikasikan atau memberi sinyal akan tingginya indeks dan imbalan di masa depan? Di samping itu adanya perbedaan indeks, imbalan, dan risiko diantara saham syariah serta fluktuasinya

menimbulkan keingintahuan tentang hubungan antar faktor-faktor tersebut, khususnya berkaitan dengan kemampuan imbalan dan risiko di masa lalu dalam memberikan sinyal akan indeks dan imbalan masa depan.

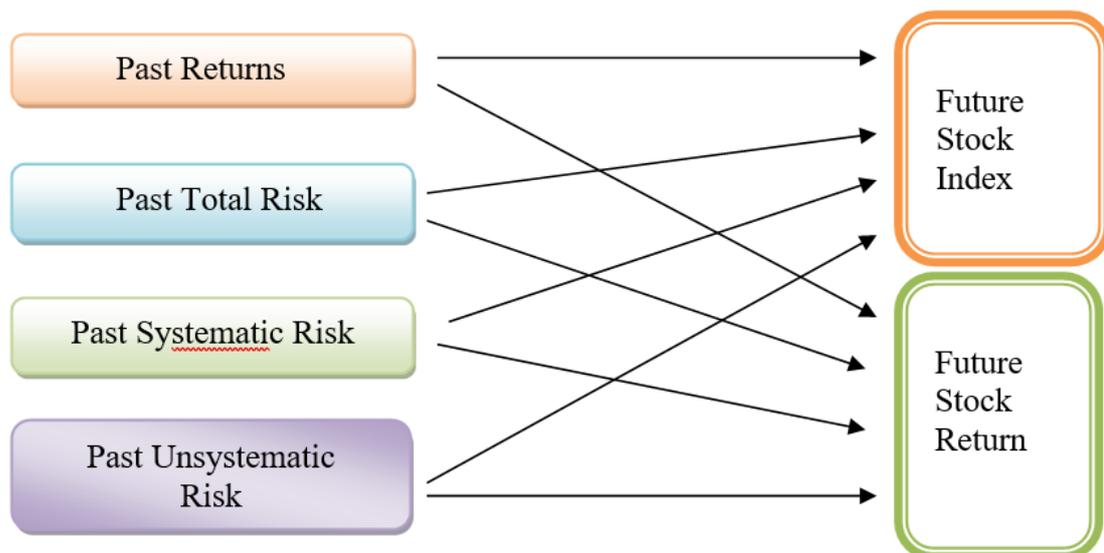
Sesuai dengan latar belakang penelitian yang telah diuraikan, masalah pokok dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut: Dapatkah imbalan dan risiko (Risiko Total, Risiko Sistematis, dan Risiko Unsystematic) saham syariah di masa lalu memberikan sinyal akan indeks dan imbalan investasi di masa depan? Berdasarkan rumusan masalah penelitian, tujuan penelitian ini adalah untuk membuktikan keberadaan sinyal dari imbalan dan risiko masa lalu akan indeks dan imbalan investasi di masa depan.

## II. LANDASAN TEORI

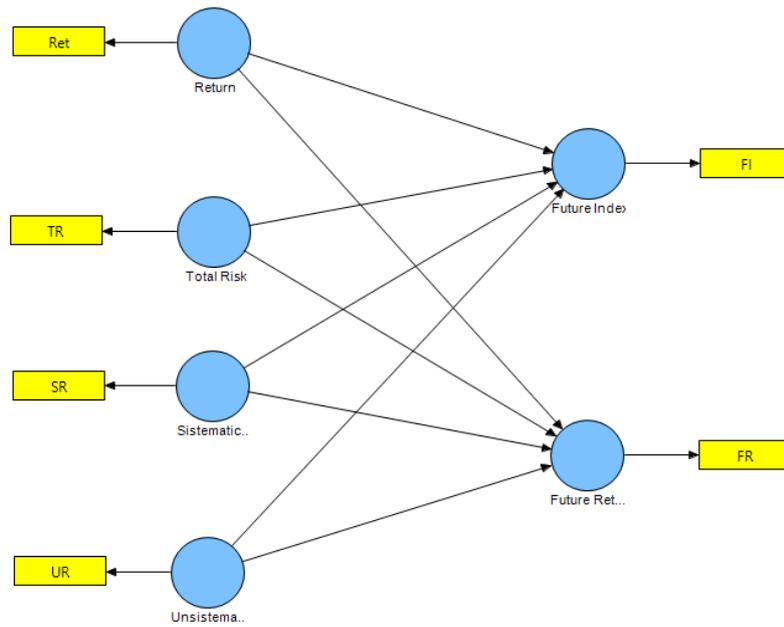
Banyak teori yang menjadi landasan teori dalam penelitian ini serta penelitian terdahulu yang dijadikan review dalam penelitian ini, terutama teori dan hasil penelitian yang berkaitan dengan investasi saham, imbalan dan risiko saham, aksioma “Risk-Return Trade-off” dan “High Risk – High Return, Low Risk – Low Return”. Teori-teori yang dimaksud antara lain dari Bodie et al. (2013), Van Horn (2001), Tandelillin (2010), Susanto & Sabardi (2010), dan Weston & Copeland (2003). Adapun hasil penelitian terdahulu antara lain dari Anhar (2016), Endri (2008), Bloomfield & Hales (2002), Sadka (2007), Zulbahridan & Jontus (2002), Haugen & Baker (1996), Shin (2006), dan Duffee (1995).

## III. METODA PENELITIAN

Penelitian ini dirancang sebagai penelitian kuantitatif, ex post facto, asosiatif, dan positivistik dengan cara menganalisis korelasi imbalan dan risiko bulanan saham syariah di tahun 2019 dengan indeks dan imbalannya di masa depan (Januari 2020). Imbalan dan risiko investasi saham (Risiko Total, Risiko Sistematis, dan Risiko Unsystematic) saham syariah di tahun 2019 diposisikan sebagai variabel-variabel, sedangkan indeks dan imbalan saham Januari 2020 diposisikan sebagai variabel dependen. Tiga puluh dua saham diambil sebagai sampel dari populasi saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Keberadaan sinyal diteliti secara simultan dalam model Partial Least Square (PLS) dan diuji signifikansinya melalui uji hipotesis korelasi. Dengan demikian analisis deskriptif, analisis korelasi, dan uji hipotesis dilakukan dalam penelitian ini. Model korelasionalnya dapat digambarkan di bawah ini.



Gambar 1. Full Model



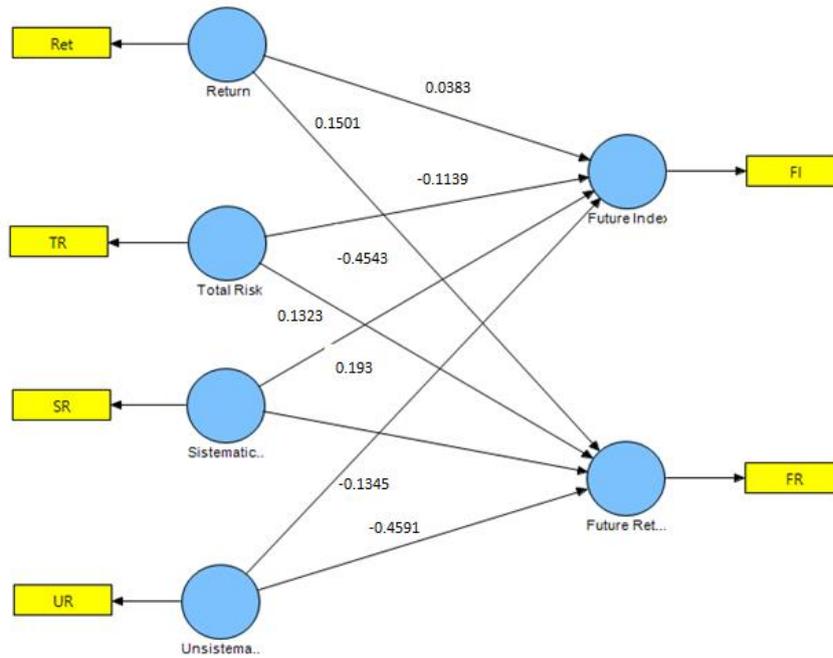
Gambar 2. Full Model - PLS

### 3.1. Analisis Korelasi

Analisis PLS menghasilkan nilai-nilai korelasi dan diagram berikut :

Table 1: Correlation Coefficients

	Future Index	Future Return	Past Return	Systematic Risk	Total Risk	Unsystematic Risk
Future Index	1.0000					
Future Return	0.0630	1.0000				
Past Return	0.0384	0.1501	1.0000			
Systematic Risk	0.1323	0.1926	0.5036	1.0000		
Total Risk	-0.1139	-0.4543	-0.1497	-0.2903	1.0000	
Unsystematic Risk	-0.1349	-0.4590	-0.2547	-0.5006	0.9737	1.0000



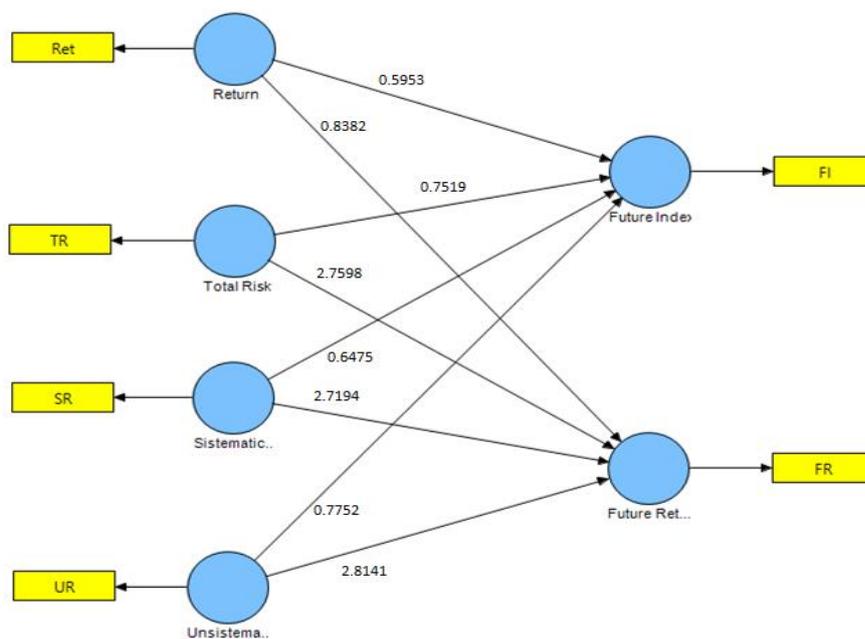
Gambar 3. Correlation Coefficients

### 3.2. Uji Hipotesis

Uji hipotesis korelasi menghasilkan nilai statistik t dan keputusan berikut:

Table 2: . t Statistic Values Correlation Coefficients

	Future Index	Future Return
Past Return	0.595305	0.838223
Systematic Risk	0.647448	2.719397
Total Risk	-0.751868	-2.759863
Unsystematic Risk	-0.775244	-2.814085



Gambar 4. t Statistic Value

Table 3: Summary of Results of Correlation Hypothesis Test

No.	Correlation Hypothesis	t Values	Decisions	Interpretations
1.	Ret – FI	0,5953 < 1,96	H <sub>0</sub> isn't rejected	Correlation isn't significant (Past Return don't signal)
2.	Ret – FR	0,8382 < 1,96	H <sub>0</sub> isn't rejected	Correlation isn't significant (Past Return don't signal)
3.	TR – FI	-0,7518 > -1,96	H <sub>0</sub> isn't rejected	Correlation isn't significant (TR don't signal)
4.	TR – FR	-2,7598 < -1,96	H <sub>0</sub> is rejected, H <sub>a</sub> is accepted	Correlation is significant (TR do signal)
5.	SR – FI	0,6474 < 1,96	H <sub>0</sub> isn't rejected	Correlation isn't significant (SR don't signal)
6.	SR – FR	2,7193 > 1,96	H <sub>0</sub> is rejected, H <sub>a</sub> is accepted	Correlation is significant (SR do signal)
7.	UR – FI	-0,7752 > -1,96	H <sub>0</sub> isn't rejected	Correlation isn't significant (UR don't signal)
8.	UR - FR	-2,8140 < -1,96	H <sub>0</sub> is rejected, H <sub>a</sub> is accepted	Correlation is significant (UR do signal)

#### IV. HASIL PENELITIAN

Uji hipotesis pertama membuktikan bahwa imbalan saham bulanan di tahun 2019 tidak memberikan sinyal nyata akan indeks saham di masa depan (Januari 2020). Temuan ini menunjukkan bahwa tinggi-rendahnya imbalan buanan saham syariah di tahun 2019 tidk megindikasikan tinggi-rendahnya indeks saham yang akan dicapai pada periode yang akan datang. Dengan kata lain saham perusahaan yang memperoleh imbalan tinggi di masa lalu tidak dapat diharapkan akan mencapai indeks di masa depan yang lebih tinggi dari pada saham perusahaan yang memperoleh imbalan rendah dimasa lalu. Penelitian terdahulu tentang hubungan imbalan saham di masa lalu dengan indeks saham di masa depan belum ditemukan. Tetapi karena indeks sebenarnya adalah harga yang dinyatakan dengan cara lain (dinyatakan dalam bentuk indeks), maka hasil penelitian ini dapat dibandingkan dengan hasil penelitian tentang harga sham seperti penelitian Endri (2008), Bloomfield & Hales (2002), dan Sadka (2007). Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil tiga penelitian terdahulu.

Uji hipotesis ke dua membuktikan bahwa imbalan bulanan saham syariah di tahun 2019 tidak memberikan sinyal nyata akan imbalan di masa depan (Januari 2020). Temuan ini menunjukkan bahwa tinggi-rendahnya imbalan saham di masa lalu tidak mengindikasikan tinggi-rendahnya imbalan yang akan dicapai di masa depan. Dengan kata lain saham perusahaan yang memperoleh imbalan tinggi di masa lalu tidak dapat diharapkan akan memperoleh imbalan di masa depan yang lebih tinggi dari pada saham perusahaan ynrng memperoleh imbalan rendah di masa lalu. Seperti halnya hasil penelitian pertama, hasil penelitin ke dua ini juga tidak sejalan dengan hasil penelitin Endri (2008), Bloomfield & Hales (2002) dan Sadka (2007).

Uji hipotesis ke tiga membuktikan bahwa Risiko Total investasi saham syariah di tahun 2019 tidak memberikan sinyal nyata akan indeks saham di masa depan (Januari 2020). Temuan ini menunjukkan bahwa tinggi-rendahnya risiko total sham syariah dimasa lalu tidak mengindikasikan tinggi-rendahnya indeks di masa depan. Dengan kata lain saham perusahaan yang menghadapi risiko total tinggi di masa lalu tidak bisa diharapkan akan mencapai indeks masa depan lebih tinggi dari pada saham perusahaan yang menghadapi risiko rendah di masa lalu. Hasil penelitin ini mendukung hasil penelitin Anhar (2016), tetapi tidak sejalan dengan hasil penelitian Shin (2006) yang menyatakan bahwa risiko mempengaruhi harga saham. Shin tidak menguji hubungan antara risiko total dan indeks saham, tetapi menguji hubungan antara risiko total dan harga saham. Karena indeks sebenarnya adalah harga yang dinyatakan dengan cara lain (dinyatakan dalam bentuk indeks), maka hasil penelitian Shin layak dijadikan pembanding.

Uji hipotesis ke empat membuktikan bahwa Risiko Total di tahun 2019 memberikan sinyal negatif yang nyata akan imbalan bulanan di masa depan (Januari 2020). Temuan ini menunjukkan bahwa tinggi-rendahnya risiko total saham syariah di masa lalu mengindikasikan tinggi-rendahnya imbalan bulanan yang akan dicapai di masa depan dengan arah yang berlawanan. Dengan kata lain saham perusahaan yang menghadapi risiko total tinggi di masa lalu dapat diperkirakan akan memperoleh imbalan di masa depan lebih rendah dari pada saham perusahaan yang menghadapi risiko total rendah di masa lalu. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Anhar (2016), Zulfahridan & Jontus (2002), Haugen & Baker (1996), dan Shin (2006), tetapi tidak sejalan dengan hasil penelitian Duffee (1995).

Uji hipotesis ke lima membuktikan bahwa Risiko Sistematis saham syariah tahun 2019 tidak memberikan sinyal nyata akan indeks masa depan (Januari 2020). Temuan ini menunjukkan bahwa tinggi-rendahnya risiko sistematis saham di masa lalu tidak mengindikasikan tinggi-rendahnya indeks saham periode berikutnya. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko sistematis tinggi di masa lalu tidak bisa diperkirakan akan mempunyai indeks masa depan lebih tinggi dari pada saham yang mempunyai risiko sistematis rendah di masa lalu. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Anhar (2016) tetapi tidak sejalan dengan hasil penelitian Natarsyah (2002) dan Healy & Palepu (1990).

Uji hipotesis ke enam membuktikan bahwa Risiko Sistematis saham syariah tahun 2019 memberikan sinyal positif yang nyata akan imbalan masa depan (Januari 2020). Temuan ini menunjukkan bahwa tinggi-rendahnya risiko sistematis saham syariah di masa lalu mengindikasikan tinggi rendahnya imbalan di masa depan dengan arah yang sama. Dengan kata lain saham syariah yang mengandung risiko sistematis tinggi di masa lalu dapat diharapkan akan memperoleh imbalan masa depan yang lebih tinggi dari pada saham yang mengandung risiko sistematis rendah di masa lalu. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Anhar (2016), Sudarto (1999) dan Bandhari (1998) tetapi tidak sejalan dengan hasil penelitian Suharli (2003). Hasil penelitian ini juga memberikan indikasi bahwa investor pasar saham syariah adalah risk-takers (pemberani dalam mengambil risiko), dimana mereka memilih saham yang mengandung risiko sistematis tinggi di masa lalu sesuai dengan aksioma "high risk - high return, low risk - low return". Risiko sistematis adalah risiko tidak tercapainya besaran imbalan yang diharapkan sebagai dampak dari kondisi pasar yang kurang menguntungkan. Risiko ini dialami oleh saham perusahaan yang ada di pasar secara umum karena kondisi pasar yang tidak baik.

Uji hipotesis ke tujuh membuktikan bahwa Risiko Unsystematic di tahun 2019 tidak memberikan sinyal nyata akan indeks saham di masa depan (Januari 2020). Temuan ini menunjukkan bahwa tinggi-rendahnya risiko unsystematic yang dihadapi saham syariah di masa lalu tidak mengindikasikan tinggi-rendahnya indeks yang akan dicapai di masa depan. Dengan kata lain saham perusahaan yang mengandung risiko unsystematic tinggi di masa lalu tidak bisa diperkirakan akan mencapai indeks masa depan yang lebih tinggi dari pada saham yang mengandung risiko unsystematic rendah di masa lalu. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Healy & Palepu (1990) yang menyatakan sebaliknya. Risiko Unsystematic diidentikkan dengan risiko residual (risiko sisa), risiko spesifik, risiko manajemen, dan risiko diversifiable (risiko yang dapat didiversifikasi). Diidentikkan dengan risiko residual karena besaran risikonya dihitung dari sisa risiko total setelah dikurangi risiko sistematis. Diidentikkan dengan risiko spesifik karena risiko ini dihadapi oleh masing-masing saham sebagai dampak dari kinerja keuangan perusahaan yang bersangkutan sendiri yang kurang baik. Diidentikkan dengan risiko manajemen karena timbul kebijakan manajemen yang kurang tepat atau kinerja manajemen yang kurang baik. Diidentikkan dengan risiko diversifiable karena risiko dapat diminimalisir dengan cara melakukan diversifikasi investasi saham (investasi saham pada banyak perusahaan atau portofolio investasi) serta memilih saham dari perusahaan yang dikelola oleh manajemen yang baik dan mempunyai kinerja keuangan yang baik. Kinerja keuangan dapat dipelajari dari ratio-ratio keuangan yang ada.

Uji hipotesis ke delapan membuktikan bahwa risiko unsistematis saham syariah tahun 2019 memberikan sinyal negatif yang nyata akan imbalan di masa depan (Januari 2020). Temuan ini menunjukkan bahwa tinggi-rendahnya risiko unsystematic masa lalu mengindikasikan tinggi-rendahnya imbalan di masa depan dengan arah berlawanan. Dengan kata lain saham dengan risiko unsystematic tinggi di masa lalu dapat diperkirakan akan menghasilkan imbalan di masa depan lebih rendah dari pada saham yang mengandung risiko unsystematic rendah di masa lalu. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil

penelitian Endri (2008) dan Healy & Palepu (1990), tetapi tidak sejalan dengan hasil penelitian Haugen & Baker's (1996). Karena risiko unsystematik identik dengan risiko spesifik dan risiko manajemen, maka dari hasil penelitian ini dapat dikatakan bahwa baik-buruknya kinerja/kondisi keuangan atau kinerja manajemen perusahaan di masa lalu cenderung akan diikuti oleh tinggi-rendahnya imbalan saham di masa depan. Juga menunjukkan bahwa para pemain pasar saham syariah adalah investor "risk avoiders", dimana mereka lebih memilih saham yang mengandung risiko unsystematic rendah meskipun mereka tahu bahwa saham itu akan mendatangkan imbalan yang rendah pula, sesuai dengan aksioma "high risk - high return, low risk - low return". Jadi para investor lebih tertarik pada saham dengan risiko unsystematic rendah, yaitu saham dari perusahaan yang mempunyai kinerja baik.

#### **IV. SIMPULAN**

Berdasarkan hasil-hasil penelitian ini yang telah diuraikan di depan, maka dapat ditarik simpulan-simpulan berikut: Pertama, imbalan saham syariah yang dicapai di masa lalu tidak memberikan sinyal akan indeks dan imbalan yang akan dicapai pada periode yang akan datang. Ke dua, risiko total, risiko systematic, dan risiko unsystematic memberikan sinyal akan imbalan masa depan, tetapi tidak memberikan sinyal akan indeks yang akan dicapai pada periode yang akan datang. Ke tiga, risiko total dan risiko unsystematic memberikan sinyal negatif akan imbalan masa depan, sedangkan risiko sistematis memberikan sinyal positif.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Bhandari, L.C., "D/E Ratio and Expected CS Return : Empirical Evidence", *Journal of Finance*, June 1998, No. 63.
- Bloomfield, R. and J. Hales, : "Predicting the Next Step of a Random Walk : Experimental Evidence of Regime-Shifting Beliefs", *Journal of Financial Economics*, 2002, No. 65, pp. 397-414.
- Bodie, Kane and Marcus, *Investment*, 10th Edition, USA, McGraw Hill, 2013.
- Brigham, Henry, and Watanabe, *Corporate Finance : The Essentials*, 1st Edition, Australia, Cengage Learning, 2012
- Creswell, J.W., *Research Design*, 3rd Edition, USA, SAGE Publication, Inc., 2009.
- Duffee, G.R., "Stock Returns and Volatility A Firm-level Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1995, No. 37, pp. 399-420.
- Endri, E., "Analisis Teknikal dan Fundamental Saham : Aplikasi Model Data Panel", *Jurnal Akuntabilitas*, 2012, No. 8(1), pp. 90-96.
- Gujarati, D.N. and D.C. Porter, *Dasar - Dasar Ekonometrika*, Jakarta, Salemba Empat, 2010.
- Hair, Black, Babin and Anderson, *Multivariate Data Analysis*, 7th edition, USA, Prentice-Hall, 2010.
- Haugen, R.A. and N.L. Baker, "Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, 1996. No. 41, pp. 401-439.
- Healy, P.M. and K.G. Palepu, K.G., "Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers", *Journal of Accounting Research*, USA, Spring 1990, Vol. 28 No. 1.
- Husnan, Suad, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi 5, Yogyakarta, UPP STIM YKPN, 2010.
- Jogiyanto, H.M., *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 10, Yogyakarta: BPFE, 2010.
- Jones, G.P., *Investment Analysis and Management*, 12th Edition, Australia, John Willey & Sons, Inc., 2014.

- Keown, Martin, Petty, Scott Jr., and David, *Financial Management Principles and Applications*, 11th Edition, New Jersey, Prentice-Hall, 2005.
- Levin, R.I., *Statistics for Management*, 20th Edition, USA, Pearson Education, 2011.
- M. Anhar, “The Financial Performance, Stock Performance, Stock Risk and Their Influences on Index and Capital Gain of Sharia Stocks in Indonesia”, *International Journal of Economics Research*, 14 (No. 17), 2017, 27 – 39.
- Natarsyah, *Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistemik Terhadap Harga Saham – Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan*, Yogyakarta, BPFE, 2002.
- Reilly, F.H. and K.C. Brown, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 10th Edition, Florida, The Dryden Press., 2011.
- Sadka, G., “Undersatnding Stock Price Volatility,: The Role of Earnings”, *Journal of Accounting Research*, USA, March 2007, Vol, 45 No. 1.
- Sartono, A., *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*, Edisi 4, Yogyakarta, BPFE, 2010.
- Sekaran, Uma and R.J. Bougic, *Research Methods for Business : A Skill Building Approach*, 7th Edition, John Willey & Sons Inc., 2016.
- Sharpe, Alexander, and Bailey, *Investment*, 6th Edition, New Jersey, Prentice Hall, 2010.
- Shin, H.S., “Disclosure Risk and Price Drift”, *Journal of Accounting Research*, USA, May 2006, Vol. 44 No. 2.
- Sudarto, Khrisnoe, and Tohir, “Analisis Return Saham dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya”, *JERA*, 1999, Vol. 1 No. 1, pp. 43-51.
- Suharli, M., “Studi Empiris Terhadap Dua Faktor yang Mempengaruhi Return Saham Pada Industri Food & Beverages di BEJ”, *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, Nopember 2005, Vol. 2, pp. 99-116.
- Susanto, D. dan A. Sabardi, *Analisis Teknikal di Bursa Efek*, Edisi 2, Yogyakarta, UPP STIM YKPN, 2010.
- Tandelillin, Eduardus., *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Yogyakarta, BPFE, 2010.
- Van Horne, J.C. and J.M. Wachowicz, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan 2 (Terjemahan)*, Edition 13, Jakarta, Salemba Empat, 2013.
- Weston, J.F. and T.E. Copeland, *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*, Jakarta, Erlangga, 2003.
- Zulbahnidar dan Jontus, “Pengaruh Risiko dan Leverage Keuangan Riau-Pekanbaru Terhadap Tingkat Keuntungan Dalam Sektor Properti dan Real Estat di BEJ”, *Jurnal Penelitian Riset Akuntansi IX*, 2002.

<http://www.idx.co.id>