

LAPORAN PENELITIAN

KEBERLANJUTAN RISIKO DAN IMBALAN
PERIODIK SAHAM SYARIAH DI
INDONESIA



Dr. Muhammad Anhar, MSi.,Ak.,CA.

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI INDONESIA
JAKARTA
2021

HALAMAN PENGESAHAN

Judul : Keberlanjutan Risiko dan Imbalan Periodik Saham Syariah di Indonesia

Peneliti : Dr. Muhammad Anhar, MSi.,Ak.,CA. NIDN 0019095901

Lokasi Penelitian : Bursa Efek Indonesia (BEI)

Luaran yang Dihasilkan : 1. Pemahaman Tentang Keberlanjutan Risiko dan Imbalan Periodik Saham Syariah di Indonesia.
2. Materi kuliah Manajemen Keuangan, Penilaian Bisnis, dan International Corporate Finance.
3. Paper untuk diterbitkan di jurnal nasional/ internasional.

Biaya Total : Rp 3.500.000

- STEI : Rp 3.500.000

- Sumber lain : -

Jakarta, 29 Maret 2021

Peneliti,

(Dr. M. Anhar, M.Si.,Ak.,CA.)

NIDN 0019095901

Mengetahui,
Kepala Bagian Penelitian



(M. Hasbi Saleh, SE.,Ak.,MM.,MAk.,CA.,CSP.)

NIDN 0326035601



Menyetujui,
Wakil Ketua IV



(Drs. Jusuf Haryanto, M.Sc.)

NIDN 0325036001

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan adanya keberlanjutan dan sinyal imbalan dan risiko investasi dari suatu periode ke periode berikutnya di pasar investasi jangka pendek saham syariah di Indonesia tahun 2018 dan 2019. Pada umumnya diharapkan adanya keberlanjutan dan sinyal tersebut. Adanya keberlanjutan dan sinyal ini penting mengingat banyak investor memprediksi besarnya imbalan dan risiko investasi di masa yang akan datang berdasarkan besarnya imbalan dan risiko historis di masa sebelumnya, khususnya periode terakhir. Pemahaman tentang imbalan investasi, risiko investasi, peringkatnya, keberlanjutannya dan sinyalnya akan bermanfaat dalam analisis saham terutama pada tahap analisis ketika calon investor akan menentukan saham syariah yang akan dijadikan obyek investasi. Data imbalan dan risiko investasi saham syariah diambil dan diolah dari data BEI. Analisis deskriptif dilakukan untuk menjelaskan peringkat imbalan dan risiko investasi yang ada, meliputi risiko total, risiko sistematis, dan risiko spesifik. Analisis inferensial Uji Beda Peringkat dilakukan untuk menguji hipotesis tentang perbedaan peringkat imbalan dan risiko investasi antara dua periode yang berurutan. Penelitian menunjukkan hasil bahwa peringkat imbalan dan risiko investasi antara dua periode yang berurutan berbeda signifikan. Hal ini menunjukkan tidak adanya keberlanjutan dan sinyal yang diharapkan.

Keywords : indeks, imbalan, risiko investasi, peringkat, saham syariah.

ABSTRACT

This research aim to prove the existence of continuity and signal of the investment return and risk of a period to the next period at shortterm investment market of sharia stocks in Indonesia period 2018 and 2019. The existence of continuity and signals is urgent because much investors predict the next return and risk based on the past period return and risk, especially the last period. The understanding on the investment return and risk, their rank, continuity and the signal are usefull in stock analysis, especially on the step when the potential investors choose the sharia stock to be investment object. The investment return and risk data of sharia stocks are taken and processed from Indonesia Stock Exchange. Descriptive analysis is counducted to describe the rank od return and risk (total risk, systematic risk, and specific risk). Inferential analysis (test of rank difference) is conducted to test hypothesis of rank difference of return and risk between two consecutive periods. The research results show that the rank of return and risk between two consecutive periods are significantly different. The results mean the lack of expected continuity and signal.

Keywords: index, return, risk, rank, sharia stock.

KATA PENGANTAR

Sebuah tugas telah terselesaikan dengan tidak mudah, yaitu penelitian dan penyusunan laporan penelitian ini. Semua itu tak lain berkat rahmat Tuhan YME yang senantiasa dilimpahkan kepada umatNya. Untuk itu segala puji kami panjatkan ke hadiratNya, mengiringi rasa syukur yang dalam.

Penelitian yang berjudul “KEBERLANJUTAN RISIKO DAN IMBALAN PERIODIK SAHAM SYARIAH DI INDONESIA” ini kami lakukan untuk memenuhi tugas Tridharma Perguruan Tinggi sebagai dosen di Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia, Jakarta.

Dalam penelitian dan penyusunan laporan penelitian ini berbagai fasilitas, petunjuk, dukungan dan bantuan telah kami terima dari berbagai pihak. Untuk itu rasa terima kasih yang sebesar-besarnya tidak lupa kami sampaikan kepada :

1. Yth. Drs. Ridwan Maronrong, M.Sc. selaku Ketua STIE Indonesia, Jakarta.
2. Yth. Bapak dan Ibu dosen dan karyawan STIE Indonesia serta sahabat tercinta yang telah memberikan bantuan moril maupun materiil dalam penyelesaian disertasi ini.
3. Isteri dan anak-anak yang dengan ikhlas, sabar dan penuh pengertian mendukung kegiatan kami.

Kami menyadari sepenuhnya bahwa hasil penelitian ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu kami selalu membuka hati dan fikiran untuk menerima saran dan kritik yang membangun dari semua pihak.

Jakarta, 20 April 2021

Penulis,

Muhammad Anhar

DAFTAR ISI

Halaman

Halaman Sampul	
Halaman Pengesahan	i
Abstrak	ii
Kata Pengantar	iii
Daftar isi.....	iv
Daftar Tabel	vii
Daftar Gambar	viii

BAB I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang	1
1.2. Identifikasi Masalah	4
1.3. Batasan Masalah.....	5
1.4. Rumusan Masalah	6
1.5. Tujuan dan Manfaat	6

BAB II. TINJAUAN PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN

2.1. Landasan Teori.....	8
2.1.1. Indek Harga Saham.....	9
2.1.2. Imbalan Saham	10
2.1.3. Risiko Investasi Saham.....	11
2.2. Penelitian Terdahulu	15
2.3. Hubungan Antar Variabel Penelitian	21
2.3.1. Kinerja Saham, Indek dan Imbalan	21
2.3.2. Risiko, Indek dan Imbalan Saham	21
2.4. Kerangka Pemikiran.....	22
2.5. Hipotesis Penelitian	24

BAB III. METODE PENELITIAN

3.1. Lokasi dan Waktu Penelitian.....	25
---------------------------------------	----

3.2. Populasi dan Sampel.....	25
3.3. Rancangan Penelitian	26
3.4. Tahapan Penelitian	26
3.5. Variabel Penelitian	27
3.6. Definisi Operasional Variabel	28
3.7. Hipotesis Statistik	29
3.8. Pengumpulan Data.....	30
3.9. Pengolahan Data dan Analisis	30
3.10. Perhitungan Nilai Variabel/Indikator.....	31
3.11. Analisis Korelasi.....	32
3.12. Uji Hipotesis Korelasi	32
3.13. Jadwal Penelitian.....	33
3.14. Biaya Penelitian	33

BAB IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Pasar Saham Syariah di Indonesia	36
4.2. Data Nilai-nilai Variabel	37
4.3. Analisis Statistik Deskriptif	40
4.4. Uji Hipotesis	41
4.4.1. Uji Hipotesis Perbedaan Rank Imbalan	42
4.4.2. Uji Hipotesis Perbedaan Rank Risiko Investasi (Total) Saham	43
4.4.3. Uji Hipotesis Perbedaan Rank Risiko Sistematis Saham	44
4.4.4. Uji Hipotesis Perbedaan Rank Risiko Residual Saham	45
4.5. Hasil Penelitian dan Pembahasan	47
4.5.1. Rank imbalan saham syariah berbeda antara tahun 2018 dan 2019	48
4.5.2. Rank risiko investasi (total) saham syariah berbeda antara tahun 2018 dan 2019	48
4.5.3. Rank risiko sistematis saham syariah berbeda antara tahun 2018 dan 2019	49
4.5.4. Rank risiko residual saham syariah berbeda antara tahun 2018 dan 2019.....	50

4.5.5. Temuan Lain	51
--------------------------	----

BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan	52
-----------------------	----

5.2. Saran-saran	54
------------------------	----

PENUTUP	58
----------------	-----------

DAFTAR PUSTAKA	59
-----------------------	-----------

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1. ROE, Indeks, Return dan Risk Saham PT. WBP Tahun 2018....	4
Tabel 1.2. Return, Risk dan ROE 10 Perusahaan Tahun 2018.....	4
Tabel 1.3. Rank Return, Risk dan ROE 10 Perusahaan Tahun 2018.....	5
Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu	18
Tabel 2.2. Hipotesis Penelitian	27
Tabel 3.1. Hipotesis Statistik	33
Tabel 4.1. IHSG dan Imbalan Saham Pasar	37
Tabel 4.2. Nilai Imbalan, Total Risk, Sistematis Risk, dan Residual Risk...	38
Tabel 4.3. Nilai Rank Imbalan, Total Risk, Sistematis Risk, dan Residual Risk	39
Tabel 4.4. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis	44

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Dalam sistem perekonomian Indonesia terdapat dua sektor utama yaitu sektor riil dan sektor keuangan. Dalam sektor keuangan terdapat industri keuangan, dalam industri keuangan terdapat pasar modal, di mana saham konvensional dan saham syariah dipasarkan. Dengan penduduk yang mayoritas muslim Indonesia merupakan pasar yang sangat potensial bagi pengembangan industri keuangan syariah, khususnya pasar saham syariah. Investasi saham syariah di pasar modal merupakan bagian dari industri keuangan yang mempunyai peranan penting dalam meningkatkan pangsa pasar industri keuangan di Indonesia. Meskipun keberadaannya relatif baru dibandingkan investasi saham konvensional, investasi saham syariah di pasar modal Indonesia mengalami pertumbuhan pesat, sehingga mempunyai kontribusi yang sangat besar dalam pasar modal di Indonesia saat ini. Oleh karena peranannya yang begitu besar, maka pasar investasi saham syariah menjadi menarik perhatian untuk diteliti.

Tabel di bawah ini adalah data statistik akhir tahun 2019, menunjukkan kontribusi saham syariah di pasar saham Indonesia yang sangat besar, lebih dari 50%, baik dalam jumlah perusahaan maupun nilai kapitalisasinya di pasar modal.

Keterangan	Saham Syariah		Pasar Modal
	Mutlak	Persentase	
Jumlah perusahaan	445 perusahaan	66,62%	668 perusahaan
Nilai kapitalisasi	Rp 3.744,82 trilyun	51,55%	Rp 7.265,02 trilyun

Sumber : OJK.go.id. (diunduh 27 Januari 2021)

(Catatan : Data statistik yang dikemukakan adalah data statistik akhir tahun 2019, karena di tahun 2020 terjadi kondisi abnormal di pasar modal di Indonesia maupun di dunia pada umumnya. Kondisi abnormal tersebut berupa memburuknya pasar modal sebagai akibat adanya pandemi Covid-19 yang berdampak sangat besar pada semua sektor, bahkan semua aspek kehidupan).

Berkeenan dengan saham syariah, sejak November 2007 Bapepam & Lembaga Keuangan (sekarang menjadi Otoritas Jasa Keuangan) telah mengeluarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang berisi daftar saham syariah yang ada di Indonesia. Dengan adanya DES sebagai satu-satunya rujukan tentang daftar saham syariah di Indonesia maka masyarakat menjadi semakin mudah untuk mengetahui saham-saham apa saja yang termasuk dalam kelompok saham syariah. Keberadaan DES tersebut kemudian ditindak-lanjuti oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan meluncurkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) pada tanggal 12 Mei 2011. Konstituen ISSI terdiri dari seluruh saham syariah yang tercatat di BEI, dimana BEI membuat daftar 30 saham syariah unggulan yang dikelompokkan kedalam kelompok Jakarta Islamic Index (JII). Pada tahun yang sama, tepatnya 8 Maret 2011, Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) telah menerbitkan Fatwa Nomor 80 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek. Sebagai tindak lanjut dari dikeluarkannya fatwa, BEI telah mengembangkan model perdagangan on-line yang sesuai syariah untuk diaplikasikan oleh Anggota Bursa (AB) pada September 2011. Dengan adanya sistem ini, maka perkembangan investasi saham syariah di pasar modal Indonesia diharapkan semakin meningkat karena investor akan semakin mudah dan nyaman dalam melakukan perdagangan saham secara syariah.

Tujuan investor dalam investasi saham pada umumnya adalah memperoleh imbalan (*return*) sebesar-besarnya dengan risiko (*risk*) tertentu yang telah diperhitungkan. Demikian pula tujuan investor saham syariah. Bedanya dalam saham syariah imbalan yang diperoleh memenuhi ketentuan syariah agama Islam sehingga diyakini sebagai imbalan yang halal. Imbalan menjadi indikator bagi peningkatan kekayaan (*equity*) dan kemakmuran (*wealth*) investor, sekaligus tolok ukur prospek saham perusahaan. Imbalan saham dapat berupa keuntungan modal (*Capital Gain*) dan bagian laba (*Dividen*). Bagi investor jangka pendek perolehan imbalan saham dari unsur keuntungan modal menjadi tujuan utama, sehingga selalu mendapat perhatian besar. Keuntungan modal saham suatu perusahaan diperoleh melalui perubahan harga pasar saham (HPS) atau indeks harga saham (HIS) individual perusahaan yang bersangkutan.

Sebelum mengambil keputusan investasi saham, investor melakukan analisis saham. Analisis saham terdiri dari analisis fundamental dan analisis teknikal. Dengan analisis fundamental investor berusaha memprakirakan potensi imbalan dan risiko saham melalui nilai-nilai faktor fundamental perusahaan (kinerja keuangan perusahaan emiten yang diukur dari ratio-ratio keuangannya). Dengan analisis teknikal investor berusaha memprakirakan potensi imbalan dan risiko saham melalui nilai-nilai faktor teknik saham (kinerja saham selama beberapa periode pengamatan yang diukur dari fluktuasi indeks dan imbalan saham). Faktor yang diperhatikan dalam analisis potensi imbalan dan risiko investasi jangka pendek adalah keuntungan modal saham.

Idealnya pada pasar modal yang efisien saham-saham yang dipasarkan mempunyai imbalan dan risiko investasi yang relatif sama. Namun kenyataannya di pasar saham konvensional maupun pasar saham syariah terdapat *fenomena* empirik yang menarik untuk diamati. Diantara saham syariah yang ada di pasar saham, calon investor tetap perlu melakukan pemilihan berdasarkan imbalan dan risiko investasinya. Idealnya semua saham yang dipasarkan mempunyai nilai fundamental (kinerja keuangan perusahaan), teknikal (kinerja saham) dan risiko investasi yang relatif sama. Namun kenyataannya di pasar saham tidaklah demikian. Hal inilah yang membuat perlunya investor melakukan pemilihan.

Tabel-tabel di bawah ini (idx.co.id) menunjukkan beberapa contoh fenomena yang ada di pasar investasi saham pada umumnya dan di pasar investasi jangka pendek saham syariah, antara lain :

1. Kinerja perusahaan, khususnya kinerja keuangan, pada saat yang sama berbeda-beda diantara saham-saham yang ada di pasar.
2. Kinerja saham yang diukur dari indek harga dan imbalan pada saat yang sama berbeda-beda diantara saham-saham yang ada di pasar.
3. Risiko investasi saham pada saat yang sama berbeda-beda diantara saham-saham yang ada di pasar.
4. Kinerja perusahaan, indek saham, imbalan, dan risiko investasi saham-saham di pasar berfluktuasi dari waktu ke waktu.
5. Saham perusahaan dengan imbalan dan risiko investasi yang baik pada suatu periode tidak selalu diikuti dengan imbalan dan risiko yang baik pada periode

Tabel 1.1. ROE, Indeks, Return dan Risk Saham PT. WBP Tahun 2018

PT. Waskita Beton Precast				
Bulan	ROE	Indeks	Return	Risk
Januari	19,04	96,74	16,18	16,36
Februari	19,04	97,96	1,27	1,45
Maret	13,67	84,49	-13,75	13,57
April	26,11	82,45	-2,42	2,24
Mei	26,11	78,57	-4,70	4,52
Juni	26,11	74,69	-4,93	4,75
Juli	19,03	87,35	16,94	17,12
Agustus	19,03	79,95	-8,47	8,29
September	19,03	73,06	-8,62	8,44
Oktober	15,83	64,90	-11,17	10,99
Nopember	15,83	71,43	10,06	10,24
Desember	15,83	76,74	7,43	7,61

Tabel 1.2. Return, Risk dan ROE 10 Perusahaan Tahun 2018

No.	Perusahaan	Return	TR (σ)	RTR (CV)	SR (β)	RR ($\sigma-\beta$)	Prof. (ROE)
1	Adaro Energy	-2,75	13,09	4,76	1,52	11,57	11,81
2	AKR Corporindo	-2,91	8,12	2,79	1,40	6,72	24,71
3	Aneka Tambang	3,04	18,14	5,96	3,04	15,10	2,98
4	Astra International	0,08	5,79	74,60	1,07	4,72	17,30
5	Barito Pacific	0,95	10,31	10,88	1,78	8,53	15,49
6	Bumi Serpong Damai	-2,07	9,87	4,76	1,22	8,65	9,55
7	Charoen Pokphan Ind.	7,88	8,25	1,05	1,69	6,56	24,94
8	Ciputra Development	-0,75	11,72	15,70	2,09	9,62	4,98
9	XL Axiata	-2,61	11,97	4,59	0,76	11,21	-7,31
10	ICBP Sukses Makmur	1,44	4,52	3,14	0,69	3,83	23,16

Tabel 1.3. Rank Return, Risk dan ROE 10 Perusahaan Tahun 2018

No	Nama Perusahaan	Rank / Peringkat					
		Return	σ	CV	δ	$\sigma-\delta$	ROE
1	Adaro Energy	9	2	5	5	2	6
2	AKR Corporindo	10	8	9	6	7	2
3	Aneka Tambang	2	1	4	1	1	9
4	Astra International	5	9	1	8	9	4
5	Barito Pacific	4	5	3	3	6	5
6	Bumi Serpong Damai	7	6	6	7	5	7
7	Charoen Pokphan Indonesia	1	7	10	4	8	1
8	Ciputra Development	6	4	2	2	4	8
9	XL Axiata	8	3	7	9	3	10
10	Inofood CBP Sukses Makmur	3	10	8	10	10	3

berikutnya, demikian pula sebaliknya. Hal ini berarti imbalan dan risiko saham tidak selalu memberikan sinyal yang kuat akan tingginya indeks dan imbalan masa depan.

6. Investor di pasar saham jangka pendek pada umumnya menggunakan kinerja saham dan risiko investasi periode terakhir/terbaru untuk memprediksi indeks dan imbalan yang akan dapat diperoleh di masa depan dari suatu saham. Jika fenomena ke lima benar terjadi, maka prediksi yang dibuat menjadi kurang akurat.
7. Investor di pasar saham pada umumnya berasumsi bahwa imbalan dan risiko investasi saham pada suatu periode akan berlanjut/diikuti pada periode berikutnya. Jika asumsi ini tidak benar terjadi, maka prediksi yang dibuat menjadi tidak akurat.
8. Sebagian besar investor di pasar modal saham syariah adalah investor jangka pendek (trader) yang mengharap imbalan saham berupa keuntungan modal, sehingga komponen imbalan yang mendapatkan perhatian utama adalah keuntungan modal.

Fenomena-fenomena empirik yang dikemukakan di atas menunjukkan adanya kesenjangan empirik (*empirical gap*) diantara saham-saham yang beredar di pasar, demikian pula pada saham syariah. Mengapa kinerja keuangan, indeks,

imbangan dan risiko investasi berbeda-beda diantara saham-saham syariah ? Mengapa kinerja keuangan, indeks, imbalan dan risiko investasi saham syariah berfluktuasi dari waktu ke waktu ? Apakah saham syariah yang mempunyai kinerja keuangan perusahaan, indeks, imbalan dan risiko investasi tinggi di masa lalu (historis) mempunyai indeks dan imbalan yang tinggi pula di masa yang akan datang ? Dapatkah imbalan dan risiko investasi di masa lalu memberikan sinyal akan tingginya imbalan dan risiko di masa yang akan datang ? Apakah imbalan dan risiko investasi saham pada suatu periode diikuti dengan imbalan dan risiko pada periode berikutnya ? Fenomena perbedaan indeks, imbalan dan risiko investasi antar saham syariah serta fluktuasinya menimbulkan keinginan-tahuan tentang hubungan diantara faktor-faktor tersebut, terutama tentang keberlanjutan imbalan dan risiko investasi pada periode berikutnya.

Beberapa penelitian yang berkaitan dengan kinerja saham, indeks, imbalan dan risiko investasi saham telah banyak dilakukan (Penelitian Terdahulu), tetapi pada umumnya menyangkut saham konvensional, bukan saham syariah, dan hasilnya berbeda-beda (*research gap*). Adanya *empirical gap* dan *research gap* ini menjadi latar belakang dilakukannya penelitian ini.

Pelaku pasar saham syariah yang aktif dan rasional membutuhkan berbagai informasi, diantaranya informasi tentang berbagai faktor yang ada di pasar dan interelasi diantara faktor-faktor tersebut. Apalagi keberadaan pasar saham syariah relatif baru dimana karakteristiknya belum banyak terungkap. Interelasi faktor-faktor tersebut menarik untuk diteliti, diketahui, dan selanjutnya diinformasikan kepada masyarakat, terutama masyarakat pelaku pasar saham syariah. Berdasarkan informasi tersebut para pelaku pasar saham syariah dapat menggunakannya untuk memprediksi indeks dan imbalan saham yang menarik perhatian dan mengambil keputusan dalam bertindak di pasar, baik sebagai emiten, perantara, pedagang, manajer investasi, analisis, maupun investor, terutama dalam upaya memilih saham syariah sebagai sasaran investasi.

1.2. Rumusan Masalah

Dari uraian dalam latar belakang penelitian di atas dapat diidentifikasi masalah-masalah seputar investasi saham syariah sebagai berikut :

1. Indek harga saham, risiko saham, dan imbalan saham pada saat yang sama berbeda-beda antar saham syariah.
2. Indek harga saham, risiko saham, dan imbalan saham syariah berfluktuasi dari waktu ke waktu.
3. Saham syariah yang memiliki imbalan dan risiko saham tinggi tidak selalu mencapai indek dan imbalan saham yang tinggi pula pada periode berikutnya.
4. Imbalan dan risiko saham terkini tidak selalu memberikan sinyal yang kuat akan tingginya indek dan imbalan di masa yang akan datang.
5. Para pelaku pasar saham syariah (emiten, investor, pedagang perantara, konsultan) mengalami kesulitan dalam memprediksi risiko dan imbalan saham syariah yang akan menjadi sasaran investasinya, karena faktor-faktor yang menjadi dasar prediksi (risiko dan imbalan) tidak sama dan berfluktuasi.
6. Secara teoritis faktor teknikal imbalan dan risiko saham di masa lalu memberikan sinyal yang cukup berarti akan indek dan imbalan saham di masa yang akan datang, tetapi secara empiris di pasar saham syariah jangka pendek masih perlu diteliti.
7. Para pelaku pasar saham syariah berkepentingan untuk memahami keberlanjutan imbalan dan risiko investasi saham di masa lalu dengan risiko dan imbalan saham di masa yang akan datang.

Sebagian besar investor di pasar modal saham syariah adalah investor jangka pendek (*trader*) yang mengharap imbalan saham berupa keuntungan modal, sehingga komponen imbalan yang mendapatkan perhatian utama adalah keuntungan modal. Namun karena risiko investasi selalu mengiringi imbalan, maka risiko investasi juga mendapat perhatian besar.

Dari identifikasi masalah yang telah dikemukakan tampak bahwa objek penelitian yang berkaitan dengan investasi saham syariah cukup luas. Oleh karena itu agar lebih fokus dan terarah, dalam penelitian perlu dilakukan pembatasan. Hal-hal di luar masalah yang diteliti dalam penelitian ini kiranya dapat dilakukan, dilanjutkan dan dikembangkan penelitiannya oleh peneliti-peneliti lain. Dari masalah-masalah yang teridentifikasi dalam kaitannya dengan isu saham syariah,

maka penelitian ini dibatasi pada masalah risiko dan imbalan saham syariah jangka pendek. Imbalan saham dibatasi pada nilai keuntungan modal saham syariah, mengingat sebagian besar investor di pasar modal saham syariah adalah investor jangka pendek (*trader*). Risiko saham dibatasi pada risiko investasi total, risiko sistematis dan risiko residual (spesifik) saham. Dengan demikian penelitian ini dibatasi pada 4 faktor sebagai variabel yang diteliti yaitu keuntungan modal saham, risiko investasi total, risiko sistematis, risiko residual saham syariah pada periode Januari – Desember 2018 dan Januari – Desember 2019 (24 bulan).

Selain pembatasan variabel yang diteliti, periode pengamatan terhadap variabel yang diteliti juga dibatasi yaitu selama 26 bulan terakhir (Desember 2018 s/d Januari 2020). Pengamatan 26 bulan dimaksudkan untuk memperoleh data variabel 24 bulan (2 tahun).

Berdasarkan identifikasi masalah dan batasan masalah yang dikemukakan di atas, maka masalah penelitian dalam penelitian ini dirumuskan dalam bentuk pertanyaan : “Apakah tinggi-rendahnya imbalan dan risiko investasi saham syariah periode Januari – Desember 2018 berlanjut/diikuti pada periode Januari – Desember 2019 ?. Masalah penelitian ini dapat dirinci sebagai berikut :

1. Apakah tinggi-rendahnya imbalan saham syariah pada suatu periode (2018) berlanjut pada periode berikutnya (2019) ?
2. Apakah tinggi-rendahnya risiko investasi total saham syariah pada suatu periode (2018) berlanjut pada periode berikutnya (2019) ?
3. Apakah tinggi-rendahnya risiko sistematis saham syariah pada suatu periode (2018) berlanjut pada periode berikutnya (2019) ?
4. Apakah tinggi-rendahnya risiko residual saham syariah pada suatu periode (2018) berlanjut pada periode berikutnya (2019) ?

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui secara empiris tentang keberlanjutan tinggi-rendahnya imbalan dan risiko investasi saham syariah serta daya sinyalnya pada imbalan dan risiko di masa yang akan datang. Tujuannya adalah :

1. Untuk membuktikan secara empirik dan memperoleh gambaran tentang keterkaitan antara risiko dan imbalan investasi saham syariah pada suatu periode dengan periode berikutnya.
2. Untuk membuktikan secara empirik dan memperoleh gambaran tentang keberlanjutan risiko dan imbalan saham syariah pada suatu periode ke periode berikutnya. Tujuan ini dapat juga dikatakan untuk mengetahui peranan risiko dan imbalan saham syariah masa lalu dalam memprediksi risiko dan imbalan di masa yang akan datang.
3. Untuk membuktikan secara empirik variabel yang mempunyai daya sinyal lebih tinggi diantara risiko total, risiko sistematis, risiko residual dan imbalan investasi saham syariah.

Pengetahuan dan pemahaman tentang hal-hal tersebut kemudian akan dapat diinformasikan kepada pihak-pihak yang berkepentingan dengan saham syariah, terutama manajemen perusahaan (emiten), analis saham, manajer investasi, pedagang saham, dan investor atau calon investor.

Melalui penelitian ini hasil penelitian diharapkan dapat menambah khasanah ilmu pengetahuan yang bermanfaat untuk :

1. Perkembangan teori tentang investasi, khususnya investasi saham syariah.
2. Perkembangan teori yang berkenaan dengan variabel-variabel yang memberikan sinyal akan risiko dan imbalan saham syariah di masa yang akan datang.
3. Pengembangan penelitian lebih lanjut tentang hal-hal yang berhubungan dengan isu saham syariah.
4. Pengembangan materi kuliah Manajemen Keuangan, International Corporate Finance, dan Penilaian Bisnis, khususnya topik investasi saham.

Hasil penelitian ini diharapkan juga dapat dimanfaatkan oleh para pelaku pasar saham syariah, antara lain :

1. Sebagai referensi bagi manajemen perusahaan publik yang menerbitkan saham syariah dalam perencanaan dan pengendalian harga pasar atau indeks saham perusahaan di pasar, karena harga atau indeks saham menentukan imbalan saham.

2. Sebagai referensi bagi investor atau calon investor untuk membuat keputusan membeli, menahan, menjual saham serta menyusun portofolio investasi yang melibatkan saham syariah.
3. Model interelasi dan kausalitas yang diperoleh dari penelitian ini dapat digunakan sebagai model analisis bagi para analis saham, konsultan keuangan, dan manajer investasi saham syariah, saham, sehingga dapat memberikan saran/jasa konsultasi kepada para nasabahnya dengan lebih baik.
4. Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan bagi para pelaku pasar saham pada umumnya untuk melakukan langkah-langkah antisipasi terhadap perubahan situasi dan kondisi yang berkaitan dengan faktor teknikal, imbalan dan risiko investasi saham syariah.
5. Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan kuliah/diskusi dalam mata kuliah Manajemen Keuangan, International Corporate finance, dan Penilaian Bisnis.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN

2.1. Landasan Teori

Harapan investor terhadap investasi saham adalah memperoleh imbalan saham sebesar-besarnya dengan risiko tertentu yang telah diperhitungkan. Imbalan saham dapat berupa keuntungan modal yang berasal dari kenaikan harga pasar saham ataupun berupa dividen. Imbalan menjadi indikator bagi peningkatan kekayaan (*equity*) dan kemakmuran (*wealth*) investor, sekaligus juga tolok ukur prospek saham perusahaan. Bagi investor, imbalan saham merupakan suatu hal yang sangat perlu diperhatikan, terutama imbalan yang berupa keuntungan modal. Oleh karena itu investor dan calon investor berkepentingan untuk memprediksi harga dan imbalan saham yang dimiliki atau akan dibelinya sebagai harga dan imbalan saham yang diharapkan (ekspektasi terhadap harga dan imbalan saham) di masa depan. Imbalan saham yang berupa keuntungan modal diperoleh melalui perubahan harga pasar saham individual (HPSI) atau indeks harga saham (IHSI) yang lebih tinggi dari periode sebelumnya.

Dalam berinvestasi, investor berharap memperoleh imbalan dari investasinya. Di pasar saham, saham yang menarik tentunya adalah saham yang mempunyai potensi imbalan besar. Namun imbalan investasi pada umumnya dibarengi dengan risiko secara linier, artinya semakin besar imbalan yang diharapkan semakin besar pula risiko yang harus ditanggung. Oleh karena itu imbalan menjadi motivator penting bagi investor dalam berinvestasi dan merupakan kompensasi atas keberaniannya menanggung risiko investasi yang dilakukan.

Dalam kaitannya dengan indeks harga saham dan imbalan saham terdapat *Arbitrage Pricing Theory (APT)*. Teori APT tidak secara eksplisit menyebutkan faktor-faktor yang mempengaruhi *expected return*, para analis dipersilahkan merumuskan sendiri mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *expected return* (Husnan, 2010). Menurut konsep teori APT faktor yang mempengaruhi *return* dapat lebih dari satu. Weston dan Copeland (2013) menyatakan bahwa paling

sedikit ada tiga atau empat faktor yang mempengaruhi perkembangan harga dari surat-surat berharga. Faktor-faktor tersebut adalah kinerja fundamental perusahaan, kinerja saham di pasar, serta keadaan pasar dan perekonomian.

Sampai saat ini banyak penelitian yang menggunakan pendekatan APT, karena secara rasional dan teoritis perkembangan harga saham sangat dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran saham. Permintaan dan penawaran saham sangat dipengaruhi oleh ekspektasi investor (Weston dan Copeland, 2013). Selanjutnya harapan atau keberanian seorang investor untuk menawar harga saham sangat ditentukan oleh kondisi pasar, kondisi ekonomi dan nilai perusahaan itu sendiri (Sartono, 2010).

2.1.1. Indeks Harga Saham

Indeks harga saham adalah perbandingan antara harga pasar saham pada suatu periode dan harga pasar pada periode dasarnya atau harga perdana. Tinggi/rendahnya indeks menunjukkan tinggi/rendahnya harga relatif saham. Hamzah (2006 : 20) merumuskan indeks harga saham individual (IHSI) dan gabungan (IHSG) sebagai berikut :

$\text{IHSI} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$	<p>Nilai pasar = jumlah saham x harga pasar terakhir</p> <p>Nilai dasar = jumlah saham x harga perdana saham suatu perusahaan</p>
$\text{IHSG} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$	<p>Nilai pasar = jumlah saham x harga pasar terakhir</p> <p>Nilai dasar = jumlah saham x harga perdana dari seluruh saham yang ada di pasar</p>

Indeks mendapat perhatian besar dari para pelaku pasar karena kenaikan/penurunannya menghasilkan imbalan berupa keuntungan modal.

2.1.2. Imbalan Saham

Setiap investasi baik jangka pendek maupun jangka panjang mempunyai tujuan utama untuk mendapatkan keuntungan yang disebut imbalan (*return*), baik langsung maupun tidak langsung (Jogiyanto, 2016). Secara sederhana investasi dapat diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih

dari satu *assets* selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan atau peningkatan nilai investasi.

Imbalansaham merupakan hasil yang diperoleh dari kegiatan investasi yang dapat dilihat dari perubahan harga saham. Imbalansaham yang tinggi mengindikasikan bahwa saham tersebut aktif diperdagangkan. Imbalansaham merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. Teori portofolio mengisyaratkan bahwa apabila risiko yang ditanggung oleh para pemegang saham tinggi maka saham tersebut akan memperoleh imbalan yang tinggi pula. Jadi terdapat hubungan positif antara risiko dan imbalansaham.

Secara praktis, tingkat imbalan suatu investasi adalah persentase penghasilan total selama periode investasi dibandingkan harga beli investasi tersebut. Pada investasi saham imbalan saham adalah persentase penghasilan total selama periode penguasaan saham dibandingkan harga beli saham tersebut. Imbalan merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang berupa imbalan yang terrealisasi (*realized return*) dan imbalan yang diharapkan (*expected return*). Imbalan saham realisasi merupakan imbalan yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis dan digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja saham. Imbalan realisasi juga berguna sebagai dasar penentuan imbalan ekspektasi (imbalan yang diharapkan oleh investor di masa mendatang). Imbalan total merupakan imbalan keseluruhan dari suatu investasi dalam periode tertentu yang terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield* (Hardiningsih, 2002). *Capital gain (loss)* merupakan selisih harga investasi sekarang relatif dengan harga periode lalu. *Yield* merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi (Jogiyanto, 2016).

Imbalan menjadi indikator peningkatan kekayaan (*equity*) dan kemakmuran (*wealth*) investor, sekaligus juga tolok ukur prospek saham perusahaan. Menurut Van Horne & Wachowichz (2015), Bodie (2013), dan Tandelillin (2015) dikatakan bahwa imbalan saham terdiri dari keuntungan modal dan dividen. Kenyataannya sebagian besar investor lebih menyukai keuntungan modal dibandingkan dividen (Susanto dan Sabardi, 2015). Imbalan, terutama

imbalan yang berupa keuntungan modal menjadi perhatian besar bagi para pelaku pasar saham. Keuntungan modal potensial diperoleh dari kenaikan indeks dari periode sebelumnya. Disebut keuntungan modal potensial karena belum terealisasi (benar-benar diperoleh), dan menjadi keuntungan modal yang sebenarnya jika saham telah dijual. Oleh karena keuntungan modal berasal dari kenaikan indeks, maka investor (dan calon investor) berkepentingan untuk memprediksi indeks dan imbalan saham yang dimiliki atau akan dibeli.

Dalam perbandingan harga antar saham, harga pasar saham individual direpresentasikan oleh Indeks Harga Saham Individual (IHSI) dan harga pasar saham keseluruhan (pasar) direpresentasikan oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Oleh karena itu, keuntungan modal saham individual (R_i) dan keuntungan modal saham pasar (R_m) dirumuskan oleh Jogiyanto (2016 : 282) sebagai berikut :

$R_i = \frac{IHSI_t - IHSI_{t-1}}{IHSI_{t-1}}$	$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$
--	--

2.1.3. Risiko Investasi Saham

Investasi saham syariah merupakan bagian dari investasi, sehingga teori tentang risiko investasinya mengikuti teori risiko investasi pada umumnya. Konsep risiko tidak terlepas kaitannya dengan imbalan, karena investor selalu mengharapkan tingkat imbalan yang sesuai atas setiap risiko investasi yang dihadapinya.

Risiko sendiri mempunyai beberapa pengertian. Banyak orang mengartikan risiko secara umum sebagai peluang terjadinya peristiwa yang tidak menguntungkan atau peluang terjadinya kerugian. Besley and Brigham (2017) menyatakan : *“Risk can be define as the chance that some unfavourable event will occure”*. Keown et al (2015) mendefinisikan : *“Risk is the likely variability associated with expected revenue or income scream”*. Dalam kaitannya dengan risiko investasi, Weston et al (2015) menyatakan : *“Risk is the chance of receiving an actual return other than expected return, which simply means there is variability in the returns or outcomes from the investment”*. Reilly and Brown (2015) mengatakan : *“Risk is the uncertainty that an investment will earn its expected rate or return”*. Sharpe

(2016) mengatakan : “*Risk is the thing for measuring of actual return deviation to expected return*”. Jones et. al. (2016) menyatakan : “*Risk is defined as the chance that actual return on investment will be different from the expected return*”.

Dari beberapa pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa Risiko Investasi adalah (1) kemungkinan memperoleh imbalan aktual dari investasi tidak sama/sesuai dengan imbalan yang diharapkan, (2) kemungkinan tidak tercapainya imbalan yang diharapkan. Dalam imbalan yang diterima investor terdapat variabilitas (kadang besar kadang kecil, bahkan negatif). Oleh karena keberadaan risiko ditunjukkan oleh adanya variabilitas imbalan, maka risiko diukur dari besarnya variabilitas tersebut. Ukuran baku dari risiko adalah Varians (*Variance*, σ^2 , dibaca Sigma kuadrat) (Weston et al, 2016) atau Deviasi Standar (*Standard Deviation*, σ , dibaca Sigma) (Bodie et al, 2013) sebagai Risiko Total.

Bodie et al (2013) menjelaskan tentang risiko investasi sebagai berikut : Risiko merupakan kemungkinan terjadinya perbedaan antara imbalan aktual (r_i) yang diterima dan imbalan yang diharapkan $\{E(r_i)\}$ dari suatu investasi, atau $r_i \neq E(r_i)$. Imbalan yang diharapkan $\{E(r_i)\}$ dari suatu investasi merupakan rata-rata imbalan investasi yang bersangkutan. Jika $r_i = E(r_i)$, maka tidak terdapat selisih, dan jika $r_i \neq E(r_i)$ maka terdapat selisih (deviasi). Berkaitan dengan r_i dan $E(r_i)$, Bodie et al merumuskan sebagai berikut :

$r_i = E(r_i) + \beta_i R_M + e_i$ <p>Jika $r_i \neq E(r_i)$ maka terdapat Deviasi = $\beta_i R_M + e_i$ Risiko terjadinya selisih diukur dengan Varians (σ^2) atau Deviasi Standar (σ) $\sigma^2 = \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma^2(e_i)$ $\sigma = \sqrt{\sigma^2}$ dimana : r_i = imbalan aktual $E(r_i)$ = imbalan yang diharapkan (rata-rata imbalan) R_M = σ_M^2 σ_i^2 = varians total antara r_i dan $E(r_i)$ ketika $r_i \neq E(r_i)$ $\beta_i^2 \sigma_M^2$ = komponen varians yang disebabkan ketidak-pastian (risiko) atas faktor ekonomi β_i = koefisien sensitivitas/risiko terhadap perubahan faktor ekonomi $\sigma^2(e_i)$ = komponen varians yang menunjukkan ketidak-pastian (risiko) atas faktor spesifik perusahaan $\sigma^2(e_i) = \sigma_i^2 - \beta_i^2 \sigma_M^2 = \text{varians residual}$</p>
--

Rumus imbalan di atas menjelaskan bahwa perbedaan/selisih (deviasi) antara imbalan aktual dan imbalan yang diharapkan dari suatu sekuritas terjadi karena faktor ekonomi makro dan faktor spesifik perusahaan. Dengan kata lain setiap sekuritas mempunyai dua sumber risiko, yaitu faktor ekonomi makro dan faktor spesifik perusahaan. Dengan demikian setiap sekuritas juga mengandung dua komponen risiko, yaitu komponen risiko yang berasal dari faktor ekonomi makro dan komponen risiko yang berasal dari faktor spesifik perusahaan. Deviasi/perbedaan antara imbalan aktual dan imbalan yang diharapkan dari suatu sekuritas merupakan Risiko Total. Deviasi yang timbul karena faktor ekonomi makro disebut Risiko Sistematis atau Risiko Umum, Risiko Pasar, Risiko Tak Terdiversifikasi (*Systematic/General/Market/Non-diversified Risk*). Deviasi yang timbul karena faktor spesifik perusahaan disebut Risiko Spesifik atau Risiko Tak Sistematis, Risiko Terdiversifikasi (*Specific/Unsystematic/Diversified Risk*).

Risiko sistematis menunjukkan sensitivitas imbalan sekuritas terhadap kondisi ekonomi pada umumnya dan kondisi pasar saham khususnya. Apa yang terjadi dalam perekonomian nasional maupun internasional berpengaruh terhadap pasar saham termasuk imbalan saham yang beredar. Risiko sistematis berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan dan menimpa saham semua perusahaan di pasar. Misalnya penurunan imbalan saham-saham secara umum yang disebabkan karena adanya perubahan kebijakan pemerintah. Perusahaan-perusahaan yang ada mempunyai sensitivitas yang berbeda-beda terhadap peristiwa ekonomi makro. Risiko spesifik menunjukkan sensitivitas imbalan sekuritas terhadap faktor kondisi internal perusahaan. Risiko spesifik perusahaan tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan, tetapi terkait dengan perubahan kondisi ekonomi mikro perusahaan/emiten, dan oleh karena itu dialami oleh saham masing-masing perusahaan yang mengalami perubahan kondisi makronya. Misalnya penurunan imbalan saham suatu perusahaan karena adanya perubahan laba perusahaan.

Bagaimana mengukur besarnya risiko sistematis/pasar ? *“Market risk can be measured by evaluating the degree to which a given stock tends to move up and down with the market. The measure of a stock’s sensitivity to*

market fluctuations called its beta coefficient, and generally is designed with a Greek β " (Weston et al, 2016). Jadi risiko sistematis dapat diukur dengan mengevaluasi tingkat kecenderungan pergerakan saham dan pergerakan pasar.

Rumus di atas juga menunjukkan bahwa besarnya risiko investasi total diukur dengan Deviasi Standar (σ) imbalan, risiko sistematis diukur dengan koefisien Beta (β) saham, dan risiko spesifik atau varians residual diukur dengan $\sigma^2(e_i)$. Imbalan yang diharapkan $\{Expected\ return, E(r)\}$ yang merupakan nilai rata-rata (\bar{X}), varians (σ^2), deviasi standar (σ) dan Beta (β) adalah nilai-nilai statistik yang besarnya ditentukan berdasarkan fluktuasi imbalan saham selama beberapa periode pengamatan. Levin & Rubin (2015 : 74, 114) merumuskan \bar{X} , σ^2 , σ dan β sebagai berikut :

$\bar{X} = \frac{\sum X_i}{n}$	$\sigma^2 = \frac{\sum X_i - \bar{X})^2}{n - 1}$	$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$
dimana X_i = imbalan saham periode i \bar{X} = imbalan rata-rata atau imbalan yang diharapkan $\{E(r)\}$ n = banyaknya periode yang diamati		

Berbeda dengan \bar{X} , σ dan σ^2 yang nilainya ditentukan berdasarkan fluktuasi imbalan saham sendiri (tidak ada hubungannya dengan variabel lain), nilai β ditentukan berdasarkan pola hubungan antara imbalan saham individual (saham suatu perusahaan) dan imbalan saham pasar. β menunjukkan besarnya perubahan imbalan saham individual ketika imbalan saham pasar berubah selama periode pengamatan. Oleh karena itu Levin & Rubin (2015 : 664) dan Bodie et al (2013) merumuskan β sebagai berikut :

$\beta = \frac{n\sum XY - (\sum X)(\sum Y)}{n\sum X^2 - (\sum X)^2}$	dimana : X = imbalan saham pasar Y = imbalan saham individual
--	---

Jadi besarnya risiko investasi total, risiko sistematis dan risiko spesifik masing-masing saham diukur melalui hasil pengamatan imbalan saham individual dan imbalan saham pasar selama beberapa periode. Risiko spesifik dapat diminimalisir dengan cara diversifikasi (*Diversified Risk*) investasi (portofolio) dan memilih

saham perusahaan yang berkinerja baik. Semakin baik kinerja perusahaan yang dipilih dalam portofolio dan semakin banyak jenis saham dalam portofolio semakin kecil risiko spesifiknya. Jadi risiko spesifik dapat dikendalikan (*controllable*) oleh investor. Risiko sistematis tidak dapat diminimalisir dengan cara diversifikasi (*Undiversified Risk*) dan berada diluar kendali investor (*uncontrollable*) karena berkaitan dengan kondisi pasar atau ekonomi makro. Oleh karenarisiko spesifik dapat diminimalisir dan dapat dikendalikan (*controllable*), sedangkan risiko total dan risiko sistematis tidak dapat diminimalisir dan berada diluar kendali investor (*uncontrollable*), maka investor lebih banyak memperhatikan risiko total dan risiko sistematis saham. Faktor risiko investasi menggunakan indikator *Standard Deviation* imbalan saham, Koefisien Variasi imbalan saham dan *Beta* saham (*SD*, *KV* dan *Beta*).

2.2. Penelitian Terdahulu

Banyak penelitian telah dilakukan berkaitan dengan kinerja keuangan, kinerja saham, risiko saham, indeks dan keuntungan modal saham, tetapi pada umumnya menyangkut saham konvensional (bukan saham syariah). Beberapa hasil penelitian terdahulu disajikan secara ringkas pada table di bawah ini :

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu

NO.	PENELITI, TAHUN, JUDUL	VARIABEL PENELITIAN DAN HASIL PENELITIAN
A. Penelitian Tentang Kinerja Saham (Indek dan Imbalan)		
1	Bloomfield & Hales, 2002 : “ <i>Predicting the Next Step of a Random Walk : Experimental Evidence of Regime-Shifting Beliefs</i> ”	Variabel : tren kinerja saham Hasil penelitian : Ada tendensi kuat dari para partisipan (investor) untuk membuat prediksi tren.
2	Brown & Kim, 1991 : “ <i>Timely Aggregate Analyst Forecasts as Better Proxies for Market Earnings Expectations</i> ”	Variabel : nilai tren, nilai rata-rata, dan harga saham. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Ramalan berdasarkan waktu (<i>timely composite forecast</i>) lebih tinggi asosiasinya dengan pasar dibanding berdasarkan rata-rata. • Ramalan analisis agregat berdasarkan

		waktu lebih tinggi asosiasinya dengan imbalan daripada ramalan berdasarkan rata-rata.
3	Endri, 2008 : “Analisis Teknikal dan Fundamental Saham : Aplikasi Model Data Panel”	Variabel : EPS, ROE, Kurs Rp, JII, dan harga saham masa lalu. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Harga saham syariah dipengaruhi oleh faktor fundamental (EPS, ROE, Kurs Rp, JII) dan faktor teknikal (harga saham masa lalu). • Faktor teknikal (harga saham masa lalu) berpengaruh paling besar terhadap harga saham syariah.
B. Penelitian Tentang Risiko Investasi		
4	Sudarto dkk., 1999: “Analisis Imbalan Saham dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya”	Variabel :Rasio <i>D/E</i> , risiko sistematis, dan imbalan. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Hubungan Rasio <i>D/E</i> dengan imbalan saham negatif tetapi tidak signifikan. • Hubungan beta dengan imbalan positif dan signifikan.
5	Nataryah, 2002 : “Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham”	Variabel :Variabel fundamental, risiko sistematis, dan harga saham. Hasil penelitian : Faktor fundamental dan risiko sistematis berpengaruh terhadap harga saham.
6	Bandhari, 1998 : “ <i>D/E Ratio and Expected CS Returns : Empirical Evidence</i> ”	Variabel : rasio <i>DE</i> , risiko sistematis, dan imbalan saham. Hasil penelitian : Hubungan rasio <i>DE</i> dengan imbalan dan beta saham dengan imbalan positif dan signifikan.
7	Zulbahridan & Jonius, 2002 : “Pengaruh Risiko dan <i>Leverage</i> Keuangan Riau-Pekanbaru Terhadap Tingkat Keuntungan dalam Sektor Properti dan Real Estate di BEJ”	Variabel : risiko sistematis, risiko total, leverage, dan imbalan saham. Hasil penelitian : Risiko sistematis dan risiko total (<i>beta</i> dan deviasi standar) serta <i>leverage</i> (rasio <i>DE</i>) secara bersama-sama mempunyai hubungan negatif dan pengaruh signifikan terhadap imbalan saham.
8	Healy & Palepu, 1990: “ <i>Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers</i> ”	Variabel : risiko sistematis, risiko spesifik, harga saham, dan pengumuman penawaran (<i>offering</i>). Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Rata-rata peningkatan beta ekuitas

		<p>konsisten dengan reaksi harga saham rata-rata terhadap pengumuman penawaran.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Informasi risiko spesifik perusahaan dimuat dalam penawaran ekuitas ketika perusahaan-perusahaan lain dalam industri yang sama tidak mengalami perubahan risiko dan perubahan <i>leverage</i> serupa. • Investor menafsirkan sendiri pengumuman penawaran dan merevisi beta ekuitas dan aset ke depan menghasilkan reaksi pasar negatif.
9	<p>Haugen & Baker, 1996 : <i>“Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns”</i></p>	<p>Variabel : variabel fundamental, imbalan, dan risiko. Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Saham-saham dengan imbalan yang diharapkan dan imbalan aktual besar merupakan saham yang lebih rendah risiko daripada saham dengan imbalan kecil. • Tidak ada bukti dari perbedaan karakteristik fundamental perusahaan atau sifat distribusi imbalan antara imbalan tinggi dan imbalan rendah, bahwa perbedaan imbalan aktual berhubungan dengan risiko. • Perbedaan imbalan saham yang terealisasi tidak berkaitan dengan risiko, melainkan lebih disebabkan oleh bias dalam penetapan harga pasar.
10	<p>Lui et al, 2007 : <i>“What Makes a Stock Risky ? : Evidences from Sell-Side Analysts’ Risk Rating”</i></p>	<p>Variabel : risiko investasi dan volatilitas. Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Analisis keuangan mengumpulkan dan memproses informasi tentang risiko investasi dalam meningkatkan peringkat risiko. • Peringkat risiko mempunyai kandungan informasi tambahan tentang volatilitas masa depan, bahkan setelah mengendalikan berbagai prediktor volatilitas. • Investor dapat menggunakan peringkat risiko untuk memperbaiki ramalannya tentang perbedaan volatilitas <i>cross-sectional</i> masa depan. • Analisis benar-benar memerankan peranan

		penting sebagai penyedia informasi tentang risiko investasi.
11	G.R. Duffee, 1995 : “Stock Returns and Volatility A Firm-level Analysis”	Variabel : Imbalan saham Hasil penelitian : Hubungan antara imbalan saham dan volatilitas (risiko) adalah lemah
12	Shin, 2006 : “ <i>Disclosure Risk and Price Drift</i> ”	Variabel : risiko dan harga saham. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Risiko berpengaruh terhadap harga saham. • Pengungkapan risiko memutuskan ketidak-pastian, tetapi naiknya arus informasi juga menimbulkan risiko selama periode pengungkapan. • Jika pengungkapan risiko dan imbalan aset dimodelkan bersama-sama, akan memberikan manfaat dalam kaitannya dengan revisi dini terhadap pengungkapan risiko masa depan.
13	Claude & Viskanta, 1996 : <i>Political Risk, Economic Risk and Finansial Risk</i>	Variabel :Risiko politik, ekonomi, keuangan, PER, DPR, PBV dan imbalansaham. Hasil penelitian : Resiko politik, ekonomi, keuangan PER dan PBV berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap <i>return</i> saham. Sedangkan DPR tidak berpengaruh. Rasio keuangan yang digunakan hanya sedikit.
C. Penelitian Tentang Volume, Harga dan Imbalan Saham		
14	Chordia, T. et al., 2002 : “ <i>Order Imbalance, Liquidity, and Market Returns</i> ”	Variabel : Permintaan, penawaran, harga, dan imbalan saham. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Kecenderungan penurunan harga pasar akan berbalik, sedangkan kecenderungan kenaikan harga pasar akan diikuti kenaikan.
15	Haugen & Baker, 1996 : “ <i>Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns</i> ”	Variabel : Imbalan, faktor-faktor yang mempengaruhi imbalan, akurasi ramalan. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Ada determinan-determinan penting dari imbalan yang diharapkan yang terjadi secara umum di pasar-pasar ekuitas di dunia. • Model-model faktor imbalan yang diharapkan sangat akurat dalam meramalkan imbalan saham relatif masa depan di lima negara yang diteliti. • Portofolio-portofolio optimal yang

		menggunakan model faktor untuk menaksir imbalan yang diharapkan mendominasi indek pasar tertimbang di tiap negara.
16	Mac Kinlay, 1995: " <i>Multifactor Models Do Not Explain Deviations from the CAPM</i> "	Variabel : Imbalan, volatilitas, leverage, ukuran perusahaan. Hasil penelitian : Model <i>multifactor</i> tidak dapat menjelaskan deviasi dari CAPM
17	Han & Wild, 1991: " <i>Stock Price Behavior Associated With Manager's Earnings and Revenue Forecasts</i> "	Variabel : laba perusahaan, pendapatan, dan harga saham. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Ramalan laba yang diungkapkan lebih informatif terhadap harga daripada ramalan pendapatan. • Ramalan pendapatan memberikan informasi tambahan melebihi informasi dalam ramalan laba. • Kedua temuan ini konsisten dengan motif penyesuaian harapan bagi manajer untuk menerbitkan ramalan pendapatan. • Ramalan laba dan pendapatan lebih informatif bagi perusahaan besar. • Manajer cenderung menerbitkan ramalan lebih optimistik dibanding analisis.
18	Mark Lang, 1991: " <i>Time-Varying Stock Price Response to Earnings Induced by Uncertainty About the Time-series Process of Earnings</i> "	Variabel : laba perusahaan, harga saham, dan ukuran perusahaan. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Keinformasian laba (yang diukur dari besarnya respon harga saham terhadap laba) lebih besar ketika terdapat lebih banyak ketidak-pastian tentang prospek laba bagi perusahaan. • Bagi perusahaan yang relatif kecil, besarnya respon harga saham terhadap laba menurun sepanjang waktu tersedianya informasi laba.
19	Sadka, 2007 : " <i>Understanding Stock Price Volatility : The Role of Earnings</i> "	Variabel : dividen, keuntungan modal, imbalan, dan harga saham. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Meskipun tak berarti bahwa kebijakan dividen adalah tak relevan, investor pada level agregat cenderung lebih tertarik pada ukuran arus kas masa depan (keuntungan modal) daripada dividen. • Investor lebih tertarik pada laba dan keuntungan modal daripada arus kas

		<p>bebas (pendapatan bersih).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Variasi kecil dalam faktor-faktor yang mempengaruhi imbalan dan laba akan menyebabkan variasi harga pasar secara signifikan. • Imbalan saham yang diharapkan berkorelasi negatif dengan laba yang diharapkan.
20	Klein, 2001 : “ <i>The Capital Gain Lock-in Effect and Long-Horizon Return Reversal</i> ”	<p>Variabel : dividen, keuntungan modal, dan imbalan saham.</p> <p>Hasil penelitian : Imbalan saham cross-section (dari berbagai perusahaan pada waktu yang sama) jangka panjang dipengaruhi terutama oleh keuntungan modal, bukan dividen.</p>
21	Brown & Han, 2000 : “ <i>Do Stock Price Fully Reflect the Implication of Current Earnings for Future Earnings for ARI Firms?</i> ”	<p>Variabel : harga saham dan laba perusahaan</p> <p>Hasil penelitian : Harga saham tidak sepenuhnya mencerminkan implikasi laba saat ini terhadap laba masa depan.</p>
22	Chordia et al, 2001: “ <i>Trading Activity and Expected Stock Returns</i> ”	<p>Variabel : imbalan saham, volume perdagangan, dan perputaran saham.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Terdapat hubungan <i>cross-sectional</i> negatif signifikan antara imbalan saham dan variabilitas aktivitas perdagangan yang diukur dari volume perdagangan dan perputaran saham. • Variabel-variabel yang berhubungan dengan aktivitas perdagangan berperan penting dalam <i>cross-section</i> dari imbalan yang diharapkan dan pengaruh-pengaruh yang telah diidentifikasi seperti ukuran perusahaan, rasio <i>book-to-market</i>, dan momentum.
23	Chen et al, 2001 :“ <i>Forecasting Crashes : Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Price</i> ”	<p>Variabel : volume perdagangan, imbalan, dan <i>skewness</i>.</p> <p>Hasil penelitian : Analisis harga saham banyak dilakukan dengan salah satu dari variabel volume perdagangan, imbalan masa lalu dan <i>skewness</i> kondisional meskipun hasil ramalannya dapat bertabrakan (tidak searah).</p>
24	Cooper et al, 2001 : “ <i>Following the Leader : A Study of</i>	<p>Variabel : kinerja saham dan volume perdagangan.</p> <p>Hasil penelitian :</p>

	Individual Analysts' Earning Forecast"	<ul style="list-style-type: none"> • Ramalan analis "leader" lebih berdampak besar dari pada ramalan analis "follower". • Peringkat kinerja berdasarkan ramalan lebih informatif dari pada berdasarkan volume perdagangan. • Revisi ramalan analis berkorelasi dengan perubahan harga saham terkini. • Analisis sekuritas menggunakan informasi publik untuk merevisi ramalan laba.
25	Anhar, M., 2016 : "The Financial Performance, Stock Performance, Stock Risk and Their Influences on Index and Capital Gain of Sharia Stock in Indonesia"	<p>Variabel : Kinerja keuangan, kinerja saham, risiko saham, indeks saham, dan keuntungan modal saham.</p> <p>Hasil penelitian :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kinerja saham dan risiko saham berpengaruh terhadap imbalan saham di masa depan, sedangkan kinerja keuangan tidak berpengaruh. • Kinerja keuangan dan kinerja saham berpengaruh terhadap indek saham di masa depan, sedangkan risiko saham tidak berpengaruh. • Indeks saham tidak berpengaruh terhadap keuntungan modal saham.

2.3. Hubungan Antar Variabel Penelitian

2.3.1. Harga, Indek dan Imbalan Saham

Weston dan Copeland (2003) menyatakan bahwa paling sedikit ada tiga faktor yang mempengaruhi perkembangan harga dari surat-surat berharga. Faktor-faktor tersebut adalah kinerja fundamental perusahaan, kinerja saham di pasar, serta keadaan pasar dan perekonomian. Kinerja fundamental perusahaan dapat dilihat dari angka-angka ratio keuangannya, keadaan pasar dan perekonomian merupakan faktor makro yang berada di luar kendali perusahaan.

Kinerja saham dapat dilihat pada indek harga saham dan imbalan investasi sebagai indikatornya. Indek harga saham dan imbalan dihitung dari fluktuasi harga saham. Dengan demikian terdapat kaitan yang sangat erat antara harga, indek, dan imbalan investasi saham. Jika indek dan imbalan saham tinggi maka kinerja saham dianggap baik. Kinerja saham yang baik membuat saham perusahaan yang bersangkutan menarik, sehingga permintaan tinggi. Permintaan

yang tinggi akan membuat harga/indek saham tinggi, dan selanjutnya imbalan saham pun tinggi.

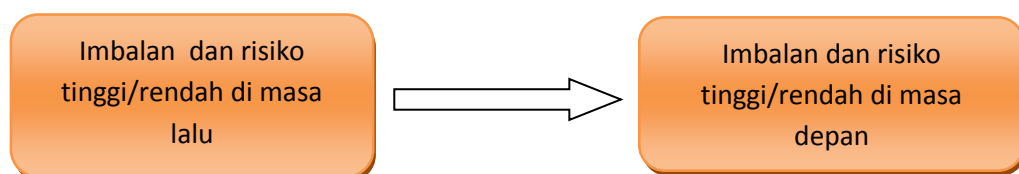
2.3.2. Risiko dan Imbalan Investasi Saham

Hubungan antara risiko dan imbalan investasi saham terlihat jelas dalam aksioma “Risk-return Trade-off”. Aksioma tersebut menyatakan bahwa dalam investasi investor dihadapkan pada pilihan prioritas antara risiko dan imbalan. Hal ini dikarenakan investasi selalu mengandung risiko dan imbalan potensial, dimana makin tinggi imbalan yang diharapkan makin tinggi pula risiko potensialnya (High risk-high return, low risk-low return). Risiko investasi saham terdiri dari risiko total (standar deviasi keuntungan modal), risiko relatif (koefisien variasi keuntungan modal), risiko sistematis (Beta saham), dan risiko spesifik sebagai indikatornya. Bagi investor yang berkarakter “Risk Taker” investasi berrisiko tinggi justru menarik, karena mempunyai imbalan potensial yang tinggi pula. Jika dari segi imbalan saham itu menarik, maka permintaan tinggi. Permintaan yang tinggi akan membuat harga/indek saham tinggi, dan selanjutnya imbalan saham pun tinggi. Sebaliknya bagi investor yang berkarakter “Risk Avoider” risiko rendahlah yang menarik, meskipun disadari bahwa imbalan potensialnya juga rendah. Jika dari segi risikonya saham itu menarik, maka permintaan tinggi. Permintaan yang tinggi akan membuat harga/indek saham tinggi, dan selanjutnya imbalan saham pun tinggi.

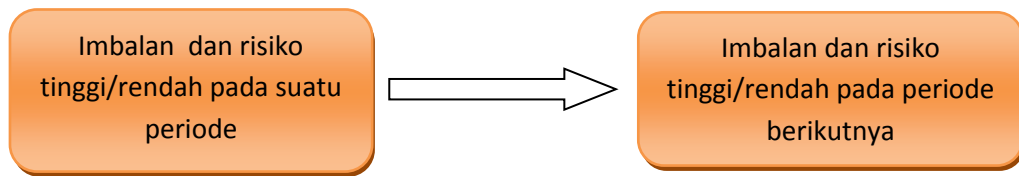
2.4. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan teori-teori yang ada dan hasil-hasil penelitian terdahulu, maka kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat digambarkan di bawah ini.

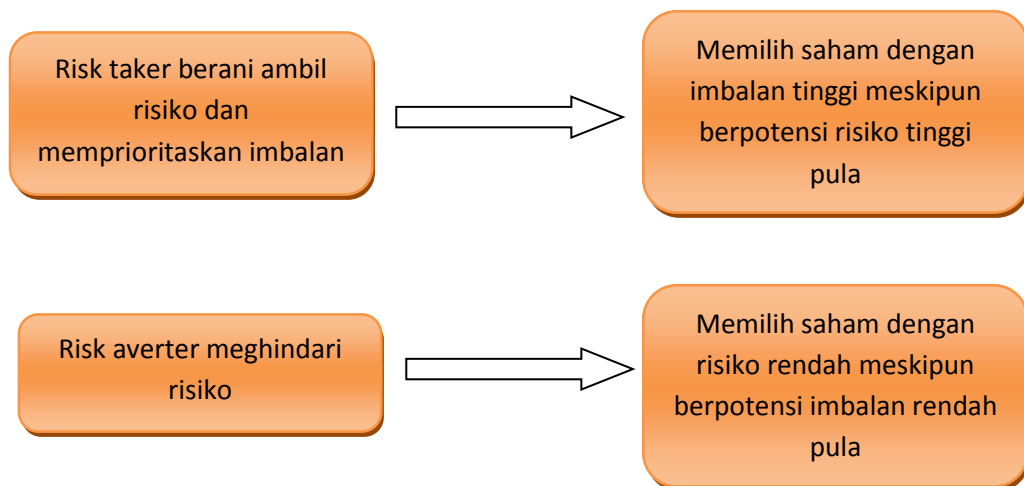
1. Teori saham Teknikal : Imbalan dan risiko investasi di masa lalu mencerminkan potensi imbalan masa depan.



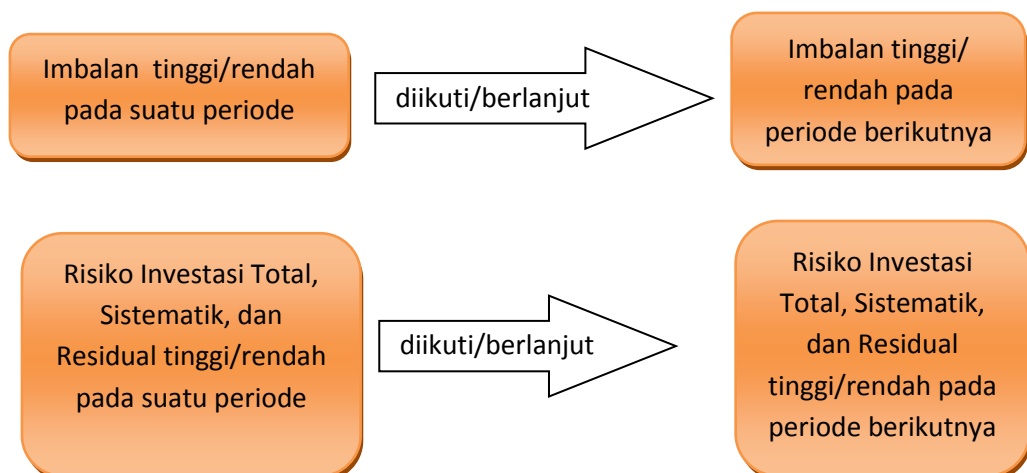
2. Perilaku pelaku pasar saham dimana banyak calon investor memprediksi besarnya imbalan dan risiko investasi masa depan berdasarkan imbalan dan risiko di masa lalu (periode terakhir).



3. Aksioma "Risk and Return Trade-off" dimana calon investor harus memprioritaskan salah satu antara risiko dan imbalan.



4. Perpaduan kerangka pemikiran 1, 2 dan 3 dapat digambarkan di bawah ini.



2.5. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan landasan teori, hasil-hasil penelitian terdahulu dan kerangka pemikiran yang telah dikemukakan, maka hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut seperti tampak pada tabel di halaman di bawah ini.

Tabel 2.2. Hipotesis Penelitian

Hipotesis 1	:	Tinggi-rendahnya imbalan investasi saham syariah pada suatu periode (2018) diikuti/berlanjut pada periode berikutnya (2019).
Hipotesis 2	:	Tinggi-rendahnya risiko investasi total saham syariah pada suatu periode (2018) diikuti/berlanjut pada periode berikutnya (2019).
Hipotesis 3	:	Tinggi-rendahnya risiko investasi sistematis saham syariah pada suatu periode (2018) diikuti/berlanjut pada periode berikutnya (2019).
Hipotesis 4	:	Tinggi-rendahnya risiko investasi spesifik saham syariah pada suatu periode (2018) diikuti/berlanjut pada periode berikutnya (2019).

(Catatan : Keberlanjutan tinggi-rendahnya imbalan dan risiko investasi saham ditandai dengan urutan rank yang sama antara suatu periode dengan periode berikutnya).

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Lokasi dan Waktu Penelitian

Penelitian ini mengambil data dari Pusat Referensi Pasar Modal yang beralamat di Gedung Bursa Efek Indonesia, Menara 2, Lantai 1, Jalan Jenderal Sudirman Kaveling 52-53, Jakarta Selatan 12190. Pengambilan data dilakukan melalui internet, dimana data diambil dari data yang dipublikasikan oleh BEI melalui situsnya. Penelitian dilaksanakan dari bulan November 2020 sampai Februari 2021, dengan periode data Desember 2018 s/d Januari 2020.

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi adalah sekelompok individu atau obyek tertentu yang mempunyai satu atau lebih karakteristik umum yang menjadi pusat perhatian dalam suatu penelitian. Populasi penelitian ini adalah seluruh saham syariah yang terdaftar di BEI pada bulan Januari 2020, kurang lebih 445 saham. Ukuran sampel ditentukan sebanyak 30 saham syariah (+/- 10% dari populasi) yang dijaring melalui pengambilan sampel acak. Ukuran sampel 30 sampai 500 adalah tepat untuk penelitian pada umumnya (Roscoe, 1975 dalam Sekaran, 2016).

Teknik pengambilan sampel dilakukan melalui metode *Purposive Sampling* dan *Random Sampling*. *Purposive Sampling* adalah pemilihan sampel berdasarkan kriteria dan sistematika tertentu yang bertujuan mendapatkan sampel representatif. Teknik pengambilan sampel ini dipilih karena dianggap cepat dan mudah serta relevan dengan tujuan penelitian. Dari saham-saham syariah yang memenuhi kriteria, kemudian diambil sampel secara acak (*Random Sampling*). Kriteria-kriteria yang digunakan untuk menentukan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- a. Saham syariah yang tercatat di BEI pada bulan Januari 2020.
- b. Saham aktif diperdagangkan setiap bulan selama periode penelitian (Desember 2018 – Januari 2020).

- c. Data indeks harga sahamnya selalu dipublikasikan di BEI selama periode pengamatan.

Pengambilan sampel yang telah dilakukan memperoleh sampel saham syariah dari 30 perusahaan berikut : ADRO, AKRA, ANTM, ASII, BRPT, BSDE, CPIN, CTRA, EXCL, ICBP, INCO, INDF, INDY, INTP, ITMG, JSMR, KLBF, LPPF, PGAS, PTBA, PTPP, SCMA, SMGR, SMRA, TLKM, TPIA, UNTR, UNVR, WIKA, dan WSBP.

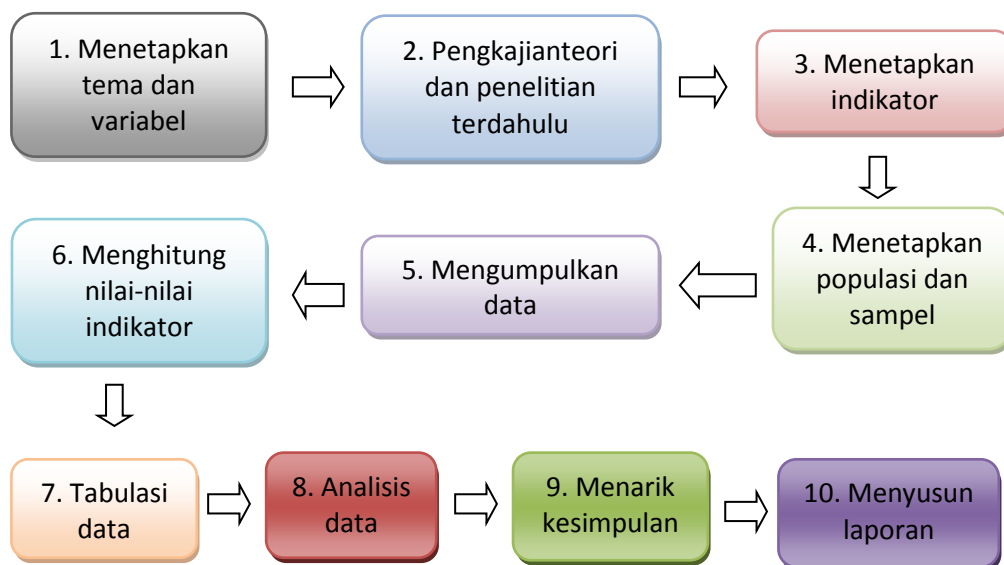
3.3. Rancangan Penelitian

Penelitian ini dirancang sebagai sebuah penelitian kuantitatif. Metode kuantitatif dipilih karena metode ini efektif untuk jenis penelitian yang bersifat asosiatif dan pengujian, sesuai dengan tujuan penelitian ini yaitu untuk menguji keberlanjutan imbalan saham, risiko total, risiko sistematis dan risiko spesifik dari suatu periode ke periode berikutnya.

Selain itu metode kuantitatif dapat diselesaikan dalam waktu singkat dan menghasilkan informasi yang relevan. Metode kuantitatif dalam penelitian ini digunakan untuk menguji keberlanjutan tinggi-rendahnya imbalan dan risiko investasi saham dari suatu periode ke periode berikutnya.

3.4. Tahapan Penelitian

Penelitian ini akan dilakukan dengan tahapan sebagai berikut :



Penjelasan :

1. Tahap pertama adalah menetapkan tema dan variabel penelitian. Tema penelitian ini adalah keberlanjutan imbalan saham, risiko investasi total, risiko investasi sistematis, dan risiko investasi residual saham syariah suatu periode ke periode berikutnya.
2. Tahap kedua adalah mempelajari teori-teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu (artikel jurnal) yang terkait dengan tema dan variabel-variabel penelitian.
3. Tahap ke tiga adalah menetapkan indikator variabel. Masing-masing variabel diukur dengan nilainya masing-masing. Jadi variabel sama dengan indikator, yaitu : imbalan saham, risiko total, risiko sistematis, dan risiko residual Januari - Desember 2018 dan Januari – Desember 2019.
4. Tahap ke empat adalah menetapkan populasi dan sampel. Populasi dalam penelitian ini adalah saham syariah yang tercatat di BEI (350 saham) pada bulan Januari 2020. Adapun sampelnya adalah 30 saham syariah yang terjaring melalui *Purposive Sampling* dan *Random Sampling*.
5. Tahap ke lima adalah mengumpulkan data yang diperlukan, yaitu indeks harga saham individual (IHSI) dan indeks harga saham gabungan (IHSG) selama periode pengamatan dari bulan Desember 2018 s/d Januari 2020.
6. Tahap ke enam adalah menghitung nilai-nilai indikator/variabel. Nilai-nilai variabel/indikator dihitung berdasarkan data indeks harga saham individual (IHSI) sampel dan indeks harga saham gabungan (IHSG) selama periode pengamatan.
7. Tahap ke tujuh adalah melakukan pengolahan dan tabulasi nilai-nilai indikator/variabel yang telah diperoleh.
8. Tahap ke delapan adalah melakukan analisis data dan pembahasan. Analisis yang dilakukan meliputi perhitungan rank/peringkat imbalan dan risiko investasi saham syariah tahun 2018 dan tahun 2019, dan pengujian apakah peringkat berubah/berbeda atau tidak.
9. Tahap ke sembilan adalah menarik kesimpulan berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan pada tahap sebelumnya.
10. Tahap terakhir adalah membuat laporan penelitian.

3.5. Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan 4 variabel/indikator yaitu imbalan saham, risiko investasi total, risiko sistematis, dan risiko residual saham periode Januari - Desember 2018 dan Januari – Desember 2019.

3.6. Definisi Operasional Variabel

1. Imbalan saham adalah keuntungan modal (*capital gain*) saham yang diukur dengan rumus (Hamzah, 2006) berikut :

$$\text{Imbalan}_t = \frac{(\text{Indeks}_t - \text{Indeks}_{t-1})}{\text{Indeks}_t}$$

2. Risiko investasi total adalah risiko diperolehnya imbalan lebih rendah dari harapan, yang diukur dengan Deviasi Standar (σ) imbalan.
3. Risiko sistematis adalah risiko diperolehnya imbalan lebih rendah dari harapan akibat kondisi pasar, yang diukur dengan koefisien *Beta* (β) saham.
4. Risiko residual/spesifik adalah risiko diperolehnya imbalan lebih rendah dari harapan akibat kondisi keuangan perusahaan, yang diukur dengan varians residual $\sigma - \beta$.

$$\bar{X} = \frac{\sum X_i}{n} \quad \sigma^2 = \frac{\sum (X_i - \bar{X})^2}{n - 1} \quad \sigma = \sqrt{\sigma^2} \quad KV = \frac{\sigma}{\bar{X}}$$

dimana X_i = imbalan saham periode i
 \bar{X} = imbalan rata-rata atau imbalan yang diharapkan {E(r)}
n = banyaknya periode yang diamati

$$\beta = \frac{n\sum XY - (\sum X)(\sum Y)}{n\sum X^2 - (\sum X)^2} \quad \text{dimana :}$$

X = imbalan saham pasar
Y = imbalan saham individual

3.7. Hipotesis Statistik

Di Bab II telah dikemukakan rumusan hipotesis penelitian yang menyatakan adanya keberlanjutan imbalan dan risiko investasi saham syariah pada suatu periode ke periode berikutnya. Hipotesis adanya keberlanjutan diuji dengan menggunakan perbandingan rank, sehingga pengujiannya adalah uji hipotesis perbedaan rank antara 2 periode yang berurutan. Ketika hipotesis adanya perbedaan rank diterima/terbukti, maka dapat disimpulkan tidak adanya keberlanjutan yang dimaksud. Sebaliknya ketika hipotesis adanya perbedaan rank ditolak (tidak terbukti), maka dapat disimpulkan adanya keberlanjutan yang dimaksud.

Untuk keperluan uji hipotesis, hipotesis penelitian yang telah dikemukakan di bagian depan dirumuskan menjadi hipotesis statistik. **Hipotesis statistik** adalah hipotesis yang dirumuskan dalam notasi statistik untuk tujuan analisis dan pembuktian dan dinyatakan sebagai Hipotesis Nol (H_0) dan Hipotesis Alternatif (H_a), misalnya $H_0 : X = 0$ dan $H_a : X \neq 0$ (Creswell, 2009). Menurut Sekaran (2016) hipotesis nol digunakan untuk menyatakan tidak-adanya perbedaan signifikan antara dua distribusi nilai variabel atau tidak-adanya perbedaan signifikan antara dua kelompok, sedangkan hipotesis alternatif digunakan untuk menyatakan adanya perbedaan signifikan antara dua distribusi nilai variabel atau adanya perbedaan signifikan antara dua kelompok. Oleh karena itu hipotesis penelitian yang dikemukakan di atas dirumuskan menjadi hipotesis statistik sebagai berikut (Tabel 3.1) :

3.8. Pengumpulan Data

Untuk mendukung penelitian dan analisis terhadap masalah yang diteliti maka diperlukan data yang relevan yang berasal dari sumber yang benar dan dapat dipercaya. Penelitian ini menggunakan data masa lalu (*expost facto*) yaitu data saham syariah dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI. Sesuai dengan jenis data yang diperlukan (data sekunder), maka metode pengumpulan data digunakan dengan teknik dokumentasi yang didasarkan pada data bulanan yang dipublikasikan oleh BEI.

Tabel 3.1. Hipotesis Statistik

Hipotesis 1	H1 _o :	Rank imbalan investasi saham syariah 2018 sama dengan rank imbalan investasi saham syariah 2019.
	H1 _a :	Rank imbalan investasi saham syariah 2018 berbeda dengan rank imbalan investasi saham syariah 2019.
Hipotesis 2	H2 _o :	Rank risiko investasi total saham syariah 2018 sama dengan rank risiko investasi total saham syariah 2019.
	H2 _a :	Rank risiko investasi total saham syariah 2018 berbeda dengan rank risiko investasi total saham syariah 2019.
Hipotesis 3	H3 _o :	Rank risiko investasi sistematis saham syariah 2018 sama dengan rank risiko investasi sistematis saham syariah 2019.
	H3 _a :	Rank risiko investasi sistematis saham syariah 2018 berbeda dengan rank risiko investasi sistematis saham syariah 2019.
Hipotesis 4	H4 _o :	Rank risiko investasi residual saham syariah 2018 sama dengan rank risiko investasi residual saham syariah 2019.
	H4 _a :	Rank risiko investasi residual saham syariah 2018 berbeda dengan rank risiko investasi residual saham syariah 2019.

3.9. Pengolahan Data dan Analisis

Pengolahan data Analisis data meliputi :

1. Perhitungan nilai seluruh variabel/indikator yang diteliti (4 variabel/indikator), yaitu imbalan, risiko investasi total, risiko sistematis, dan risiko spesifik.
2. Pengujian hipotesis signifikansi perbedaan rank variabel antara 2 periode (dengan adanya 4 variabel, maka uji rank juga dilakukan 4 kali).

3.9.1. Perhitungan Nilai Variabel/Indikator

Indikator yang digunakan untuk mewakili variabel dalam penelitian ini sebanyak 4 variabel/indikator, yaitu imbalan saham, risiko investasi total, risiko sistematis, dan risiko residual saham periode Januari - Desember 2018 dan periode Januari - Desember 2019. Imbalan saham individual dari unsur

keuntungan modal adalah kenaikan indeks/harga dari waktu ke waktu. Imbalan saham dihitung dengan rumus (Hamzah, 2006) berikut :

$\text{Imbalan}_t = \frac{(\text{Indeks}_t - \text{Indeks}_{t-1})}{\text{Indeks}_t}$	dimana X_i = imbalan saham periode i n = jumlah periode
--	--

Risiko investasi total diukur dengan *SD* (*Standard Deviation*, simpangan baku) imbalan saham, diukur dengan rumus Levin & Rubin (2015) sebagai berikut:

$\sigma_i^2 = \frac{\sum (X_i - \bar{X})^2}{n - 1} \quad \sigma_i = \sqrt{\sigma^2}$
dimana : X_i : Imbalan saham periode i \bar{X} : Imbalan rata-rata [imbalan yang diharapkan, $E(r)$] n : banyaknya periode yang diamati

Risiko Sistemik diukur dengan koefisien *Beta* yang dihitung dengan rumus Bodie et al (2013) sebagai berikut :

$\beta = \frac{n \sum XY - (\sum X)(\sum Y)}{n \sum X^2 - (\sum X)^2}$	dimana : Y : Imbalan saham PT.X X : Imbalan saham pasar (IHSG)
--	--

Risiko Spesifik diukur dengan risiko residual yaitu $\sigma - \beta$.

3.9.2. Analisis Statistik Deskriptif

Dalam analisis ini akan diuraikan makna nilai rata-rata, median, minimal, dan maksimal dari variabel-variabel imbalan investasi, risiko investasi total, risiko investasi sistemik, dan risiko investasi spesifik saham syariah periode Januari – Desember 2018 dan Januari – Desember 2019.

3.9.3. Analisis Rank

Rank adalah urutan peringkat. Dalam penelitian ini adalah peringkat imbalan investasi, risiko investasi total, risiko investasi sistemik, dan risiko

investasi spesifik saham syariah periode Januari – Desember 2018 dan Januari – Desember 2019.

3.9.4. Pengujian Hipotesis Beda Rank

Uji hipotesis dilakukan untuk menguji hipotesis tentang perbedaan rank imbalan dan risiko-risiko saham syariah antara periode 2018 dan 2019. Dengan adanya 4 variabel dan 4 hipotesis penelitian, maka uji hipotesis dilakukan sebanyak 4 kali dengan langkah-langkah sebagai berikut :

Rumusan hipotesis :

H_0 : Tidak ada perbedaan rank variabel antara tahun 2018 dan 2019.

H_a : Ada perbedaan rank variabel antara tahun 2018 dan 2019.

Kriteria pengujian : Pearson Approximation χ^2 (A. Dajan, 2020)

$$\chi^2 = \sum (o_i - h_i)^2 / h_i$$

Tingkat signifikansi (α) sebesar 0,05, $n = 30$,

Degree of freedom = $n - 1 = 29$

Batas kritis = $\chi^2_{(\alpha;n-1)} = \chi^2_{(0,05;29)} = 42,6$

H_0 diterima (tidak ada perbedaan rank) jika $\chi^2 \leq 42,6$

H_a diterima (ada perbedaan rank) jika $\chi^2 > 42,6$

Karena $\chi^2 > / < 42,6$ maka H_0 diterima/ditolak.

Kesimpulan : Ada/tidak ada perbedaan rank variabel antara tahun 2018 dan 2019.

3.13. Jadwal Penelitian

No	Kegiatan	Bulan							
		November		Desember		Januari		Februari	
1	Persiapan Studi								
2	Mencari Literatur								
3	Pengumpulan Data								
4	Mengolah Data								
5	Menganalisis Data								
6	Menyusun Laporan								

1.14. Biaya Penelitian

Penelitian ini dibiayai oleh Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia. Adapun rincian jenis biaya dan jumlahnya adalah sebagai berikut :

No.	Keterangan	Jumlah
A	Penerimaan :	
	Dana dari STEI	Rp 3.500.000
	Dana pribadi	100.000
		Rp 3.600.000
B	Pengeluaran :	
1	Penyusunan proposal penelitian	Rp 150.000
2	Kertas 3 rim @ Rp 45.000	135.000
3	Tinta printer 1 set @ Rp 220.000	220.000
4	Fotocopy	200.000
5	Penjilidan	50.000
6	Transportasi ke BEI 2 kali @ Rp 250.000	500.000
7	Data saham 32 perusahaan 14 bulan @ Rp 100.000	1.400.000
8	Honor analis	500.000
9	Penyusunan laporan penelitian	445.000
	Total (Tiga juta enam ratus ribu rupiah)	Rp 3.600.000

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Pasar Saham Syariah di Indonesia

Pasar/bursa saham syariah di Indonesia merupakan bagian dari Bursa Efek Indonesia (BEI). BEI didirikan dengan visi menjadi bursa kelas dunia yang kredibel dan acknowledged. Adapun misinya adalah menciptakan pasar yang kompetitif untuk menarik investor dan perusahaan-perusahaan terdaftar melalui pemberdayaan para anggota dan partisipan pasar saham, penciptaan nilai tambah, efisiensi biaya, dan implementasi tata kelola yang baik.

Sekuritas saham yang beredar di bursa efek meliputi saham konvensional, saham syariah, obligasi, derivatif, mutual fund, dan jasa. Di pasar saham Indonesia saat ini terdapat 627 saham yang terdaftar dan diperdagangkan secara resmi, 624 emiten, nilai kapitalisasi Rp 7.415.933.688.057.700,-. Dari jumlah itu terdapat 414 (66,03%) saham syariah (ISSI), 407 (65,22%) emiten, dengan nilai kapitalisasi ISSI Rp 3.861.714.080.000.000,- (52,07%), dan nilai kapitalisasi JII Rp 2.376.039.140.000.000 (32,04%) (idx.co.id. per Januari 2019).

Populasi penelitian ini adalah saham-saham syariah yang terdaftar di BEI, yaitu 414 saham syariah. Sedangkan sampelnya adalah 30 saham yang termasuk dalam kelompok saham syariah Jakarta Islamic Index (JII). Alasan penggunaan saham kelompok JII sebagai sampel adalah karena kelompok saham tersebut merupakan kelompok saham syariah unggulan yang menjadi indikator pasar dari saham syariah. Tiga puluh saham kelompok JII ini diseleksi secara ketat dengan kriteria keunggulan sebagai berikut :

- Saham syariah yang masuk dalam konstituen Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) telah tercatat selama 6 bulan terakhir.
- Dipilih 60 saham berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar tertinggi selama 1 tahun terakhir.
- Dari 60 saham tersebut, kemudian dipilih 30 saham berdasarkan rata-rata nilai transaksi harian di pasar regular tertinggi.
- 30 saham yang tersisa merupakan saham terpilih.

4.2. Data Nilai-nilai Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Imbalan, dan Risiko, masing menggunakan indikator *Capital Gain (CG)*, *sistematik Risk (TR, σ)*, *Systematic Risk (SR, β)*, dan *Residual Risk (RS, $\sigma - \beta$)* saham syariah periode Januari – Desember 2018 dan Januari – Desember 2019. Data nilai variabel-variabel tersebut dan ranknya tersaji pada tabel 4.1, tabel 4.2, dan tabel 4.3. di bawah ini.

Tabel 4.1. IHSG dan Imbalan Saham Pasar

Bulan	2018		2019	
	IHSG	CG	IHSG	CG
Desember	6355,65	-	6197,87	-
Januari	6605,63	3,93	6552,06	5,71
Februari	6597,22	-0,13	6468,62	-1,27
Maret	6188,99	-6,19	6485,72	0,26
April	5994,60	-3,14	6458,12	-0,43
Mei	5983,59	-0,18	6277,29	-2,80
Juni	5779,24	-3,42	6381,18	1,66
Juli	5936,44	2,72	6385,26	0,06
Agustus	6018,46	1,38	6331,15	-0,85
September	5976,55	-0,70	6163,98	-2,64
Oktober	5831,65	-2,42	6225,81	1,00
Nopember	6056,12	3,85	6023,61	-3,25
Desember	6194,50	2,28	6313,13	4,81
Total	-	-2,01	-	2,27
Ave (k)	-	-0,17	-	0,19
σ	-	3,17	-	2,81

**Tabel 4.2. Nilai Imbalan, Total Risk, Sistematis Risk,
dan Residual Risk**

No.	Kode Saham PT	2018				2019			
		Return k	TR (σ)	SR (β)	RR ($\sigma-\beta$)	Return k	TR (σ)	SR (β)	RR ($\sigma-\beta$)
1	ADRO	-2,75	13,09	1,52	11,57	2,63	11,36	2,45	8,92
2	AKRA	-2,91	8,12	1,40	6,72	-0,09	11,57	3,25	8,32
3	ANTM	3,04	18,14	3,04	15,10	1,83	15,38	4,01	11,37
4	ASII	0,08	5,79	1,07	4,72	-1,24	6,13	1,31	4,82
5	BRPT	0,95	10,31	1,78	8,53	11,01	15,08	-0,85	15,93
6	BSDE	-2,07	9,87	1,22	8,65	0,25	7,37	1,34	6,03
7	CPIN	7,88	8,25	1,69	6,56	-0,34	10,78	0,05	10,73
8	CTRA	-0,75	11,72	2,09	9,62	0,76	10,71	1,38	9,33
9	EXCL	-2,61	11,97	0,76	11,21	4,13	6,46	0,38	6,07
10	ICBP	1,44	4,52	0,69	3,83	0,69	5,79	0,26	5,53
11	INCO	2,06	15,16	2,13	13,03	1,96	15,33	4,02	11,31
12	INDF	-0,03	6,08	1,05	5,03	-0,45	2,41	0,27	2,15
13	INDY	-4,04	17,92	2,30	15,62	-1,31	15,59	4,40	11,19
14	INTP	-0,58	13,47	2,41	11,06	0,57	8,33	0,75	7,57
15	ITMG	1,08	18,02	2,84	15,17	-3,90	12,25	3,14	9,11
16	JSMR	-3,08	6,80	1,05	5,75	1,86	7,74	1,66	6,08
17	KLBF	-0,21	11,33	0,43	10,90	0,70	6,18	1,09	5,09
18	LPPF	-2,60	21,06	0,59	20,47	-1,13	16,05	2,99	13,06
19	PGAS	2,98	18,64	2,67	15,98	0,58	9,44	2,60	6,85
20	PTBA	5,47	13,19	1,37	11,82	-3,52	9,03	1,34	7,69
21	PTPP	-4,73	22,19	-1,32	23,51	0,08	16,03	5,03	11,00
22	SCMA	20,30	99,41	-0,57	99,98	-1,86	10,03	1,91	8,11
23	SMGR	2,23	15,04	3,28	11,76	0,75	9,12	2,29	6,83
24	SMRA	-0,36	15,17	2,56	12,61	2,81	15,07	3,03	12,05
25	TLKM	-0,81	3,82	0,42	3,40	0,55	15,11	0,40	14,71
26	TPIA	0,19	8,35	1,04	7,31	5,69	15,22	0,62	14,60
27	UNTR	-1,77	8,62	0,43	8,19	-1,70	7,61	0,61	7,00
28	UNVR	-1,59	5,25	0,59	4,66	-0,49	6,01	0,91	5,10
29	WIKA	1,98	18,61	4,93	13,68	2,16	11,75	3,17	8,59
30	WSBP	-0,18	10,52	2,68	7,85	-1,52	7,15	1,33	5,82
	Mean	0,62	15,01	1,54	13,48	0,72	10,54	1,84	8,70
	Min	-4,73	3,82	-1,32	3,40	-3,90	2,41	-0,85	2,15
	Max	20,30	99,41	4,93	99,98	11,01	16,05	5,03	15,93
	IHSG	-0,17	3,17	-	-	0,1894	2,8128	-	-

**Tabel 4.3. Nilai Rank Imbalan, Total Risk, Sistematis Risk,
dan Residual Risk**

No	Kode Saham PT	2018				2019			
		Rank k	Rank σ	Rank β	Rank $\sigma-\beta$	Rank k	Rank σ	Rank β	Rank $\sigma-\beta$
1	ADRO	26	14	14	13	5	13	11	13
2	AKRA	27	24	15	23	19	12	5	15
3	ANTM	4	6	3	7	9	4	4	6
4	ASII	13	27	18	27	24	27	19	29
5	BRPT	11	19	12	19	1	8	30	1
6	BSDE	23	20	17	18	17	23	17	24
7	CPIN	2	23	13	24	20	14	29	10
8	CTRA	19	16	11	17	10	15	15	11
9	EXCL	25	15	22	14	3	25	26	23
10	ICBP	9	29	23	29	13	29	28	26
11	INCO	7	10	10	9	7	5	3	7
12	INDF	14	26	20	26	21	30	27	30
13	INDY	29	8	9	5	25	3	2	8
14	INTP	18	12	8	15	15	20	22	18
15	ITMG	10	7	4	6	30	10	7	12
16	JSMR	28	25	19	25	8	21	14	22
17	KLBF	16	17	27	16	12	26	20	28
18	LPPF	24	3	25	3	23	1	9	4
19	PGAS	5	4	6	4	14	17	10	20
20	PTBA	3	13	16	11	29	19	16	17
21	PTPP	30	2	30	2	18	2	1	9
22	SCMA	1	1	29	1	28	16	13	16
23	SMGR	6	11	2	12	11	18	12	21
24	SMRA	17	9	7	10	4	9	8	5
25	TLKM	20	30	28	30	16	7	25	2
26	TPIA	12	22	21	22	2	6	23	3
27	UNTR	22	21	26	20	27	22	24	19
28	UNVR	21	28	24	28	22	28	21	27
29	WIKA	8	5	1	8	6	11	6	14
30	WSBP	15	18	5	21	26	24	18	25
		465	465	465	465	465	465	465	465

4.3. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif adalah analisis yang dilakukan untuk mendeskripsikan/menguraikan sekumpulan data dalam bentuk nilai minimum, maksimum, median, dan *mean* (rerata). Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini menjelaskan nilai minimum, maksimum, median, dan *mean* (rerata) dari imbalan, risiko-risiko investasi saham syariah.

Dari tabel 4.1, 4.2 dan 4.3 di atas dapat dideskripsikan sebagai berikut :

1. Imbalan saham syariah tahun 2018 mempunyai nilai minimum -4,73% (PTPP), nilai maksimum 20,30% (SCMA), nilai median (tengah-tengah) -0,18% (WSBP), dan rerata 0,62% per bulan. Sedangkan tahun 2019 imbalan saham syariah minimal -3,90% (ITMG), maksimal 11,01% (BRPT), median (tengah-tengah) 0,57% (INTP), dan rerata 0,72% per bulan.
2. Risiko total investasi saham syariah tahun 2018 mempunyai nilai minimum 3,82% (TLKM), nilai maksimum 99,41% (SCMA), nilai median 11,97% (EXCL), dan rerata 15,01%. Rerata risiko total 15,01% artinya saham-saham syariah dalam tahun 2018 menghadapi risiko diperolehnya imbalan 15,01% lebih rendah dari imbalan yang diharapkan. Sedangkan tahun 2019 risiko total investasi minimal 2,41% (INDF), maksimal 16,05% (LPPF), median 10,71% (CTRA), dan rerata 10,54%. Rerata risiko total 10,54% artinya saham-saham syariah dalam tahun 2019 menghadapi risiko diperolehnya imbalan 10,54% lebih rendah dari imbalan yang diharapkan.
3. Risiko sistematis investasi saham syariah tahun 2018 mempunyai nilai minimum -1,32% (PTPP), nilai maksimum 4,93% (WIKI), nilai median 1,40 (AKRA), dan rerata 1,54%. Rerata risiko sistematis 1,54% artinya saham-saham syariah dalam tahun 2018 menghadapi risiko turunnya imbalan 1,54% ketika imbalan pasar turun 1%. Sedangkan risiko sistematis tahun 2019 mempunyai minimal -0,85% (BRTP), maksimal 5,03% (PTPP), median 1,38% (CTRA), dan rerata 1,84. Rerata risiko sistematis 1,84% artinya saham-saham syariah dalam tahun 2019 menghadapi risiko turunnya imbalan 1,54% ketika imbalan pasar turun 1%.
4. Risiko residual saham syariah tahun 2018 mempunyai nilai minimum 3,40% (TLKM), nilai maksimum 99,98% (SCMA), nilai median 11,06% (INTP), dan

rerata 8,70%. Rerata risiko residual 8,70% artinya saham-saham syariah dalam tahun 2018 menghadapi risiko turunnya imbalan 8,70% ketika kinerja keuangan perusahaan turun. Sedangkan risiko residual tahun 2019 minimal 2,15% (INDF), maksimal 15,93% (BRPT), median 8,32% (AKRA), dan rerata 8,70%. Rerata risiko residual 8,70% artinya saham-saham syariah dalam tahun 2019 menghadapi risiko turunnya imbalan 8,70% ketika kinerja keuangan perusahaan turun.

5. Pasar (IHSG) tahun 2018 mencapai imbalan minimal -6,19% pada bulan Maret, maksimal 3,93% pada bulan Januari, rerata 0,17%, dan risiko total 3,17%. Sedangkan imbalan pasar tahun 2019 minimal -3,25% pada bulan November, maksimal 5,71% pada bulan Januari, rerata 0,19%, dan risiko total 2,81%.
6. Capaian imbalan dan risiko yang dihadapi saham-saham syariah dan pasar (IHSG) 2018 dan tahun 2019 berfluktuasi dari bulan ke bulan.
7. Peringkat (rank) yang dicapai saham-saham syariah tahun 2018 dan 2019 berubah-ubah.

4.4. Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan untuk menguji hipotesis tentang perbedaan rank imbalan dan risiko-risiko saham syariah antara tahun 2018 dan 2019. Uji hipotesis dilakukan sebanyak 4 kali dengan langkah-langkah sebagai berikut :

Rumusan hipotesis :

H_0 : Tidak ada perbedaan rank variabel antara tahun 2018 dan 2019.

H_a : Ada perbedaan rank variabel antara tahun 2018 dan 2019.

Kriteria pengujian : Pearson Approximation χ^2 (A. Dajan, 2020)

$$\chi^2 = \sum (o_i - h_i)^2 / h_i$$

o_i adalah nilai observasi variabel 2019

h_i adalah harapan variabel 2018

Tingkat signifikansi (α) sebesar 0,05, $n = 30$,

Degree of freedom = $n - 1 = 29$

Batas kritis = $\chi^2_{(\alpha;n-1)} = \chi^2_{(0,05;29)} = 42,6$

H_0 diterima (tidak ada perbedaan rank) jika $\chi^2 \leq 42,6$

H_a diterima (ada perbedaan rank) jika $\chi^2 > 42,6$

Karena $\chi^2 > / < 42,6$ maka H_0 diterima/ditolak.

Kesimpulan : Ada/tidak ada perbedaan rank variabel antara tahun 2018 dan 2019.

4.4.1. Uji Hipotesis Perbedaan Rank Imbalan

No	Kode Saham PT	Rank Imbalan		$o_i - h_i$	$(o_i - h_i)^2$	$(o_i - h_i)^2/h_i$
		2018 (h_i)	2019 (o_i)			
1	ADRO	26	5	-21	441	17
2	AKRA	27	19	-8	64	2
3	ANTM	4	9	5	25	6
4	ASII	13	24	11	121	9
5	BRPT	11	1	-10	100	9
6	BSDE	23	17	-6	36	2
7	CPIN	2	20	18	324	162
8	CTRA	19	10	-9	81	4
9	EXCL	25	3	-22	484	19
10	ICBP	9	13	4	16	2
11	INCO	7	7	0	0	0
12	INDF	14	21	7	49	4
13	INDY	29	25	-4	16	1
14	INTP	18	15	-3	9	1
15	ITMG	10	30	20	400	40
16	JSMR	28	8	-20	400	14
17	KLBF	16	12	-4	16	1
18	LPPF	24	23	-1	1	0
19	PGAS	5	14	9	81	16
20	PTBA	3	29	26	676	225
21	PTPP	30	18	-12	144	5
22	SCMA	1	28	27	729	729
23	SMGR	6	11	5	25	4
24	SMRA	17	4	-13	169	10
25	TLKM	20	16	-4	16	1
26	TPIA	12	2	-10	100	8
27	UNTR	22	27	5	25	1
28	UNVR	21	22	1	1	0
29	WIKA	8	6	-2	4	1
30	WSBP	15	26	11	121	8
		465	465			1301

Rumusan hipotesis :

H_{1o} : Tidak ada perbedaan rank imbalan investasi saham antara tahun 2018 dan 2019.

H_{1a} : Ada perbedaan rank imbalan investasi saham antara tahun 2018 dan 2019.

Kriteria pengujian : Pearson Approximation χ^2 (A. Dajan, 2020)

$$\chi^2 = \sum(o_i - h_i)^2/h_i$$

Dari perhitungan χ^2 dalam tabel di bawah ini diperoleh nilai $\chi^2 = 1301$

Karena $\chi^2 > 42,6$ maka H_o ditolak dan H_a diterima.

Kesimpulan : Ada perbedaan signifikan rank imbalan investasi saham antara tahun 2018 dan 2019.

4.4.2. Uji Hipotesis Perbedaan Rank Risiko Investasi (Total) Saham

Rumusan hipotesis :

H_{1o} : Tidak ada perbedaan rank Risiko Investasi (Total) saham antara tahun 2018 dan 2019.

H_{1a} : Ada perbedaan rank Risiko Investasi (Total) saham antara tahun 2018 dan 2019.

$$\chi^2 = \sum(o_i - h_i)^2/h_i$$

Dari perhitungan χ^2 dalam tabel di atas diperoleh nilai $\chi^2 = 356$

Karena $\chi^2 > 42,6$ maka H_o ditolak dan H_a diterima.

Kesimpulan : Ada perbedaan signifikan rank Risiko Investasi (Total) saham antara tahun 2018 dan tahun 2019.

No	Kode Saham PT	Rank Risiko		$o_i - h_i$	$(o_i - h_i)^2$	$(o_i - h_i)^2/h_i$
		2018 (h_i)	2019 (o_i)			
1	ADRO	14	13	-1	1	0
2	AKRA	24	12	-12	144	6
3	ANTM	6	4	-2	4	1
4	ASII	27	27	0	0	0
5	BRPT	19	8	-11	121	6
6	BSDE	20	23	3	9	0
7	CPIN	23	14	-9	81	4
8	CTRA	16	15	-1	1	0
9	EXCL	15	25	10	100	7
10	ICBP	29	29	0	0	0
11	INCO	10	5	-5	25	3
12	INDF	26	30	4	16	1
13	INDY	8	3	-5	25	3
14	INTP	12	20	8	64	5
15	ITMG	7	10	3	9	1
16	JSMR	25	21	-4	16	1
17	KLBF	17	26	9	81	5
18	LPPF	3	1	-2	4	1
19	PGAS	4	17	13	169	42
20	PTBA	13	19	6	36	3
21	PTPP	2	2	0	0	0
22	SCMA	1	16	15	225	225
23	SMGR	11	18	7	49	4
24	SMRA	9	9	0	0	0
25	TLKM	30	7	-23	529	18
26	TPIA	22	6	-16	256	12
27	UNTR	21	22	1	1	0
28	UNVR	28	28	0	0	0
29	WIKA	5	11	6	36	7
30	WSBP	18	24	6	36	2
		465	465			356

Kriteria pengujian : Pearson Approximation χ^2 (A. Dajan, 2020)

4.4.3. Uji Hipotesis Perbedaan Rank Risiko Sistemik Saham

Rumusan hipotesis :

H_{1o} : Tidak ada perbedaan rank Risiko Sistemik saham antara tahun 2018 dan 2019.

No	Kode Saham PT	Rank Risiko		o _i - h _i	(o _i - h _i) ²	(o _i - h _i) ² /h _i
		2018 (h _i)	2019 (o _i)			
1	ADRO	14	11	-3	9	1
2	AKRA	15	5	-10	100	7
3	ANTM	3	4	1	1	0
4	ASII	18	19	1	1	0
5	BRPT	12	30	18	324	27
6	BSDE	17	17	0	0	0
7	CPIN	13	29	16	256	20
8	CTRA	11	15	4	16	1
9	EXCL	22	26	4	16	1
10	ICBP	23	28	5	25	1
11	INCO	10	3	-7	49	5
12	INDF	20	27	7	49	2
13	INDY	9	2	-7	49	5
14	INTP	8	22	14	196	25
15	ITMG	4	7	3	9	2
16	JSMR	19	14	-5	25	1
17	KLBF	27	20	-7	49	2
18	LPPF	25	9	-16	256	10
19	PGAS	6	10	4	16	3
20	PTBA	16	16	0	0	0
21	PTPP	30	1	-29	841	28
22	SCMA	29	13	-16	256	9
23	SMGR	2	12	10	100	50
24	SMRA	7	8	1	1	0
25	TLKM	28	25	-3	9	0
26	TPIA	21	23	2	4	0
27	UNTR	26	24	-2	4	0
28	UNVR	24	21	-3	9	0
29	WIKA	1	6	5	25	25
30	WSBP	5	18	13	169	34
		465	465			260

H_{1a} : Ada perbedaan rank Risiko Sistematis saham antara tahun 2018 dan 2019.

Kriteria pengujian : Pearson Approximation χ^2 (A. Dajan, 2020)

$$\chi^2 = \sum(o_i - h_i)^2/h_i$$

Dari perhitungan χ^2 dalam tabel di bawah ini diperoleh nilai $\chi^2 = 260$

Karena $\chi^2 > 42,6$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima.

Kesimpulan : Ada perbedaan signifikan antara rank Risiko Sistematis tahun 2018 dan rank Risiko Sistematis tahun 2019.

4.4.4. Uji Hipotesis Perbedaan Rank Risiko Residual Saham

No	Kode Saham PT	Rank Risiko		$o_i - h_i$	$(o_i - h_i)^2$	$(o_i - h_i)^2/h_i$
		2018 (h_i)	2019 (o_i)			
1	ADRO	13	13	0	0	0
2	AKRA	23	15	-8	64	3
3	ANTM	7	6	-1	1	0
4	ASII	27	29	2	4	0
5	BRPT	19	1	-18	324	17
6	BSDE	18	24	6	36	2
7	CPIN	24	10	-14	196	8
8	CTRA	17	11	-6	36	2
9	EXCL	14	23	9	81	6
10	ICBP	29	26	-3	9	0
11	INCO	9	7	-2	4	0
12	INDF	26	30	4	16	1
13	INDY	5	8	3	9	2
14	INTP	15	18	3	9	1
15	ITMG	6	12	6	36	6
16	JSMR	25	22	-3	9	0
17	KLBF	16	28	12	144	9
18	LPPF	3	4	1	1	0
19	PGAS	4	20	16	256	64
20	PTBA	11	17	6	36	3
21	PTPP	2	9	7	49	25
22	SCMA	1	16	15	225	225
23	SMGR	12	21	9	81	7
24	SMRA	10	5	-5	25	3
25	TLKM	30	2	-28	784	26
26	TPIA	22	3	-19	361	16
27	UNTR	20	19	-1	1	0
28	UNVR	28	27	-1	1	0
29	WIKA	8	14	6	36	5
30	WSBP	21	25	4	16	1
		465	465			432

Rumusan hipotesis :

H_{1o} : Tidak ada perbedaan rank Risiko Residual saham antara tahun 2018 dan 2019.

H_{1a} : Ada perbedaan rank Risiko Residual saham antara tahun 2018 dan 2019.

Kriteria pengujian : Pearson Approximation χ^2 (A. Dajan, 2020)

$$\chi^2 = \sum(o_i - h_i)^2/h_i$$

Dari perhitungan χ^2 di bawah ini diperoleh nilai $\chi^2 = 432$

Karena $\chi^2 > 42,6$ maka H_o ditolak dan H_a diterima.

Kesimpulan : Ada perbedaan signifikan antara rank Risiko Residual tahun 2018 dan rank Risiko Residual tahun 2019.

Hasil uji hipotesis yang telah dilakukan dapat dikemukakan secara ringkas sebagai berikut :

Tabel 4.4. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

H	Hipotesis	χ^2 hitung		χ^2 tabel	Kesimpulan
H _{1a}	Rank imbalan 2018 berbeda dengan rank imbalan 2019	1301	>	42,6	Ha diterima (rank berbeda)
H _{2a}	Rank risiko investasi 2018 berbeda dengan rank risiko investasi 2019	356	>	42,6	Ha diterima (rank berbeda)
H _{3a}	Rank risiko sistematis 2018 berbeda dengan rank risiko sistematis 2019	260	>	42,6	Ha diterima (rank berbeda)
H _{4a}	Rank risiko residual 2018 berbeda dengan rank risiko residual 2019	432	>	42,6	Ha diterima (rank berbeda)

Sumber : Hasil Analisis

Tabel ringkasan hasil uji hipotesis menunjukkan hasil sebagai berikut :

1. Ada perbedaan signifikan rank imbalan investasi saham syariah antara tahun 2018 dan 2019
2. Ada perbedaan signifikan rank risiko investasi (total) saham syariah antara tahun 2018 dan 2019.

3. Ada perbedaan signifikan rank risiko sistematis saham syariah antara tahun 2018 dan 2019.
4. Ada perbedaan signifikan rank risiko residual saham syariah antara tahun 2018 dan 2019.

4.6. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Dari Bursa Efek Indonesia (BEI, idx.co.id. per Januari 2019) diperoleh informasi bahwa di pasar saham Indonesia saat ini terdapat 627 saham yang terdaftar dan diperdagangkan secara resmi, 624 emiten, 5.153.742.007.983 lembar saham, nilai kapitalisasi Rp 7.415.933.688.057.700, dengan IHSG 6.532,969 dan imbalan (return) 5,46%. Dalam jumlah-jumlah itu terdapat 414 (63,80%) saham syariah (ISSI), 407 (64,10%) emiten, dengan nilai kapitalisasi Rp 3.861.714.080.000.000,-. Dari seluruh saham syariah, 30 saham diantaranya termasuk dalam kelompok saham syariah unggulan Jakarta Islamic Index (JII) dengan nilai kapitalisasi Rp 2.376.039.140.000.000. JII merupakan kelompok unggulan saham syariah yang diseleksi dengan kriteria yang ketat dan menjadi “penentu arah” saham syariah di Indonesia.

4.6.1. Rank imbalan saham syariah berbeda antara tahun 2018 dan 2019.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara rank imbalan saham syariah tahun 2018 dan 2019. Hal ini berarti saham yang memperoleh imbalan tinggi pada suatu periode tidak selalu memperoleh imbalan tinggi pada periode berikutnya, demikian pula saham yang memperoleh imbalan rendah pada suatu periode tidak selalu memperoleh imbalan rendah pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham yang memperoleh imbalan tinggi pada suatu periode tidak selalu diikuti dengan imbalan tinggi pada periode berikutnya, demikian pula sebaliknya. Jadi tinggi-rendahnya imbalan saham pada suatu periode tidak berlanjut ke periode berikutnya. Tidak adanya keberlanjutan juga berarti tidak adanya fungsi sinyal imbalan suatu periode ke periode berikutnya.

Imbalan investasi saham syariah kelompok JII tertinggi pada tahun 2018 sebesar 20,30% dicapai oleh PT. Surya Citra Media, imbalan terendah -4,73% dicapai oleh PT. Pembangunan Perumahan, median imbalan sebesar -0,18%

dihadapi oleh PT. Waskita Beton Precast, dan rata-rata imbalan sebesar 0,62%. Sedangkan pada tahun 2019 imbalan saham minimum -3,90% dicapai oleh saham ITMG, nilai maksimum 11,01% dicapai oleh saham BRPT, nilai median (tengah-tengah) 0,57% dicapai oleh saham INTP, dan rerata 0,72%. Rerata imbalan 0,72% artinya saham-saham syariah dalam tahun 2019 memperoleh imbalan rata-rata 0,72% per bulan dari unsur keuntungan modal.

4.6.2. Rank risiko investasi (total) saham syariah berbeda antara tahun 2018 dan 2019.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara rank risiko investasi (total) saham syariah tahun 2018 dan 2019. Hal ini berarti saham yang mengandung risiko investasi tinggi pada suatu periode tidak selalu menghadapi risiko investasi tinggi pada periode berikutnya, demikian pula saham yang mengandung risiko investasi rendah pada suatu periode tidak selalu mengandung risiko investasi rendah pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham yang mengandung risiko investasi tinggi pada suatu periode tidak selalu diikuti dengan risiko investasi tinggi pada periode berikutnya, demikian pula sebaliknya. Jadi tinggi-rendahnya risiko investasi total saham pada suatu periode tidak berlanjut ke periode berikutnya. Tidak adanya keberlanjutan juga berarti tidak adanya fungsi sinyal risiko investasi total suatu periode ke periode berikutnya.

Risiko investasi saham syariah tahun 2018 tertinggi sebesar 99,41% dihadapi PT. Surya Citra Media, risiko investasi terendah sebesar 3,82% dihadapi oleh PT. Telkom Indonesia, median risiko investasi sebesar 11,97% dihadapi oleh PT. XL Axiata, dan rata-rata risiko investasi 15,01%. Risiko investasi (total) sendiri menunjukkan potensi diperolehnya imbalan tidak sesuai dengan imbalan yang diharapkan. Imbalan rata-rata 0,62% dengan risiko sistematis 15,01% berarti saham-saham syariah mengandung risiko diperolehnya imbalan negatif (kerugian modal) 14,39% ($= 0,62\% - 15,01\%$).

Risiko investasi saham syariah tahun 2019 minimum 2,41% dihadapi oleh saham INDF, nilai maksimum 16,05% dihadapi oleh saham LPPF, nilai median 10,71% dihadapi oleh saham CTRA, dan rerata 10,54%. Rerata imbalan 0,72%

dengan risiko investasi 10,54% artinya saham-saham syariah dalam tahun 2019 menghadapi risiko diperolehnya imbalan negatif (kerugian modal) 9,82% .

4.6.3. Rank risiko sistematis saham syariah berbeda antara tahun 2018 dan 2019.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara rank risiko sistematis saham syariah tahun 2018 dan 2019. Hal ini berarti saham yang mengandung risiko sistematis tinggi pada suatu periode tidak selalu menghadapi risiko sistematis tinggi pada periode berikutnya, demikian pula saham yang mengandung risiko sistematis rendah pada suatu periode tidak selalu mengandung risiko sistematis rendah pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham yang mengandung risiko sistematis tinggi pada suatu periode tidak selalu diikuti dengan risiko sistematis tinggi pada periode berikutnya, demikian pula sebaliknya. Jadi tinggi-rendahnya risiko sistematis saham pada suatu periode tidak berlanjut ke periode berikutnya. Tidak adanya keberlanjutan juga berarti tidak adanya fungsi sinyal risiko sistematis suatu periode ke periode berikutnya.

Risiko sistematis investasi saham syariah tahun 2018 tertinggi sebesar 4,93% dihadapi oleh saham PT. Wijaya Karya, risiko sistematis terendah sebesar -1,32% dihadapi oleh saham PT. Pembangunan Perumahan, median risiko sistematis sebesar 1,40% dihadapi oleh PT. AKR Corporindo, dan risiko sistematis rata-rata sebesar 1,54%. Risiko sistematis sendiri menunjukkan potensi turunnya imbalan yang diperoleh ketika imbalan saham pasar (saham-saham pada umumnya) turun. Risiko sistematis rata-rata 1,54% artinya pada saham syariah terkandung potensi penurunan imbalan 1,54% ketika saham pasar pada umumnya hanya turun 1%.

Risiko sistematis investasi saham syariah tahun 2019 minimum -0,85% dihadapi oleh saham BRTP, nilai maksimum 5,03% dihadapi oleh saham PTPP, nilai median 1,38% dihadapi oleh saham CTRA, dan rerata 1,84%. Rerata risiko sistematis 1,84% artinya saham-saham syariah dalam tahun 2019 menghadapi risiko turunnya imbalan 1,84% ketika imbalan pasar turun 1%.

4.6.4. Rank risiko residual saham syariah berbeda antara tahun 2018 dan 2019.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara rank risiko residual saham syariah tahun 2018 dan 2019. Hal ini berarti saham yang mengandung risiko residual tinggi pada suatu periode tidak selalu menghadapi risiko residual tinggi pada periode berikutnya, demikian pula saham yang mengandung risiko residual rendah pada suatu periode tidak selalu mengandung risiko residual rendah pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham yang mengandung risiko residual tinggi pada suatu periode tidak selalu diikuti dengan risiko residual tinggi pada periode berikutnya, demikian pula sebaliknya. Jadi tinggi-rendahnya risiko residual saham pada suatu periode tidak berlanjut ke periode berikutnya. Tidak adanya keberlanjutan juga berarti tidak adanya fungsi sinyal risiko spesifik suatu periode ke periode berikutnya.

Risiko residual sendiri secara matematis merupakan risiko sisa, yaitu sisa risiko yang ada setelah risiko total dikurangi dengan risiko sistematis. Risiko residual sering diidentikkan dengan risiko spesifik, yaitu risiko yang menunjukkan potensi diperolehnya imbalan tidak sesuai dengan imbalan yang diharapkan ketika kinerja keuangan perusahaan menurun. Kinerja keuangan perusahaan dapat diukur dari ratio-ratio keuangannya.

Risiko residual saham syariah tahun 2018 tertinggi sebesar 99,98% dihadapi oleh saham PT. Surya Citra Media, risiko residual terendah sebesar 3,40% dihadapi oleh PT. Telkom Indonesia, median risiko residual sebesar dihadapi oleh PT. Indocement Tunggul Perkasa, dan risiko residual rata-rata sebesar 13,48%. Oleh karena risiko residual diidentikkan dengan risiko spesifik, maka risiko residual rata-rata 13,48% berarti pada saham syariah pada umumnya terdapat potensi penurunan imbalan 13,48% ketika kinerja keuangan perusahaan menurun.

Risiko residual saham syariah tahun 2019 minimum 2,15% dihadapi oleh saham INDF, nilai maksimum 15,93% dihadapi oleh saham BRPT, nilai median 8,32% dihadapi oleh saham AKRA, dan rerata 8,70%. Rerata risiko residual 8,70% artinya saham-saham syariah dalam tahun 2019 menghadapi risiko turunnya imbalan 8,70% ketika kinerja keuangan perusahaan turun.

4.6.5. Temuan Lain

Selain temuan yang berasal dari uji hipotesis, juga diperoleh temuan dari data yang ada bahwa sampai saat ini indeks dan imbalan saham syariah (JII) pada umumnya masih lebih rendah daripada indeks dan imbalan saham konvensional.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Dari analisis dan diskusi yang telah diuraikan di bagian sebelumnya dapat disampaikan kesimpulan berikut :

1. Rank imbalan investasi saham syariah tahun 2018 berbeda signifikan dengan tahun 2019. Hal ini berarti saham yang memperoleh imbalan tinggi pada suatu periode tidak selalu memperoleh imbalan tinggi pada periode berikutnya, demikian pula saham yang memperoleh imbalan rendah pada suatu periode tidak selalu memperoleh imbalan rendah pada periode berikutnya. Saham yang memperoleh imbalan tinggi pada suatu periode tidak selalu diikuti dengan imbalan tinggi pada periode berikutnya, demikian pula sebaliknya. Jadi tinggi-rendahnya imbalan saham pada suatu periode tidak berlanjut ke periode berikutnya. Dengan hasil penelitian demikian, maka tingginya imbalan investasi saham di tahun 2018 tidak bisa dijadikan dasar pengambilan keputusan/pilihan untuk investasi pada saham yang bersangkutan. Investor tidak bisa berharap memperoleh imbalan investasi yang tinggi di periode berikutnya dari saham yang memiliki imbalan investasi tinggi pada periode sebelumnya.
2. Rank risiko investasi (total) saham syariah tahun 2018 berbeda signifikan dengan tahun 2019. Hal ini berarti saham yang mengandung risiko investasi tinggi pada suatu periode tidak selalu menghadapi risiko investasi tinggi pada periode berikutnya, demikian pula saham yang mengandung risiko investasi rendah pada suatu periode tidak selalu mengandung risiko investasi rendah pada periode berikutnya. Saham yang mengandung risiko investasi tinggi pada suatu periode tidak selalu diikuti dengan risiko investasi tinggi pada periode berikutnya, demikian pula sebaliknya. Jadi tinggi-rendahnya risiko investasi saham pada suatu periode tidak berlanjut ke periode berikutnya. Dengan hasil penelitian demikian, maka tinggi-rendahnya risiko investasi (total) saham di tahun

2018 tidak bisa dijadikan dasar pengambilan keputusan/pilihan untuk investasi pada saham yang bersangkutan. Investor tidak bisa berharap akan menghadapi risiko investasi yang rendah di periode berikutnya dari saham yang memiliki risiko investasi rendah pada periode sebelumnya.

3. Rank risiko sistematis saham syariah tahun 2018 berbeda signifikan dengan tahun 2019. Hal ini berarti saham yang mengandung risiko sistematis tinggi pada suatu periode tidak selalu menghadapi risiko sistematis tinggi pada periode berikutnya, demikian pula saham yang mengandung risiko sistematis rendah pada suatu periode tidak selalu mengandung risiko sistematis rendah pada periode berikutnya. Saham yang mengandung risiko sistematis tinggi pada suatu periode tidak selalu diikuti dengan risiko sistematis tinggi pada periode berikutnya, demikian pula sebaliknya. Jadi tinggi-rendahnya risiko sistematis saham pada suatu periode tidak berlanjut ke periode berikutnya. Dengan kata lain tinggi-rendahnya risiko sistematis saham di tahun 2018 tidak bisa dijadikan dasar pengambilan keputusan/pilihan untuk investasi pada saham yang bersangkutan. Investor tidak bisa berharap akan menghadapi risiko sistematis yang rendah di periode berikutnya dari saham yang memiliki risiko sistematis rendah pada periode sebelumnya.
4. Rank risiko residual saham syariah tahun 2018 berbeda signifikan dengan tahun 2019. Hal ini berarti saham yang mengandung risiko residual tinggi pada suatu periode tidak selalu menghadapi risiko residual tinggi pada periode berikutnya, demikian pula saham yang mengandung risiko residual rendah pada suatu periode tidak selalu mengandung risiko residual rendah pada periode berikutnya. Saham yang mengandung risiko residual tinggi pada suatu periode tidak selalu diikuti dengan risiko residual tinggi pada periode berikutnya, demikian pula sebaliknya. Jadi tinggi-rendahnya risiko residual saham pada suatu periode tidak berlanjut ke periode berikutnya. Dengan kata lain tinggi-rendahnya risiko residual saham di tahun 2018 tidak bisa dijadikan dasar pengambilan keputusan/pilihan untuk investasi pada saham yang bersangkutan. Investor tidak bisa berharap akan

menghadapi risiko residual yang rendah di periode berikutnya dari saham yang memiliki risiko residual rendah pada periode sebelumnya.

5. Selain kesimpulan-kesimpulan tersebut di atas diperoleh pula kesimpulan bahwa indeks dan imbalan saham syariah (JII) pada umumnya lebih rendah daripada indeks dan imbalan saham konvensional (IHSG).

5.2. Saran-saran

5.2.1. Saran untuk kepentingan Akademik

Pihak-pihak yang berkepentingan dalam pengembangan pengetahuan dalam kaitannya dengan investasi saham syariah perlu memperhatikan hal-hal berikut :

- a. Fenomena saham yang memperoleh imbalan (keuntungan modal) tinggi pada suatu periode akan mendapatkan imbalan yang tinggi pula pada periode berikutnya dalam tidak terjadi di pasar saham syariah di Indonesia. Saham dengan imbalan tinggi pada suatu periode tidak selalu memperoleh imbalan yang tinggi pada periode berikutnya. Hal ini perlu mendapat perhatian, karena tidak sesuai dengan teori tren jangka pendek yang menekankan perlunya memilih saham yang memperoleh imbalan tinggi pada periode terakhir untuk investasi pada periode berikutnya.
- b. Fenomena saham yang mengandung risiko investasi rendah pada suatu periode akan menghadapi risiko investasi yang rendah pula pada periode berikutnya dalam tidak terjadi di pasar saham syariah di Indonesia. Saham dengan risiko investasi rendah pada suatu periode tidak selalu menghadapi risiko investasi rendah pada periode berikutnya. Hal ini perlu mendapat perhatian, karena tidak sesuai dengan teori tren jangka pendek yang menekankan perlunya memilih saham yang mengandung risiko investasi rendah pada periode terakhir untuk investasi pada periode berikutnya. Hal ini berlaku baik untuk risiko investasi total, risiko sistematis, maupun risiko residual.

5.2.2. Saran untuk penelitian berikutnya

Bagi pihak-pihak yang berkepentingan dengan penelitian saham, penelitian ini dapat dikembangkan lebih lanjut dengan perubahan sebagai berikut :

- a. Menambah atau mengganti variabel dan indikator.
- b. Menggunakan sampel saham yang berbeda, bukan kelompok saham JII.
- c. Menggunakan metode penelitian yang berbeda, misalnya metode sampling dan penentuan ukuran sampel.
- d. Menggunakan metode analisis yang berbeda.

5.2.3. Saran untuk pemangku kepentingan pasar saham syariah

Dengan adanya temuan bahwa indeks dan imbalan saham syariah (JII) pada umumnya lebih rendah daripada indeks dan imbalan saham konvensional (IHSG), maka para pemangku kepentingan pasar saham syariah hendaknya berusaha agar indeks dan imbalan saham syariah bisa ditingkatkan sehingga tidak kalah dengan saham konvensional. Hal ini mengingat pasar saham syariah terus tumbuh baik jumlah emiten, jumlah lembar saham, nilai kapitalisasi, maupun jumlah pemegang sahamnya.

PENUTUP

Demikian laporan penelitian ini dibuat dengan harapan dapat memberikan manfaat bagi semua pihak. Namun demikian penelitian ini bukan tanpa kekurangan. Oleh karena itu peneliti mengharapkan kritik dan saran yang membangun agar penelitian berikutnya menjadi lebih baik.

Jakarta, 19 April 2021

Dr. M. Anhar, M.Si.,Ak.,CA.

DAFTAR REFERENSI

- Albaity, M. and R. Ahmad, 2008, Performance Of Syariah And Composite Indices: Evidence From Bursa Malaysia, *Asian Academy Of Management Journal Of Accounting And Finance*, Vol. 4, No. 1, pp. 23-43.
- Anhar, M., 2016 : “The Financial Performance, Stock Performance, Stock Risk and Their Influences on Index and Capital Gain of Sharia Stock in Indonesia” *Proceeding of 3th ICBESS-STEI*, 2016.
- Besley and Brigham, 2017 : *Essentials of Managerial Finance*, Orlando, Harcourt Inc.
- Bhandari, L.C., June 1998 : D/E Ratio and Expected CS Return : Empirical Evidence, *Journal of Finance*, No. 63.
- Bloomfield, R. & Hales, J., 2002 : Predicting the Next Step of a Random Walk – Experimental Evidence of Regime-Shifting Beliefs, *Journal of Financial Economics*, No. 65, 397-414.
- Bodie, Kane and Marcus. *Investment*. USA, McGraw Hill, 2013.
- Brown, L.D., & Han, J.C.V., Spring 2000 : Do Stock Price Fully Reflect the Impliations of Current Earnings for ARI Firm?, *Journal of Accounting Research*, Vol. 38 No. 1, USA.
- Brown & Kim, 1991 : “*Timely Aggregate Analyst Forecasts as Better Proxies for Market Earnings Expectations*”
- Brown and Warner. *Analisis Perbandingan Trading Volume*. 1985 [Online] Available: *eprints.undip.ac.id.*, (November 10th, 2013).
- Chen, J., Hong, H. and Stein, J.C., 2002 : Breadth of Ownrship and Stock Return, *Journal of Financil Economics*, No. 10.
- Chordia, T., Roll, R. and Subrahmanyam, A., 2002 : Order Imbalance, Liquidity, and Market Return, *Journal of Financial Economics*, No. 65, 111-130.
- Claude, C.H. and T. Viskanta. Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk. *Financial Analysis Journal*, Nov-Dec 1996, pp. 29-45.
- Cooper, 2001 : Following the Leader : A Study of Individual Analyst’ Earning Forecast, *Journal of Economics*, No. 61, 383-416.
- Creswell, J.W., 2009 : *Research Design*, 3rd Edition, USA., SAGE Publication, Inc.
- Dajan, Anto, 2015 : *Pengantar Metode Statistik*, Jilid II, LP3ES, Jakarta.

- David S.K dan Kurniawan I., 2016 : *Manajemen Investasi - Pendekatan Teknikal dan Fundamental Untuk Analisis Saham*, Yogyakarta, Graha Ilmu.
- Duffee, G.R, 1995 : “Stock Returns and Volatility A Firm-level Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 37 (1995) 399-420.
- Endri, E. Analisis Teknikal dan Fundamental Saham : Aplikasi Model Data Panel. *Jurnal Akuntabilitas*, 2012, No. 8(1), pp. 90-96.
- Gitman, L.J., 2018 : *Principle of Managerial Finance*, USA, Pearson Addison Wesley.
- Hamzah, A., Desember 2006 : Analisis Kinerja Saham Perbankan Sebelum dan Sesudah Reverse Stock Split di BEJ, *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya*, Vol. 4 No. 8, hlm. 14-68.
- Han, J.C.Y. and Wild, J.J. (2), Spring 1991 : Stock Price Behavior Associated With Manager’s Earnings and Revenue Forecasts, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29 No. 1, USA.
- Hardiningsih, P. Pengaruh Fundamental dan Risiko Ekonomi Terhadap Return Saham Pada Perusahaan di BEJ. *Jurnal Bisnis Strategi*, Vol.3, September 2002.
- Haugen, R.A. and Baker, N.L., 1996 : Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, No. 41, 401-439.
- Healy, P.M. and K.G. Palepu. 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, 2016 : *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Yogyakarta, BPFE.
- Jones, C.P., Shamsuddin, A. and Nauman, K., 2016 : *Investment Analysis and Management*, Australia, John Willey & Sons, Inc.
- Keown, A.J., Martin, J.D., Petty, J., Scott Jr., W. and David, F., 2015 : *Financial Management Principles and Applications*, New Jersey, Prentice-Hall.
- Klein, P., 2001 : The Capital Gain Lock-in Effect and Long-Horizon Return Reversal, *Journal of Financial Economics*, No. 59, 33-62.
- Kodrat, D.S. & K. Indonanjaya. *Manajemen Investasi Pendekatan Teknikal dan Fundamental untuk Analisis Saham*. Yogyakarta, Graha Ilmu, 2010.
- Lang, Mark, 1991: “Time-Varying Stock Price Response to Earnings Induced by Uncertainty About the Time-series Process of Earnings”

- Levin, R.I. and Rubin, D.S., 2015 : *Statistics for Management*, 7th Edition, USA, New Jersey, Prentice-Hall International, Inc.
- Lui, D., Markov, S. and Tamayo, A., March 2007 : What Makes a Stock Risky? Evidence from Sell-Side Analysts' Risk Rating, *Journal of Accounting Research*, Vol. 45 No. 1, USA.
- MacKinley, A.C., 1995 : Multifactor Models Do Not Explain Deviations from the CAPM, *Journal of Financial Economics*, No. 38, 3-28.
- Natarsyah, S., 2012 : *Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham – Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan*, Yogyakarta, BPFE.
- Palepu, Healy and Bernard, 2016 : *Business Analysis and Valuation*, 3rd Edition.
- Reilly, F.H. and Brown, K.C., 2015 : *Investment Analysis and Portfolio Management*, Florida, The Dryden Press.
- Ross, A.S., Westerfield, P.W. and Jordan, B.D. : *Corporate Finance Fundamentals*, 6th Edition, New York, McGraw-Hill, 2018.
- Sadka, G. : Undersatnding Stock Price Volatility, March 2007 : The Role of Earnings, *Journal of Accounting Research*, Vol. 45 No. 1, USA.
- Sartono, A. *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*. Edisi 4, Yogyakarta, BPFE, 2010.
- Sekaran, U., 2016 : *Research Methods for Business*, John Willey & Sons Inc.
- Sharpe, W., 2016 : *Investment*, 3rd Edition, New Jersey, Prentice Hall.
- Shin, H.S., May 2006 : Disclosure Risk and Price Drift, *Journal of Accounting Research*, Vol. 44 No. 2, USA.
- Sudarto, Khrisnoe dan Tohir, 1999 : Analisis Return Saham dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya, *JERA* Vol. 1 No. 1, 43-51.
- Supranto, Johanes, 2015 : *Statistik Teori dan Aplikasi*, Edisi 7, Jilid I dan II, Jakarta, Erlangga.
- Susanto, D. dan Agus Sabardi, 2015 : *Analisis Teknikal di Bursa Efek*, Yogyakarta, UPP STIM YKPN.
- Tandelillin, E., 2015 : *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Yogyakarta, BPFE.
- Van Horne, J.C. and Wachowicz, Jr., J.M., 2015 : *Fundamental of Financial Management*, 11th Edition, USA, New Jersey, Prentice-Hall International.
- Weston, J.F., Besley and Brigham, 2016 : *Essentials of Managerial Finance*, USA, The Dryden Press.

Weston, J.F. and T.E. Copeland. *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan (Terjemahan)*. Jakarta, Erlangga, 2013.

Zulbahnidar dan Jontus, 2002. : Pengaruh Risiko dan Leverage Keuangan Riau-Pekanbaru Terhadap Tingkat Keuntungan Dalam Sektor Properti dan Real Estat di BEJ, *Jurnal Penelitian Riset Akuntansi IX*, FE.

Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-51/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996.

SK Menteri Keuangan RI No. 740/KMK 00/1989 tanggal 28 Juni 1989.

Undang-undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995.

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

<http://www.OJK.go.id>.