

LAPORAN PENELITIAN

RISIKO DAN IMBALAN MASA LALU SEBAGAI
SINYAL INDEK DAN IMBALAN MASA DEPAN
SAHAM SYARIAH DI INDONESIA



Dr. Muhammad Anhar, MSi.,Ak.,CA.
Arief Wicaksono, SE.,MSi.,CMA.,CA.

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI INDONESIA
JAKARTA
2017

HALAMAN PENGESAHAN

Judul : Risiko dan Imbalan Masa Lalu Sebagai Sinyal Indeks dan Imbalan Masa Depan Saham Syariah di Indonesia

Peneliti : Dr. Muhammad Anhar, M.Si.,Ak.,CA. NIDN 0019095901
Arief Wicaksono, SE.,MSi.,CMA,CA. NIDN 0307018104

Lokasi Penelitian : Bursa Efek Indonesia (BEI)

Luaran yang Diharapkan : Pemahaman Tentang Sinyal Risiko dan Imbalan Atas Indeks dan Imbalan Saham Syariah di Indonesia.

Biaya Total : Rp 3.500.000

- STEI : Rp 3.500.000

- Sumber lain : -

Jakarta, 19 Juni 2017

Peneliti,

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

Mengetahui,
Kepala Bagian Penelitian

Menyetujui,
Wakil Ketua IV

(Ir. Dwi Windu Suryono, M.S.)
NIDN010486032

(Drs. Jusuf Haryanto, M.Sc.)
NIDN 0325036001

ABSTRACT

This research aim is to prove the existing signal of Indonesia sharia stock's risk and return on their future index and return. The hypothesis state that the stock's risk and return respectly give a signal on their future index and return. The research is designed as a quantitative, ex post facto, associative, and positivistic research by analyzing the correlation of stock's risk and return to their future index and return.

The stock risk (total risk, systematic risk and unsystematic risk) and return are set as independent variables; while stock's future index and return as dependent ariables.

The existing signals were studied simultaneously in one model, *Partial Least Square (PLS)*. Descriptive analysis, Coefficiencie of Correlations, and hypotheses testing were used in this study.

The conclusions were : First, the stock's return do not give any signal on their future index and return. Second, the total risk, systematic risk and unsystematic risk respectly give a signal on their future return, but do not on their future index. Third, the total risk and unsystematic risk respectly give a negative signal on their future return, while the systematic risk do a positive signal.

Keywords : stock return, stock index, total risk, systematic risk and unsystematic risk.

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 “RISIKO DAN IMBALAN MASA LALU SEBAGAI SINYAL INDEK DAN IMBALAN MASA DEPAN 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 serta karyawan STIE Indonesia sahabat tercinta yang telah memberikan bantuan moril maupun materil dalam penyelesaian penelitian 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, 19 Juni 2017

Penulis,

Muhammad Anhar

DAFTAR ISI

Halaman

Halaman Sampul	
Halaman Pengesahan	i
Abstrak	ii
Kata Pengantar	iii
Daftar isi.....	ii
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. DATA DAN ANALISIS

4.1. Pengolahan Data	34
4.1.1. Imbalan Saham 2016	34
4.1.2. Risiko Total 2016	37
4.1.3. Risiko Sistematis 2016	38
4.1.4. Risiko Tak Sistematis 2016	39
4.1.5. Indeks Saham Januari 2017	39
4.1.6. Imbalan Saham Januari 2017	40
4.2. Analisis Statistik Deskriptif	40
4.3. Analisis Partial Least Square	43
4.3.1. Analisis Korelasi	46
4.3.2. Uji Hipotesis	46
4.3.2.1. Uji Hipotesis Korelasi Imbalan dengan Indeks Masa Depan	47
4.3.2.2. Uji Hipotesis Korelasi Imbalan dengan Imbalan Masa - Depan	47
4.3.2.3. Uji Hipotesis Korelasi Risiko Total dengan Indeks Masa - Depan	48
4.3.2.4. Uji Hipotesis Korelasi Risiko Total dengan Imbalan Masa - Depan	49
4.3.2.5. Uji Hipotesis Korelasi Risiko Sistematis dengan Indeks	

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Sistem perekonomian Indonesia terdiri dari dua sektor utama yaitu sektor riil dan sektor keuangan. Dalam sektor keuangan terdapat industri keuangan, dalam industri keuangan terdapat pasar modal, di manasaham konvensional dan saham syariah dipasarkan. Dengan penduduk yang mayoritas muslim Indonesia merupakan pasar yang sangat potensial bagi pengembangan industri keuangan syariah, khususnya pasar modal 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. Oleh karena itu karakteristik pasar investasi saham syariah menjadi menarik perhatian untuk diteliti.

Berkenaan 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 individual (IHSI) perusahaan yang bersangkutan.

Sebelum mengambil keputusan investasi, investor melakukan analisis saham tentang potensi imbalan dan risiko investasi saham. Faktor yang diperhatikan dalam analisis potensi imbalan dan risiko investasi adalah indeks harga saham dan keuntungan modal 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).

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. Fenomena yang menarik dan mudah diamati 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 indeks 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, indeks saham, imbalan, dan risiko investasi saham-saham di pasar berfluktuasi dari waktu ke waktu.
5. Saham perusahaan yang mempunyai imbalan dan risiko investasi baik pada beberapa periode yang lalu tidak selalu diikuti dengan indeks dan imbalan yang tinggi pada periode 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 pada umumnya menggunakan kinerja saham dan risiko investasi 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. 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, imbalan 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 indek dan imbalan di masa yang akan datang ? Fenomena perbedaan indek, imbalan dan risiko investasi antar saham syariah serta fluktuasinya menimbulkan keinginan-tahuan tentang hubungan diantara faktor-faktor tersebut, terutama tentang kemampuan imbalan dan risiko investasi di masa lalu memberikan sinyal akan indek dan imbalan di masa yang akan datang .

Beberapa penelitian yang berkaitan dengan kinerja saham, indek, imbalan dan risiko investasi saham telah banyak dilakukan (Penelitian Terdahulu), tetapi pada umumnya menyangkut saham konvensional, bukan saham syariah, dan hasilnya berbeda-beda. Adanya *empirical/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 indek 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. Identifikasi Masalah

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

1. Imbalan saham, risiko saham, indek dan imbalan saham pada saat yang sama berbeda-beda antar saham syariah.
2. Imbalan saham, risiko saham, indek 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 indeks dan imbalan di masa yang akan datang.
5. Para pelaku pasar saham syariah (emiten, investor, pedagang perantara, konsultan) mengalami kesulitan dalam memprediksi indeks 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 indeks dan imbalan saham di masa yang akan datang, tetapi secara empiris di pasar saham syariah masih perlu diteliti.
7. Para pelaku pasar saham syariah berkepentingan untuk memahami hubungan kausalitas di antara imbalan dan risiko investasi saham di masa lalu dengan indeks dan imbalan saham di masa yang akan datang.

1.3. Batasan Masalah

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.

Dari identifikasi masalah yang telah dikemukakan tampak bahwa subjek dan 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. 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 spesifik (residu) saham. Dengan demikian penelitian ini dibatasi pada lima faktor sebagai variabel yang diteliti yaitu keuntungan modal

saham, risiko investasi total, risiko sistematis, risiko spesifik saham syariah di masa lalu, serta indeks dan keuntungan modal saham di masa yang akan datang.

Selain pembatasan variabel yang diteliti, periode pengamatan terhadap variabel yang diteliti juga dibatasi yaitu selama 14 bulan terakhir (Desember 2015 s/d Januari 2017). Pengamatan 14 bulan dimaksudkan untuk memperoleh data variabel 12 bulan (1 tahun) ditambah data 1 bulan berikutnya.

1.4. Rumusan Masalah

Masalah penelitian ini dirumuskan dalam bentuk pertanyaan : “Diantara imbalan dan risiko investasi saham syariah, manakah yang mempunyai daya sinyal lebih besar terhadap indeks dan imbalan saham di masa yang akan datang ?” Masalah penelitian ini dapat dirinci sebagai berikut :

1. Apakah imbalan saham dan risiko saham syariah di masa lalu memberikan sinyal akan indeks dan imbalan saham di masa yang akan datang ?
2. Diantara imbalan dan risiko investasi di masa lalu, manakah yang mempunyai daya sinyal lebih tinggi ?
3. Diantara risiko investasi total, risiko sistematis dan risiko spesifik di masa lalu, manakah yang mempunyai daya sinyal lebih tinggi ?

1.5. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui secara empiris tentang daya sinyal risiko dan imbalan saham syariah akan tingginya indeks dan imbalan saham di masa yang akan datang. Tujuannya adalah :

1. Untuk membuktikan secara empiris dan memperoleh gambaran tentang daya sinyal risiko dan imbalan saham syariah di masa lalu akan indeks dan imbalan di masa yang akan datang. Tujuan ini dapat juga dikatakan untuk mengetahui peranan risiko dan imbalan saham syariah dalam memprediksi indeks dan imbalan di masa yang akan datang.
2. Untuk membuktikan secara empiris faktor yang mempunyai daya sinyal lebih tinggi diantara risiko dan imbalan investasi saham syariah.
3. Untuk membuktikan secara empiris faktor yang mempunyai daya sinyal lebih tinggi diantara risiko total, risiko sistematis dan risiko spesifik.

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 faktor-faktor yang memberikan sinyal akanindek 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, 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 dan risiko investasi saham syariah.

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* (Suaad Husnan, 2010). Menurut konsep teori APT faktor yang mempengaruhi *return* dapat lebih dari satu. Weston dan Copeland (2003) 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, 2003). 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, 2000). 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 et. al., 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, 2000).

Imbalan menjadi indikator peningkatan kekayaan (*equity*) dan kemakmuran (*wealth*) investor, sekaligus juga tolok ukur prospek saham perusahaan. Menurut Van Horne (2013), Bodie (2008), dan Tandelillin (2010) dikatakan bahwa imbalan saham terdiri dari keuntungan modal dan dividen. Kenyataannya sebagian besar investor lebih menyukai keuntungan modal dibandingkan dividen (Susanto dan Sabardi, 2010). 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 (2003 : 282) sebagai berikut :

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

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 (2007) menyatakan : *“Risk can be define as the chance that some unfavourable event will occure”*. Keown et al (2005) mendefinisikan : *“Risk is the likely variability associated with expected revenue or income stream”*. Dalam kaitannya dengan risiko investasi, Weston et al (2006) 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 (2011) mengatakan : *“Risk is the uncertainty that an investment will earn its expected rate or return”*. Sharpe

(2010) mengatakan : “*Risk is the thing for measuring of actual return deviation to expected return*”. Jones (2014) 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, 2006) 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, 2006). 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 (2011 : 74, 114) merumuskan \bar{X} , σ^2 , σ dan β sebagai berikut :

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

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 (2011 : 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 :

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 D/E , risiko sistematis, dan imbalan. Hasil penelitian : <ul style="list-style-type: none"> • Hubungan Rasio D/E dengan imbalan saham negatif tetapi tidak signifikan. • Hubungan beta dengan imbalan positif dan signifikan.
5	Natarsyah, 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 DE , risiko sistematis, dan imbalan saham. Hasil penelitian : Hubungan rasio DE 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 DE) 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 konsisten dengan reaksi harga saham rata-rata terhadap pengumuman

		<p>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 et al., 1996 : <i>Political Risk, Economic Risk and Financial Risk</i>	Variabel : Risiko politik, ekonomi, keuangan, PER, DPR, PBV dan imbalansaham. Hasil penelitian : Risiko 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 indeks 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 analis.
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

		<p>keuntungan modal daripada arus kas 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 :	Variabel : kinerja saham dan volume

	“Following the Leader : A Study of Individual Analysts’ Earning Forecast”	perdagangan. Hasil penelitian : <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”	Variabel : Kinerja keuangan, kinerja saham, risiko saham, indeks saham, dan keuntungan modal saham. Hasil penelitian : <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. Kinerja, Indek dan Imbalan Saham

Kinerja saham dapat dilihat pada indek dan imbalan sebagai indikatornya. 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, Indek dan Imbalan Saham

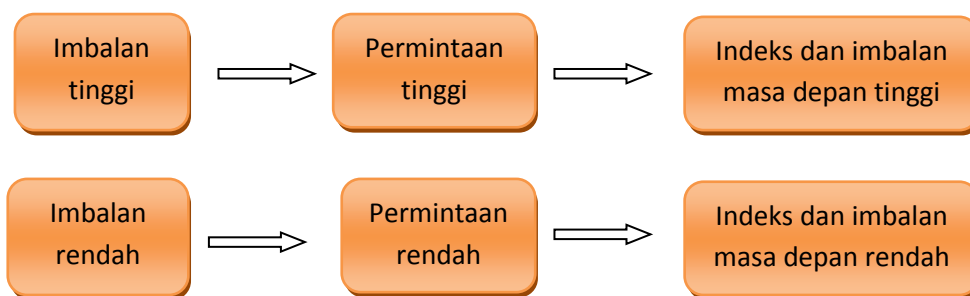
Risiko investasi saham dapat dilihat pada risiko total (standar deviasi keuntungan modal), risiko relatif (koefisien variasi keuntungan modal), risiko sistematis (Beta saham), dan risiko spesifik sebagai indikatornya. Bagi investor

yang berkarakter “Risk Taker” investasi berrisiko tinggi justru menarik, karena mempunyai imbalan potensial yang tinggi pula (Aksioma “high risk - high return”). Bagi investor yang berkarakter “Risk Avider” risiko rendahlah yang menarik, meskipun disadari bahwa imbalan potensialnya juga rendah. Jika dari segi risiko 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.

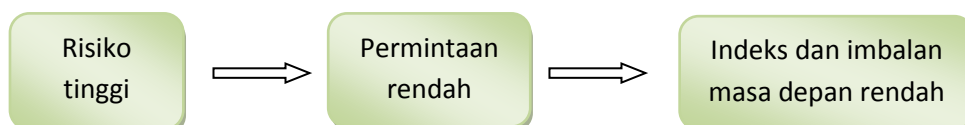
1. Teori saham Teknikal : Imbalan masa lalu mencerminkan potensi imbalan masa depan.

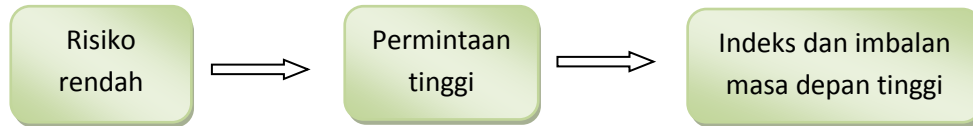


2. Aksioma “Risk-return Trade-off” : High risk - high return, Low risk – low return.

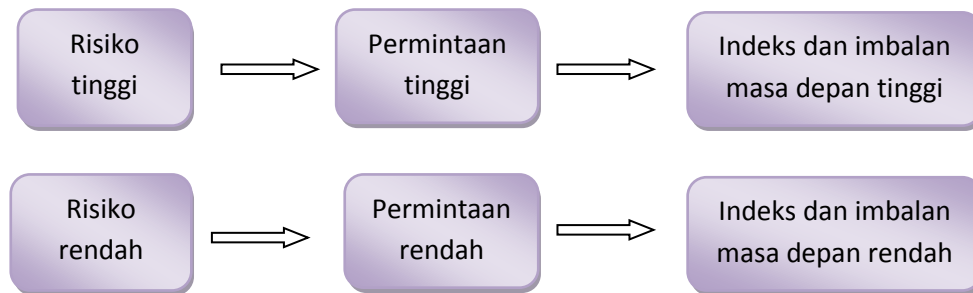


3. Perilaku investor : “Risk Avider” lebih tertarik pada saham berrisiko rendah dari pada saham berisiko tinggi, meskipun berpotensi imbalan rendah pula (High risk-high return, Low risk-low return).



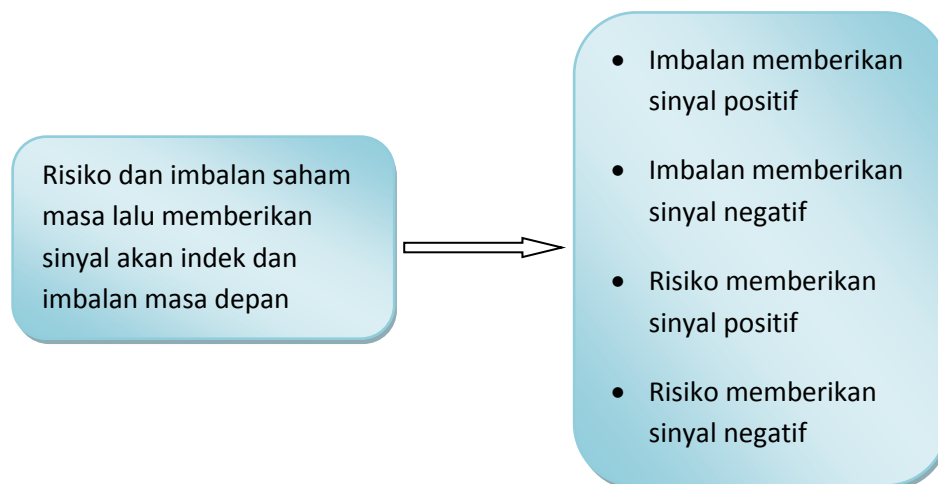


4. Perilaku investor : “Risk Taker” lebih tertarik pada saham berrisiko tinggi, karena berpotensi imbalan tinggi pula (High risk-high return, Low risk-low return).

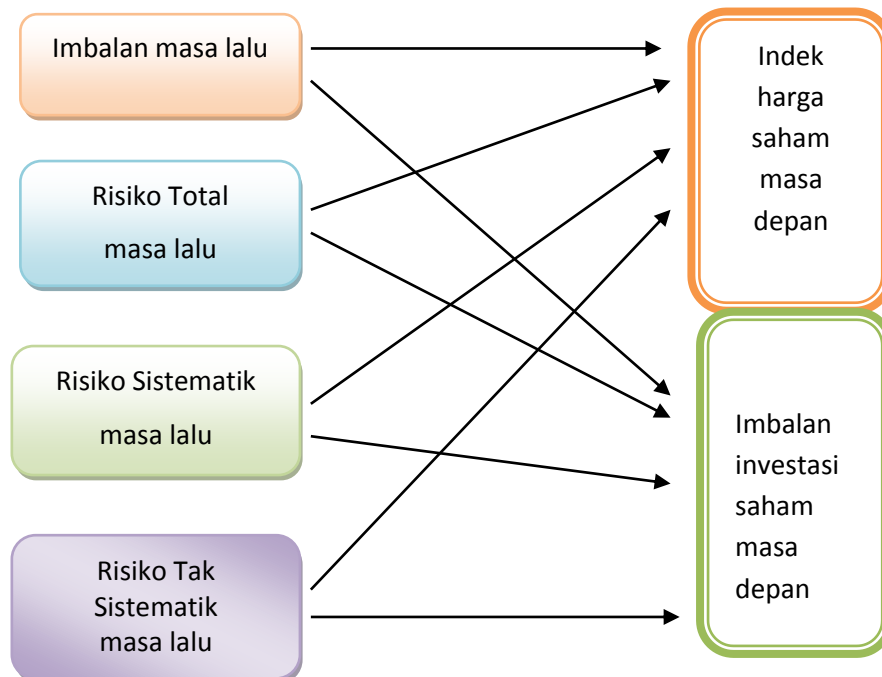


5. Dari kerangka pemikiran 1, 2, 3 dan 4 dapat ditarik logika bahwa imbalan dan risiko saham di masa lalu memberikan sinyal akan indek dan imbalan masa depan, dengan beberapa kemungkinan :

- Imbalan memberikan sinyal positif
- Imbalan memberikan sinyal negatif
- Risiko memberikan sinyal positif
- Risiko memberikan sinyal negatif



6. Kerangka pemikiran lengkap (perpaduan kerangka pemikiran 1, 2, 3, 4 dan 5)



2.5. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan landasan teori, hasil-hasil penelitian terdahulu dan kerangka pemikiran yang telah dikemukakan, maka dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut :

- Hipotesis 1 : Imbalan investasi masa lalu memberi sinyal positif akan indek masa depan.
- Hipotesis 2 : Risiko investasi total masa lalu memberi sinyal negatif akan indek masa depan.
- Hipotesis 3 : Risiko sistematis masa lalu memberi sinyal negatif akan indek masa depan.
- Hipotesis 4 : Risiko spesifik masa lalu memberi sinyal negatif akan indek masa depan.
- Hipotesis 5 : Imbalan investasi masa lalu memberi sinyal positif akan imbalan masa depan.
- Hipotesis 6 : Risiko investasi total masa lalu memberi sinyal negatif akan imbalan masa depan.
- Hipotesis 7 : Risiko sistematis masa lalu memberi sinyal negatif akan imbalan masa depan.
- Hipotesis 8 : Risiko spesifik masa lalu memberi sinyal negatif akan imbalan masa depan.

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 Januari sampai April 2017, dengan periode data Desember 2015 s/d Januari 2017.

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 2017, kurang lebih 350 saham. Ukuran sampel ditentukan sebanyak 35 saham syariah (10% dari populasi) yang dijangkau melalui pengambilan sampel acak. Ukuran sampel lebih dari 30 dan kurang dari 500 adalah tepat untuk penelitian pada umumnya (Roscoe, 1975 dalam Sekaran, 2016).

Teknik pengambilan sampel dilakukan melalui metode "*purposive sampling*", yaitu 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. Kriteria-kriteria yang digunakan untuk menentukan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- a. Saham syariah yang tercatat di BEI pada bulan Januari 2017.
- b. Saham aktif diperdagangkan setiap bulan selama periode penelitian (Desember 2015 – Januari 2017).
- c. Data indek harga saham dan ratio keuangannya selalu dipublikasikan di BEI selama periode pengamatan.

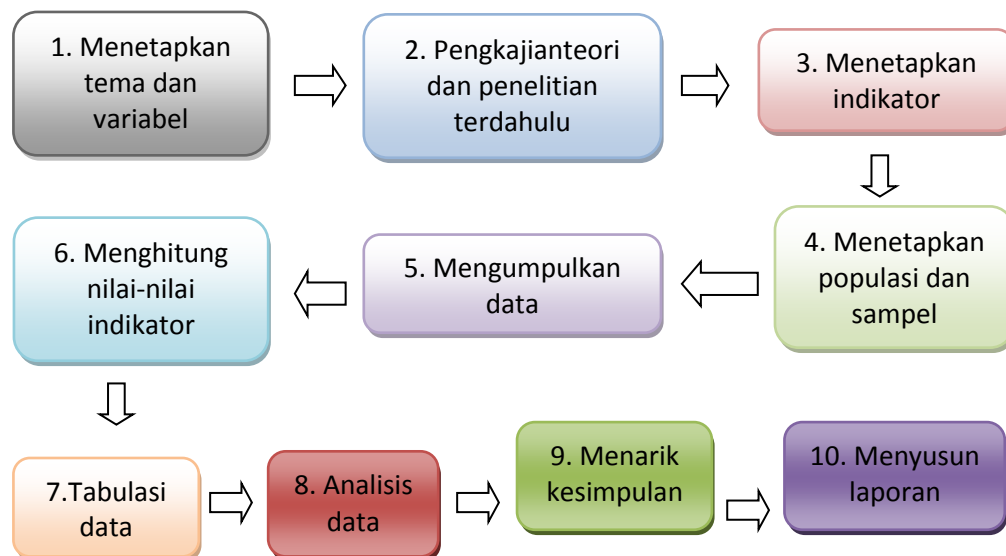
3.3. Rancangan Penelitian

Penelitian ini dirancang sebagai sebuah penelitian kuantitatif-asosiatif. Penelitian asosiatif merupakan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh atau hubungan antara dua variabel atau lebih. Sesuai dengan tujuan penelitian ini yaitu untuk menguji pengaruh variabel eksogen (imbangan saham, risiko total, risiko sistematik dan risiko spesifik) terhadap variabel endogen (indek dan imbalan saham periode yang akan datang).

Metode penelitian yang digunakan adalah metode kuantitatif karena metode ini efektif untuk jenis penelitian yang bersifat asosiatif atau pengujian. Selain itu metode kuantitatif dapat diselesaikan dalam waktu singkat dan menghasilkan informasi yang relevan. Metode kuantitatif bertujuan untuk menguji hubungan/pengaruh dari variabel eksogen terhadap variabel endogen.

3.4. Tahapan Penelitian

Penelitian ini akan dilakukan dengan tahapan sebagai berikut :



Penjelasan :

1. Tahap pertama adalah menetapkan tema dan variabel penelitian. Tema penelitian adalah hubungan kausalitas diantara imbalan saham, risiko investasi dan indek. Adapun variabel penelitiannya adalah imbalan saham dan risiko saham di masa lalu, serta indek dan imbalan saham di masa depan.

2. Tahap kedua adalah melakukan 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 masing-masing variabel. Masing-masing variabel diukur dengan nilainya masing-masing, jadi variabel sama dengan indikator, yaitu : imbalan saham Desember 2016, risiko total Desember 2016, risiko sistematis Desember 2016, risiko spesifik Desember 2016, indeks Januari 2017, dan imbalan Januari 2017.
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 2017. Adapun sampelnya adalah 35 saham syariah yang terjaring melalui pengambilan sampel acak (Random Sampling).
5. Tahap ke lima adalah mengumpulkan data yang diperlukan, yaitu indeks harga saham individual (IHSI) dan rasio keuangan emiten saham sampel, serta indeks harga saham gabungan (IHSG) selama periode pengamatan dari bulan Desember 2015 s/d Januari 2017.
6. Tahap ke enam adalah menghitung nilai-nilai indikator/variabel. Nilai-nilai indikator dihitung berdasarkan data indeks harga saham individual (IHSI) sampel, serta 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 penentuan koefisien-koefisien regresi/korelasi, dan menguji hipotesis.
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 6 variabel/indikator sebagai berikut:

1. Variabel independen terdiri dari 4 variabel, yaitu imbalan saham, risiko total, risiko sistematis, dan risiko spesifik saham per Desember 2016.
2. Variabel dependen terdiri dari 2 variabel, yaitu indeks dan imbalan saham per Januari 2017.

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. 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 $\sigma^2(e_i)$.

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

dimana X_i = imbalan saham periode i

\bar{X} = imbalan rata-rata atau imbalan yang diharapkan $\{E(r)\}$

n = banyaknya periode yang diamati

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

dimana :

X = imbalan saham pasar

Y = imbalan saham individual

3. Indeks harga saham individual adalah perbandingan harga pasar saham perusahaan pada suatu periode dengan harga pasar pada periode dasar atau harga perdana. Indeks harga saham perusahaan (individual) diukur dengan nilai indeks yang dipublikasikan oleh BEI.

3.7. Hipotesis Statistik

Di Bab II telah dikemukakan rumusan hipotesis penelitian yang menyatakan adanya sinyal dari imbalance dan risiko investasi saham masa lalu akan indeks dan imbalance investasi masa depan. Hipotesis adanya sinyal diuji dengan menggunakan koefisien korelasi, sehingga pengujiannya adalah uji hipotesis korelasi. Ketika hipotesis adanya korelasi diterima/terbukti, maka dapat disimpulkan adanya sinyal 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 hubungan signifikan antara dua variabel atau tidak-adanya perbedaan signifikan antara dua kelompok, sedangkan hipotesis alternatif digunakan untuk menyatakan adanya hubungan signifikan antara dua variabel atau adanya perbedaan signifikan antara dua kelompok. Oleh karena itu hipotesis penelitian yang dikemukakan di atas dirumuskan menjadi hipotesis statistik sebagai berikut :

Hipotesis 1	H_{1_0} :	Imbalance investasi masa lalu <i>tidak</i> memberi sinyal positif akan indeks masa depan.
	H_{1_a} :	Imbalance investasi masa lalu memberi sinyal positif akan indeks masa depan.
Hipotesis 2	H_{2_0} :	Risiko investasi total masa lalu <i>tidak</i> memberi sinyal negatif akan indeks masa depan.
	H_{2_a} :	Risiko investasi total masa lalu memberi sinyal negatif akan indeks masa depan.
Hipotesis 3	H_{3_0} :	Risiko sistematis masa lalu <i>tidak</i> memberi sinyal negatif akan indeks masa depan.
	H_{3_a} :	Risiko sistematis masa lalu memberi sinyal negatif akan indeks masa depan.
Hipotesis 4	H_{4_0} :	Risiko spesifik masa lalu <i>tidak</i> memberi sinyal negatif akan indeks masa depan.
	H_{4_a} :	Risiko spesifik masa lalu memberi sinyal negatif akan indeks masa depan.

Hipotesis 5	H5 _o :	Imbalan investasi masa lalutidak memberi sinyal positif akan imbalan masa depan.
	H5 _a :	Imbalan investasi masa lalu memberi sinyal positif akan imbalan masa depan.
Hipotesis 6	H6 _o :	Risiko investasi total masa lalutidak memberi sinyal negatif akan imbalan masa depan.
	H6 _a :	Risiko investasi total masa lalu memberi sinyal negatif akan imbalan masa depan.
Hipotesis 7	H7 _o :	Risiko sistematis masa lalutidak memberi sinyal negatif akan imbalan masa depan.
	H7 _a :	Risiko sistematis masa lalu memberi sinyal negatif akan imbalan masa depan.
Hipotesis 8	H8 _o :	Risiko spesifik masa lalutidak memberi sinyal negatif akan imbalan masa depan.
	H8 _a :	Risiko spesifik masa lalu memberi sinyal negatif akan imbalan masa depan.

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.

3.9. Pengolahan Data dan Analisis

Analisis data meliputi :

1. Perhitungan nilai seluruh variabel/indikator dari yang diteliti (6 variabel/indikator).
2. Perumusan model persamaan struktural (SEM) dengan menggunakan Partial Least Square.
3. Pengujian hipotesis signifikansi hubungan/pengaruh (10 kali uji t)

3.10. Perhitungan Nilai Variabel/Indikator

Indikator yang digunakan untuk mewakili variabel dalam penelitian ini sebanyak 6 indikator, yaitu imbalan saham, risiko total, risiko sistematis, dan risiko spesifik saham per Desember 2016, sertaindek dan imbalan saham per Januari 2017. Nilai indek diambil dari data BEI, jadi tidak memerlukan pengolahan sendiri.

Imbalan saham individual dari unsur keuntungan modal adalah kenaikan indek 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
--	--

Risikoinvestasi total diukur dengan *SD* (*Standard Deviation*, simpangan baku) imbalan saham, diukur dengan rumusLevin (2011) dirumuskan sebagai berikut:

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

Risiko Sistematis 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)
--	--

3.11. Analisis Korelasi

Analisis korelasi dilakukan setelah analisis Partial Least Square, digunakan untuk mengetahui tingkat keeratan hubungan antara dua variabel. Koefisien korelasi yang digunakan adalah koefisien korelasi Karl Pearson yang dirumuskan dibawah ini (Levin, 2011) dengan nilai korelasi sebesar $-1 \leq r \leq 1$ (korelasi negatif sempurna s/d korelasi positif sempurna).

$r = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{\sqrt{\{n\sum X^2 - (\sum X)^2\}\{n\sum Y^2 - (\sum Y)^2\}}}$	<p>dimana X = nilai suatu variabel Y = nilai variabel lain</p>
---	--

3.12. Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan dengan uji korelasi, uji beda 2 rata-rata, dan uji beda 3 rata-rata. Uji korelasi dilakukan secara partial (Uji t) dengan membandingkan nilai t hitung dengan t tabel. Koefisien jalur dikatakan signifikan jika nilai t hitung > t tabel (Hair et al, 2010). Nilai t dihitung dengan rumus (Levin, 2011):

$t = r \sqrt{\frac{(n-2)}{1-r^2}}$	<p>dimana r = koefisien korelasi tunggal r² = koefisien determinasi tunggal</p>
------------------------------------	--

Pengujian signifikansi korelasi secara parsial menggunakan uji t dimaksudkan untuk melihat seberapa besar korelasi satu variabel eksogen secara individual dengan variabel endogen. Langkah-langkah pengujian yang dilakukan adalah sebagai berikut (Gujarati, 2010):

- a) Merumuskan hipotesis

Ho : Variabel eksogen secara parsial tidak berkorelasi signifikan dengan variabel endogen.

Ha : Variabel eksogen secara parsial berkorelasi signifikan dengan variabel endogen.

- b) Menentukan tingkat signifikansi (α) sebesar 0,05.

- c) Membandingkan thitung dengan ttabel.

Jika thitung > ttabel maka Ha diterima, yang berarti bahwa variabel eksogen secara parsial berkorelasi signifikan dengan variabel endogen.

Jika $t_{hitung} < t_{tabel}$ maka H_0 ditolak, yang berarti bahwa variabel eksogen secara partial berkorelasi signifikan dengan variabel endogen.

Nilai t hitung dapat dilihat dari hasil olahan program statistik PLS atau dicari dengan rumus (Gujarati, 2010):

$$t_{hitung} = \frac{\text{Standar Deviasi}}{\text{Koefisien Regresi}}$$

Selain itu juga dilakukan uji hipotesis beda 2 rata-rata dan beda 3 rata-rata. Uji beda 2 rata-rata digunakan untuk mengetahui mana yang memberikan sinyal lebih besar diantara imbalan dan risiko di masa lalu. Uji beda 3 rata-rata digunakan untuk mengetahui mana yang memberikan sinyal lebih besar diantara risiko total, risiko sistematis dan risiko spesifik di masa lalu.

3.13. Jadwal Penelitian

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

3.14. 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

DATA DAN ANALISIS

Topik penelitian ini menyangkut variabel imbalan saham dan risiko investasi saham tahun 2016 serta imbalan saham dan indek saham periode yang akan datang (Januari 2017). Karena risiko investasi saham terdiri dari Risiko Total, Risiko Sistematis dan Risiko Tak Sistematis, maka data dalam penelitian terdiri dari data Imbalan 2016 (*Return*), Risiko Total 2016 (*Total Risk, TR*), Risiko Sistematis 2016 (*Systematic Risk, SR*), Risiko Tak Sistematis 2016 (*Unsystematic Risk, UR*), Indeks saham Januari 2017 (*Future Index, FI*) dan Imbalan saham Januari 2017 (*Future Return, FR*). Data final variabel-variabel tersebut diperoleh melalui serangkaian perhitungan yang akan dijelaskan dibagian ini. Nilai variabel-variabel tersebut diperoleh dengan melalui pengolahan data mentah harga saham syariah dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang dirangkum pada table 4.1. di halaman berikut.

4.1. Pengolahan Data

4.1.1. Imbalan Saham 2016 (*Return, Ret*)

Imbalan saham 2016 (*Return, Ret*) adalah imbalan saham rata-rata per bulan tahun 2016 dari tiap-tiap perusahaan (PT) yang diamati. Imbalan dihitung dari selisih harga saham suatu bulan dengan harga saham bulan sebelumnya. Contoh perhitungan Imbalan Saham AALI :

Angka imbalan rata-rata 1,03% berarti saham AALI pada tahun 2016 memperoleh imbalan rata-rata 1,03% per bulan. Imbalan saham perusahaan-perusahaan lain dihitung dengan cara seperti saham AALI. Demikian pula imbalan saham pasar pada umumnya (imbalan IHSG).

Tabel 4.1. Data Harga Saham Syariah

NO	SUB SEK TOR	SAHAM	HARGA							
			2015	2016						
			Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul
1	12	IHSG	4.593	4.615	4.771	4.845	4.839	4.797	5.017	5.216
2	12	AALI	15.850	17.075	14.850	18.200	16.100	14.150	14.700	14.500
3	12	LSIP	1.320	1.425	1.430	1.820	1.535	1.450	1.380	1.405
4	12	SGRO	1.700	1.810	1.820	1.950	1.990	1.905	1.950	1.990
5	12	SSMS	1.950	1.985	1.980	1.925	1.855	1.760	1.880	1.675
6	21	ADRO	515	525	605	645	730	710	850	1.040
7	21	PTBA	4.525	4.450	5.075	6.275	7.050	6.375	7.700	9.850
8	21	ITMG	5.725	4.810	6.750	6.625	7.800	8.750	9.375	12.575
9	23	ANTM	314	329	364	464	760	650	725	795
10	23	INCO	1.635	1.445	1.535	1.750	1.860	1.655	1.820	2.560
11	31	INTP	22.325	19.700	20.025	19.725	19.725	16.650	16.875	17.075
12	31	SMGR	11.400	11.050	10.250	10.175	9.900	9.000	9.350	9.375
13	42	ASII	6.000	6.450	6.800	7.250	6.725	6.600	7.400	7.725
14	51	ICBP	13.475	14.450	15.750	15.200	15.275	16.200	17.225	8.600
15	51	INDF	5.175	6.200	7.050	7.225	7.125	6.925	7.250	8.325
16	53	KLBF	1.320	1.335	1.300	1.445	1.375	1.430	1.530	1.675
17	54	MRAT	208	211	204	205	214	218	208	236
18	61	BSDE	1.800	1.730	1.685	1.835	1.850	1.830	2.110	2.090
19	61	LPKR	1.035	1.055	1.025	1.045	1.015	955	1.145	1.135
20	61	SMRA	1.650	1.445	1.595	1.585	1.565	1.600	1.810	1.695
21	61	PWON	496	448	458	484	525	550	615	650
22	62	ADHI	2.140	2.550	2.610	2.690	2.675	2.570	2.780	2.830
23	62	WIKA	2.640	2.800	2.605	2.610	2.650	2.400	2.960	2.980
24	62	WSKT	1.670	1.735	1.930	2.005	2.345	2.510	2.550	2.770
25	62	PTPP	3.875	3.900	3.690	3.860	3.665	3.700	3.900	3.860
26	71	PGAS	2.745	2.405	2.635	2.615	2.620	2.480	2.340	3.290
27	73	TLKM	3.105	3.340	3.250	3.325	3.550	3.700	3.980	4.230
28	74	BIRD	7.100	5.825	5.900	5.775	4.280	4.050	4.060	3.930
29	91	AKRA	7.175	7.350	8.175	6.950	6.500	6.400	6.400	6.750
30	92	UNTR	16.950	17.400	15.525	15.300	15.000	14.200	14.800	15.750
31	93	LPPF	17.600	16.000	18.475	18.350	19.000	18.975	20.000	19.925
32	96	MIKA	2.400	2.175	2.150	2.425	2.655	2.350	2.750	2.540
33	96	SILO	9.800	9.025	7.925	7.300	8.450	10.125	11.600	9.775

NO	SUB SEK TOR	SAHAM	HARGA						INDEX	
			2016					2017	2016	2017
			Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Des	Jan
		IHSG	5.386	5.365	5.423	5.149	5.297	5.294	4.593	5.294
1	12	AALI	16.400	14.825	15.250	16.550	16.775	15.775	1.227	1221
2	12	LSIP	1.600	1.495	1.525	1.815	1.740	1.550	341	400
3	12	SGRO	1.985	1.905	1.915	1.910	1.910	1.995	73	85
4	12	SSMS	1.675	1.555	1.520	1.370	1.400	1.620	291	242
5	21	ADRO	1.150	1.205	1.585	1.530	1.695	1.695	47	154
6	21	PTBA	9.925	9.625	11.900	11.800	12.500	11.600	787	2017
7	21	ITMG	11.375	10.900	14.325	16.000	16.875	15.000	41	107
8	23	ANTM	720	820	895	970	895	800	207	527
9	23	INCO	2.640	2.950	2.720	3.380	2.820	2.370	667	967
10	31	INTP	17.700	17.350	16.450	15.975	15.400	15.025	893	601
11	31	SMGR	9.900	10.100	9.850	8.875	9.175	9.025	3.967	3140
12	42	ASII	8.150	8.250	8.225	7.550	8.275	7.950	4.291	5685
13	51	ICBP	9.975	9.475	9.400	8.650	8.575	8.400	250	156
14	51	INDF	7.925	8.700	8.500	7.575	7.925	7.925	886	1357
15	53	KLBF	1.795	1.715	1.740	1.500	1.515	1.450	12.874	14142
16	54	MRAT	206	210	208	210	210	218	32	34
17	61	BSDE	2.150	2.200	2.170	1.700	1.755	1.830	353	358
18	61	LPKR	1.100	990	905	765	720	735	265	188
19	61	SMRA	1.750	1.755	1.650	1.415	1.325	1.310	2.711	2152
20	61	PWON	595	675	720	685	565	560	1.912	2159
21	62	ADHI	2.670	2.360	2.270	1.910	2.080	2.100	1.681	1649
22	62	WIKA	3.240	2.800	2.570	2.430	2.360	2.570	629	612
23	62	WSKT	2.790	2.620	2.620	2.550	2.550	2.560	451	691
24	62	PTPP	4.350	4.190	4.120	4.250	3.810	3.590	692	641
25	71	PGAS	3.020	2.870	2.560	2.650	2.700	2.880	915	960
26	73	TLKM	4.210	4.310	4.220	3.780	3.980	3.870	1.632	2034
27	74	BIRD	3.470	2.950	2.800	2.920	3.000	2.780	109	43
28	91	AKRA	6.675	6.450	7.100	6.675	6.000	6.675	5.718	5320
29	92	UNTR	18.750	17.700	21.625	21.000	21.250	21.850	20.177	26010
30	93	LPPF	20.000	18.475	18.025	14.400	15.125	14.775	399	335
31	96	MIKA	2.800	2.790	2.780	2.500	2.570	2.500	141	147
32	96	SILO	11.300	10.300	10.375	10.500	10.900	11.800	109	131

Bulan	Harga (Rp)	Imbalan (%)	
Desember 2015	15.850	-	Imbalan Januari 2016 =
Januari 2016	17.075	7,73	<u>Harga Jan'16 – Harga Des'15</u> =
Februari	14.850	-13,03	Harga Des'15
Maret	18.200	22,56	$\frac{17.075 - 15.850}{15.850} \times 100\% = 7,73\%$
April	16.100	-11,54	
Mei	14.150	-12,11	Imbalan pada bulan-bulan yang lain
Juni	14.700	3,89	dihitung dengan cara yang sama.
Juli	14.500	-1,36	
Agustus	16.400	13,10	Imbalan rata-rata 2016 =
September	14.825	-9,60	
Oktober	15.250	2,87	<u>Jumlah imbalan 2016</u> = $\frac{12,38\%}{12}$
November	16.550	8,52	$\frac{12}{12}$
Desember	16.775	1,36	= 1,03%
Jumlah 2016	-	12,38	
Rata-rata 2016	-	1,03	
Januari 2017	15.775	-5,96	

4.1.2. Risiko Total 2016 (TR)

Risiko total 2016 (*Total Risk, TR*) adalah risiko diperolehnya imbalan saham suatu perusahaan tidak sesuai harapan (tidak sebesar imbalan rata-ratanya) yang disebabkan oleh terjadinya fluktuasi imbalan saham yang bersangkutan. TR dihitung dari selisih antara imbalan saham suatu periode dengan imbalan saham rata-ratanya. Contoh perhitungan Risiko Total saham AALI di tahun 2016 :

Bulan	Imbalan (X _i)	Imbalan Rata-rata (X)	(X _i - X) ²	
Januari	7,73	1,03	44,87	$TR = \frac{\sqrt{\sum (X_i - X)^2}}{12 - 1}$ $= \frac{\sqrt{(1369,12)}}{11}$ $= 11,16$
Februari	-13,03	1,03	197,70	
Maret	22,56	1,03	463,49	
April	-11,54	1,03	157,97	
Mei	-12,11	1,03	172,71	
Juni	3,89	1,03	8,16	
Juli	-1,36	1,03	5,71	
Agustus	13,10	1,03	145,77	
September	-9,60	1,03	113,07	
Oktober	2,87	1,03	3,37	
November	8,52	1,03	56,17	
Desember	1,36	1,03	0,11	
Jumlah			1369,12	

Angka TR 11,16 ini berarti saham AALI berisiko berisiko untuk mengalami kerugian modal (imbangan negatif) 10,13% (= 1,03% – 11,16%). RT saham perusahaan-perusahaan lain dihitung dengan cara yang sama.

4.1.3. Risiko Sistemik 2016 (SR)

Risiko Sistemik (*Systematic Risk, SR*) saham adalah risiko diperolehnya imbalan saham suatu perusahaan tidak sesuai harapan yang terjadi karena fluktuasi imbalan saham sebagai akibat (mengikuti) fluktuasi imbalan saham pasar (Imbalan IHSG). Risiko ini disebut Risiko Sistemik karena dialami oleh semua saham di pasar. Untuk menghitung SR suatu saham di tahun 2016, imbalan saham yang bersangkutan harus dibandingkan dan dilihat hubungannya dengan imbalan saham pasar. Perhitungan imbalan saham pasar dilakukan dengan cara yang sama dengan perhitungan imbalan saham individual (imbangan suatu saham).

Perhitungan imbalan saham pasar tahun 2016 :

Bulan	IHSG	Imbalan (%)	
Desember 2015	4.593	-	Imbalan Januari 2016 = $\frac{\text{IHSG Januari 2016} - \text{IHSG Desember 2015}}{\text{IHSG Desember 2015}}$ $= \frac{4.615 - 4.593}{4.593} \times 100\% = 0,48\%$ Imbalan pada bulan-bulan yang lain dihitung dengan cara yang sama.
Januari 2016	4.615	0,48	
Februari	4.771	3,38	
Maret	4.845	1,56	
April	4.839	-0,14	
Mei	4.797	-0,86	
Juni	5.017	4,58	
Juli	5.216	3,97	
Agustus	5.386	3,26	
September	5.365	-0,40	
Oktober	5.423	1,08	
November	5.149	-5,05	
Desember	5.297	2,87	

Data imbalan saham pasar ini kemudian digunakan untuk menghitung SR suatu saham. Contoh perhitungan Risiko Sistemik saham AALI :

1	IHSG X	AALI Y	X ²	Y ²	XY	
						$n\sum XY = 358,58$
1	0,48	7,73	0,23	59,73	3,73	
2	3,38	-13,03	11,40	169,80	-43,99	$\sum X\sum Y = 182,50$
3	1,56	22,56	2,43	508,90	35,19	$n\sum XY - \sum X\sum Y = 176,07$
4	-0,14	-11,54	0,02	133,14	1,62	
5	-0,86	-12,11	0,74	146,70	10,44	$n\sum X^2 = 1167,09$
6	4,58	3,89	20,99	15,11	17,81	
7	3,97	-1,36	15,79	1,85	-5,41	$(\sum X)^2 = 217,19$
8	3,26	13,10	10,63	171,70	42,73	
9	-0,40	-9,60	0,16	92,23	3,79	$n\sum X^2 - (\sum X)^2 = 949,90$
10	1,08	2,87	1,16	8,22	3,09	
11	-5,05	8,52	25,46	72,67	-43,02	$SR = \frac{176,07}{949,90} = 0,19$
12	2,87	1,36	8,24	1,85	3,90	
	14,74	12,38	97,26	1381,90	29,88	

SR saham AALI 0,19 berarti imbalan saham AALI berisiko turun mengikuti penurunan imbalan saham pasar, dimana ketika imbalan saham pasar turun 1% maka imbalan saham AALI akan turun 0,19%. SR saham perusahaan-perusahaan lain dihitung dengan cara yang sama.

4.1.4. Risiko Tak Sistematis 2016 (*Unsystematic Risk, UR*)

Risiko Tak Sistematis 2016 (*Unsystematic Risk, UR*) adalah risiko diperolehnya imbalan saham suatu perusahaan tidak sesuai harapan yang disebabkan oleh kinerja perusahaan/ manajemen, terutama kinerja keuangan. Ketika kinerja keuangan perusahaan turun, maka imbalan saham perusahaan yang bersangkutan akan turun. Risiko Tak Sistematis dihitung sebagai Risiko Residual, yaitu selisih antara Risiko Total dan Risiko Sistematis (Risiko Residual = Risiko Total - Risiko Sistematis).

Contoh : Risiko Tak Sistematis saham AALI = 11,16 - 0,19 = 10,97

4.1.5. Indeks Saham Januari 2017 (*Future Index, FI*)

Indeks harga saham Januari 2017 (*Future Index, FI*) sudah tersedia (published) di website Bursa Efek Indonesia dalam bentuk final, jadi tinggal mengambil dan memanfaatkan. Sebagai contoh indeks harga saham AALI Januari 2017 adalah 1221,29.

4.1.6. Imbalan Saham Januari 2017 (*Future Return, FR*)

Imbalan saham Januari 2017 (*Future Return, FR*) dihitung dari selisih harga saham antara Januari 2017 dan Desember 2016. Contoh perhitungan imbalan saham AALI Januari 17 :

$$\text{Imbalan} = \frac{(15.775 - 16.775)}{15.775} \times 100\% = -5,96\%$$

Imbalan Januari 2017 dari saham perusahaan-perusahaan lain dapat dihitung dengan cara yang sama.

4.2. Analisis Statistik Deskriptif

Melalui pengolahan data seperti diuraikan diatas diperoleh nilai variabel-variabel penelitian yang terdiri dari Return (X_1), Total Risk (X_2), Systematic Risk (X_3), Unsystematic Risk (X_4) tahun 2016 sebagai variabel bebas (Independent Variables), serta Future Indeks (Y_1) dan Future Return (Y_2) Januari 2017 sebagai variabel terikat (Dependent Variables) di bawah ini.

Imbalan saham tahun 2016 (*Return, Ret*) menunjukkan angka rata-rata -0,21 artinya saham-saham syariah di Indonesia memperoleh imbalan negatif (*capital loss* atau kerugian modal) rata-rata 0,21% per bulan pada tahun 2016. Imbalan terkecil (kerugian modal terbesar) sebesar -17,52% dialami oleh saham PWON, dan imbalan terbesar sebesar 10,78% dicapai oleh saham ADRO.

Risiko Total (*Total Risk, TR*) menunjukkan risiko diperolehnya imbalan yang tidak sesuai dengan imbalan yang diharapkan. Angka TR rata-rata 9,66 artinya saham-saham syariah di Indonesia mengandung risiko diperolehnya imbalan 9,66% lebih rendah dari imbalan yang diharapkan, tetapi juga mempunyai peluang untuk memperoleh imbalan 9,66% lebih tinggi dari imbalan yang diharapkan. Dalam konteks risiko yang perlu diperhatikan adalah risikonya (negatifnya), bukan peluang positifnya. TR terendah sebesar 3,43% terdapat pada saham SGRO, sementara risiko tertinggi sebesar 20,30% terdapat pada saham ANTM.

Risiko Sistemik (*Systematic Risk, SR*) menunjukkan risiko fluktuasi imbalan sebagai dampak dari fluktuasi imbalan saham pasar. Saham pasar (saham-saham pada umumnya) tercermin pada Indeks Harga Saham Gabungan.

Tabel 4.2. Nilai-nilai Variabel

n	Saham	Ret X ₁	TR X ₂	SR X ₃	UR X ₄	FI Y ₁	FR Y ₂
1	AALI	1,36	11,16	0,19	10.97	1221.29	-5,96
2	LSIP	-4,13	12,15	-0,23	12.38	400.00	-10,92
3	SGRO	0,00	3,43	0,33	3.10	85.26	4,45
4	SSMS	2,19	5,16	1,05	4.11	241.79	15,71
5	ADRO	10,78	10,39	2,49	7.90	154.09	0,00
6	PTBA	5,93	12,56	2,61	9.95	2017.39	-7,20
7	ITMG	5,47	17,71	1,06	16.65	107.14	-11,11
8	ANTM	-7,73	20,30	-0,91	21.21	527.46	-10,61
9	INCO	-16,57	16,39	-0,06	16.45	967.35	-15,96
10	INTP	-3,60	5,68	0,96	4.72	601.00	-2,44
11	SMGR	3,38	5,09	1,25	3.84	3140.46	-1,63
12	ASII	9,60	6,34	1,91	4.43	5685.19	-3,93
13	ICBP	-0,87	16,60	-0,71	17.30	155.70	-2,04
14	INDF	4,62	9,11	2,39	6.72	1356.57	0,00
15	KLBF	1,00	7,09	1,95	5.13	14142.20	-4,29
16	MRAT	0,00	6,08	-0,39	6.47	33.54	3,81
17	BSDE	3,24	8,70	2,45	6.26	358.47	4,27
18	LPKR	-5,88	8,68	2,18	6.50	188.19	2,08
19	SMRA	-6,36	8,23	1,78	6.45	2152.48	-1,13
20	PWON	-17,52	9,52	0,12	9.40	2158.91	-0,88
21	ADHI	8,90	9,44	1,96	7.48	1649.22	0,96
22	WIKA	-2,88	9,93	1,88	8.05	611.90	8,90
23	WSKT	0,00	6,37	0,53	5.84	690.96	0,39
24	PTPP	-10,35	6,04	0,06	5.98	641.07	-5,77
25	PGAS	1,89	14,06	1,35	12.71	960.00	6,67
26	TLKM	5,29	5,37	1,05	4.32	2033.79	-2,76
27	BIRD	2,74	9,28	0,42	8.86	42.77	-7,33
28	AKRA	-10,11	7,78	0,85	6.93	5319.95	11,25
29	UNTR	1,19	9,76	1,07	8.69	26009.74	2,82
30	LPPF	5,03	8,78	2,53	6.25	334.77	-2,31
31	MIKA	2,80	9,65	1,83	7.82	147.19	-2,72
32	SILO	3,81	12,37	-0,45	12.82	131.11	8,26
Average		-0,21	9,66	1,05	8,62	2320.84	-0,92
Minimum		-17,52	3,43	-0,91	3,10	33.54	-15,96
Maximum		10,78	20,30	2,61	21,21	26009.74	15,71
Std. Dev.		6,85	3,99	1,05	4,41	5088.08	6,86

Imbalan saham pasar tercermin pada kenaikan/ penurunan IHSG. Risiko ini dialami oleh semua saham di pasar, tetapi besarnya berbeda-beda. Saham yang

mempunyai SR tinggi berarti naik/turunnya imbalan sangat dipengaruhi oleh naik/turunnya imbalan saham pasar. Dengan kata lain saham ini sangat terpengaruh oleh situasi/kondisi pasar saham. Angka SR rata-rata 1,05 menunjukkan bahwa imbalan saham-saham syariah di Indonesia pada umumnya berrisiko turun 1,05% ketika ketika imbalan saham pasar turun 1%. Angka SR 1,05 menunjukkan bahwa saham-saham syariah mengandung risiko sistematis yang relatif kecil, hampir sama dengan risiko saham pasar. SR terkecil -0,91 terdapat pada saham ANTM, dimana imbalan saham perusahaan ini akan naik 0,91% ketika imbalan saham pasar turun 1%, sebaliknya akan turun 0,91% ketika imbalan saham pasar naik 1%. SR terbesar 2,61 terdapat pada saham PTBA, dimana imbalan saham perusahaan ini akan naik/turun 2,61% ketika imbalan saham pasar naik/turun 1%.

Risiko Tak Sistematis (*Unsystematic Risk, UR*) atau *Specific Risk* menunjukkan risiko naik/turunnya imbalan sebagai dampak dari naik/turunnya kinerja manajemen perusahaan yang bersangkutan, terutama kinerja keuangannya. Ketika kinerja manajemen perusahaan meningkat, maka imbalan saham perusahaan ini akan naik, demikian pula sebaliknya. Angka UR rata-rata 8,62 menunjukkan bahwa imbalan saham-saham syariah di Indonesia pada umumnya naik/turun 8,62% ketika kinerja manajemen perusahaan yang bersangkutan naik/turun. UR terkecil sebesar 3,10 dialami oleh saham SGRO, sedangkan UR terbesar sebesar 21,21 dialami oleh saham ANTM.

Indeks saham tahun 2017 (*Future Index, FI*) adalah indeks harga saham perusahaan bulan Januari 2017 (periode berikutnya setelah Desember 2016). Angka FI rata-rata 2320,84 menunjukkan bahwa secara rata-rata saham-saham syariah di Indonesia pada bulan Januari 2017 mencapai indeks 2320,84 atau kurang lebih 23 kali harga dasarnya. Indeks ini jauh lebih rendah dibanding indeks saham pasar atau indeks saham-saham pada umumnya pada bulan yang sama yang mencapai 5294 atau kurang lebih 53 kali harga dasarnya. Indeks terendah sebesar 33,54 atau kurang lebih 1/3 dari harga dasarnya dicapai oleh saham MRAT. Indeks tertinggi sebesar 26009,74 atau kurang lebih 260 kali harga dasarnya dicapai oleh saham UNTR.

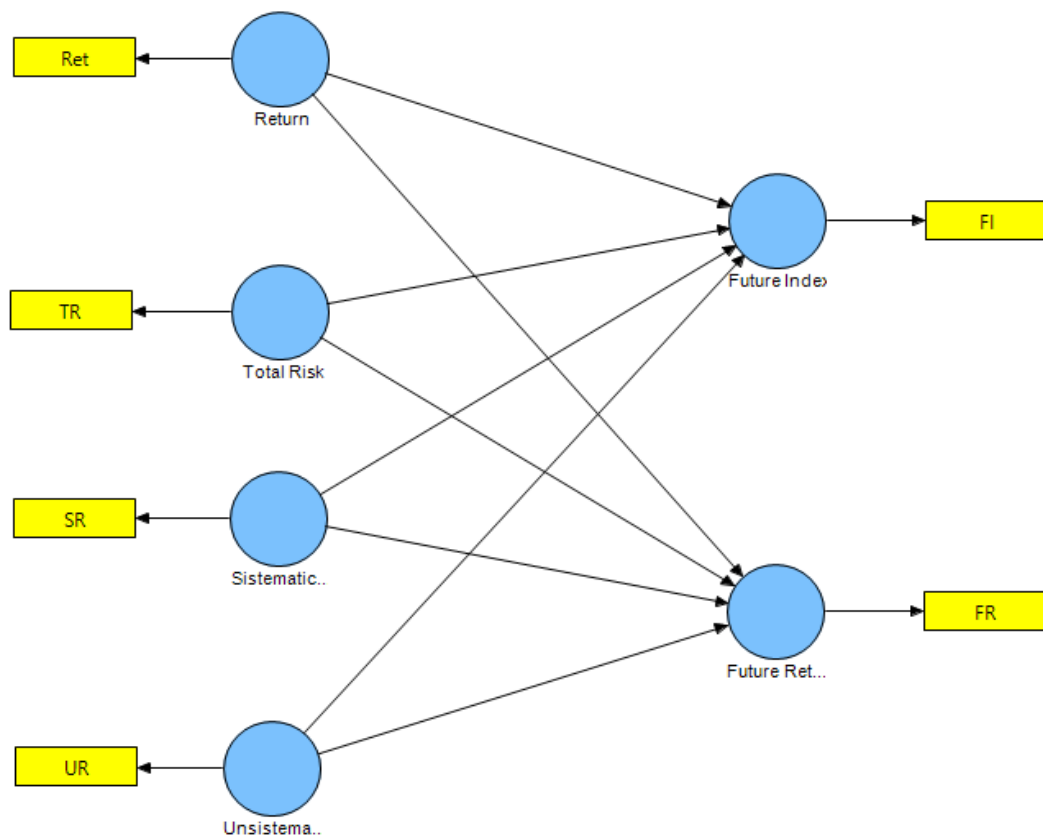
Imbalan saham tahun 2017 (*Future Return, FR*) adalah imbalan investasi saham bulan Januari 2017 (periode berikutnya setelah Desember 2016). Angka FR

rata-rata $-0,92$ menunjukkan bahwa secara rata-rata saham-saham syariah di Indonesia pada bulan Januari 2017 memperoleh imbalan negatif (kerugian modal) sebesar $0,92\%$ atau hampir 1% . Imbalan negatif (kerugian modal) ini lebih tinggi dibanding imbalan saham pasar atau imbalan saham-saham pada umumnya pada bulan yang sama yang dapat dikatakan 0 . Imbalan terendah sebesar $-15,96\%$ (kerugian modal) dialami oleh saham INCO, sedangkan imbalan tertinggi sebesar $15,71\%$ dicapai oleh saham SSMS.

4.3. Analisis Partial Least Square (PLS)

Analisis PLS dilakukan untuk melihat daya sinyal Imbalan dan Risiko investasi saham syariah tahun 2016 tentang indeks dan imbalan saham periode berikutnya (Januari 2017). Besarnya sinyal ini ditunjukkan oleh angka korelasi antara variabel bebas dan variabel terikatnya. Adapun signifikansinya dapat dilihat dari nilai statistik t . Hasil analisis PLS disajikan dalam gambar-gambar dan tabel-tabel di bawah ini.

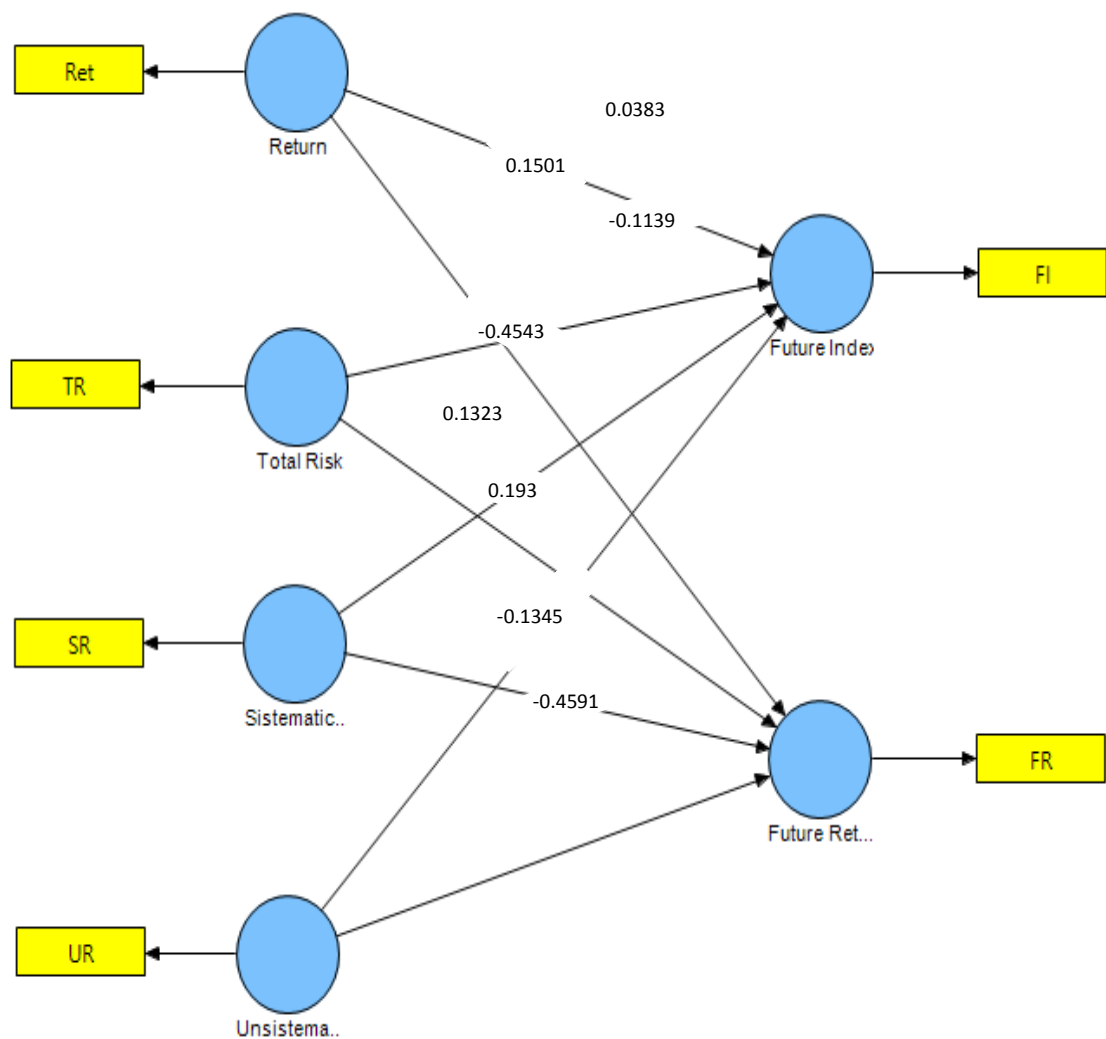
Gambar 4.1. Full Model



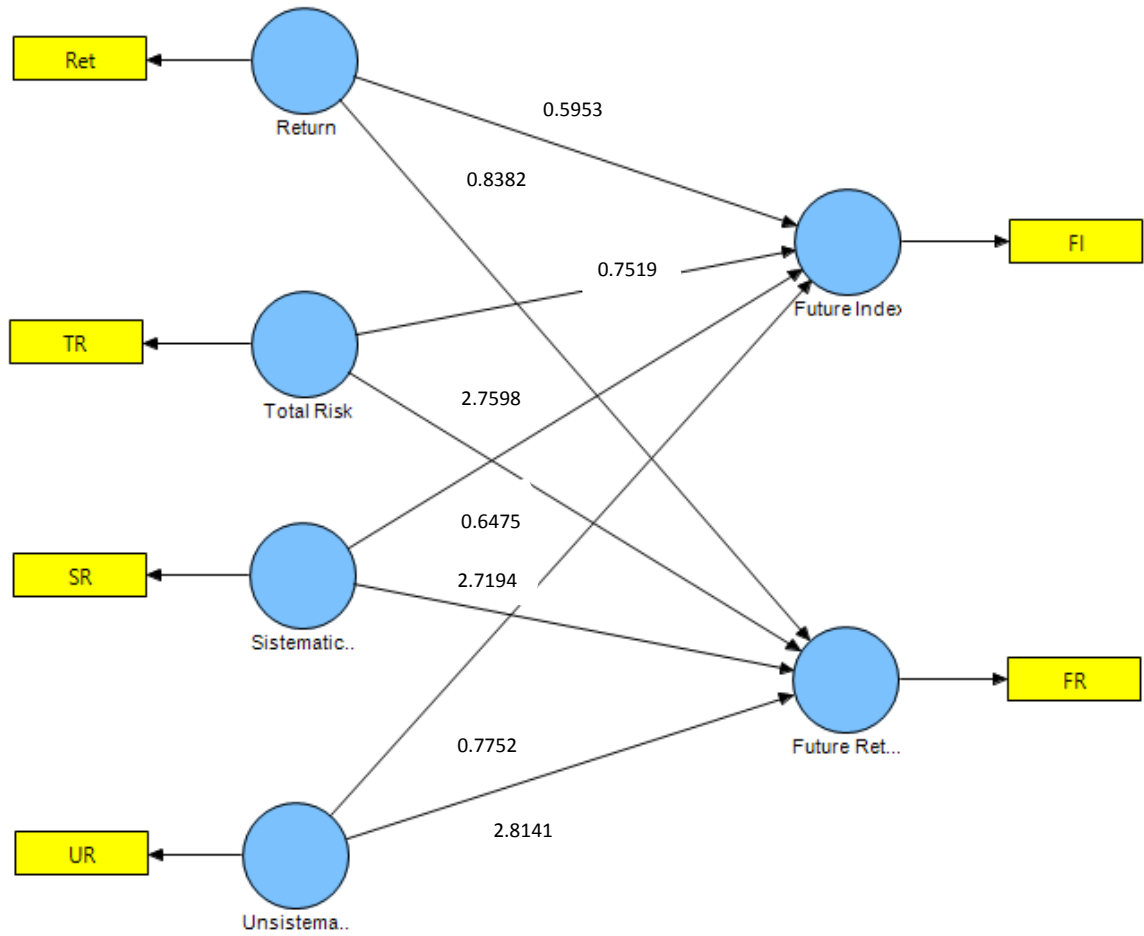
Keterangan :

1. Gambar Full Model adalah gambar model hubungan antar variabel sebelum dimasukkan data nilainya.
2. Gambar Run 1 adalah gambar hubungan antar variabel setelah dimasukkan data nilainya dan diperoleh angka korelasi antar variabel yang dicari.
3. Gambar Run 2 adalah gambar hubungan antar variabel setelah dimasukkan data nilainya dan diperoleh angka statistik t antar variabel yang dicari.

Gambar 4.2. Run 1 – Koefisien Korelasi



Gambar 4.3. Run 2 – Angka t - hitung



Tabel 4.3. Variable Correlations

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

Tabel 4.4. Nilai t Statistic

	Future Index	Future Return
Return	0.595305	0.838223
Sistematic Risk	0.647448	2.719397
Total Risk	-0.751868	-2.759863
Unsistematic Risk	-0.775244	-2.814085

4.3.1. Analisis Korelasi

Analisis korelasi dilakukan dengan Partial Least Square untuk memperoleh koefisien korelasi antara variabel bebas dan variabel terikat. Hasil analisis disajikan pada tabel 4.3 dan gambar 4.2. Dari tabel dan gambar tersebut dapat dilihat adanya korelasi antara variabel bebas dan variabel terikat sebagai berikut :

1. Koefisien korelasi Return dengan Future Index sebesar 0.0384
2. Koefisien korelasi Return dengan Future Return sebesar 0.1501
3. Koefisien korelasi Total Risk dengan Future Index sebesar dengan -0.1139
4. Koefisien korelasi Total Risk dengan Future Return sebesar dengan -0.4543
5. Koefisien korelasi Systematic Risk dengan Future Index sebesar 0.1323
6. Koefisien korelasi Systematic Risk dengan Future Return sebesar 0.1926
7. Koefisien korelasi Unsystematic Risk dengan Future Index sebesar dengan -0.1349
8. Koefisien korelasi Unsyatematic Risk dengan Future Return sebesar dengan -0.4590

4.3.2. Uji Hipotesis

Adanya korelasi tidak banyak artinya jika korelasi tersebut tidak signifikan. Oleh karena itu perlu dilakukan uji hipotesis signifikansi atas koefisien-koefisien korelasi di atas. Uji hipotesis dilakukan untuk memastikan bahwa Return, Total Risk, Systematic Risk dan Unsystematic Risk memberikan signal akan tinggi/rendahnya Future Indeks dan Future Return (indeks dan imbalan saham pada periode berikutnya). Uji hipotesis dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

4.3.2.1. Uji Hipotesis Korelasi Return dengan Future Index

1. Merumuskan hipotesis :
 - Ho : Return tidak berkorelasi signifikan dengan Future Index ($\rho = 0$)
 - Ha : Return berkorelasi signifikan dengan Future Index ($\rho \neq 0$)
2. Menentukan batas wilayah kritis :
 - $t_{0,025} = +/- 1,96$, dimana Ho diterima jika $-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$.
3. Menghitung nilai t hitung
 - Hasil analisis PLS (Gambar 4.2 dan tabel 4.4) menunjukkan nilai t hitung sebesar 0,5953
4. Membandingkan antara nilai t hitung dan t tabel (batas wilayah kritis)
 - $-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$
5. Menarik kesimpulan menerima/menolak Ho.
 - Karena t hitung berada dalam wilayah penerimaan Ho, maka Ho diterima dan Ha ditolak. Dengan demikian korelasi antara Return dan Future Index terbukti tidak signifikan.
6. Menginterpretasikan.
 - Dengan korelasi yang tidak signifikan maka dapat dinyatakan bahwa Return saham tahun 2016 tidak memberikan signal yang nyata tentang Indeks saham Januari 2017.

4.3.2.2. Uji Hipotesis Korelasi Return dengan Future Return

1. Merumuskan hipotesis :
 - Ho : Return tidak berkorelasi signifikan dengan Future Return ($\rho = 0$)
 - Ha : Return berkorelasi signifikan dengan Future Return ($\rho \neq 0$)
2. Menentukan batas wilayah kritis :
 - $t_{0,025} = +/- 1,96$, dimana Ho diterima jika $-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$.
3. Menghitung nilai t hitung
 - Hasil analisis PLS (Gambar 4.2 dan tabel 4.4) menunjukkan nilai t hitung sebesar 0,8382
4. Membandingkan antara nilai t hitung dan t tabel (batas wilayah kritis)
 - $-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$

5. Menarik kesimpulan menerima/menolak Ho.

Karena t hitung berada dalam wilayah penerimaan Ho, maka Ho diterima dan Ha ditolak. Dengan demikian korelasi antara Return dan Future Return terbukti tidak signifikan.

6. Menginterpretasikan.

Dengan korelasi yang tidak signifikan maka dapat dinyatakan bahwa Return saham tahun 2016 tidak memberikan signal yang nyata tentang Return saham Januari 2017.

4.3.2.3. Uji Hipotesis Korelasi Total Risk dengan Future Index

1. Merumusan hipotesis :

Ho : Total Risk tidak berkorelasi signifikan dengan Future Index ($\rho = 0$)

Ha : Total Risk berkorelasi signifikan dengan Future Index ($\rho \neq 0$)

2. Menentukan batas wilayah kritis :

$t_{0,025} = \pm 1,96$, dimana Ho diterima jika $-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$.

3. Menghitung nilai t hitung

Hasil analisis PLS (Gambar 4.2 dan tabel 4.4) menunjukkan nilai t hitung sebesar -0,7518

4. Membandingkan antara nilai t hitung dan t tabel (batas wilayah kritis)

$-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$

5. Menarik kesimpulan menerima/menolak Ho.

Karena t hitung berada dalam wilayah penerimaan Ho, maka Ho diterima dan Ha ditolak. Dengan demikian korelasi antara Total Risk dan Future Index terbukti tidak signifikan.

6. Menginterpretasikan.

Dengan korelasi yang tidak signifikan maka dapat dinyatakan bahwa Total Risk saham tahun 2016 tidak memberikan signal yang nyata tentang Index saham Januari 2017.

4.3.2.4. Uji Hipotesis Korelasi Total Risk dengan Future Return

1. Merumusan hipotesis :

Ho : Total Risk tidak berkorelasi signifikan dengan Future Return ($\rho = 0$)

Ha : Total Risk berkorelasi signifikan dengan Future Return ($\rho \neq 0$)

2. Menentukan batas wilayah kritis :

$t_{0,025} = +/- 1,96$, dimana H_0 diterima jika $-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$.

3. Menghitung nilai t hitung

Hasil analisis PLS (Gambar 4.2 dan tabel 4.4) menunjukkan nilai t hitung sebesar -2,7598

4. Membandingkan antara nilai t hitung dan t tabel (batas wilayah kritis)

$t \text{ hitung} < -1,96$

5. Menarik kesimpulan menerima/menolak H_0 .

Karena t hitung berada di luar wilayah penerimaan H_0 , maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Dengan demikian korelasi antara Total Risk dan Future Return terbukti signifikan.

6. Menginterpretasikan.

Dengan korelasi yang signifikan maka dapat dinyatakan bahwa Total Risk saham tahun 2016 memberikan signal yang nyata tentang Return saham Januari 2017.

4.3.2.5. Uji Hipotesis Korelasi Systematic Risk dengan Future Index

1. Merumuskan hipotesis :

H_0 : Systematic Risk tidak berkorelasi signifikan dengan Future Index ($\rho = 0$)

H_a : Systematic berkorelasi signifikan dengan Future Index ($\rho \neq 0$)

2. Menentukan batas wilayah kritis :

$t_{0,025} = +/- 1,96$, dimana H_0 diterima jika $-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$.

3. Menghitung nilai t hitung

Hasil analisis PLS (Gambar 4.2 dan tabel 4.4) menunjukkan nilai t hitung sebesar 0,6474

4. Membandingkan antara nilai t hitung dan t tabel (batas wilayah kritis)

$-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$

5. Menarik kesimpulan menerima/menolak H_0 .

Karena t hitung berada dalam wilayah penerimaan H_0 , maka H_0 diterima dan H_a ditolak. Dengan demikian korelasi antara Systematic Risk dan Future Index terbukti tidak signifikan.

6. Menginterpretasikan.

Dengan korelasi yang tidak signifikan maka dapat dinyatakan bahwa Systematic Risk saham tahun 2016 tidak memberikan signal yang nyata tentang Index saham Januari 2017.

4.3.2.6. Uji Hipotesis Korelasi Systematic Risk dengan Future Return

1. Merumusan hipotesis :

H_0 : Systematic Risk tidak berkorelasi signifikan dengan Future Return ($\rho = 0$)

H_a : Systematic Risk berkorelasi signifikan dengan Future Return ($\rho \neq 0$)

2. Menentukan batas wilayah kritis :

$t_{0,025} = \pm 1,96$, dimana H_0 diterima jika $-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$.

3. Menghitung nilai t hitung

Hasil analisis PLS (Gambar 4.2 dan tabel 4.4) menunjukkan nilai t hitung sebesar 2,7193

4. Membandingkan antara nilai t hitung dan t tabel (batas wilayah kritis)

$t \text{ hitung} > 1,96$

5. Menarik kesimpulan menerima/menolak H_0 .

Karena t hitung berada di luar wilayah penerimaan H_0 , maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Dengan demikian korelasi antara Systematic Risk dan Future Return terbukti signifikan.

6. Menginterpretasikan.

Dengan korelasi yang signifikan maka dapat dinyatakan bahwa Systematic Risk saham tahun 2016 memberikan signal yang nyata tentang Return saham Januari 2017.

4.3.2.7. Uji Hipotesis Korelasi Unsystematic Risk dengan Future Index

1. Merumusan hipotesis :

Ho : Unsystematic Risk tidak berkorelasi signifikan dengan Future Index ($\rho = 0$)

Ha : Unsystematic berkorelasi signifikan dengan Future Index ($\rho \neq 0$)

2. Menentukan batas wilayah kritis :

$t_{0,025} = \pm 1,96$, dimana Ho diterima jika $-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$.

3. Menghitung nilai t hitung

Hasil analisis PLS (Gambar 4.2 dan tabel 4.4) menunjukkan nilai t hitung sebesar -0.7752

4. Membandingkan antara nilai t hitung dan t tabel (batas wilayah kritis)

$-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$

5. Menarik kesimpulan menerima/menolak Ho.

Karena t hitung berada dalam wilayah penerimaan Ho, maka Ho diterima dan Ha ditolak. Dengan demikian korelasi antara Unsystematic Risk dan Future Index terbukti tidak signifikan.

6. Menginterpretasikan.

Dengan korelasi yang tidak signifikan maka dapat dinyatakan bahwa Unsystematic Risk saham tahun 2016 tidak memberikan signal yang nyata tentang Index saham Januari 2017.

4.3.2.8. Uji Hipotesis Korelasi Unsystematic Risk dengan Future Return

1. Merumusan hipotesis :

Ho : Unsystematic Risk tidak berkorelasi signifikan dengan Future Return ($\rho = 0$)

Ha : Unsystematic Risk berkorelasi signifikan dengan Future Return ($\rho \neq 0$)

2. Menentukan batas wilayah kritis :

$t_{0,025} = \pm 1,96$, dimana Ho diterima jika $-1,96 \leq t \text{ hitung} \leq 1,96$.

3. Menghitung nilai t hitung

Hasil analisis PLS (Gambar 4.2 dan tabel 4.4) menunjukkan nilai t hitung sebesar -2,8140

4. Membandingkan antara nilai t hitung dan t tabel (batas wilayah kritis)

$t \text{ hitung} < -1,96$

5. Menarik kesimpulan menerima/menolak H_0 .

Karena t hitung berada di luar wilayah penerimaan H_0 , maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Dengan demikian korelasi antara Unsystematic Risk dan Future Return terbukti signifikan.

6. Menginterpretasikan.

Dengan korelasi yang tidak signifikan maka dapat dinyatakan bahwa Unsystematic Risk saham tahun 2016 memberikan signal yang nyata tentang Return saham Januari 2017.

Dari analisis PLS yang dilakukan, hasil uji hipotesis dapat dikemukakan secara ringkas sebagai berikut :

No.	Hipotesis Korelasi	t hitung	Keputusan	Kesimpulan
1.	Ret – FI	0,5953 < 1,96	H_0 tidak ditolak	Korelasi tidak signifikan (tidak memberikan signal)
2.	Ret – FR	0,8382 < 1,96	H_0 tidak ditolak	Korelasi tidak signifikan (tidak memberikan signal)
3.	TR – FI	-0,7518 > -1,96	H_0 tidak ditolak	Korelasi tidak signifikan (tidak memberikan signal)
4.	TR – FR	-2,7598 < -1,96	H_0 ditolak, H_a diterima	Korelasi signifikan (Memberikan signal negatif)
5.	SR – FI	0,6474 < 1,96	H_0 tidak ditolak	Korelasi tidak signifikan (tidak memberikan signal)
6.	SR – FR	2,7193 > 1,96	H_0 ditolak, H_a diterima	Korelasi signifikan (Memberikan signal positif)
7.	UR – FI	-0,7752 > -1,96	H_0 tidak ditolak	Korelasi tidak signifikan (tidak memberikan signal)
8.	UR - FR	-2,8140 < -1,96	H_0 ditolak, H_a diterima	Memberikan signal (Memberikan signal negatif)

4.4. Pembahasan Hasil Penelitian

4.4.1. Imbalan Masa Lalu dan Indeks Masa Depan

Hasil penelitian yang pertama menyatakan bahwa Imbalan saham per bulan di tahun 2016 tidak memberikan signal yang nyata tentang Indeks saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya imbalan per bulan saham syariah di tahun 2016 tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya indeks saham tersebut yang akan dicapai pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham perusahaan yang memperoleh imbalan tinggi di masa lalu tidak berarti akan mencapai indeks lebih tinggi di masa depan dari pada saham perusahaan yang memperoleh imbalan rendah di masa masa lalu. Penelitian terdahulu tentang hubungan imbalan saham masa lalu dengan indeks saham masa depan tidak ditemukan, tetapi karena indeks saham sebenarnya adalah harga saham yang dinyatakan dalam indeks, maka hasil penelitian ini dapat dibandingkan dengan hasil penelitian tentang harga saham seperti penelitian Endri (2008), Bloomfield & Hales (2002), dan Sadka (2007). Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian dari ketiga penelitian terdahulu tersebut. Hasil penelitian Endri menyatakan bahwa faktor teknikal lebih besar pengaruhnya terhadap harga saham syariah dari pada faktor fundamental. Faktor teknikal dianalisis oleh para investor dengan analisis teknikal, yaitu analisis harga/indeks/imbalan saham yang dilakukan dengan mempelajari perkembangan fluktuasi harga/indeks/imbalan saham itu sendiri selama beberapa periode yang dianggap cukup. Dengan hasil penelitian Endri yang menyatakan bahwa faktor teknik lebih berpengaruh berarti tinggi/rendahnya harga/indeks/imbalan di masa lalu mengindikasikan tinggi/rendahnya harga/indeks/ imbalan pada periode yang akan datang. Hasil penelitian Bloomfield & Hales menyatakan bahwa ada tendensi kuat dari para partisipan (investor) untuk membuat prediksi tren terhadap kinerja saham (harga/indeks/imbalan). Dengan melakukan analisis tren berarti investor mempercayai bahwa harga/indeks/imbalan suatu saham di masa depan adalah dipengaruhi oleh harga/indeks/imbalan saham yang bersangkutan di

masa lalu. Hasil penelitian Sadka menyatakan bahwa variasi dalam faktor-faktor yang mempengaruhi imbalan akan menyebabkan variasi harga pasar secara signifikan.

4.4.2. Imbalan Masa Lalu dan Imbalan Masa Depan

Hasil penelitian yang ke dua menyatakan bahwa Imbalan saham per bulan di tahun 2016 tidak memberikan signal yang nyata tentang Imbalan saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya imbalan per bulan saham syariah di tahun 2016 tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya imbalan saham tersebut yang akan dicapai pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham perusahaan yang memperoleh imbalan tinggi di masa lalu tidak berarti akan mencapai imbalan masa depan lebih tinggi dari pada saham perusahaan yang memperoleh imbalan rendah di masa masa lalu. Seperti halnya hasil penelitian pertama, hasil penelitian ke dua ini juga tidak sesuai dengan hasil penelitian Endri (2008), Bloomfield & Hales (2002) dan Sadka (2007). Hasil penelitian Endri menyatakan bahwa faktor teknikal lebih besar pengaruhnya terhadap harga saham syariah dari pada faktor fundamental. Faktor teknikal dianalisis oleh para investor dengan analisis teknikal, yaitu analisis harga/indeks/imbalan saham yang dilakukan dengan mempelajari perkembangan fluktuasi harga/indeks/imbalan saham itu sendiri selama beberapa periode yang dianggap cukup. Dengan hasil penelitian Endri yang menyatakan bahwa faktor teknik lebih berpengaruh berarti tinggi/rendahnya harga/indeks/imbalan di masa lalu mengindikasikan tinggi/rendahnya harga/indeks/imbalan pada periode yang akan datang. Hasil penelitian Bloomfield & Hales menyatakan bahwa ada tendensi kuat dari para partisipan (investor) untuk membuat prediksi tren terhadap kinerja saham (harga/indeks/imbalan). Dengan melakukan analisis tren berarti investor mempercayai bahwa harga/indeks/imbalan suatu saham di masa depan adalah dipengaruhi oleh harga/indeks/imbalan saham yang bersangkutan di masa lalu. Hasil penelitian Sadka menyatakan bahwa variasi dalam faktor-

faktor yang mempengaruhi imbalan akan menyebabkan variasi harga pasar secara signifikan.

4.4.3. Risiko Total dan Indeks Masa Depan

Hasil penelitian yang ke tiga menyatakan bahwa Risiko Total saham di tahun 2016 tidak memberikan signal yang nyata tentang Indeks saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya Risiko Total saham syariah di tahun 2016 tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya indeks saham tersebut yang akan dicapai pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko total tinggi di masa lalu tidak berarti akan mencapai indeks lebih tinggi di masa depan dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko total rendah di masa masa lalu. Indeks harga saham sebenarnya adalah harga saham yang dinyatakan dalam bentuk indeks. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Anhar (2016) yang menyatakan bahwa risiko saham di masa lalu tidak berpengaruh signifikan terhadap indeks saham yang bersangkutan di masa depan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Shin (2006) yang menyatakan bahwa Risiko berpengaruh terhadap harga saham. Shin memang tidak meneliti hubungan antara risiko total dan indeks saham, melainkan hubungan antara risiko total dan harga saham. Karena indek saham sebenarnya adalah harga pasar saham yang dinyatakan dalam bentuk indeks, maka penelitian Shin kiranya dapat dijadikan pembanding.

4.4.4. Risiko Total dan Imbalan Masa Depan

Hasil penelitian yang ke empat menyatakan bahwa Risiko Total saham di tahun 2016 memberikan signal negatif yang nyata tentang Imbalan saham per bulan pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya Risiko Total saham syariah di tahun 2016 mengindikasikan tinggi/rendahnya imbalan yang akan dicapai saham tersebut pada periode berikutnya dengan arah yang berkebalikan. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko total tinggi di masa lalu

akan mencapai imbalan lebih rendah di masa depan dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko total rendah di masa masa lalu. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Anhar (2016), Zulbahridan & Jontus (2002), Haugen & Baker (1996), dan Shin (2006), tetapi tidak sesuai dengan hasil penelitian G.R. Duffee (1995). Hasil penelitian Anhar menyatakan bahwa risiko saham berpengaruh signifikan terhadap imbalan saham pada periode berikutnya. Hasil penelitian Zulbahridan & Jontus (2002) menyatakan bahwa risiko total (deviasi standar imbalan) bersama-sama dengan Risiko Sistematis dan *leverage* (rasio D/E) mempunyai hubungan negatif dan pengaruh signifikan terhadap imbalan saham. Hasil penelitian Haugen & Baker menyatakan bahwa (1) saham-saham dengan imbalan besar merupakan saham yang lebih rendah risiko daripada saham dengan imbalan kecil, dan (2) perbedaan imbalan aktual berhubungan dengan risiko. Hasil penelitian Shin menyatakan bahwa Risiko berpengaruh terhadap harga saham. Di sisi lain hasil penelitian G.R. Duffee menyatakan bahwa hubungan antara imbalan saham dan volatilitas (risiko) adalah lemah. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa para pelaku pasar saham bersikap menghindari risiko (*risk avoider*), dimana mereka lebih menyukai saham yang mengandung risiko total rendah meskipun imbalannya juga rendah sesuai dengan aksioma “high risk – high return, low risk – low return).

4.4.5. Risiko Sistematis dan Indeks Masa Depan

Hasil penelitian yang ke lima menyatakan bahwa Risiko Sistematis saham di tahun 2016 tidak memberikan signal yang nyata tentang Indeks saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya risiko sistematis saham syariah di tahun 2016 tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya indeks saham tersebut yang akan dicapai pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko sistematis tinggi di masa lalu tidak berarti akan mencapai indeks lebih tinggi di masa depan dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko sistematis rendah di masa masa lalu. Hasil penelitian ini

sesuai dengan hasil penelitian Anhar (2016) tetapi tidak sesuai dengan hasil penelitian Natarsyah (2002), Healy & Palepu (1990). Hasil penelitian Anhar menyatakan bahwa risiko saham tidak berpengaruh signifikan terhadap indeks saham yang bersangkutan pada periode berikutnya. Hasil penelitian Natarsyah menyatakan bahwa risiko sistematis berpengaruh terhadap harga saham. Hasil penelitian Healy & Palepu menyatakan bahwa rata-rata peningkatan beta ekuitas konsisten dengan reaksi harga saham rata-rata terhadap pengumuman penawaran.

4.4.6. Risiko Sistematis dan Imbalan Masa Depan

Hasil penelitian yang keenam menyatakan bahwa Risiko Sistematis saham di tahun 2016 memberikan signal positif yang nyata tentang Imbalan saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya risiko sistematis saham syariah di tahun 2016 mengindikasikan tinggi/rendahnya imbalan per bulan saham tersebut yang akan dicapai pada periode berikutnya dengan arah yang sama. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko sistematis tinggi di masa lalu akan mencapai imbalan lebih tinggi di masa depan dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko sistematis rendah di masa lalu. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Anhar (2016), Sudarto dkk. (1999) dan Bandhari (1998), tetapi tidak sesuai dengan hasil penelitian Suharli (2003). Hasil penelitian Anhar menyatakan bahwa risiko saham berpengaruh signifikan terhadap imbalan saham yang bersangkutan pada periode berikutnya. Hasil penelitian Sudarto menyatakan bahwa hubungan beta dengan imbalan adalah positif dan signifikan, demikian pula hasil penelitian Bandhari. Suharli yang melakukan penelitian tentang saham pada perusahaan *food and beverage* di BEI menghasilkan temuan bahwa *Beta* saham tidak mempengaruhi imbalan saham secara signifikan pada perusahaan-perusahaan yang diteliti. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa para pelaku pasar saham bersikap menantang risiko (*risk taker*), dimana mereka lebih menyukai saham yang mengandung risiko sistematis

tinggi karena yakin dengan aksioma “high risk – high return, low risk – low return.

4.4.7. Risiko Tak Sistematis dan Indeks Masa Depan

Hasil penelitian yang ke tujuh menyatakan bahwa Risiko Tak Sistematis saham di tahun 2016 tidak memberikan signal yang nyata tentang Indeks saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya risiko tak sistematis saham syariah di tahun 2016 tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya indeks saham tersebut yang akan dicapai pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko tak sistematis tinggi di masa lalu tidak berarti akan mencapai indeks lebih tinggi di masa depan dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko tak sistematis rendah di masa lalu. Risiko tak sistematis identik dengan risiko residual, risiko spesifik, risiko yang dapat didiversifikasi. Risiko residual yaitu risiko tidak tercapainya imbalan aktual sesuai dengan imbalan yang diharapkan karena faktor selain kondisi pasar, dimana sebagian besar adalah karena faktor fundamental perusahaan (kinerja perusahaan) yang tercakup dalam risiko spesifik, yang dapat diminimalisir dengan cara memilih saham dari perusahaan yang memiliki kinerja baik. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya risiko tak sistematis saham syariah di tahun 2016 tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya indeks saham tersebut yang akan dicapai pada periode berikutnya. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Healy & Palepu (1990) yang menyatakan perlunya menginformasikan risiko spesifik dalam penawaran saham, karena informasi tersebut dianggap penting dan berpengaruh terhadap keputusan investor. Berpengaruh terhadap keputusan investor berarti berpengaruh terhadap permintaan saham di pasar yang pada akhirnya berpengaruh terhadap harga atau indeks harga saham.

4.4.8. Risiko Tak Sistematis dan Imbalan Masa Depan

Hasil penelitian yang ke delapan menyatakan bahwa Risiko Tak Sistematis (Risiko Residual) saham di tahun 2016 memberikan signal negatif yang

nyata tentang Imbalan saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya risiko tak sistematis saham syariah di tahun 2016 mengindikasikan tinggi/rendahnya imbalan saham tersebut yang akan dicapai pada periode berikutnya dengan arah yang berkebalikan. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko tak sistematis tinggi di masa lalu akan mencapai imbalan lebih tinggi di masa depan dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko tak sistematis rendah di masa masa lalu. Risiko Tak Sistematis (Risiko Residual) adalah risiko tidak tercapainya imbalan saham yang diharapkan selain karena faktor kondisi pasar. Risiko ini pada umumnya diidentikkan dengan risiko spesifik, yaitu risiko tidak tercapainya imbalan saham yang diharapkan karena faktor fundamental perusahaan (kondisi keuangan perusahaan atau kinerja manajemen) yang bisa diminimalisir dengan cara memilih saham dari perusahaan yang faktor fundamentalnya (kinerja keuangannya) baik. Dengan demikian dari hasil penelitian ini dapat dikatakan bahwa baik/buruknya kondisi keuangan perusahaan atau kinerja manajemen di tahun 2016 akan diikuti dengan tinggi/rendahnya imbalan saham yang dicapai pada bulan Januari 2017. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Endri (2008) dan Healy & Palepu (1990), meskipun tidak didukung oleh hasil penelitian Haugen & Baker (1996). Hasil penelitian Endri menyatakan bahwa faktor fundamental (EPS, ROE, Kurs Rp, JII) dan faktor teknikal (harga saham masa lalu) berpengaruh terhadap harga saham syariah, tetapi faktor teknikal lebih besar pengaruhnya daripada faktor fundamental. Hasil penelitian Healy & Palepu menyatakan perlunya informasi risiko spesifik perusahaan dimuat dalam penawaran ekuitas karena dianggap penting oleh calon investor. Meskipun penelitian Endri mengenai harga saham, tetapi kiranya dapat dianalogikan pada imbalan saham, karena imbalan diperoleh dari kenaikan harga saham. Hasil penelitian Haugen & Baker menyatakan bahwa (1) tidak ada bukti dari perbedaan karakteristik fundamental perusahaan atau sifat distribusi imbalan antara imbalan tinggi dan imbalan rendah, (2) perbedaan imbalan aktual berhubungan dengan risiko, dan (3) perbedaan imbalan saham yang terealisasi tidak berkaitan

dengan risiko, melainkan lebih disebabkan oleh bias dalam penetapan harga pasar. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa para pelaku pasar saham bersikap menghindari risiko (risk avoider), dimana mereka lebih menyukai saham yang mengandung risiko tak sistematis rendah meskipun imbalannya juga rendah sesuai dengan aksioma “high risk – high return, low risk – low return.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah imbalan dan risiko investasi saham syariah (risiko total, risiko sistematis dan risiko tak sistematis) di Indonesia pada periode terakhir memberikan sinyal yang cukup nyata akan indeks dan imbalan saham pada periode berikutnya. Sinyal dikatakan cukup jika koefisien korelasi yang ada antara dua variabel yang dimaksud terbukti signifikan. Berdasarkan analisis yang telah dilakukan diperoleh kesimpulan dan diajukan saran-saran di bawah ini.

5.1. Kesimpulan

1. Imbalan Masa Lalu dan Indeks Masa Depan

Imbalan saham syariah per bulan pada periode terakhir (2016) tidak memberikan signal yang nyata akan Indeks saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya imbalan per bulan saham syariah pada periode terakhir tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya indeks yang akan dicapai saham tersebut pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham perusahaan yang memperoleh imbalan tinggi pada periode terakhir tidak berarti akan mencapai indeks lebih tinggi pada periode berikutnya dari pada saham perusahaan yang memperoleh imbalan rendah pada periode terakhir.

2. Imbalan Masa Lalu dan Imbalan Masa Depan

Imbalan saham syariah per bulan pada periode terakhir (2016) tidak memberikan signal yang nyata tentang Imbalan saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya imbalan per bulan saham syariah pada periode terakhir tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya imbalan yang akan dicapai saham tersebut pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham perusahaan yang memperoleh imbalan tinggi pada periode terakhir tidak berarti akan

mencapai imbalan lebih tinggi pada periode berikutnya dari pada saham perusahaan yang memperoleh imbalan rendah pada periode terakhir.

3. Risiko Total Masa Lalu dan Indeks Masa Depan

Risiko Total saham syariah pada periode terakhir (2016) tidak memberikan signal yang nyata tentang Indeks saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya Risiko Total saham syariah pada periode terakhir tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya indeks yang akan dicapai saham tersebut pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko total tinggi pada periode terakhir tidak berarti akan mencapai indeks lebih tinggi pada periode berikutnya dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko total rendah pada periode terakhir.

4. Risiko Total Masa Lalu dan Imbalan Masa Depan

Risiko Total saham syariah pada periode terakhir (2016) memberikan signal negatif yang nyata tentang Imbalan saham per bulan pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya Risiko Total saham syariah pada periode terakhir mengindikasikan tinggi/rendahnya imbalan yang akan dicapai saham tersebut pada periode berikutnya dengan arah yang berkebalikan. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko total tinggi pada periode terakhir akan mencapai imbalan lebih rendah pada periode berikutnya dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko total rendah pada periode terakhir.

5. Risiko Sistematis Masa Lalu dan Indeks Masa Depan

Risiko Sistematis saham pada periode terakhir (2016) tidak memberikan signal yang nyata tentang Indeks saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya risiko sistematis saham syariah pada periode terakhir tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya indeks yang akan dicapai saham tersebut pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko

sistematik tinggi pada periode terakhir tidak berarti akan mencapai indeks lebih tinggi pada periode berikutnya dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko sistematik rendah pada periode terakhir.

6. **Risiko Sistematis Masa Lalu dan Imbalan Masa Depan**

Risiko Sistematis saham pada periode terakhir (2016) memberikan signal positif yang nyata tentang Imbalan saham per bulan pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya risiko sistematik saham syariah pada periode terakhir mengindikasikan tinggi/rendahnya imbalan per bulan yang akan dicapai saham tersebut pada periode berikutnya dengan arah yang sama. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko sistematik tinggi pada periode terakhir akan mencapai imbalan lebih tinggi pada periode berikutnya dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko sistematik rendah pada periode terakhir.

7. **Risiko Tak Sistematis Masa Lalu dan Indeks Masa Depan**

Risiko Tak Sistematis saham yang identik dengan risiko residual atau risiko spesifik pada periode terakhir (2016) tidak memberikan signal yang nyata tentang Indeks saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya risiko tak sistematik saham syariah pada periode terakhir tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya indeks yang akan dicapai saham tersebut pada periode berikutnya. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko tak sistematik tinggi pada periode terakhir tidak berarti akan mencapai indeks lebih tinggi pada periode berikutnya dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko tak sistematik rendah pada periode terakhir. Karena risiko tak sistematik identik dengan risiko spesifik, maka dapat dikatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan yang tinggi tidak mengindikasikan tercapainya indeks yang tinggi oleh saham perusahaan yang bersangkutan.

8. **Risiko Tak Sistematis Masa Lalu dan Imbalan Masa Depan**

Risiko Tak Sistematis saham yang identik dengan risiko residual atau risiko spesifik pada periode terakhir (2016) memberikan signal negatif yang nyata tentang Imbalan saham pada periode berikutnya (Januari 2017). Hal ini menunjukkan bahwa tinggi/rendahnya risiko tak sistematis saham syariah pada periode terakhir mengindikasikan tinggi/rendahnya imbalan saham tersebut yang akan dicapai pada periode berikutnya dengan arah yang berkebalikan. Dengan kata lain saham perusahaan yang mempunyai risiko tak sistematis tinggi pada periode terakhir akan mencapai imbalan lebih rendah pada periode berikutnya dari pada saham perusahaan yang mempunyai risiko tak sistematis rendah pada periode terakhir. Karena risiko tak sistematis identik dengan risiko spesifik, maka dapat dikatakan bahwa kinerja keuangan perusahaan yang tinggi (risiko tak sistematis rendah) mengindikasikan akan tercapainya indeks yang lebih tinggi oleh saham perusahaan yang bersangkutan.

9. Untuk saham syariah di Indonesia risiko maupun imbalan pada periode terakhir tidak memberikan sinyal yang nyata akan indeks saham yang bersangkutan pada periode berikutnya. Dengan kata lain tinggi/rendahnya risiko dan imbalan saham pada periode terakhir tidak mengindikasikan tinggi/rendahnya indeks yang akan dicapai saham syariah yang bersangkutan pada periode berikutnya.

10. Untuk saham syariah di Indonesia risiko total dan risiko tak sistematis pada periode terakhir memberikan signal negatif yang nyata akan imbalan saham yang bersangkutan pada periode berikutnya, sedangkan risiko sistematis memberikan sinyal positif. Dengan kata lain tingginya risiko total dan risiko tak sistematis serta rendahnya risiko sistematis saham pada periode terakhir mengindikasikan rendahnya imbalan yang akan dicapai saham syariah yang bersangkutan pada periode berikutnya, sedangkan rendahnya risiko total dan risiko tak sistematis serta tingginya risiko sistematis saham pada periode terakhir mengindikasikan tingginya

imbangan yang akan dicapai saham syariah yang bersangkutan pada periode berikutnya.

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. Secara empiris, baik imbalan maupun risiko investasi saham syariah di masa lalu tidak memberikan signal tentang indeks saham yang bersangkutan di masa depan.
- b. Secara empiris, ketiga macam risiko investasi saham (risiko total, risiko sistematis dan risiko tak sistematis) di masa lalu memberikan signal tentang imbalan saham yang bersangkutan di masa depan.
- c. Dua kenyataan ini kiranya dapat menjadi bahan diskusi diantara para akademisi maupun diskusi kelas dengan mahasiswa guna memperkaya wawasan tentang investasi saham syariah.

5.2.2. Saran untuk penelitian berikutnya

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

- a. Menambah atau mengganti variabel, indicator atau sampel saham.
- b. Menggunakan metode penelitian yang berbeda.
- c. Meneliti dan membandingkan hubungan imbalan, indeks dan risiko antar saham syariah industrial (gabungan saham syariah dari perusahaan dalam industri yang berbeda dibandingkan).

5.3. Implikasi

Implikasi dengan adanya hasil penelitian ini di pasar saham antara lain :

1. Pihak-pihak yang berkepentingan dengan investasi saham (para pelaku pasar saham) tidak bisa menggunakan imbalan saham masa lalu sebagai

dasar prediksi indeks dan imbalan saham yang bersangkutan di masa depan.

2. Pihak-pihak yang berkepentingan dengan investasi saham bisa menggunakan ketiga macam risiko investasi saham (risiko total, risiko sistematis dan risiko tak sistematis) di masa lalu sebagai dasar prediksi imbalan saham yang bersangkutan di masa depan .
3. Pihak-pihak yang berkepentingan dengan investasi saham masih bisa menggunakan faktor teknikal khususnya tren indeks harga saham sebagai dasar prediksi indeks harga saham suatu perusahaan pada periode berikutnya.

PENUTUP

Demikian laporan penelitian ini dibuat dengan harapan dapat memberikan manfaat kepada semua pihak yang berkepentingan.

DAFTAR PUSTAKA

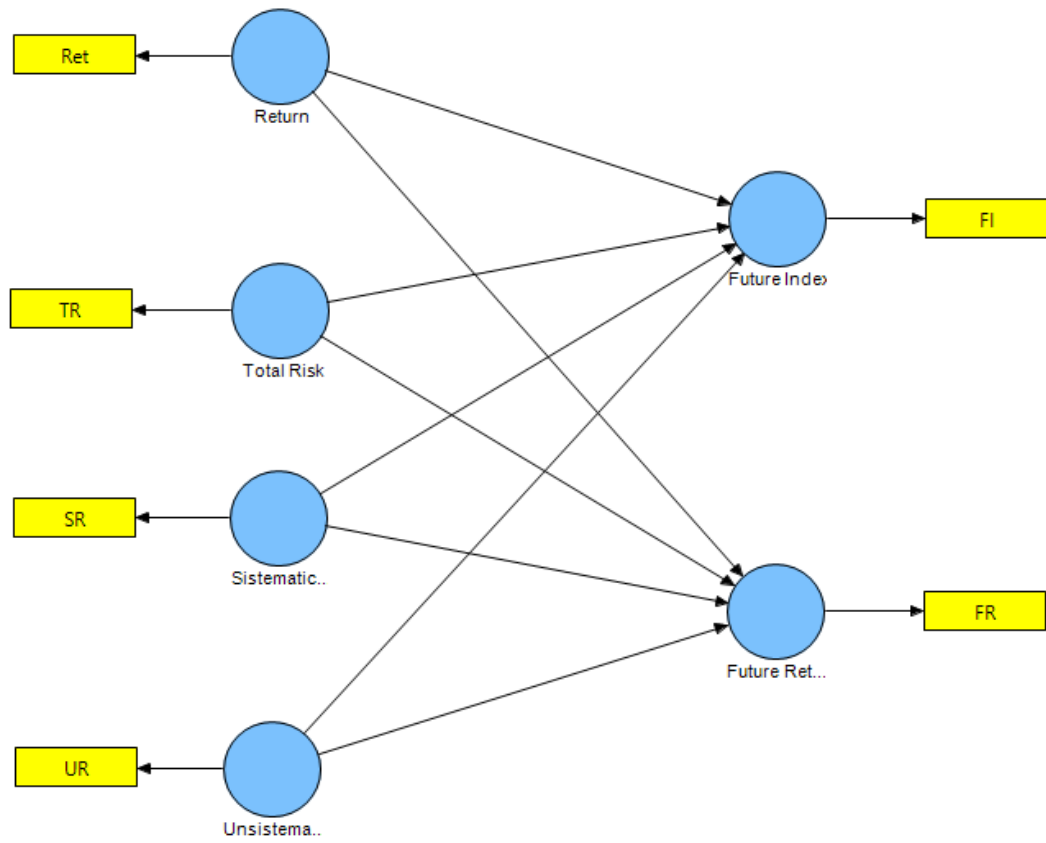
- Anhar, Muhammad, 2016 : The Financial Performance, Stock Performance, Stock Risk and Their Influences on Index and Capital Gain of Sharia Stocks in Indonesia, *Proceeding of The 3rd ICBESS 2016*, Denpasar, Indonesia.
- Brigham, Henry and Watanabe, 2012 : *Corporate Finance : The Essentials*, 1st Edition, Cengage Learning, Australia.
- Bhandari, L.C., June 1998 : D/E Ratio and Expected CS Return : Empirical Evidence, *Journal of Finance*, No. 63.
- Bloomfield, R. and 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, 2013 : *Investment*, 10th Edition, USA, McGraw Hill.
- Brown & Kim, 1991 : Timely Aggregate Analyst Forecasts as Better Proxies for Market Earnings Expectations.
- Brown, L.D. and Han, J.C.V., Spring 2000 : Do Stock Price Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings for ARI Firms ?, *Journal of Accounting Research*, Vol. 38 No. 1, USA.
- Claude, Campbell Harvey, and Tadas Viskanta, 1996 : Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk, *Financial Analysis Journal*, Nov-Dec: 29-45.
- Chordia, T., Subrahmanyam, A. and Anshuman, V.R., 2001 : Trading Activity and Expected Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, No. 59, 3-32.
- Chordia, T., Roll, R. and Subrahmanyam, A., 2002 : Order Imbalance, Liquidity, and Market Returns, *Journal of Financial Economics*, No. 65, 111-130.
- Chordia, T. and Shiyakumar, L., September 2005 : Inflation Illusion and Post-Earnings-Announcement Drift, *Journal of Accounting Research*, Vol. 45 No. 4, USA.
- Chen, J., Hong, H. and Stein, J.C., 2002 : Breadth of Ownership and Stock Return, *Journal of Financial Economics*, No. 00.
- Cooper et al, 2001 : Following The Leader : A Study of Individual Analysts' Earning Forecast, *Journal of Financial Economics* 61, 383-416.
- Creswell, J.W., 2009 : *Research Design*, 3rd Edition, USA, SAGE Publication, Inc.
- Duffee, G.R., 1995 : "Stock Returns and Volatility A Firm-level Analysis", *Journal of Financial Economics*, 37, 399-420.

- Endri, E., 2012 : Analisis Teknikal dan Fundamental Saham : Aplikasi Model Data Panel, *Jurnal Akuntabilitas*, 8(1) : 90-96.
- Gujarati, D.N. dan Porter, D.C., 2010 : *Dasar - Dasar Ekonometrika*, Salemba Empat, Jakarta.
- Hair, Black, Babin and Anderson, 2010 : *Multivariate Data Analysis*, 7th edition, USA, Prentice-Hall.
- 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, 14-68.
- Han, J.C.Y. and Wild, J.J., (1), Spring 1990 : Unexpected Earnings and Intraindustry Information Transfers: Further Evidence, *Journal of Accounting Research*, Vol. 28 No. 1, USA.
- Hardiningsih, Pancawati, 2002 : Pengaruh Fundamental dan Resiko Ekonomi terhadap Return Saham pada Perusahaan di BEJ, *Jurnal Bisnis Strategi*, Vol. 3, September.
- 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 Palepu, K.G., Spring 1990 : Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers, *Journal of Accounting Research*, Vol. 28 No. 1, USA.
- Husnan, Suad, 2010 : *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi 5, Yogyakarta, UPP STIM YKPN.
- Jogiyanto H.M., 2010 : *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 10, Yogyakarta, BPFE.
- Jones, C.P., 2014 : *Investment Analysis and Management*, 12th Edition, Australia, John Willey & Sons, Inc.
- Keown, Martin, Petty, Scott Jr. and David, 2005 : *Financial Management Principles and Applications*, 11th Edition, 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.
- Levin, R.I., 2011 : *Statistics for Management*, 20th Edition, USA, Pearson Education.
- 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.
- MacKinlay, A.C., 1995 : Multifactor Models Do Not Explain Deviations from the CAPM, *Journal of Financial Economics*, No. 38, 3-28.
- Mark, Lang, 1991: Time-Varying Stock Price Response to Earnings Induced by Uncertainty About the Time-series Process of Earnings.

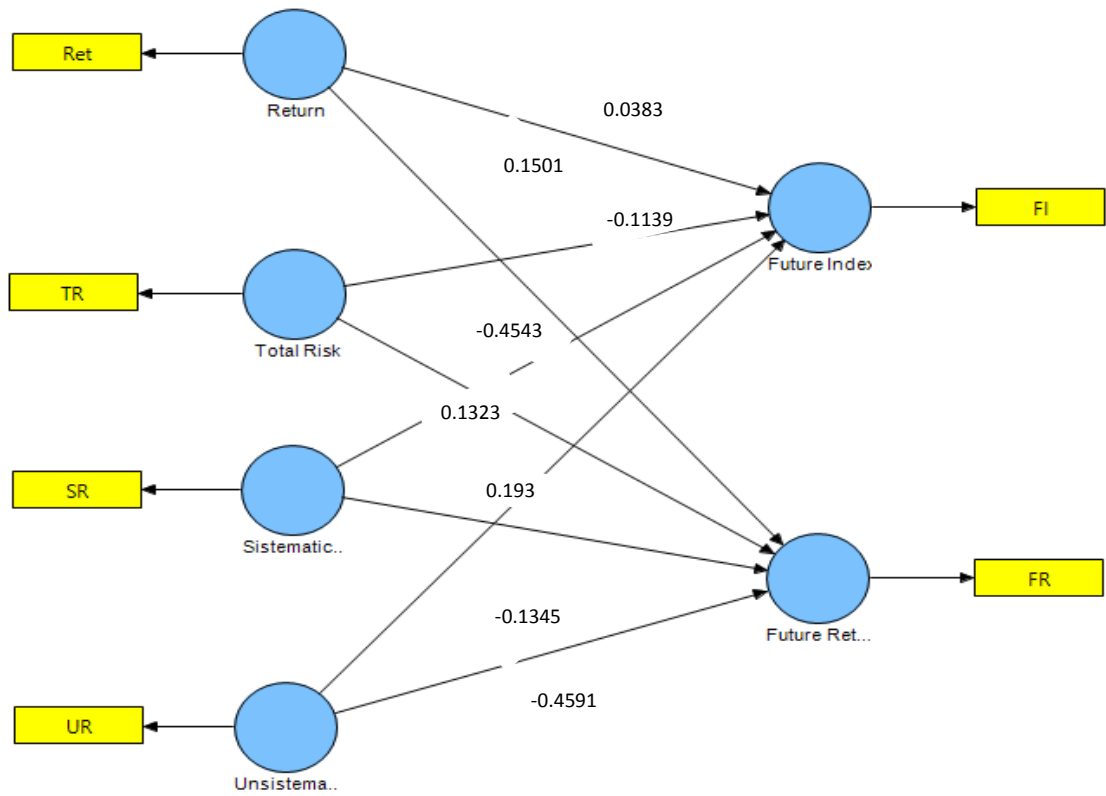
- Reilly, F.H. and Brown, K.C., 2011 : *Investment Analysis and Portfolio Management*, 10th Edition, Florida, The Dryden Press.
- Sadka, G., March 2007 : Undersatnding Stock Price Volatility : The Role of Earnings, *Journal of Accounting Research*, Vol. 45 No. 1, USA.
- Sartono, Agus, 2010 : *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*, Edisi 4, Yogyakarta, BPFE.
- Sekaran, U. and Bougic, R.J., 2016 : *Research Methods for Business : A Skill Building Approach*, 7th Edition, John Willey & Sons Inc.
- Sharpe, W., Alexander, G.J. and Bailey, J.W., 2010 : *Investment*, 6th 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.
- Susanto, D. dan Sabardi, Agus, 2010 : *Analisis Teknikal di Bursa Efek*, Edisi 2, Yogyakarta, UPP STIM YKPN.
- Tandelillin, E., 2010 : *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Yogyakarta, BPFE.
- Van Horne, J.C. and Wachowicz, J.M., 2013 : *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan 2*, Edition 13, Salemba Empat.
- Weston, J.F. dan Copeland, E., 2003 : *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*, Jakarta, Erlangga.
- www.idx.co.id
- 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.

LAMPIRAN

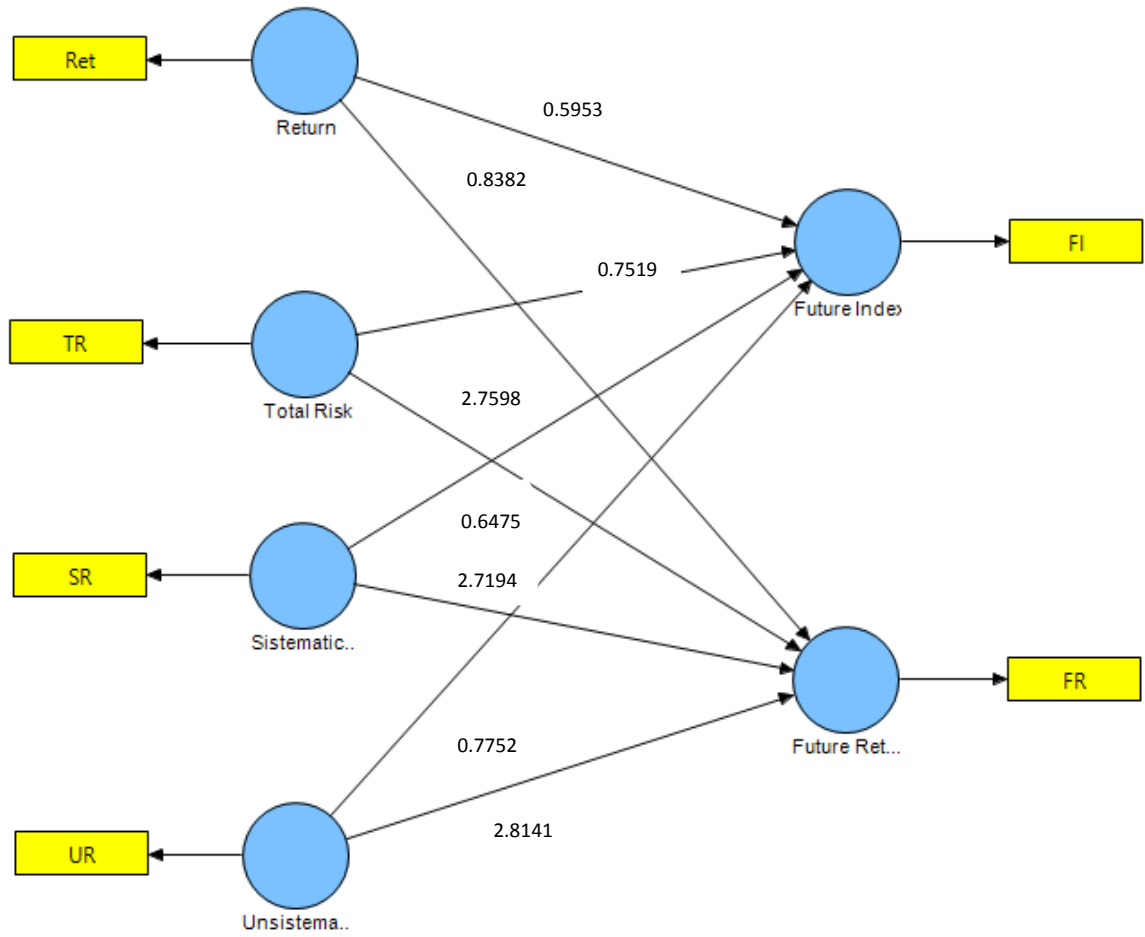
FULL Model



Gambar Run 1 – Angka Korelasi



Gambar Run 2 – Angka t - hitung



Partial Least Square (PLS) - RUN 1

Quality Criteria Overview

	AVE	Composite Reliability	R Square	Cronbachs Alpha	Communality	Redundancy
Future Index	1.000000	1.000000	0.025920	1.000000	1.000000	-0.003984
Future Return	1.000000	1.000000	0.269325	1.000000	1.000000	0.018731
Return	1.000000	1.000000		1.000000	1.000000	
Systematic Risk	1.000000	1.000000		1.000000	1.000000	
Total Risk	1.000000	1.000000		1.000000	1.000000	
Unsystematic Risk	1.000000	1.000000		1.000000	1.000000	

Latent Variable Correlations

	Future Index	Future Return	Return	Systematic Risk	Total Risk	Unsystematic Risk
Future Index	1.000000					
Future Return	0.062966	1.000000				
Return	0.038377	0.150131	1.000000			
Systematic Risk	0.132263	0.192580	0.503652	1.000000		
Total Risk	-0.113901	-0.454277	-0.149728	-0.290323	1.000000	
Unsystematic Risk	-0.134864	-0.459048	-0.254710	-0.500629	0.973666	1.000000

R Square

	R Square
Future Index	0.025920
Future Return	0.269325
Return	
Systematic Risk	
Total Risk	
Unsystematic Risk	

Cross Loadings

	Future Index	Future Return	Return	Sistematic Risk	Total Risk	Unsistematic Risk
FI	1.000000	0.062966	0.038377	0.132263	- 0.113901	-0.134864
FR	0.062966	1.000000	0.150131	0.192580	- 0.454277	-0.459048
Ret	0.038377	0.150131	1.000000	0.503652	- 0.149728	-0.254710
SR	0.132263	0.192580	0.503652	1.000000	- 0.290323	-0.500629
TR	-0.113901	-0.454277	- 0.149728	-0.290323	1.000000	0.973666
UR	-0.134864	-0.459048	- 0.254710	-0.500629	0.973666	1.000000

AVE

	AVE
Future Index	1.000000
Future Return	1.000000
Return	1.000000
Sistematic Risk	1.000000
Total Risk	1.000000
Unsistematic Risk	1.000000

Communality

	communality
Future Index	1.000000
Future Return	1.000000
Return	1.000000
Sistematic Risk	1.000000
Total Risk	1.000000
Unsistematic Risk	1.000000

Total Effects

	Future Index	Future Return	Return	Sistematic Risk	Unsistematic Risk
Future Index					
Future Return					
Return	-0.035494	0.088420			
Sistematic Risk	-0.674906	-5.633747			
Total Risk	2.961872	21.059348			
Unsistematic Risk	-3.365658	-23.761722			

Composite Reliability

	Composite Reliability
Future Index	1.000000
Future Return	1.000000
Return	1.000000
Sistematic Risk	1.000000
Total Risk	1.000000
Unsistematic Risk	1.000000

Partial Least Square (PLS) - RUN 2

Inner Model T-Statistic

	Future Index	Future Return	Return	Sistematic Risk	Total Risk	Unsistematic Risk
Future Index						
Future Return						
Return	0.595305	0.838223				
Sistematic Risk	0.647448	2.719397				
Total Risk	0.751868	2.759863				
Unsistematic Risk	0.775244	2.814085				

Total Effects (Mean, STDEV, T-Values)

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)	T Statistics (O/STERR)
Return -> Future Index	-0.035494	-0.044875	0.059624	0.059624	0.595305
Return -> Future Return	0.088420	0.089476	0.105485	0.105485	0.838223
Sistematic Risk -> Future Index	-0.674906	-0.757756	1.042411	1.042411	0.647448
Sistematic Risk -> Future Return	-5.633747	-5.807509	2.071689	2.071689	2.719397
Total Risk -> Future Index	2.961872	3.258258	3.939352	3.939352	0.751868
Total Risk -> Future Return	21.059348	21.571005	7.630577	7.630577	2.759863
Unsistematic Risk -> Future Index	-3.365658	-3.694936	4.341418	4.341418	0.775244
Unsistematic Risk -> Future Return	-23.761722	-24.271917	8.443853	8.443853	2.814085

Path Coefficients (Mean, STDEV, T-Values)

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)	T Statistics (O/STERR)
Return -> Future Index	-0.035494	-0.044875	0.059624	0.059624	0.595305
Return -> Future Return	0.088420	0.089476	0.105485	0.105485	0.838223
Sistematic Risk -> Future Index	-0.674906	-0.757756	1.042411	1.042411	0.647448
Sistematic Risk -> Future Return	-5.633747	-5.807509	2.071689	2.071689	2.719397
Total Risk -> Future Index	2.961872	3.258258	3.939352	3.939352	0.751868
Total Risk -> Future Return	21.059348	21.571005	7.630577	7.630577	2.759863
Unsistematic Risk -> Future Index	-3.365658	-3.694936	4.341418	4.341418	0.775244
Unsistematic Risk -> Future Return	-23.761722	-24.271917	8.443853	8.443853	2.814085

Outer Weights (Mean, STDEV, T-Values)

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)	T Statistics (O/STERR)
FI <- Future Index	1.000000	1.000000	0.000000		
FR <- Future Return	1.000000	1.000000	0.000000		
Ret <- Return	1.000000	1.000000	0.000000		
SR <- Sistematic Risk	1.000000	1.000000	0.000000		
TR <- Total Risk	1.000000	1.000000	0.000000		
UR <- Unsistematic Risk	1.000000	1.000000	0.000000		

Outer Loadings (Mean, STDEV, T-Values)

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)	T Statistics (O/STERR)
FI <- Future Index	1.000000	1.000000	0.000000		
FR <- Future Return	1.000000	1.000000	0.000000		
Ret <- Return	1.000000	1.000000	0.000000		
SR <- Sistematic Risk	1.000000	1.000000	0.000000		
TR <- Total Risk	1.000000	1.000000	0.000000		
UR <- Unsistematic Risk	1.000000	1.000000	0.000000		

LAPORAN BIAYA PENELITIAN

RISIKO DAN IMBALAN MASA LALU SEBAGAI
SINYAL INDEK DAN IMBALAN MASA DEPAN
SAHAM SYARIAH DI INDONESIA



Dr. Muhammad Anhar, MSi.,Ak.,CA.
Arief Wicaksono, SE.,MSi.,CMA.,CA.

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI INDONESIA
JAKARTA
2017

HALAMAN PENGESAHAN

Judul : Risiko dan Imbalan Masa Lalu Sebagai Sinyal Indek dan Imbalan Masa Depan Saham Syariah di Indonesia

Peneliti : Dr. Muhammad Anhar, MSi.,Ak.,CA. NIDN 0019095901
Arief Wicaksono, SE.,MSi.,CMA,CA. NIDN 0307018104

Lokasi Penelitian : Bursa Efek Indonesia (BEI)

Luaran yang Diharapkan : Pemahaman Tentang Sinyal Risiko dan Imbalan Atas Indek dan Imbalan Saham Syariah di Indonesia.

Biaya Total : Rp 3.500.000

- STEI : Rp 3.500.000

- Sumber lain : -

Jakarta, 19 Juni 2017

Peneliti,

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

Mengetahui,
Kepala Bagian Penelitian

Menyetujui,
Wakil Ketua IV

(Ir. Dwi Windu Suryono, M.S.)
NIDN010486032

(Drs. Jusuf Haryanto, M.Sc.)
NIDN 0325036001

BIAYA PENELITIAN

JUDUL : Risiko dan Imbalan Masa Lalu Sebagai Sinyal Indeks dan
Imbalan Masa Depan Saham Syariah di Indonesia

PENELITI : Dr. Muhammad Anhar, M.Si.,Ak.,CA.
Arif Wicaksono, SE.,M.Si.,CMA.,CA.

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