

**ANALISIS ICAPM *RISK EXPOSURES* PADA KINERJA SAHAM:
STUDI PERUSAHAAN PERBANKAN DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)**

Tesis

Diajukan kepada Sekolah Pascasarjana UIN Syarif Hidayatullah Jakarta
untuk Memperoleh Gelar Magister Agama dalam Bidang Ekonomi



Disusun oleh:

Ratu Nur Susan Vonita

21211200000003

Dosen Pembimbing:

Prof. Dr. Ahmad Rodoni, MM.

Dr. Riris Aishah Prasetyowati, SE., MM.

KONSENTRASI ILMU EKONOMI ISLAM

PROGRAM STUDI MAGISTER PENGKAJIAN ISLAM

SEKOLAH PASCASARJANA (SPs)

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SYARIF HIDAYATULLAH JAKARTA

1445 H/ 2024 M



SEKOLAH PASCASARJANA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN) SYARIF HIDAYATULLAH

كلية الدراسات العليا - جامعة شريف هداية الله الإسلامية الحكومية جاكرتا
Graduate School Syarif Hidayatullah State Islamic University
Jakarta - Indonesia

Jl. Kertamukti No.5 Pisangan Barat,
Cirendeu, Ciputat 15419, Indonesia
Tel. : (+62-21) 7401472, 74709260
Fax. : (+62-21) 74700919
Email : sps@uinjkt.ac.id
Website : www.graduate.uinjkt.ac.id

SURAT KETERANGAN LULUS UJIAN TESIS

Nomor: B-485/SPs/KM.01.2/2/2024

Direktur Sekolah Pascasarjana Universitas Islam Negeri (UIN) Syarif Hidayatullah Jakarta menerangkan bahwa:

Nama : Ratu Nur Susan Vonita
NIM : 21211200000003
Program Studi : Pengkajian Islam
Konsentrasi : Ekonomi Islam
Jenjang : Magister
Alamat : Jl. Nanggela, No. 69, Kel. Sukmajaya, Kec.
Tajurhalang, Kab. Bogor
No. Kontak (HP) : 081212944452

adalah mahasiswa Program Magister Sekolah Pascasarjana UIN Syarif Hidayatullah Jakarta yang lulus Ujian Tesis pada tanggal 23 Februari 2024 dengan Indeks Prestasi Kumulatif (IPK): 3.76 Predikat Kelulusan (Yudisium): Sangat Memuaskan dan berhak menyandang gelar **Magister Agama (M.A.)**

Demikian Surat Keterangan ini diberikan kepada yang bersangkutan untuk digunakan sebagaimana mestinya dan berlaku hingga ijazah asli selesai diproses.

Jakarta, 23 Februari 2024

Direktur,



Prof. Dr. Zulkifli, MA

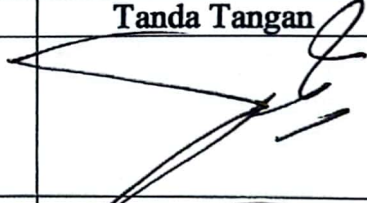


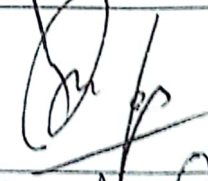
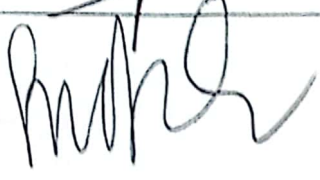
NIP. 19660813 199103 1 004

PERSETUJUAN HASIL UJIAN PROMOSI TESIS

Tesis yang berjudul “Analisis ICAPM *Risk Exposures* pada Kinerja Saham: Studi Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)” yang ditulis oleh Ratu Nur Susan Vonita NIM 21211200000003 telah dinyatakan lulus pada ujian Promosi Tesis yang diselenggarakan pada hari/tanggal Jumat/23 Februari 2024. Tesis ini telah diperbaiki sesuai saran dan komentar para penguji.

Jakarta, 19 Agustus 2024

Tim Penguji

Nama dan Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
Prof. Dr. Yusuf Rahman, MA. (Ketua Merangkap Penguji)		26/8/24
Prof. Dr. Ahmad Rodoni, M.M. (Promotor)		19/8-24
Dr. Riris Aishah Prasetyowati, SE., MM. (Promotor)		19/8-24
Prof. Dr. Desmadi Saharuddin, MA. (Penguji)		26/8.24.
Prof. Nur Hidayah, S. Ag, SE, MA, MA, Ph. D. (Penguji)		19/8/24

ABSTRAK

Peningkatan peran intermediasi memerlukan dukungan sektor keuangan yang baik. Perbankan sebagai salah satu sektor keuangan yang mendominasi masih memiliki masalah yang mengakibatkan inefisiensi. Sementara itu, instrumen pasar keuangan di Indonesia juga kurang berkembang yang digambarkan melalui *size* maupun transaksi pasar saham, obligasi korporasi, dan derivatif. Investor membutuhkan model untuk menganalisis tingkat pengembalian dan risiko, mendiversifikasi portofolio, dan menghitung harga ekuilibrium untuk portofolio atau sekuritas individual dalam berinvestasi. *Islamic Capital Asset Pricing Model* (ICAPM) adalah model penetapan harga aset ekuilibrium untuk menganalisis tingkat pengembalian dan risiko dalam investasi. Adapun faktor determinan risiko dalam ICAPM meliputi risiko pasar, tingkat suku bunga, nilai tukar, risiko total, dan risiko tidak sistematis yang terukur. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah kuantitatif dengan metode regresi data panel dan analisis komparatif dengan uji beda Mann-Whitney (U Test). Populasi dan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham syariah dan nonsyariah perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2018-2023. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ICAPM dan risiko tidak sistematis berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham syariah, tetapi risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham syariah. Untuk saham nonsyariah, nilai ekuitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham, tetapi total aset dan risiko tidak sistematis berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham. Pada analisis uji beda Mann Whitney terdapat perbedaan yang signifikan nilai ekuitas, total aset, ICAPM/CAPM, risiko sistematis, dan risiko tidak sistematis antara saham syariah dan nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Kata Kunci: ICAPM *Risk Exposures*, Kinerja Saham, *Return*, dan Risiko.

ABSTRACT

Increasing the role of intermediation requires good financial sector support. Banking, as one of the dominant financial sectors, still has problems that result in inefficiencies. Meanwhile, financial market instruments in Indonesia are also less developed, which is illustrated by the size and transactions of stock markets, corporate bonds and derivatives. Investors need models to analyze returns and risks, diversify portfolios, and calculate equilibrium prices for portfolios or individual securities in investments. Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM) is an equilibrium asset pricing model for analyzing returns and risks in investments. The risk determinant factors in ICAPM include market risk, interest rates, exchange rates, total risk and measurable unsystematic risk. This research aims to analyze ICAPM risk exposures on the performance of banking company shares on the Indonesia Stock Exchange (BEI). The model used in this research is quantitative with panel data regression methods and comparative analysis with the Mann-Whitney difference test (U Test). The population and sample used in this research are sharia and non-sharia shares of banking companies listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) 2018-2023. The results of this research show that ICAPM and unsystematic risk have a significant positive effect on sharia stock performance, but systematic risk has a significant negative effect on sharia stock performance. For non-shariah shares, equity value has a significant negative effect on stock performance, but total assets and unsystematic risk have a significant positive effect on stock performance. In the Mann Whitney difference test analysis, there are significant differences in equity value, total assets, ICAPM/CAPM, systematic risk and unsystematic risk between sharia and non-sharia shares of banking companies on the Indonesia Stock Exchange (BEI).

Keywords: *ICAPM Risk Exposures, Stock Performance, Return and Risk.*

ملخص البحث

وتتطلب زيادة دور الوساطة دعما جيدا من القطاع المالي. لا يزال القطاع المصرفي، باعتباره أحد القطاعات المالية المهيمنة، يعاني من مشاكل تؤدي إلى عدم الكفاءة. وفي الوقت نفسه، فإن أدوات السوق المالية في إندونيسيا هي أيضا أقل تطورا، وهو ما يتضح من حجم ومعاملات أسواق الأسهم وسندات الشركات والمشتقات. يحتاج المستثمرون إلى نماذج لتحليل العائدات والمخاطر، وتنوع المحافظ، وحساب أسعار التوازن للمحافظ أو الأوراق المالية الفردية في الاستثمارات. نموذج تسعير أصول رأس المال الإسلامي هو نموذج تسعير أصول متوازن لتحليل العوائد والمخاطر في الاستثمارات. تشمل العوامل المحددة للمخاطر في نموذج تسعير أصول رأس المال الإسلامي مخاطر السوق وأسعار الفائدة وأسعار الصرف والمخاطر الإجمالية والمخاطر غير المنتظمة القابلة للقياس. يهدف هذا البحث إلى تحليل التعرض لمخاطر نموذج تسعير أصول رأس المال الإسلامي على أداء أسهم الشركات المصرفية في بورصة إندونيسيا. النموذج المستخدم في هذا البحث هو نموذج كمي مع أساليب انحدار بيانات اللوحة والتحليل المقارن مع اختبار فرق مان ويتني. المجتمع والعينة المستخدمة في هذا البحث هي الأسهم الشرعية وغير الشرعية للشركات المصرفية المدرجة في بورصة إندونيسيا ٢٠١٨-٢٠٢٣. تظهر نتائج هذا البحث أن نموذج تسعير أصول رأس المال الإسلامي والمخاطر غير النظامية لهما تأثير إيجابي كبير على أداء الأسهم الشرعية، لكن المخاطر المنهجية لها تأثير سلبي كبير على أداء الأسهم الشرعية. بالنسبة للأسهم غير الشرعية، فإن قيمة الأسهم لها تأثير سلبي كبير على أداء السهم، ولكن إجمالي الأصول والمخاطر غير المنتظمة لها تأثير إيجابي كبير على أداء السهم. في تحليل اختبار الفرق مان ويتني، هناك اختلافات كبيرة في قيمة الأسهم، وإجمالي الأصول، ونموذج تسعير أصول رأس المال الإسلامي، والمخاطر المنهجية والمخاطر غير المنهجية بين الأسهم الشرعية وغير الشرعية للشركات المصرفية في بورصة إندونيسيا.

الكلمات المفتاحية: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الدولية بالتعرض للمخاطر، أداء السهم، العائد والمخاطر.

PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB LATIN
KEPUTUSAN BERSAMA
MENTERI AGAMA DAN MENTERI PENDIDIKAN DAN KEBUDAYAAN
REPUBLIK INDONESIA

Nomor: 158 Tahun 1987

Nomor: 0543b//U/1987

Transliterasi dimaksudkan sebagai pengalih-hurufan dari abjad yang satu ke abjad yang lain. Transliterasi Arab-Latin di sini ialah penyalinan huruf-huruf Arab dengan huruf-huruf Latin beserta perangkatnya.

A. Konsonan

Fonem konsonan bahasa Arab yang dalam sistem tulisan Arab dilambangkan dengan huruf. Dalam transliterasi ini sebagian dilambangkan dengan huruf dan sebagian dilambangkan dengan tanda, dan sebagian lagi dilambangkan dengan huruf dan tanda sekaligus.

Berikut ini daftar huruf Arab yang dimaksud dan transliterasinya dengan huruf latin:

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Nama
أ	Alif	Tidak dilambangkan	Tidak dilambangkan
ب	Ba	B	Be
ت	Ta	T	Te
ث	Ṣa	ṣ	es (dengan titik di atas)
ج	Jim	J	Je
ح	Ḥa	ḥ	ha (dengan titik di bawah)
خ	Kha	Kh	ka dan ha
د	Dal	d	De
ذ	Ḍal	ḏ	Zet (dengan titik di atas)
ر	Ra	r	er
ز	Zai	z	zet
س	Sin	s	es
ش	Syin	sy	es dan ye
ص	Ṣad	ṣ	es (dengan titik di bawah)
ض	Ḍad	ḏ	de (dengan titik di bawah)

ط	Ṭa	ṭ	te (dengan titik di bawah)
ظ	Za	ẓ	zet (dengan titik di bawah)
ع	ʿain	ʿ	koma terbalik (di atas)
غ	Gain	g	ge
ف	Fa	f	cf
ق	Qaf	q	ki
ك	Kaf	k	ka
ل	Lam	l	el
م	Mim	m	em
ن	Nun	n	en
و	Wau	w	we
هـ	Ha	h	ha
ء	Hamzah	‘	apostrof
ي	Ya	y	ye

B. Vokal

Vokal bahasa Arab, seperti vokal bahasa Indonesia, terdiri dari vokal tunggal atau *monoftong* dan vokal rangkap atau *diftong*.

1. Vokal Tunggal

Vokal tunggal bahasa Arab yang lambangnya berupa tanda atau harakat, transliterasinya sebagai berikut:

Tabel 0.2: Tabel Transliterasi Vokal Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Nama
ـَ	Fathah	a	a
ـِ	Kasrah	i	i
ـُ	Dammah	u	u

2. Vokal Rangkap

Vokal rangkap bahasa Arab yang lambangnya berupa gabungan antara harakat dan huruf, transliterasinya berupa gabungan huruf sebagai berikut:

Tabel 0.3: Tabel Transliterasi Vokal Rangkap

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Nama
يَـ...	Fathah dan ya	ai	a dan u

و...	Fathah dan wau	au	a dan u
------	----------------	----	---------

Contoh:

- كَتَبَ kataba
- فَعَلَ fāala
- سِئِلَ suila
- كَيْفَ kaifa
- حَوَّلَ haula

C. Maddah

Maddah atau vokal panjang yang lambangnya berupa harakat dan huruf, transliterasinya berupa huruf dan tanda sebagai berikut:

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Nama
أ...إ...	Fathah dan alif atau ya	ā	a dan garis di atas
إ...	Kasrah dan ya	ī	i dan garis di atas
و...	Dammah dan wau	ū	u dan garis di atas

Contoh:

- قَالَ qāla
- رَمَى ramā
- قِيلَ qīla
- يَقُولُ yaqūlu

D. Ta' Marbutah

Transliterasi untuk ta' marbutah ada dua, yaitu:

1. Ta' marbutah hidup
Ta' marbutah hidup atau yang mendapat harakat fathah, kasrah, dan dammah, transliterasinya adalah "t".
2. Ta' marbutah mati
Ta' marbutah mati atau yang mendapat harakat sukun, transliterasinya adalah "h".
3. Kalau pada kata terakhir dengan ta' marbutah diikuti oleh kata yang menggunakan kata sandang *al*/serta bacaan kedua kata itu terpisah, maka ta' marbutah itu ditransliterasikan dengan "h".

Contoh:

- رَوْضَةُ الْأَطْفَالِ raudah al-atfāl/raudahtul atfāl
- الْمَدِينَةُ الْمُنَوَّرَةُ al-madīnah al-munawwarah/al-madīnatul munawwarah

- طَلْحَةُ talhah

E. Syaddah (Tasydid)

Syaddah atau tasydid yang dalam tulisan Arab dilambangkan dengan sebuah tanda, tanda syaddah atau tanda tasydid, ditransliterasikan dengan huruf, yaitu huruf yang sama dengan huruf yang diberi tanda syaddah itu.

Contoh:

- نَزَّلَ nazzala
- الْبِرُّ al-birr

F. Kata Sandang

Kata sandang dalam sistem tulisan Arab dilambangkan dengan huruf, yaitu ال, namun dalam transliterasi ini kata sandang itu dibedakan atas:

1. Kata sandang yang diikuti huruf syamsiyah

Kata sandang yang diikuti oleh huruf syamsiyah ditransliterasikan sesuai dengan bunyinya, yaitu huruf “l” diganti dengan huruf yang langsung mengikuti kata sandang itu.

2. Kata sandang yang diikuti huruf qamariyah

Kata sandang yang diikuti oleh huruf qamariyah ditransliterasikan dengan sesuai dengan aturan yang digariskan di depan dan sesuai dengan bunyinya.

Baik diikuti oleh huruf syamsiyah maupun qamariyah, kata sandang ditulis terpisah dari kata yang mengikuti dan dihubungkan dengan tanpa sempang.

Contoh:

- الرَّجُلُ ar-rajulu
- الْقَلَمُ al-qalamu
- الشَّمْسُ asy-syamsu
- الْجَلَالُ al-jalālu

G. Hamzah

Hamzah ditransliterasikan sebagai apostrof. Namun hal itu hanya berlaku bagi hamzah yang terletak di tengah dan di akhir kata. Sementara hamzah yang terletak di awal kata dilambangkan, karena dalam tulisan Arab berupa alif.

Contoh:

- تَأْخُذُ ta'khuẓu
- سَيِّئٌ syai'un
- النَّوْءُ an-nau'u
- إِنَّ inna

H. Penulisan Kata

Pada dasarnya setiap kata, baik fail, isim maupun huruf ditulis terpisah. Hanya kata-kata tertentu yang penulisannya dengan huruf Arab sudah lazim dirangkaikan dengan kata lain karena ada huruf atau harkat yang dihilangkan, maka penulisan kata tersebut dirangkaikan juga dengan kata lain yang mengikutinya.

Contoh:

- | | |
|--|---------------------------------------|
| - وَ إِنَّ اللَّهَ فَهُوَ خَيْرُ الرَّازِقِينَ | Wa innallāha lahuwa khair ar-rāziqīn/ |
| | Wa innallāha lahuwa khairurrāziqīn |
| - بِسْمِ اللَّهِ مَجْرَاهَا وَ مُرْسَاهَا | Bismillāhi majrehā wa mursāhā |

I. Huruf Kapital

Meskipun dalam sistem tulisan Arab huruf kapital tidak dikenal, dalam transliterasi ini huruf tersebut digunakan juga. Penggunaan huruf kapital seperti apa yang berlaku dalam EYD, di antaranya: huruf kapital digunakan untuk menuliskan huruf awal nama diri dan permulaan kalimat. Bilamana nama diri itu didahului oleh kata sandang, maka yang ditulis dengan huruf kapital tetap huruf awal nama diri tersebut, bukan huruf awal kata sandangnya.

Contoh:

- | | |
|---|--------------------------------------|
| - الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ | Alhamdu lillāhi rabbi al-ālamīn/ |
| | Alhamdu lillāhi rabbiḷ ālamīn |
| - الرَّحْمَنُ الرَّحِيمُ | Ar-rahmānir rahīm/Ar-rahmān ar-rahīm |

Penggunaan huruf awal kapital untuk Allah hanya berlaku bila dalam tulisan Arabnya memang lengkap demikian dan kalau penulisan itu disatukan dengan kata lain sehingga ada huruf atau harakat yang dihilangkan, huruf kapital tidak dipergunakan.

Contoh:

- | | |
|-------------------------------|---|
| - اللَّهُ غَفُورٌ رَحِيمٌ | Allaāhu gafūrun rahīm |
| - لِلَّهِ الْأُمُورُ جَمِيعًا | Lillāhi al-amru jamīan/Lillāhil-amru jamīan |

J. Tajwid

Bagi mereka yang menginginkan kefasihan dalam bacaan, pedoman transliterasi ini merupakan bagian yang tak terpisahkan dengan Ilmu Tajwid. Karena itu peresmian pedoman transliterasi ini perlu disertai dengan pedoman tajwid.

DAFTAR ISI

LEMBAR JUDUL	i
PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME	ii
LEMBAR PERSETUJUAN PEMBIMBING	iii
ABSTRAK	vi
PEDOMAN TRANSLITERASI	xi
BAB I: PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Penelitian	1
B. Permasalahan	16
1. Identifikasi Masalah	16
2. Perumusan Masalah	19
3. Pembatasan Masalah	19
C. Tujuan Penelitian	19
D. Signifikansi dan Masalah Penelitian	19
E. Penelitian Terdahulu yang Relevan	20
F. Sistematika Penulisan	24
BAB II: LANDASAN TEORETIS	
A. Diskursus Pasar Modal Syariah dan Mekanisme Perdagangan	26
1. Prinsip dan Karakteristik Pasar Modal Syariah	26
2. Konseptualisasi dan Perdebatan Akademik Saham Syariah	30
3. Indeks Saham Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)	34
4. Mekanisme Perdagangan di Pasar Modal Syariah	35
a. Perdagangan di Pasar Primer	35
b. Perdagangan di Pasar Sekunder	36
B. Analisis Kinerja Keuangan	36
1. Rasio Profitabilitas	36
2. Rasio Pasar	37
3. Rasio Solvabilitas	37
4. Rasio Likuiditas	38
5. Rasio Aktivitas	39
C. Faktor Ekonomi Makro pada Variabel Amatan	40
1. Suku Bunga dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)	40
2. Nilai Tukar	41
D. Teori <i>Asset Pricing</i> : CAPM dan ICAPM	41
1. Penjabaran <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)	42
2. Return dan Risiko dalam <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)	43
3. Asumsi-asumsi dalam <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)	44
4. <i>Efficient Frontier</i>	45
5. Ekuilibrium Pasar Modal	46

6.	Garis Pasar Modal (<i>Capital Market Line</i>)	47
7.	Garis Pasar Sekuritas (<i>Security Market Line</i>)	50
8.	Penjabaran <i>Islamic Capital Asset Pricing Model</i> (ICAPM)	51
9.	Asumsi dalam <i>Islamic Capital Asset Pricing Model</i> (ICAPM)	52
	a. Risiko dan Ketidakpastian dalam Investasi	52
	b. Pengharaman Riba dalam Tinjauan Hukum Islam ...	54
	c. Perjudian dan Permainan Peluang/ <i>Games of Chance</i>	56
E.	Perdebatan Teori ICAPM dan CAPM Risk Exposures Terhadap Kinerja Saham	57
F.	Teori Terapan (<i>Applied Theory</i>)	59
G.	Keterikatan Antarvariabel dan Hipotesis Penelitian	59
	1. Keterikatan Antarvariabel	59
	2. Hipotesis Penelitian	62
BAB III: METODOLOGI PENELITIAN		
A.	Objek Penelitian	65
B.	Metode Penelitian	65
	1. Variabel Operasional	65
	a. Variabel Bebas (Variabel <i>Independent</i>)	65
	b. Variabel Terikat (Variabel <i>Dependent</i>)	65
	2. Sumber dan Teknik Pengumpulan Data Penelitian	68
	a. Data Primer	68
	b. Data Sekunder	68
	3. Jenis Data	69
	4. Populasi dan Sampel Penelitian	69
C.	Model Penelitian	70
D.	Teknik Analisis Data Penelitian	71
	1. Menghitung Kinerja Saham	71
	2. Penentuan Indikator ICAPM <i>Risk Exposures</i>	71
	3. Menghitung Masing-masing Variabel Bebas	72
	a. Modal/ <i>Capital</i>	72
	b. Aset/ <i>Total Asset</i>	72
	c. SBIS/ <i>Pricing</i>	72
	d. ICAPM (<i>Islamic Capital Asset Pricing Model</i>)	72
	e. Nilai Tukar/ <i>Exchange Rate</i>	73
	f. Risiko Total/ <i>Total Risk</i>	73
	4. Uji Asumsi Klasik	73
	a. Uji Normalitas	73
	b. Uji Autokorelasi	74
	c. Uji Multikolineritas	74
	d. Uji Heteroskedastisitas	75
	5. Analisis Regresi Berganda Model Data Panel	75
	6. Metode Estimasi Model Regresi Data Panel	77
	a. Model <i>Common Effect</i>	77

b. Model <i>Fixed Effect</i>	77
c. Model <i>Random Effect</i>	78
7. Pemilihan Model Regresi Data Panel	78
a. Uji Chow	79
b. Uji Hausman	79
c. Uji <i>Lagrange Multiplier</i> (LM Test)	80
8. Pengujian Statistik Analisis Regresi	81
a. Koefisien Determinasi (R^2)	81
b. Pengujian Hipotesis	82
c. Uji Peringkat Mann-Whitney	83
BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN Uji Analisis ICAPM <i>RISK EXPOSURES</i> TERHADAP KINERJA SAHAM PERUSAHAAN PERBANKAN DI BEI	
A. Hasil Uji Statistik Deskriptif	86
1. Hasil Uji Statistik Deskriptif Data ICAPM <i>Risk Exposures</i> Saham Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)	86
2. Hasil Uji Pemilihan Model	87
a. Uji Chow	87
b. Uji Hausman	87
c. Uji <i>Lagrange Multiplier</i> (LM)	88
3. Hasil Uji Asumsi Klasik	88
a. Uji Multikolinieritas	88
b. Uji Heteroskedastisitas	89
B. Hasil Uji ICAPM Risk Exposures pada Kinerja Saham Syariah dan Nonsyariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)	90
1. Hasil Uji Perhitungan ICAPM <i>Risk Exposures</i> pada Saham Syariah dan Nonsyariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)	90
a. Variabel Ekuitas sebagai Variabel Independen (X_1)	90
b. Variabel Total ASET sebagai Variabel Independen (X_2)	91
c. Variabel BI7DRR sebagai Variabel Independen (X_3)	91
d. Variabel ICAPM dan CAPM sebagai Variabel Independen (X_4)	92
e. Variabel Nilai Tukar sebagai Variabel Independen (X_5)	93
f. Variabel Risiko Sistematis (X_6)	95
g. Variabel Risiko Tidak Sistematis (X_7)	96
h. Variabel Kinerja Saham sebagai Variabel Dependen (Y)	97

2. Hasil Uji Regresi ICAPM <i>Risk Exposures</i> Terhadap Kinerja Saham Syariah dan Nonsyariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)	98
a. Hasil Uji Regresi ICAPM <i>Risk Exposures</i> Terhadap Kinerja Saham Syariah	98
1) Hasil Persamaan Regresi Data Panel	98
2) Hasil Uji Hipotesis	99
a) Hasil Uji t	99
b) Hasil Uji F	103
c) Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	103
b. Hasil Uji Regresi CAPM <i>Risk Exposures</i> Terhadap Kinerja Saham Nonsyariah	104
1) Hasil Persamaan Regresi Data Panel	104
2) Hasil Uji Hipotesis	105
a) Hasil Uji t	105
b) Hasil Uji F	109
c) Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	110
C. Hasil Uji Mann-Whitney (U Test) ICAPM <i>Risk Exposures</i> Terhadap Kinerja Saham Syariah dan Nonsyariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)	110
D. Hasil Temuan	113
BAB VI: PENUTUP	
A. Kesimpulan	116
B. Saran	117
DAFTAR PUSTAKA	118
INDEKS	130
GLOSARIUM	132
LAMPIRAN	133
BIODATA PENULIS	142
DRAFT JURNAL	143
HASIL CEK PLAGIARISME	166
BERITA ACARA UJIAN-UJIAN	167

BAB I PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian

Pertumbuhan ekonomi dan kemakmuran suatu negara bergantung pada tingkat kegiatan ekonomi. Semakin tinggi tingkat kegiatan bisnis, maka semakin besar peluang untuk menciptakan kinerja perusahaan yang lebih baik sehingga mengarah pada tingkat produksi dan pendapatan yang lebih tinggi bagi suatu negara. Hal ini mengakibatkan dunia bisnis dituntut untuk menciptakan strategi yang kreatif dan inovatif dalam upaya meningkatkan kinerjanya dan memanfaatkan setiap peluang yang datang.¹

Industrialisasi mendorong perusahaan untuk menemukan cara dalam berkontribusi tidak hanya pada sektor ekonomi domestik, tetapi juga dalam sektor ekonomi global. Industrialisasi berkontribusi pada pertumbuhan ekonomi dengan meningkatkan kapasitas produksi, penciptaan lapangan kerja, inovasi, dan penggunaan sumber daya yang optimal. Keterbukaan perdagangan meningkatkan investasi asing atau *Foreign Direct Investment* (FDI), integrasi pasar global, kemajuan teknologi, dan kapasitas produktif negara.²

Kinerja melambangkan nilai perusahaan dan perusahaan dituntut untuk terus meningkatkan efisiensinya sebagai bentuk pertahanan dan kesejahteraan, terutama pada era yang didominasi oleh ketidakpastian dengan krisis keuangan dan utang yang terjadi di berbagai belahan dunia.³ Adapun pembangunan keuangan dan

¹ Maha Elhini dan Yara Mourad, "The Relationship Between Knowledge-Based Economies and Economic Growth: An Empirical Analysis on The Asia-Pacific Region 2011–2018," *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 15, no. 02 (2022), h. 171-192; Taiyan Huang, "Scientific Understanding of The Fundamentals of China's Economic Development," *Emerald Publishing Limited, China Political Economy*, 03, no. 02 (2020), h. 279-287.

² Khalid Eltayeb Elfaki, et.al., "The Impact of Industrialization, Trade Openness, Financial Development, and Energy Consumption on Economic Growth in Indonesia," *MDPI Stays Neutral With Regard to Jurisdictional Claims in Published Maps and Institutional Affiliations.*, *Economies* 9, no. 174 (2021), h. 1-13.

³ Salah satu penelitian di Bursa Saham Malaysia menemukan bahwa terdapat pengaruh status *sharia compliant* terhadap efisiensi kinerja perusahaan. Hal ini dibuktikan melalui pengujian nilai informasi pada prospektus Penawaran Umum Perdana/*Initial Public Offering* (IPO) yang menemukan bahwa perusahaan syariah lebih murah dibandingkan konvensional. Penelitian ini juga menyiratkan bahwa emiten IPO dapat menggunakan syariah sebagai mekanisme pensinyalan untuk menarik investor berpartisipasi dalam penawaran mereka. Temuan penelitian ini juga menunjukkan bahwa dalam prospektus IPO syariah memiliki nilai informasi karena pengungkapan secara signifikan meningkatkan *underpricing* dan tampaknya menguntungkan bagi investor IPO. Penelitian lainnya yang menganalisis faktor eksternal dan internal dalam fundamental perusahaan syariah dan non-syariah menemukan bahwa karakteristik internal perusahaan berpengaruh secara signifikan, tetapi hal yang sama tidak ditemukan dalam fundamental eksternal, ukuran perusahaan sangat signifikan dalam mendorong kedua rangkaian kinerja perusahaan, dan tingkat keuangan *leverage* sebagai pendorong negatif kinerja perusahaan. Penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan

pertumbuhan ekonomi berhubungan positif secara signifikan. Oleh sebab itu, inklusi keuangan memungkinkan masyarakat untuk mengakses layanan keuangan yang tampaknya mendorong perkembangan sosial ekonomi.⁴

Pembangunan ekonomi dan peningkatan peran intermediasi memerlukan dukungan sektor keuangan yang dalam. Kebutuhan investasi terus meningkat, sementara rasio tabungan/*gross saving* belum mampu mencukupi kebutuhan tersebut. Menurut data Badan Pusat Statistik (BPS), sejak 2011 terjadi kecenderungan rasio tabungan/*gross saving* terhadap PDB yang terus menurun. Sektor keuangan yang dalam akan meningkatkan akses pembiayaan bagi sektor rumah tangga dan korporasi, meningkatkan efisiensi yang akan menurunkan biaya intermediasi, dan meningkatkan daya tahan sektor keuangan.⁵

Sektor keuangan Indonesia, aset bank, kapitalisasi pasar modal, asuransi, dan dana pensiun masih relatif dangkal dibandingkan negara lain di ASEAN-5.⁶ Berdasarkan hasil survei OJK 2022 mengenai persentase literasi keuangan responden berdasarkan sektor jasa keuangan, literasi masyarakat terkait sektor pasar modal relatif paling rendah dibandingkan dengan sektor keuangan lain, yaitu sebesar 4,11%.⁷

syariah memiliki kinerja lebih baik yang dipengaruhi oleh *sharia compliant* dalam penetapan tingkat *leverage*. Selain itu, perusahaan syariah dalam hal pengembalian aset memiliki tingkat likuiditas yang lebih tinggi dan cenderung memiliki kinerja yang jauh lebih baik dibandingkan perusahaan non-syariah. Nurwahida Yaakub, "Performance of Initial Public Offerings (IPOs): The Case of Shariah Compliant Companies," *Islamic Economic Studies* 27, no. 1 (2019), h. 65-76; Catherine S.F. Ho dan Nor Erna Nabila Mohd-Raff, "External and Internal Determinants of Performances of Shariah and Non-Shariah Compliant Firms," *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 12, no. 2 (2019), h. 236-237.

⁴ Amr El Tiby dan Wafiq Grais, *Islamic Finance and Economic Development: Risk Management, Regulation, and Corporate Governance* (New Jersey: Wiley, 2015), h. 1-2; Sungmin Han, "Contributions of Public Investment to Economic Growth and Productivity," *KDI Journal of Economic Policy*, 39, no. 04 (2017), h. 25-50.

⁵ Bitra Suyatna, 2023, "UU PPSK: Penguatan Usaha Jasa Pembiayaan dan LKM serta Perlindungan Masyarakat," pada *Macroeconomics and Finance (MAFIN) Talks*, "Pengembangan Lembaga Keuangan Mikro: Studi Empiris dan Dukungan Kebijakan," Badan Riset dan Inovasi Nasional (BRIN). Pusat Kebijakan Sektor Keuangan, BFK, Kemenkeu RI; CEIC Data, "Indonesia Tabungan Bruto 2010-2023," <https://www.ceicdata.com/id/indicator/indonesia/gross-savings-rate>.

⁶ Negara ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, dan Thailand). Menurut data CEIC per 2021, Singapura menempati urutan pertama dengan Aset Bank per PDB sebesar 572,1% dan Kapitalisasi Pasar Modal per PDB sebesar 189,0%. Malaysia dengan Aset Bank per PDB sebesar 198,6% dan Kapitalisasi Pasar Modal per PDB sebesar 109,9%. Thailand dengan Aset Bank per PDB 146,6% dan Kapitalisasi Pasar Modal per PDB sebesar 120,9%. Filipina dengan Aset Bank per PDB 99,2% dan Kapitalisasi Pasar Modal per PDB sebesar 93,2%. Sementara Indonesia masih pada urutan tebelakang dengan Aset Bank per PDB 59,5% dan Kapitalisasi Pasar Modal per PDB sebesar 48,3%.

⁷ Berdasarkan survei OJK (2022) persentase literasi keuangan pada sektor perbankan sebesar 49,93%, perasuransian 31,72%, dana pensiun 30,46%, lembaga pembiayaan 25,09%, pegadaian 40,75%, lembaga keuangan mikro 14,44%, *fintech* 10,90%, dan pasar modal

Perbankan sebagai salah satu sektor keuangan yang mendominasi dengan proporsi sebesar 77,4% dari total aset Rp8.053,1 triliun pada tahun 2015 dan meningkat pada tahun 2022 menjadi 79% dari total aset Rp14.377 triliun. Meskipun mendominasi, perbankan masih memiliki permasalahan yang mengakibatkan inefisiensi, seperti *overhead cost* perbankan Indonesia yang lebih tinggi dibandingkan negara-negara di kawasan *emerging*, *Net Interest Margin* (NIM) perbankan Indonesia juga lebih tinggi yang menunjukkan efisiensi intermediasi yang lebih rendah, serta tingginya *overhead cost* dan inefisiensi intermediasi yang menyebabkan tingkat suku bunga pinjaman lebih tinggi dan berkontribusi pada ekonomi berbiaya tinggi. Sementara itu, instrumen pasar keuangan di Indonesia juga kurang berkembang yang digambarkan melalui *size* maupun transaksi pasar saham, obligasi korporasi, dan derivatif di bawah negara peers. Berdasarkan data CEIC, kapitalisasi pasar saham negara-negara *emerging* per PDB, Indonesia menempati urutan terendah dengan kapitalisasi sebesar 48,46%.⁸

Investasi dan keuangan syariah dalam dekade terakhir ini telah mendapat banyak perhatian global.⁹ Hal ini dibuktikan melalui laporan perkembangan keuangan syariah pada tahun 2021 yang menyatakan bahwa keuangan Islam diperkirakan mengalami pertumbuhan rata-rata 8% hingga tahun 2025 dengan total aset sebesar USD4,95 triliun.¹⁰ Oleh sebab itu, pasar keuangan syariah dituntut untuk mengembangkan kemajuan infrastruktur, teknologi, dan sistem keuangan yang lebih unggul untuk mendorong kepercayaan investor dan bersaing dengan sistem

4,11%. Bitra Suyatna, 2023, "UU PPSK: Penguatan Usaha Jasa Pembiayaan dan LKM serta Perlindungan Masyarakat," pada *Macroeconomics and Finance (MAFIN) Talks*, "Pengembangan Lembaga Keuangan Mikro: Studi Empiris dan Dukungan Kebijakan," Badan Riset dan Inovasi Nasional (BRIN). Pusat Kebijakan Sektor Keuangan, BFK, Kemenkeu RI.

⁸ Negara-negara *emerging* (Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand, dan India). Berdasarkan data CEIC per 2022, kapitalisasi pasar saham di Indonesia sebesar 48,46%, Malaysia 91,75%, Filipina 75,18%, Thailand 119,37%, dan India 60,84%.

⁹ Pasar keuangan Islam terus mendapatkan perhatian di negara-negara mayoritas muslim dan negara-negara dengan populasi muslim minoritas seperti Inggris, Singapura, dan Afrika Selatan. Lembaga keuangan Islam bekerja sama dengan Bank Dunia untuk mengurangi kemiskinan, memperluas akses keuangan global, mengembangkan sektor keuangan, serta membangun stabilitas dan ketahanan sektor ekonomi di negara-negara klien. Keuangan Islam global telah berkembang pesat selama dua dekade terakhir, pertumbuhan industri keuangan Islam hingga tahun 2021 mencapai 10-12% per tahun dengan total aset diperkirakan lebih dari USD2,4 Triliun yang meliputi lembaga keuangan bank dan non-bank, pasar modal, pasar uang, dan asuransi. "Islamic Finance" (The World Bank, 31 Maret 2015), <https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/islamic-finance>; "Islamic Finance and the Role of the IMF" (International Monetary Fund, Februari 2017), <https://www.imf.org/external/themes/islamicfinance/>; "The Inaugural Royal Award for Islamic Finance Impact Challenge Prize 2022" (The World Bank, 26 Januari 2022), <https://www.worldbank.org/en/country/malaysia/brief/the-inaugural-royal-award-for-islamic-finance-impact-challenge-prize-2022>.

¹⁰ "Islamic Finance Development Report 2021" (Refinitiv, 7 Maret 2022), <https://www.refinitiv.com/en/resources/special-report/islamic-finance-development-report>.

konvensional. Kemajuan pasar keuangan Islam juga didorong oleh minat dan antusiasme masyarakat dalam investasi.¹¹

Keuangan syariah telah muncul di zaman modern untuk menyediakan korespondensi antara pelaksanaan intermediasi keuangan dengan nilai-nilai masyarakat yang ingin berpegang pada prinsip-prinsip syariat Islam.¹² Islam telah membatasi kebebasan untuk terlibat dalam transaksi bisnis dan keuangan dengan dasar sejumlah larangan, etika, dan norma. Selain beberapa larangan utama, hukum Islam telah menetapkan sejumlah norma dan batasan lain untuk menghindari keuntungan yang tidak adil dan ketidakadilan dalam transaksi ekonomi.¹³ Hal ini didasari fakta bahwa hakikat ekonomi Islam selalu berhubungan dengan *maqasid syariah* karena objek pembahasannya berkaitan dengan perilaku manusia untuk mencapai keadilan dan kesejahteraan.¹⁴

Investasi dalam Islam berkaitan dengan nilai dan etika. Hal ini berlandaskan pada hukum muamalah bahwa bekerja, berinvestasi, dan kegiatan konsumsi yang dilakukan untuk kemaslahatan diperbolehkan dalam syariat Islam. Namun,

¹¹ Catherine S.F. Ho, "International Comparison of Shari'ah Compliance Screening Standards," *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 8, no. 2 (2015), h. 223.

¹² Kaidah fikih dalam mengidentifikasi transaksi ekonomi adalah "*Al-ashlu fil muâ'malâti al-ibâhah hattâ yadullu ad-dalîlu alâ tahrîmihâ*" (Hukum asal dalam urusan muamalah adalah boleh, kecuali ada dalil yang mengharamkannya). Naif Ibnu Jami Al-Jardani, *Ahkâm Al-Uqûd Al-Madaniyyah: Dirâsah Al-Muqâranah* (Riyadh: Maktabah Al-Qanun Wal Iqtishad, 2014), h. 31; Abdul Karim Al-Khudair, *Ar-Riyâdh Az-Zakiyyah Syarh Al-Arba'în An-Nawawiyyah* (Riyadh: Dar Ibnu Jauzi, 2017), h. 121; Said Ali Muhammad Abidin, *Al-Iqtishâd Al-Islâmî* (Aman: Dar Dijlah, 2011), 205; Badr Al-Hasan Al-Qasimi, *Qadhâyâ Fiqhiyyah Al-Mu'âshirah* (Beirut: Dar Al-Kutub Al-Ilmiyah, n.d.), h. 53.

¹³ Penyebab suatu transaksi dilarang karena faktor-faktor yang meliputi haram zatnya (*haram li-dzatihî*), haram selain zatnya (*haram li-ghairihî*), dan tidak sah (lengkap) akadnya. Ketiga faktor penyebab transaksi diharamkan tersebut mengandung beberapa aktivitas ekonomi, yaitu *tadlis* (penipuan), *asusila*, *maisir* (perjudian), *ba'i najasy* (rekayasa pasar dalam *demand*), *gharar* (tidak jelas objek yang ditransaksikan), *haram zatnya*, *dzulm*, *ikhtikar* (rekayasa pasar dalam *supply*), *riba*, dan *risywah* (suap-menyuap). Muhammad Abdul Fatah Al-Bayanuni, *Al-Badâil Al-Masyrû'ah Wa Ahamiyyatuhâ Fî Najâh Ad-Da'wah Al-Islamiyyah* (Kuwait: Maktabah Dar Al-Iqra, 2006), h. 141; Al-Qasimi, *Qadhâyâ Fiqhiyyah Al-Mu'âshirah* (Beirut: Dar Al-Kutub Al-Ilmiyah), h. 53; Muhammad, *Sistem Keuangan Islam: Prinsip Dan Operasionalnya Di Indonesia* (Depok: Rajawali Pers, 2019), h. 51-59; M. Kabir Hassan, et.al., *Islamic Corporate Finance* (New York: Routledge, 2019), h. 2; Asmadi Mohamed Naim, et.al., *Islamic Finance: Legal Frameworks, Practices, and Shariah Criteria Review* (Malaysia: UUM Pers, 2020), h. 104; Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance* (England: Wiley Finance Series, 2007), h. 43-64.

¹⁴ Hossein Askari, et.al., *Introduction to Islamic Economics: Theory and Application* (Solaris South Tower: Wiley finance series, 2015), h. 76-77; Nurizal Ismail, *Maqasid Syariah Dalam Ekonomi Islam* (Jakarta: Tazkia Press, 2021), h. 61-80; Sukron Kamil, *Ekonomi Islam, Kelembagaan, Dan Konteks Keindonesiaan: Dari Politik Makro Ekonomi Hingga Realisasi Mikro* (Jakarta: PT Raja Grafindo Persada, 2016), h. 134-142.

eksploitasi, monopoli, ketidakadilan, dan riba menjadi praktik yang dilarang.¹⁵ Pengertian ini sejalan dengan pandangan salah satu ulama klasik, Ibnu Qudamah, yang menyatakan bahwa transaksi dalam investasi, seperti perdagangan saham pada pasar sekunder diperbolehkan.¹⁶ Pendapat ini juga didukung oleh beberapa ulama kontemporer, seperti Yusuf Kamal Muhammad,¹⁷ Ali Muhyiddin Al-Qaradaghi,¹⁸ Rafiq Yunus Al-Mishri,¹⁹ Darid Kamil Alu Syabib,²⁰ dan Muhammad Ghoyats Syaikhah.²¹

Problematika yang ditemukan pada transaksi efek di pasar modal sehingga menjadi instrumen yang dilarang dalam konsep muamalah meliputi *preferred stock*, *forward contract*, *option*, *margin on trading*, dan *short selling*.²² Tindakan spekulatif yang menghadapkan pertentangan antara sistem ekonomi dan agama mengakibatkan depresiasi ekonomi, seperti peristiwa *The Great Depression* Amerika Serikat pada tahun 1929-1939,²³ *Dotcom Bubble Crash* yang terjadi mulai

¹⁵ Muhammad Ali Baidun, *Buhûts Fiqhiyyah Min Al-Hind: Majmû'ah Min Al-Buhûts Al-Fiqhiyyah Fî Al-Ijtihâd Al-Ijtimâ'î Muqaddimah Ilâ Tsalâts Asyarah Nuduwah Fiqhiyyah Kabîrah 'Uqidat Fî 'Awâshim Al-Wilâyât Al-Hindiyyah Al-Mukhtalifah Wa Sâham Fihâ Kibâr Fuqahâ' Al-'Alamîn Al-'Arabî Wa Al-Islamî* (Beirut: Dar Al-Kutub Al-Ilmiyah, t.t.), h. 198-199; Ahmad Arafah, *Al-Ahkâm Al-Fiqhiyyah Al-Muta'aliqah Bi Al-Ruhûn Al-Mustajidah* (Kairo: Dar Al-Ta'lim Al-Jami, 2020), h. 193-313.

¹⁶ Ibnu Qudamah, *Al-Mughnî*, Juz 5 (Beirut: Dar Al-Fikr, 1997), h. 173.

¹⁷ Yusuf Kamal Muhammad, *Al-Islâm Wa Al-Madzâhib Al-Iqtishâdiyyah Al-Mu'âshirah*, Cetakan kedua (Kairo: Muassasah Al-Ahram, 1990), h. 141-146.

¹⁸ Ali Muhyiddin Al-Qaradaghi, *Buhûts Fî Fiqh Al-Mu'âmalât Al-Mâliyyah Al-Mu'âshirah* (Beirut: Dar Al-Basyair Al-Islamiyah, t.t.), h. 307.

¹⁹ Rafiq Yunus Al-Mishri, *Buhûts Fî Fiqh Al-Mu'âmalât Al-Mâliyyah*, Cetakan Kedua (Damaskus: Dar Al-Maktabi, 2009), h. 161-164.

²⁰ Darid Kamil Alu Syabib, *Idârah Al-Istismârât: Tahlîl Al-Istismârât, Al-Aswâq Al-Mâliyyah, Al-Muhâfadz Al-Istismâriyyah* (Yordania: Universitas Az-Zaitunah, t.t.), h. 189-208.

²¹ Muhammad Ghoyats Syaikhah, *Al-Istismâr: Al-Mabâdi', Al-Adawât, Al-Mukhâthir Wa Al-Taqyîm*, t.t., h. 199-204.

²² *Preferred stock* atau saham istimewa adalah jenis saham yang memiliki hak yang lebih besar dibandingkan saham biasa saat emiten mengalami likuidasi. *Forward contract* adalah transaksi jual beli yang dilakukan untuk masa depan. *Options* adalah transaksi di mana efek yang diperdagangkan tidak mempunyai *underlying asset* atau aset riil. *Margin on trading* adalah mekanisme transaksi saat membeli efek, tetapi pembeli membayar sebagian harganya secara tunai dan sisanya dibayar melalui pinjaman dari bank melalui perantara efek. *Short selling* adalah transaksi efek yang diperjualbelikan bukan milik penjual. Ahmad Rodoni dan Muhammad Anwar Fathoni, *Manajemen Investasi Syariah* (Jakarta: Salemba Diniyah, 2019), h. 63-66; Marcin Liberadzki dan Kamil Liberadzki, *Contingent Convertible Bonds, Corporate Hybrid Securities, and Preferred Share: Instruments, Regulation, Management* (London: Palgrave Macmillan, 2019), h. 201-203; Suresh Sundaresan, *Fixed Income Markets and Their Derivatives* (USA: Academic Press, 2009), h. 353-355.

²³ *The Great Depression* adalah peristiwa depresiasi ekonomi terburuk dalam sejarah dunia industri yang berlangsung sejak tahun 1929 hingga 1939. Peristiwa ini disebabkan spekulasi terhadap harga saham yang sepanjang tahun 1920 hingga 1929 mengalami perkembangan pesat dan meningkat lebih dari dua kali lipat. Hal ini mengakibatkan pasar

tahun 1994 hingga 2000,²⁴ dan krisis moneter Inggris yang dikenal dengan peristiwa *Black Wednesday* pada tahun 1992.²⁵ Hal ini membuktikan bagaimana perilaku pasar bebas yang tidak terkendali mengakibatkan jatuhnya perekonomian dunia.

Instrumen investasi yang tumbuh secara signifikan memengaruhi determinan kinerja perusahaan syariah dan konvensional. Hal ini disebabkan kriteria yang ditetapkan oleh dewan syariah nasional mengenai karakteristik internal perusahaan yang meliputi rasio utang dan likuiditas perusahaan. Interpretasi ini mengakibatkan

saham mengalami ekspansi yang cepat dan harga saham melambung tinggi melampaui harga nilai perusahaan. Peristiwa ini dimulai setelah jatuhnya pasar saham *New York Stock Exchange* di Wall Street yang mengakibatkan kerugian jutaan investor. Selama beberapa tahun berikutnya, pengeluaran konsumen dan investasi turun mengakibatkan penurunan tajam dalam output industri dan lapangan kerja. Pada tahun 1933, *The Great Depression* mencapai titik terendahnya, sekitar 15 juta orang Amerika menganggur dan hampir separuh bank negara itu bangkrut. William H. Young dan Nancy K. Young, *The Great Depression in America: A Cultural Encyclopedia*, vol. 1: A-M (London: Greenwood Press, 2007), h. 284; Mark Fearnow, *The American Stage and The Great Depression: A Cultural History of The Grotesque* (United Kingdom: Cambridge University Press, 1997), h. 5-22; Martin W. Sandler, *Picturing A Nation: The Great Depression's Finest Photographers Introduce America to It Self* (Somerville: Candlewick Press, 2021), h. 1-10.

²⁴ *Dotcom Bubble Crash* atau gelembung teknologi informasi adalah tindakan spekulasi yang terjadi antara tahun 1994-2000 ketika bursa saham di negara-negara industri mengalami kenaikan nilai ekuitas secara tajam berkat pertumbuhan industri sektor Internet dan bidang-bidang yang terkait. Mehdi Khosrowpour, *Encyclopedia of E-Commerce, E-Government, and Mobile Commerce*, Information Resources Management Association (USA: Idea Group Reference, 2006), h. 561; Dinusha Maduwanthi Rathnayake dan Teresa Roca, *Integrated Business Models in The Digital Age: Principles and Practices of Technology Empowered Strategies*, The Emergence of Technopreneurship for Sustainable and Ethical Economic Growth: Theory, Research, and Practice (London: Palgrave Macmillan, 2022), h. 471-472; J. Mjos, *Music, Social Media, and Global Mobility: My Space, Facebook, YouTube* (New York: Routledge, 2012), h. 30-36; Peter Jordan, *Digital Media Access an Emerging Career* (Australia: Career FAQs Pty Ltd, 2007), h. 4-6.

²⁵ *Black Wednesday* atau krisis nilai poundsterling pada tahun 1992 terjadi ketika pemerintah Inggris terpaksa menarik poundsterling dari mekanisme nilai tukar Eropa atau *the European Exchange Rate Mechanism* (ERM) setelah gagal untuk mempertahankan nilai tukarnya. Kesalahan terhadap penetapan tingkat suku bunga di Inggris memberikan kesempatan para spekulan, trader, dan fund manager untuk mendapatkan profit. Salah satu investor profesional yang memberi dampak signifikan terhadap peristiwa *Black Wednesday* adalah George Soros. Ia melakukan trading forex dengan metode *short selling* dan berhasil meraih keuntungan sebesar USD1 Miliar. Tindakannya diikuti oleh spekulan lainnya yang mengakibatkan turunnya nilai poundsterling dan kebangkrutan bank sentral Inggris. Kathy Lien, *Day Trading and Swing Trading the Currency Market: Technical and Fundamental Strategies to Profit From Market Moves* (New Jersey: Wiley, 2016), h. 3; A. N Wilson, *Our Times: The Age of Elizabeth II* (New York: Hutchinson, 2008), h. 310-312; Gernot Wagner dan Martin L. Weitzman, *Climate Shock: The Economic Consequences of A Hotter Planet* (New Jersey: Princeton University Press, 2015), h. 190; George Irvin, *Super Rich: The Rise of Inequality in Britain and the United States* (New York: Polity Press, 2008), h. 39-41.

emiten syariah memiliki risiko yang lebih rendah dan berdampak pada kinerja perusahaan.²⁶ Perbedaan determinan kinerja dari kedua jenis perusahaan akan memberikan implikasi yang signifikan pada pemilihan dan evaluasi investasi jangka panjang tidak hanya bagi investor tetapi juga otoritas pengatur.²⁷

²⁶ Penilaian kriteria syariah berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dan indeks pasar global. Hal ini dibuktikan melalui hasil penelitian di pasar modal syariah dengan kapitalisasi pasar yang tinggi, seperti Amerika Serikat, Eropa, negara GCC, dan Indonesia. Temuan penelitian ini meliputi: *Pertama*, Pascakrisis ekonomi yang terjadi pada tahun 2008-2016, indeks S&P 500 mencatat bahwa kinerja pasar saham syariah tumbuh secara signifikan dibandingkan dengan konvensional dalam hal pengembalian aset. Hal ini menunjukkan bahwa indeks syariah pulih lebih baik daripada konvensional. *Kedua*, penelitian yang dilakukan di enam negara GCC (*Gulf Cooperation Council*) pada tahun 2000-2014 menyatakan bahwa perusahaan yang memenuhi kriteria syariah secara operasional memiliki tingkat profitabilitas atau margin lebih tinggi dibandingkan perusahaan tidak patuh syariah. Hal ini disebabkan struktur biaya yang lebih rendah dan total perputaran aset yang lebih tinggi. *Ketiga*, temuan penelitian mengenai keberlangsungan usaha/*sustainability* pada emiten syariah di Indonesia sehingga meningkatkan kinerja dan profitabilitas perusahaan yang dibuktikan melalui laporan pertumbuhan aset dan ekuitas. Namun, hal ini tidak ditemukan pada perusahaan dengan kategori tidak patuh syariah. Salman Ahmed Shaikh, et.al., "Shari'ah Compliance Governance for Islamic Investments and Their Effects on Performance," *Emerald Publishing Limited*, Research in Corporate and Shari'ah Governance in the Muslim World: Theory and Practice, 2019, h. 209-219; Serkan Akguc dan Nascem Al-Rahahleh, "Effect of Shariah Compliance on Operating Performance: Evidence from GCC Countries," *Emerging Markets Finance and Trade*, 2018, h. 1-54; Mudeer Ahmed Khattak, et.al., "Sustainability Disclosures and Financial Performance: Shariah Compliant VS Non-Shariah Compliant Indonesian Firms," *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 6, no. 4 (2020), h. 789-810.

²⁷ Mohamed Sherif dan Devi Lusana, "Shariah Compliant Investments and Stock Returns: Evidence from the Indonesian Stock Market," *Emerald Insight*, Journal of Islamic Accounting and Business Research, 8, no. 2 (2017), h. 1-28; Mohammad Sahabuddin, et.al., "The Co-Movement Between Shariah Compliant and Sectorial Stock Indexes Performance in Bursa Malaysia," *AESS*, Asian Economic and Financial Review, 8, no. 4 (2018), h. 515-524; Muhammad Hanif, et.al., "Risk and Returns in Shariah Compliant Cross Section Stocks: Evidence From an Emerging Market," *Emerald Publishing Limited*, Journal of Islamic Accounting and Business Research, 10, no. 5 (2019), h. 621-643; Hatem Masri, "A Shariah Compliant Portfolio Selection Model," *The Operational Research Society*, 2017, h. 1-7; Naveeda K Katper, et.al., "Analysing the Impact of Managerial Ownership on the Performance of Shariah Compliant Firms in Pakistan," *Canadian Center of Science and Education*, International Business Research, 11, no. 11 (2018), h. 55-66; Ahmad Hakimi Tajuddin, et.al., "Shariah Compliant Status and Investors Demand for IPOs: The Effects of Information Asymmetry," *Emerald Publishing Limited*, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, 12, no. 4 (2019), h. 489-508; Nurwahida Yaakub, "Performance of Initial Public Offerings (IPOs): The Case of Shariah Compliant Companies," *Islamic Economic Studies* 27, no. 1 (2019), h. 65-76.

Investasi saham memberikan *return* yang relatif tinggi dibandingkan dengan rata-rata investasi pendapatan tetap dalam jangka panjang.²⁸ Salah satu aktivitas utama dalam manajemen portofolio adalah pemilihan aset dari setiap kelas aset yang dipilih. Model ICAPM digunakan sebagai instrumen panduan keputusan investasi dalam pemilihan sekuritas bagi investor dalam pemilihan sekuritas bagi investor individu atau manajer portofolio profesional. Sebagian besar model penetapan harga aset menghubungkan *return* yang diharapkan dengan risiko yang harus ditanggung investor.²⁹

Markowitz menyatakan bahwa investor harus memaksimalkan *return* yang diharapkan dengan mempertimbangkan varian hal yang tidak diinginkan. Dengan kata lain, investor harus mencari keuntungan lebih tinggi dengan risiko lebih rendah.³⁰ Markowitz menunjukkan bahwa investor tidak hanya mengisi portofolionya dengan aset tunggal yang secara individual memiliki profil pengembalian dan risiko terbaik. Markowitz secara matematis menunjukkan bahwa

²⁸ H. Kent Baker, et.al., *Equity Markets, Valuations, and Analysis* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2020), h. 46; Bruce Collins dan Frank J. Fabozzi, "OTC Equity Derivatives," dalam *Handbook of Finance: Financial Market and Instruments* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2008), h. 187.

²⁹ Teori keuangan, seperti ICAPM menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara *return* yang diharapkan dan risiko. Hal ini dibuktikan melalui beberapa penelitian yang dilakukan di pasar saham Thailand (2021), pasar saham Indonesia (2020; 2015), pasar saham Korea setelah periode 1998 (2017), dan pasar saham Eropa (2007). Panutat Mancemaroj, et.al., "Appropriate Expected Return and the Relationship with Risk," *Global Business Review*, Vol. 22, No. 4 (2021), h. 1-14; Claudia Florensia dan Neneng Susanti "How Does The Six-Factor Model Do in Explaining the Relationship Between Return and Risk on the Indonesia Stock Exchange?" *International Journal of Research in Business And Social Science (IJRBS)*, Vol 9, No. 7 (2020), h. 93-107. Zainul Kisman dan Shintabelle Restiyanita M. "The Validity of Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Arbitrage Pricing Theory (APT) in Predicting the Return of Stocks in Indonesia Stock Exchange 2008-2010," *American Journal of Economics, Finance and Management*, Vol. 1, No. 3 (2015), h. 184-189; Dojoon Park, et.al., "Estimating the Risk-Return Relation in the Korean Stock Market", *Journal of Derivatives and Quantitative Studies*, Vol. 25 No. 1 (2017), h. 1-39; Angel Leon, et.al., "The Relationship Between Risk and Expected Return in Europe," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, No. 2 (2007), h. 495-512. Salman Ahmed Shaikh, et.al., "Cross Section of Stock Returns on Shariah Compliant Stock: Evidence from Pakistan," *Emerald, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 12, No. 01 (2019), h. 283.

³⁰ Seorang pemodal yang rasional selalu menghindari risiko, artinya mereka berupaya untuk meningkatkan pendapatan dan kekayaan dengan mengurangi risiko. Oleh sebab itu, pemodal yang rasional tidak akan menempatkan modalnya pada satu instrumen investasi dan akan memilih untuk menyebarkan risiko dengan memilih satu set sekuritas atau portofolio yang akan meningkatkan pengembalian mereka dengan menurunkan risiko. Abdul Hassan, et.al., *Islamic Financial Markets and Institutions* (New York: Routledge, 2023), h. 94-95; Harold Evensky, et.al., *The New Wealth Management: The Financial Advisor's Guide to Managing and Investing Client Assets* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2011), h. 385; Terje Aven, *Foundation of Risk Analysis* (United Kingdom: John Wiley & Sons, 2012), h. 62.

mengkonstruksi portofolio semacam ini efisien untuk mewakili portofolio aset saat tidak ada *return* tambahan yang dapat dihasilkan tanpa meningkatkan risiko.³¹

Investor telah menggunakan berbagai definisi untuk menggambarkan risiko. Harry Markowitz mengkuantifikasi konsep risiko menggunakan ukuran statistik, yaitu standar deviasi dan varians. Sebagian besar distribusi probabilitas berada di antara rata-rata plus atau minus dua standar deviasi. Varians adalah kuadrat deviasi standar. Perhitungan paling sederhana dalam hal varians. Oleh karena itu, lebih mudah untuk menghitung varians dari portofolio dan mengambil akar kuadratnya untuk mendapatkan standar deviasi. Aset berisiko adalah aset yang pengembaliannya akan direalisasikan di masa depan tidak pasti. Sementara aset bebas risiko atau tanpa risiko adalah aset yang pengembaliannya akan direalisasikan pada masa depan dan diketahui dengan pasti hari ini.³²

Treynor,³³ Sharpe,³⁴ dan Lintner³⁵ menyatakan bahwa risiko terukur atau beta memiliki hubungan linier dengan *return* aset dan risiko yang terkait dengan *return* yang terdiri dari dua jenis, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis atau risiko pasar adalah risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Perubahan pasar tersebut akan memengaruhi variabilitas *return* suatu investasi. Dengan kata lain, risiko sistematis adalah risiko yang tidak dapat didiversifikasi. Sementara risiko tidak sistematis atau risiko perusahaan adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko perusahaan lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas. Dalam manajemen portofolio disebutkan bahwa risiko perusahaan bisa diminimalkan dengan melakukan diversifikasi aset dalam suatu portofolio.³⁶

Topik antara paritas *risk and return* merupakan pusat dari pembahasan keuangan Islam. Dalil *al-kharāj bi al-dhamān* merupakan dasar pada semua bentuk

³¹ Harry Markowitz, "Portfolio Selection," *The Journal of Finance*, 07, No. 01 (1952), h. 77-91; John A. Sandwick, et.al., *A Guide to Islamic Asset Management: Portfolio Investing with Sharia, Studies in Islamic Finance, Accounting and Governance* (Cheltenham: Edward Elgar, 2021), h. 16-17.

³² Harry Markowitz, "Portfolio Selection," *The Journal of Finance*, 07, No. 01 (1952), h. 77-91.

³³ Treynor Jack L., "Toward a Theory of Market Value of Risky Assets," 1961; Treynor Jack L., "Market Value, Time, and Risk," 1961, h. 95-209; Craig W. French, "The Treynor Capital Asset Pricing Model" 01, No. 02 (2003), h. 60-72.

³⁴ William F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," *The Journal of Finance*, 19, No. 03 (1964), h. 425-442.

³⁵ John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets," *The Review of Economics and Statistics*, 47 (1965), h. 13-37.

³⁶ Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi* (Yogyakarta: PT Kanisius, 2017), h. 116; Harold Bierman dan Seymour Smidt, *Financial Management for Decision Making* (New York: Macmillan, 1986), h. 111-113; Thummuluri Siddaiah, *International Finance Management* (India: Dorling Kindersley, 2010), h. 391-394; James R. Hitchner, *Financial Valuation: Applications and Models* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2003), h. 134-137.

kontrak keuangan dalam hukum Islam.³⁷ Rumusan atau dalil tersebut dalam arti yang sederhana mensyaratkan bahwa risiko dan *return* berjalan bersama-sama. Refleksi logis dari dalil ini dapat dilihat misalnya dalam kepentingan menghilangkan riba, yaitu larangan *return* positif pada aktiva berisiko nol (*zero risk asset*) dalam keadaan tak diterimanya kontrak *syirkah* karena seorang mitra hanya setuju untuk membagi keuntungan saja dan tidak dalam kerugian, dalam persyaratan bahwa lessor dalam kontrak ijarah yang berhak menerima uang sewa harus menanggung kerugian yang timbul karena kerusakan aset tertentu. Dengan kata lain, setiap pihak dalam suatu kontrak keuangan berhak atas *return* hanya jika bersedia menanggung risiko.³⁸

Kesediaan menanggung risiko merupakan hal yang tidak terhindarkan, tetapi risiko yang boleh dihadapi adalah risiko yang melibatkan pengetahuan, sebagai *game of skill* dan bukan *game of chance*.³⁹ Jika *game of skill* dibenarkan, konsekuensi logisnya adalah keharusan penguasaan manajemen risiko. Upaya

³⁷ Dalam Riwayat Ibnu Majah disebutkan penyebab diturunkannya dalil ini, dari Aisyah RA: Bahwasanya seorang lelaki membeli seorang budak laki-laki. Kemudian, budak tersebut tinggal bersamanya selama beberapa waktu. Suatu hari sang pembeli mendapatkan adanya cacat pada budak tersebut. Kemudian, pembeli mengadukan penjual budak kepada Nabi *shallallahu 'alaihi wa sallam* dan Nabi-pun memutuskan agar budak tersebut dikembalikan. Maka penjual berkata, 'Ya Rasulullah! Sungguh ia telah mempekerjakan budakku?' Rasulullah *shallallahu 'alaihi wa sallam* bersabda, "Keuntungan adalah imbalan atas kerugian." (HR. Abu Daud No. 3510, An Nasai No. 4490, Tirmidzi No. 1285, Ibnu Majah No. 2243 dan Ahmad 6: 237). Muhammad Bakri Ismail, *Al-Qawâid Al-Fiqhiyyah Bainâ Al-Ashâlah Wa Al-Taujîh* (Kairo: Dar Al-Manar, 1996), h. 2017; Badri Sayyid Mushtafa Ahmad, *Al-Qawâid Al-Fiqhiyyah Wa Dauruhâ Fî Aqâmah Maqâshid Al-Syarîah Al-Islâmî* (Mesir: Dar At-Ta'lim Al-Jami', 2020), h. 314-316;

³⁸ Hal ini sesuai dengan prinsip keuangan Islam bahwa transaksi yang didasarkan atas penerimaan atau pembayaran bunga dilarang, serta keuntungan atas jual beli utang dilarang. Sebaliknya, investor harus berbagi risiko dan keuntungan yang dihasilkan dari usaha, aset, atau proyek. Muhammad, *Manajemen Keuangan Syariah: Analisis Fiqh dan Keuangan* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2016), h. 185; Wael Kamal Eid dan Mehmet Asutay, *Mapping the Risk and Risk Management Practices in Islamic Banking* (Singapura: John Wiley & Sons, 2019), h. 20.

³⁹ Dalam praktik ekonomi, perbedaan antara kepastian, risiko, dan ketidakpastian adalah berdasarkan ketersediaan informasi. Kepastian ada jika hasil dari ukuran kinerja diketahui sebelumnya. Risiko dan ketidakpastian berhubungan dengan situasi saat ukuran kinerja memiliki lebih dari satu hasil yang mungkin, dan hasilnya tidak diketahui sebelumnya. Distribusi probabilitas ukuran kinerja dalam risiko dapat digambarkan secara objektif, sementara probabilitas dalam ketidakpastian harus ditetapkan atau diestimasi secara subjektif. Probabilitas disimpulkan secara objektif, seperti dalam situasi perjudian saat semua hasil yang diberikan mungkin memiliki probabilitas yang sama, dan probabilitas diestimasi secara akurat dari data empiris yang relevan, seperti dalam pengaturan aktuarial dan asuransi. Untuk situasi ketidakpastian, dapat digambarkan bahwa probabilitas sebagai ukuran ketidakpastian, sebagai probabilitas subjektif menyatakan ukuran keyakinan atau probabilitas dapat diartikan sebagai estimasi subjektif dari probabilitas yang benar, mendasar, dan objektif. Terje Aven, *Foundation of Risk Analysis* (United Kingdom: John Wiley & Sons, 2012), h. 28-30.

pengelolaan risiko dalam manajemen investasi melalui diversifikasi dan pemanfaatan *financial engineering instruments* semacam *derivatives* untuk mencegah terjadinya *gharar*.⁴⁰

Investor membutuhkan model untuk menganalisis *return* dan risiko, mendiversifikasi portofolio, dan menghitung harga ekuilibrium untuk portofolio atau sekuritas individual dalam berinvestasi.⁴¹ Harga keseimbangan aset berarti aset tidak *overprice* atau *underprice*. Teori penetapan harga aset mampu menentukan harga portofolio serta saham individu yang merupakan bagian dari portofolio pasar. Diversifikasi portofolio telah menjadi strategi fundamental untuk mengurangi risiko. Risiko portofolio berkurang karena jumlah saham yang ditambahkan ke portofolio meningkat.⁴² Teori portofolio seperti yang dikemukakan oleh Markowitz menyarankan agar investor tidak semata-mata memilih saham dengan kinerja terbaik. Investor dapat membentuk portofolio saham yang luas untuk mengurangi risiko.⁴³

⁴⁰ Ketidakpastian atau *gharar* dalam hal kontrak keuangan dianggap melanggar ketentuan syariah, tetapi dalam hal ini bukan risiko yang tidak dapat dihindari. Akibatnya, spekulasi atau *maisir* dilarang. Oleh sebab itu, keuangan derivatif tidak diperbolehkan dalam keuangan syariah meskipun hal ini dimungkinkan untuk mitigasi risiko atau transfer risiko. Muhammad, *Manajemen Keuangan Syariah: Analisis Fiqh dan Keuangan* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2016), h. 187; Wael Kamal Eid dan Mehmet Asutay, *Mapping the Risk and Risk Management Practices in Islamic Banking* (Singapura: John Wiley & Sons, 2019), h. 20.

⁴¹ Aswath Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2012), h. 65-71; Abdelkader Derbali, et.al., “*Shariah Compliant Capital Asset Pricing Model: New Mathematical Modeling*,” Macmillan Publishers Ltd., 2017, h. 1-11.

⁴² Hubungan positif antara risiko dan *return* didukung melalui beberapa penelitian yang salah satunya menunjukkan bahwa ketika diversifikasi dilakukan, risiko nonpasar berhasil menurun. Temuan ini juga mendukung CAPM di pasar saham India dalam membangun *trade-off* antara risiko dan *return*. Peter Lynch, “Single-Factor Model and Portfolio Management,” dalam *Risk-Return Relationship and Portfolio Management* (New Delhi: Springer, 2019), h. 79-92

⁴³ Risiko portofolio dapat dikurangi dengan jenis diversifikasi yang paling sederhana. Portofolio berarti kelompok aset yang dimiliki investor. Aset-aset ini mungkin lebih banyak terdiri dari saham hingga berbagai jenis obligasi. Terkadang, portofolio dapat terdiri dari sekuritas dari sektor yang berbeda. Ketika aset yang berbeda ditambahkan ke dalam portofolio, total risiko cenderung menurun. Dalam kasus saham biasa, diversifikasi mengurangi risiko tidak sistematis dapat dikurangi menjadi nol, tetapi pada saat yang sama, jika jumlahnya melebihi 15, pengurangan risiko tambahan tidak dapat dipastikan. Namun, diversifikasi tidak dapat mengurangi risiko sistematis. Nouredine Krichene, *Islamic Capital Market: Theory and Practice, Islamic Finance* (New York: John Wiley & Sons, 2013), h. 47-50; Pandian Punithavathy, *Security Analysis and Portfolio Management* (New Delhi: House PVT LTD, 2013), h. 404; Robert A. Weigand, *Applied Equity Analysis and Portfolio Management: Tools to Analyze and Manage Your Stock Portfolio* (New Jersey: Wiley, 2014), h. 249; Wei-Peng Chen, et.al., “Portfolio Optimization Models and Mean-Variance Spanning Tests,” dalam *Handbook of Quantitative Finance and Risk Management Vol. I* (New York: Springer, 2010), h. 165-182.

Teori portofolio mempunyai implikasi yang penting terhadap penilaian saham. Kemampuan untuk mengestimasi *return* portofolio dan individual sekuritas merupakan hal yang sangat penting bagi investor. Salah satu model yang membantu investor memahami suatu permasalahan yang kompleks dalam gambaran yang sederhana adalah *Islamic Capital Asset Pricing Model* (ICAPM).⁴⁴ *Islamic Capital Asset Pricing Model* (ICAPM) adalah bentuk modifikasi dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang pertama kali diperkenalkan oleh Treynor,⁴⁵ Sharpe,⁴⁶ dan Lintner⁴⁷. Penelitian itu menemukan bahwa risiko berbanding lurus dengan tingkat *return*. Risiko yang tinggi akan mengarah pada tingkat *return* yang lebih tinggi. Markowitz menyatakan bahwa risiko dapat diminimalkan dengan melakukan diversifikasi aset dalam suatu portofolio. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) terdiri dari tiga komponen, yaitu hasil yang diharapkan dari aset bebas risiko, beta, dan premi risiko.⁴⁸

ICAPM mengasumsikan bahwa tidak ada biaya transaksi, semua aset diperdagangkan, dan investasi dapat dibagi tanpa batas, yaitu dapat membeli sebagian kecil dari satu unit aset. Ini juga mengasumsikan bahwa setiap orang memiliki akses ke informasi yang sama. Oleh sebab itu, investor tidak dapat menemukan aset yang dinilai terlalu rendah atau terlalu tinggi pasar. Dengan membuat asumsi ini, memungkinkan investor untuk tetap melakukan diversifikasi tanpa biaya tambahan. Pada batasnya, portofolio mereka tidak hanya mencakup setiap aset yang diperdagangkan di pasar tetapi aset ini akan dipegang sesuai

⁴⁴ Rabeca Sadaf dan Sumera Andleeb, "Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM)," *American Research Institute for Policy Development, Journal of Islamic Banking and Finance*, 02, No. 01 (2014), h. 187-195; Tarek H. Selim, "An Islamic Capital Asset Pricing Model," *Emerald, Humanomics*, 24, No. 02 (2008), h. 122-129; Shabir Ahmad Hakim, et.al., "Capital Asset Pricing Model and Pricing of Islamic Financial Instruments," *Journal of King Abdul Aziz University, Islamic Economics* 29, No. 1 (2016), h. 21-39.

⁴⁵ Treynor Jack L., "Toward a Theory of Market Value of Risky Assets," 1961; Treynor Jack L., "Market Value, Time, and Risk," 1961, h. 95-209; Craig W. French, "The Treynor Capital Asset Pricing Model" 01, No. 02 (2003), h. 60-72.

⁴⁶ William F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," *The Journal of Finance*, 19, No. 03 (1964), h. 425-442.

⁴⁷ John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets," *The Review of Economics and Statistics*, 47 (1965), h. 13-37.

⁴⁸ Harry Markowitz, "Portfolio Selection," *The Journal of Finance*, 07, No 01 (1952), h. 77-91; Harry Markowitz, "Foundations of Portfolio Theory," *American Finance Association, The Journal of Finance*, 46, No. 02 (1991), h. 469-477; Harry Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University (New York: John Wiley & Sons, 1959), h. 129-188; Graeme West, "An Introduction to Modern Portfolio Theory: Markowitz, CAPM, APT, and Black-Litterman," dalam *Financial Modelling Agency* (Johannesburg: CAM Dept, University of the Witwatersrand, 2004), h. 3-20; Nousheen Tariq Bhutta, et.al., "Does Islamic Capital Asset Pricing Model Outperform Conventional Capital Asset Pricing Model?" dalam *Decision Making in Social Sciences: Between Traditions and Innovations* (Switzerland: Springer, 2020), h. 471-482; Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi* (Yogyakarta: PT Kanisius, 2017), h. 116.

dengan proporsinya nilai pasar. Fakta bahwa portofolio ini mencakup semua aset yang diperdagangkan di pasar adalah alasannya itu disebut portofolio pasar yang seharusnya bukan hasil yang mengejutkan, mengingat manfaat diversifikasi dan tidak adanya biaya transaksi dalam ICAPM. Jika diversifikasi mengurangi paparan risiko spesifik perusahaan dan ada tidak ada biaya yang terkait dengan penambahan lebih banyak aset ke dalam portofolio, batas logis untuk diversifikasi adalah memegang sebagian kecil dari setiap aset yang diperdagangkan dalam perekonomian. Jika ini tampak abstrak, pertimbangkan portofolio pasar sebagai reksa dana yang terdiversifikasi dengan sangat baik yang menyimpan saham dan aset nyata. Di ICAPM, semua investor akan melakukannya memiliki kombinasi aset berisiko dan reksa dana yang sangat terdiversifikasi.⁴⁹

Faktor determinan risiko dalam ICAPM meliputi risiko pasar, tingkat suku bunga, nilai tukar, risiko total, dan risiko tidak sistematis yang terukur.⁵⁰ Ada beberapa sumber risiko yang bisa memengaruhi besarnya risiko suatu investasi. Sumber-sumber tersebut, yaitu risiko suku bunga,⁵¹ risiko pasar,⁵² risiko inflasi,⁵³ risiko bisnis,⁵⁴ risiko finansial,⁵⁵ risiko likuiditas,⁵⁶ risiko nilai tukar mata uang,⁵⁷ dan risiko negara (*country risk*).⁵⁸

⁴⁹ Harry M. Markowitz, "Market Efficiency: A Theoretical Distinction and So What?" *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, No. 5, h. 17-30; Aswath Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2012), h. 66.

⁵⁰ Aisyah Abdul Rahman, "Three Facto CAPM Risk Exposures: Some Evidence From Malaysia Commercial Banks," *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 06, No. 01 (2010), h. 47-67.

⁵¹ Perubahan suku bunga dapat memengaruhi variabilitas return suatu investasi. Perubahan suku bunga akan memengaruhi harga saham secara terbalik, *ceteris paribus*. Artinya jika suku bunga meningkat, maka harga saham akan turun. Begitupun sebaliknya, jika suku bunga turun, maka harga saham akan naik. Lin Chen, *Interest Rate Dynamics, Derivatives Pricing, and Risk Management* (Berlin: Springer, 1996), h. 105-106.

⁵² Fluktuasi pasar secara keseluruhan yang memengaruhi variabilitas return suatu investasi. Fluktuasi pasar biasanya ditunjukkan oleh berubahnya indeks pasar saham secara keseluruhan. Perubahan pasar dipengaruhi oleh banyak faktor, seperti munculnya resesi ekonomi, kerusuhan, ataupun perubahan politik. Francois Duc dan Yann Schorderet, *Market Risk Management for Hedge Funds: Foundations of the Style and Implicit Value at Risk* (England: John Wiley & Sons, 2008), h. 1-4; Kevin Down, *Measuring Market Risk, Second Edition* (England: John Wiley & Sons, 2005), h. 4-5.

⁵³ Inflasi yang meningkat akan mengurangi kekuatan daya beli rupiah yang telah diinvestasikan. Oleh sebab itu, risiko inflasi juga disebut sebagai risiko daya beli. Jika inflasi mengalami peningkatan, investor biasanya menuntut tambahan premium inflasi untuk mengkompensasi penurunan daya beli yang dialaminya. Yogesh Maheshwari, *Investment Management* (New Delhi: PHI Learning Private, 2008), h. 32-46.

⁵⁴ Risiko dalam menjalankan bisnis pada suatu jenis industri. Keuntungan diciptakan melalui aktivitas bisnis dan risiko datang bersamaan dengannya yang mengakibatkan banyak bisnis tergelincir. Yen Yee Chong, *Investment Risk Management* (England: John Wiley & Sons, 2004), h. 5.

⁵⁵ Risiko yang berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan utang dalam pembiayaan modalnya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan perusahaan,

Beberapa peneliti telah sepakat bahwa CAPM dapat diterapkan dalam keuangan Islam.⁵⁹ Salah satu variabel dalam CAPM membutuhkan adanya suku bunga bebas risiko atau pengembalian bebas risiko. Namun, suku bunga bebas

semakin besar risiko finansial yang dihadapi perusahaan. Leverage adalah risiko lain yang berkorelasi dengan pasar, kredit, dan likuiditas risiko. Gagasan tradisional tentang leverage adalah “menginvestasikan dana pinjaman.” Pada dasarnya seorang investor dapat meminjam modal untuk meningkatkan investasinya kekuatan untuk meningkatkan potensi keuntungan terbalik pada investasi. Ukuran leverage berbasis akuntansi menghubungkan beberapa ukuran nilai aset dengan ekuitas. Ukuran leverage berbasis risiko menangkap risiko gagal bayar, likuidasi, atau kebangkrutan karena memburuknya nilai pasar portofolio. Namun, langkah-langkah leverage berbasis risiko tidak memberikan informasi apa pun pada hubungan antara peran uang pinjaman dalam risiko keadaan bangkrut. Leverage sebagai risiko kredit adalah elemen manajemen risiko dan hanya diukur sebagai bagian dari laporan manajemen risiko yang dikeluarkan oleh broker utama. Ini jarang diperhitungkan oleh departemen keuangan administrasi. Leverage berbasis risiko adalah tindakan manajemen risiko (bukan tindakan akuntansi keuangan) dari leverage. Armelle Guizot, *The Hedge Fund Compliance and Risk Management Guide* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2007), h. 127-129.

⁵⁶ Risiko yang berkaitan dengan kecepatan suatu sekuritas yang diterbitkan perusahaan bisa diperdagangkan di pasar sekunder. Eduardus tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi* (Yogyakarta: PT Kanisius, 2017), h. 115-116; Roberto Ruozzi dan Pierpaolo Ferrari, *Liquidity Risk Management in Banks: Economic and Regulatory Issues* (New York: Springer, 2013), h. 14-51.

⁵⁷ Risiko yang berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang domestik dengan mata uang negara lain. Robert W. Kolb dan James A. Overdahl, *Financial Derivatives* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2003), h. 82-84.

⁵⁸ Risiko negara atau risiko politik karena berkaitan dengan kondisi perpolitikan suatu negara. Bagi perusahaan yang beroperasi di luar negeri, stabilitas politik dan ekonomi negara bersangkutan sangat penting diperhatikan untuk menghindari risiko negara yang terlalu tinggi. Thomas E. Krayenbuehl, *Cross-border Exposures and Country Risk: Assessment and Monitoring* (England: Woodhead Publishing, 2001), h. 19-20; Risiko sistematis dan tidak sistematis dalam investasi lihat Eduardus tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi* (Yogyakarta: PT Kanisius, 2017), h. 114-116; Charles P. Jones dan Gerald R. Jensen, *Investments Analysis and Management, Thirteenth Edition* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2016), h. 214-215.

⁵⁹ Abdelkader Derbali, et.al., “Shariah Compliant Capital Asset Pricing Model: New Mathematical Modeling,” *Macmillan*, 2017, h. 1-11; Tarek H. Salem, “An Islamic Capital Asset Pricing Model,” *Emerald, Humanomics*, 24, No 02 (2008), h. 122-129; Mohamad Hafiz Hazny, et.al., “Mathematical Modelling of a Shariah Compliant Capital Asset Pricing Model,” *Emerald, Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11, No. 01 (2020), h. 90-109; Rabeea Sadaf dan Sumera Andleeb, “Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM),” *American Research Institute for Policy Development, Journal of Islamic Banking and Finance*, 02, No. 01 (2014), h. 187-195; Nousheen Tariq Bhutta, et.al., “Does Islamic Capital Asset Pricing Model Outperform Conventional Capital Asset Pricing Model?” dalam *Decision Making in Social Science: Between Traditions and Innovations* (Switzerland: Springer, 2020), h. 471-482; Shabir Ahmad Hakim, et.al., “Capital Asset Pricing Model and Pricing of Islamic Financial Instruments,” *Journal of King Abdul Aziz University, Islamic Economics* 29, No. 1 (2016), h. 21-39.

risiko tidak sesuai dengan syariah karena Islam melarang pembayaran atau penerimaan dari beban bunga. Secara teoretis, tidak ada yang setara dengan suku bunga bebas risiko dalam keuangan Islam.⁶⁰ El-Ashker mendirikan aplikasi teoretis dari CAPM tradisional dalam menentukan harga aset dengan mengganti pengembalian bebas risiko dengan tingkat zakat sebesar 2,5%. Ini adalah tingkat pengembalian minimum aset yang diinginkan investor untuk menutup zakat.⁶¹ Hanif menyarankan modifikasi CAPM dengan menghilangkan *return* bebas risiko dengan inflasi.⁶² Saikh mengusulkan CAPM dalam menentukan harga obligasi *treasury* menggantikan *return* bebas risiko dengan pertumbuhan nominal produk domestik bruto (NGDP). Namun, asumsi pengembalian bebas risiko ini bersifat teoretis dan tidak dapat ditiru dalam keuangan Islam.⁶³

Penelitian dalam sektor perbankan dilakukan untuk meningkatkan efektivitas *surveillance* terhadap stabilitas sistem keuangan mengingat pentingnya peran perbankan dalam stabilitas sistem keuangan dan perekonomian. Sebagai lembaga intermediasi, kegiatan perbankan bergantung pada kepercayaan nasabah dan para pemilik dana. Jika kepercayaan terhadap suatu bank hilang, maka sektor perbankan akan mengalami kesulitan.⁶⁴ King dan Levine dalam penelitiannya menyatakan bahwa peran lembaga intermediasi membantu pengusaha dalam mengembangkan perusahaan sehingga berkontribusi dalam peningkatan produktivitas dan pertumbuhan ekonomi.⁶⁵ Islam yang memiliki populasi sekitar 1,8 miliar di dunia menjadi salah satu faktor lahirnya perbankan Islam di negara-negara Muslim. Penelitian Yusof dan Bahlous membuktikan bahwa perbankan syariah memberi kontribusi besar terhadap pertumbuhan ekonomi, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang pada negara *Gulf Cooperation Council* (GCC) dan Timur Tengah lainnya. Selain itu, dalam jangka pendek, perbankan syariah berkontribusi

⁶⁰ Mohamad Hafiz Hazny, et.al., Mathematical Modelling of a Shariah Compliant Capital Asset Pricing Model,” *Emerald, Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11, No. 01 (2020), h. 90-109.

⁶¹ Ahmed A. El-Ashker, *The Islamic Busines Enterprise* (London: Croom Helm, 1987).

⁶² Muhammad Hanif, “Risk and Return Under Shariah Framework: An Attempt to Develop Sharia,” *Pakistan Journal of Commerce and Social*, 5, No. 2 (2011).

⁶³ Mohamad Hafiz Hazny, et.al., Mathematical Modelling of a Shariah Compliant Capital Asset Pricing Model,” *Emerald, Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11, No. 01 (2020), h. 90-109.

⁶⁴ Perbankan sebagai lembaga intermediasi memainkan peran penting dalam menyalurkan tabungan ke ranah yang paling produktif. Hal ini didasarkan pada efisiensi sistem evaluasi proyek, penilaian risiko, dan pemantauan penggunaan dana. Faktor yang memengaruhi kinerja saham perbankan, yaitu tingkat pendapatan yang diharapkan/*expected level of earning*, tingkat peramalan tentang pendapatan, dan penetapan *present value* di mana semakin tinggi *rate*-nya semakin rendah nilainya. Muliaman D. Hadad, dkk., “Indeks saham Perbankan,” *Biro Stabilitas Sistem Keuangan, Direktorat Penelitian dan Pengaturan Perbankan, Bank Indonesia (BI)*, h. 2-44.

⁶⁵ Rosylin Mohd. Yusof dan Mejda Bahlous. “Islamic Banking and Economic Growth in GCC & East Asia Countries A Panel Cointegration Analysis.” *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. Vol. 4, No. 2, 2013, h. 151-152.

lebih besar terhadap pertumbuhan ekonomi di Malaysia dan Indonesia dibandingkan dengan negara-negara GCC.⁶⁶

Menurut laporan Pertumbuhan Aset Tercatat di C-BEST, pada tahun 2017 pertumbuhan investasi mengalami kenaikan yang sangat signifikan dan tertinggi sejak lima tahun terakhir, yaitu sebesar 23,63% dengan total aset Rp4,423.07 triliun.⁶⁷ Pada Maret 2020, *World Health Organization* (WHO) menyatakan Covid-19 sebagai pandemi yang eksistensinya telah menyebar ke 150 negara dalam waktu dua bulan. Peristiwa ini mengantarkan perhatian dunia bahwa pandemi Covid-19 tidak hanya berdampak pada aspek kesehatan medis, tetapi menghentikan kegiatan bisnis dan ekonomi. Hal ini mengakibatkan lemahnya tingkat perekonomian global dan menciptakan kerugian pada sebagian besar perusahaan.⁶⁸ Pada rentang waktu 2018-2023, investor dapat melihat fluktuasi harga saham serta kinerja perusahaan sebelum dan pada saat menghadapi krisis global.⁶⁹

B. Permasalahan

1. Identifikasi Masalah

- a. Pembangunan ekonomi dan kebutuhan investasi yang terus meningkat memerlukan dukungan sektor keuangan yang dalam, sementara *gross saving* belum mampu mencukupi kebutuhan tersebut. Hal ini dibuktikan melalui data yang diungkapkan Badan Pusat Statistik (BPS) 2010-2023 mengenai rasio tabungan/*gross saving* terhadap PDB yang terus

⁶⁶ Rosylin Mohd. Yusof dan Mejda Bahlous. "Islamic Banking and Economic Growth in GCC & East Asia Countries A Panel Cointegration Analysis." *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. Vol. 4, No. 2, 2013, h. 151-172.

⁶⁷ "Statistik Pasar Modal Indonesia," Pertumbuhan Aset Tercatat di C-BEST (KSEI Indonesia Central Securities Depository, Februari 2021).

⁶⁸ "WHO Director General's Opening Remarks at the Media Briefing on COVID-19 11 March 2020" (World Health Organization, 11 Maret 2020), <https://www.who.int/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020>.

⁶⁹ Investasi berpengaruh positif terhadap pertumbuhan ekonomi. Pada tahun 2017, pertumbuhan investasi mengalami kenaikan yang sangat signifikan. Namun, ekonomi Indonesia pada tahun 2020 turun sebesar 2,07% c-to-c karena wabah Covid-19. Pada tahun 2021, ekonomi Indonesia tumbuh 5,02% y-on-y. Investasi berkontribusi sebesar 29,86% dari total PDB nasional. Badan Pusat Statistik (BPS) mencatat komponen investasi dalam Produk Domestik Bruto (PDB) sebesar Rp1.247,04 triliun dari total PDB nasional senilai Rp4.175,84 triliun. "Statistik Pasar Modal Indonesia"; "Ekonomi Indonesia 2020 Turun sebesar 2,07 Persen (c-to-c)," Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Triwulan IV-2020 No. 13/02/Th. XXIV (Badan Pusat Statistik, 5 Februari 2021), <https://www.bps.go.id/pressrelease/2021/02/05/1811/ekonomi-indonesia-2020-turun-sebesar-2-07-persen--c-to-c-.html>; "Ekonomi Indonesia Triwulan II 2021 Tumbuh 7,07 Persen (y-on-y)," Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Triwulan II-2021 No. 60/08/Th. XXIV (Badan Pusat Statistik, Agustus 2021), <https://www.bps.go.id/pressrelease/2021/08/05/1813/ekonomi-indonesia-triwulan-ii-2021-tumbuh-7-07-persen--y-on-y-.html>.

menurun sehingga diperlukan peningkatan peran intermediari melalui sektor perbankan;⁷⁰

- b. Pentingnya peran perbankan dalam stabilitas sistem keuangan, meningkatkan produktivitas, dan mendorong pertumbuhan ekonomi suatu negara. Hal ini dibuktikan melalui data OJK yang menggambarkan bahwa proporsi aset pada sektor keuangan di Indonesia didominasi oleh sektor perbankan. Pada tahun 2015, proporsi aset perbankan mencapai 77,4% dan meningkat pada tahun 2022 menjadi 79%.⁷¹ Namun, masih kurangnya penelitian yang membahas analisis *risk and return* saham perbankan dengan model yang sederhana, sesuai prinsip syariah, dan membandingkannya dengan kinerja keuangan konvensional. Hal ini dibuktikan melalui penelitian terdahulu yang dominan membahas operasional perbankan syariah atau menganalisis *return* tanpa mengaitkan dengan kinerja perusahaan. Penelitian ini mengimplikasikan pentingnya analisis investasi pada sektor perbankan untuk melihat prospek pertumbuhan dan persaingan perbankan di Indonesia;
- c. Kebutuhan investor terhadap model yang sederhana mengenai analisis *risk and return*, diversifikasi portofolio, dan harga equilibrium untuk sekuritas dalam investasi. Menemukan model analisis investasi yang akurat untuk menghindari riba dan ketidakpastian (garar) dalam analisis investasi, serta menemukan sektor perusahaan yang memenuhi kriteria syariah, tingkat profitabilitas yang tinggi, dan kinerja perusahaan yang baik. Hal ini dibuktikan melalui beberapa penelitian yang menyatakan bahwa emiten yang memenuhi kriteria syariah dianggap sebagai sinyal positif yang memengaruhi peningkatan kinerja dan profitabilitas perusahaan. Perusahaan yang memenuhi kriteria syariah secara operasional memiliki tingkat profitabilitas atau margin lebih tinggi dibandingkan perusahaan tidak patuh syariah. Hal ini disebabkan struktur biaya yang lebih rendah dan total perputaran aset yang lebih tinggi. Tingkat *leverage* yang tinggi ditemukan sebagai pendorong negatif kinerja perusahaan yang tidak sesuai dengan syariah dalam hal pengembalian aset. Perusahaan yang mematuhi syariah

⁷⁰ Bitra Suyatna, 2023, "UU PPSK: Penguatan Usaha Jasa Pembiayaan dan LKM serta Perlindungan Masyarakat," pada *Macroeconomics and Finance (MAFIN) Talks*, "Pengembangan Lembaga Keuangan Mikro: Studi Empiris dan Dukungan Kebijakan," Badan Riset dan Inovasi Nasional (BRIN). Pusat Kebijakan Sektor Keuangan, BFK, Kemenkeu RI; CEIC Data, "Indonesia Tabungan Bruto 2010-2023," <https://www.ceicdata.com/id/indicator/indonesia/gross-savings-rate>.

⁷¹ Bitra Suyatna, 2023, "UU PPSK: Penguatan Usaha Jasa Pembiayaan dan LKM serta Perlindungan Masyarakat," pada *Macroeconomics and Finance (MAFIN) Talks*, "Pengembangan Lembaga Keuangan Mikro: Studi Empiris dan Dukungan Kebijakan," Badan Riset dan Inovasi Nasional (BRIN). Pusat Kebijakan Sektor Keuangan, BFK, Kemenkeu RI; Otoritas Jasa Keuangan (OJK), "Proporsi Aset Sektor Keuangan 2015-2022."

dengan tingkat likuiditas yang tinggi cenderung berkinerja jauh lebih baik dibandingkan perusahaan yang kurang likuid. Selain itu, ditemukan bahwa IPO perusahaan yang memenuhi kriteria syariah lebih murah dibandingkan dengan konvensional. Hal ini menyiratkan bahwa investor mendapatkan keuntungan yang lebih baik dengan berinvestasi dalam IPO yang sesuai dengan Syariah dibandingkan dengan IPO konvensional;⁷²

- d. Selain menemukan analisis investasi yang akurat secara matematis, investor yang berorientasi pada investasi syariah memerlukan analisis yang ditinjau berdasarkan prinsip *maqasid syariah*. Hal ini ditunjukkan untuk menemukan portofolio investasi yang terhindar dari unsur riba, gharar, *maisir*, *tadlis*, dan transaksi lain yang dilarang dalam Islam. Selain itu, analisis *maqasid syariah* merujuk pada investasi yang berorientasi pada prinsip tauhid, material, ikhtiar, bertanggung jawab, dan adil untuk menciptakan kesejahteraan dan menyeimbangkan alokasi harta secara adil dan seimbang, baik secara personal maupun sosial;⁷³

⁷² Salman Ahmed Shaikh, Abdul Ghafar Ismail, dan Mohd Adib Ismail, "Shari'ah Compliance Governance for Islamic Investments and Their Effects on Performance," *Emerald Publishing Limited, Research in Corporate and Shari'ah Governance in the Muslim World: Theory and Practice*, 2019, h. 209-219; Serkan Akguc dan Naseem Al-Rahahleh, "Effect of Shariah Compliance on Operating Performance: Evidence from GCC Countries," *Emerging Markets Finance and Trade*, 2018, h. 1-54; Mudeer Ahmed Khattak, Mohsin Ali, dan Aman Khan Burki, "Sustainability Disclosures and Financial Performance: Shariah Compliant VS Non-Shariah Compliant Indonesian Firms," *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 6, no. 4, 2020, h. 789-800; Catherine S.F. Ho dan Nor Erna Nabila Mohd-Raff, "External and Internal Determinants of Performances of Shariah and Non-Shariah Compliant Firms," *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 12, no. 2, 2019, h. 236-250; Nurwahida Yaakub, "Performance of Initial Public Offerings (IPOs): The Case of Shariah Compliant Companies," *Islamic Economic Studies* 27, no. 1, 2019, h. 73-74.

⁷³ Implementasi operasional emiten syariah ditemukan masih terindikasi unsur *gharar*, *maysir*, dan riba pada transaksi perdagangan saham di pasar sekunder. Hal ini dibuktikan melalui tidak digunakan akuntanasi syariah dalam pengelolaan keuangan emiten syariah, perusahaan tidak memisahkan pendapatan non-halal yang berasal dari pendapatan bunga dari perbankan syariah dan non-syariah, investor tidak mempertimbangkan aspek fundamental dalam membeli saham, hampir seluruh perusahaan sekuritas mempraktikkan *margin trading* dengan bunga 2%, pelaku pasar modal syariah masih banyak dipengaruhi oleh pelaku pasar modal konvensional, serta isu dan rumor atau psikologi pasar modal konvensional dan syariah adalah sama. Transaksi efek syariah di pasar sekunder ditemukan mengarah pada unsur *maisir*, *gharar*, riba, dan aktivitas spekulatif lainnya. Kondisi ini dibuktikan melalui tingginya tingkat ketidakpastian atau *degree of uncertainty* yang mendorong investor melakukan tindakan spekulatif, seperti *margin trading*, *short selling*, dan transaksi lainnya yang mengandung unsur *ihhtikrar*, *tadlis*, *ghisy*, dan sebagainya. Nofrianto, "Implementasi Syariah Compliant Pada Saham Syariah Bursa Efek Indonesia" (Disertasi, Sekolah Pascasarjana Universitas Islam Negeri (UIN) Syarif Hidayatullah Jakarta, 2021); Nofrianto, "Aspek Syariah Non Compliance pada Mekanisme Transaksi

- e. Bukti empiris mengenai perbandingan kinerja saham perbankan syariah dan konvensional yang dapat digunakan untuk pertimbangan analisis investasi pada sektor perbankan dan evaluasi kinerja perusahaan. Hal ini dapat mendorong investor untuk mengalokasikan dananya pada perusahaan perbankan syariah dan meningkatkan prospek keuangan syariah di Indonesia.

2. Perumusan Masalah

Rumusan masalah utama dalam penelitian ini adalah “Bagaimana analisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)?” Adapun pertanyaan yang mengiringi rumusan masalah ini, yaitu:

- a. Bagaimana analisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham syariah dan non syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)?
- b. Bagaimana perbedaan analisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham syariah dan non syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)?

3. Pembatasan Masalah

Pembahasan dalam penelitian tesis ini dibatasi dengan analisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini mengambil sampel perusahaan perbankan papan utama yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2018-2023.

C. Tujuan Penelitian

Tujuan utama dalam penelitian ini adalah “Menganalisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).” Adapun tujuan khusus dalam penelitian ini, yaitu:

1. Menganalisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham syariah dan non syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI);
2. Menganalisis perbedaan analisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham syariah dan non syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

D. Signifikansi dan Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan mampu memberi manfaat baik secara teoretis maupun praktis pada tema analisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI) berdasarkan tinjauan maqasid syariah.

Pada sisi teoretis, manfaat penelitian ini, yaitu:

1. Menambah kajian ilmiah bagi dunia akademik dan berkontribusi pada pengembangan model analisis sekuritas di pasar modal syariah Indonesia;
2. Memberikan temuan empiris pada analisis ICAPM *risk Exposures* terhadap kinerja saham syariah dan nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

3. Membuktikan perbedaan analisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham syariah dan non syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Adapun secara praktis, manfaat penelitian ini, yaitu:

1. Memberikan rekomendasi model analisis investasi untuk menganalisis *risk and return*, diversifikasi portofolio, dan menghitung harga ekuilibrium untuk sekuritas dalam investasi yang sesuai dengan kriteria syariah;
2. Memberikan bukti empiris dalam analisis investasi saham mengenai perusahaan perbankan yang memenuhi kriteria syariah, memiliki profitabilitas yang tinggi, dan kinerja perusahaan yang baik;
3. Memberikan bukti empiris kepada investor bahwa kinerja emiten syariah secara operasional lebih baik dan memiliki tingkat profitabilitas atau margin lebih tinggi dibandingkan konvensional. Hal ini diharapkan dapat mendorong minat masyarakat untuk menginvestasikan asetnya pada emiten syariah.

E. Penelitian Terdahulu yang Relevan

Penelitian yang membahas paritas antara tingkat pengembalian dan risiko telah banyak dilakukan dengan berbagai model analisis, salah satunya adalah *Islamic Capital Asset Pricing Model* (ICAPM). Namun, beberapa penelitian yang ada hanya berfokus terhadap analisis *expected return* tanpa melibatkan risiko lain yang terukur. Adapun penelitian terdahulu yang relevan dengan topik analisis dalam penelitian ini, yaitu:

Penelitian Prodosh E. Simlai (2021) yang berfokus pada komponen *return* dari risiko sistematis yang berguna dalam meramalkan peluang investasi masa depan, membantu menjelaskan penampang pengembalian rata-rata yang terkait dengan portofolio yang diurutkan berdasarkan ukuran, pembukuan ke pasar, dan akrual. Studi ini menggunakan teori inovasi risiko sistematis yang mempengaruhi arus kas dan tingkat diskonto yang disesuaikan dengan risiko semua perusahaan dalam suatu perekonomian dan menentukan pengembalian yang diharapkan dari portofolio berdasarkan karakteristik perusahaan. Studi ini menemukan bahwa variasi pengembalian yang diharapkan dari pengujian aset ditentukan oleh perbedaan eksposur aset dasar terhadap inovasi risiko sistematis. Bukti empiris juga menunjukkan bahwa inovasi eksogen dalam faktor risiko *Fama-French* (FF) meninggalkan informasi *cross-sectional* penting tentang pengembalian yang diharapkan. Selain itu, beta faktor FF memiliki kekuatan *cross-sectional* yang lebih rendah daripada proksi beta inovasi. Perbedaan *cross-sectional* dalam kepekaan portofolio uji terhadap instrumen seperti suku bunga Treasury jangka pendek dan spread berjangka bertahan dari kehadiran beta faktor FF. Persamaan penelitian ini dengan yang sedang penulis kaji adalah analisis eksposur risiko dan pengembalian portofolio aset. Adapun perbedaan penelitian ini adalah teknik analisis yang digunakan, penulis menganalisis ICAPM *risk exposures*, populasi dan sampel, serta periode penelitian.⁷⁴

⁷⁴ Prodosh E. Simlai, "Structural Innovation In State Variables And Expected Stock Returns." *Managerial Finance*, Vol. 48 No. 2, h. 289-312.

Penelitian Hanzy, Haslifah Mohamad Hasim, et.al., (2020) yang berfokus pada ulasan tentang CAPM dan pembahasan serangkaian asumsi yang mendasari model dalam hal kepatuhan syariah. Teori yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan ketentuan syariah sesuai dan dapat diterapkan dalam menguji hubungan antara risiko dan *return* dalam pasar saham. Penelitian ini menunjukkan bahwa CAPM adalah model yang relevan dalam keuangan Islam. Berdasarkan asumsi yang mendasari teori portofolio varians rata-rata Markowitz tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Metode CAPM sesuai syariah dikembangkan dengan beberapa modifikasi CAPM tradisional, yaitu mengintegrasikan zakat, pemurnian kembali, dan pengecualian penjualan singkat. Studi ini berkontribusi pada pengetahuan yang ada dengan menyajikan algoritma dan derivasi matematis dari CAPM yang sesuai dengan syariah yang kurang dalam literatur keuangan Islam. Penelitian ini menawarkan pendekatan baru dalam penetapan harga aset keuangan Islam yang sesuai syariah, didukung oleh teori investasi modern Markowitz. Persamaan penelitian ini dengan yang sedang penulis kaji adalah mengintegrasikan dan memodifikasi CAPM tradisional dengan mengganti variabel *risk free rate* menggunakan zakat, inflasi, dan NGDP untuk menyesuaikan kriteria syariah. Adapun perbedaan penelitian ini adalah teknik analisis yang digunakan, penulis menganalisis ICAPM *risk exposures*, populasi dan sampel, serta periode penelitian.⁷⁵

Penelitian Subekti, Abdurakhman, et.al., (2020) yang berfokus pada konsep syariah dalam pasar modal, khususnya pada praktik model ekuilibrium atau *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Penelitian ini mengamati model syariah yang dimodifikasi dalam menyesuaikan CAPM sebagai model ekuilibrium, terutama pada penggunaan tingkat bebas risiko. Penelitian ini menampilkan ilustrasi CAPM syariah dalam lima versi dengan implementasi di pasar Indonesia. Pengembalian yang diharapkan dari CAPM syariah dengan sukuk menempati posisi lebih tinggi dari empat CAPM syariah lainnya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *return* bervariasi, sementara risiko beta dan standar deviasi tetap stabil. Penelitian ini juga menemukan bahwa CAPM versi syariah dalam sukuk memberikan performa lebih baik dibandingkan dengan *return* yang diharapkan. Persamaan penelitian ini dengan yang sedang penulis kaji adalah mengintegrasikan dan memodifikasi CAPM tradisional dengan mengganti variabel *risk free rate* menggunakan zakat, inflasi, dan NGDP untuk menyesuaikan kriteria syariah. Adapun perbedaan penelitian ini adalah teknik analisis yang digunakan, penulis menganalisis ICAPM *risk exposures*, populasi dan sampel, serta periode penelitian.⁷⁶

Penelitian Riris Aishah Prasetyowati dan Muhammad Said (2017) yang berfokus untuk menyelidiki dan mengkalibrasi model penetapan harga perbankan syariah. Model penetapan harga diadopsi dari model keseimbangan umum sederhana. Dalam penelitian ini, teori konsumsi Islami intertemporal, yaitu Islam

⁷⁵ Mohamad Hafiz Hazny, et.al., "Mathematical Modelling of a Sharia Compliant Capital Asset Pricing Model." *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. Vol. 11 No. 1, 2020, h. 90-109.

⁷⁶ R Subekti, et.al., "Modified Capital Asset Pricing Model (CAPM) Into Sharia Framework." *Journal of Physics: Conference Series* 1581 012021, 2020, h. 1-6.

yang dijalankan oleh masyarakat, zakat adalah wajib, tidak ada riba dalam perekonomian. Selain itu, memiliki model penetapan harga sendiri yang mengalahkan tingkat suku bunga ketentuan bank sentral di negara-negara Islam di dalamnya ekonomi positif. Mereka akan berada dalam kondisi yang lebih baik posisi untuk menetapkan harga. Hal ini diakumulasikan oleh sarana memaksimalkan zakat untuk kesejahteraan masyarakat. Pengenaan biaya zakat baik dari sisi rumah tangga sebagai pelanggan, pihak-pihak perusahaan, atau dari pihak bank yang akan menjadi model penetapan harga Islami yang diusulkan diharapkan menjadi pertimbangan oleh regulator. Persamaan penelitian ini dengan yang sedang penulis kaji adalah mengkalibrasi model penetapan harga menjadi zakat dalam ekonomi yang positif dan menghilangkan riba. Dalam analisis ICAPM yang peneliti lakukan untuk menganalisis *expected return* dan risiko investasi terhadap kinerja saham dengan menghilangkan variabel *risk free* dan menggantinya dengan nominal zakat. Adapun perbedaannya, penelitian ini akan melanjutkan studi model penetapan harga Islami (zakat) dengan mengimplementasikan dalam analisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).⁷⁷

Penelitian Abdelkader Derbali, Abderrazek El Khaldi, et.al., (2017) yang berfokus pada pendekatan baru dalam penetapan harga aset keuangan Islam yang sesuai dengan prinsip syariah dengan model kontemporer teori investasi Mean-Variance Markowitz CAPM di Bursa Malaysia. Penelitian ini menemukan bahwa CAPM tradisional adalah model yang relevan dalam keuangan Islam. Sebagian besar asumsi mendasari Teori Portofolio Mean-Variance Markowitz tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Dalam pengembangan pemodelan matematis penetapan harga aset keuangan Islam menggunakan CAPM tradisional, studi ini membiarkan beberapa asumsi tetap ada penyederhanaan model. CAPM syariah yang dikembangkan dalam penelitian dengan beberapa perubahan tradisional. CAPM syariah mengintegrasikan zakat, pemurnian pengembalian, dan pengecualian penjualan singkat. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Islamic Capital Asset Pricing akurat dan diusulkan. Model CAPM cocok dan relevan dalam investigasi hubungan antara risiko dan pengembalian dalam pasar modal syariah. Penelitian ini berkontribusi pada pengetahuan yang ada oleh menyajikan algoritma dan derivasi matematika dari Capital Asset Pricing Model (CAPM) yang sesuai syariah yang telah kurang dalam literatur keuangan Islam. Studi ini mengusulkan pendekatan baru dalam penetapan harga Islami aset keuangan sesuai dengan syariah, yang dianjurkan oleh teori investasi kontemporer dari Markowitz's Mean Analisis Varians dan Model Penetapan Harga Aset Modal (CAPM). Persamaan penelitian ini dengan yang sedang penulis kaji adalah mengintegrasikan dan memodifikasi CAPM tradisional dengan mengganti variabel *risk free rate* menggunakan zakat, inflasi, dan NGDP untuk menyesuaikan kriteria syariah. Adapun perbedaan penelitian ini adalah teknik analisis yang digunakan, penulis

⁷⁷ Riris Aishah Prasetyowati dan Muhammad Said, "Zakah Economic Concept in the Determination of Pricing on Islamic Banking Products," *International Journal of Supply Chain Management*, Vol. 6, No. 4, h. 176-190.

menganalisis ICAPM *risk exposures*, populasi dan sampel, serta periode penelitian.⁷⁸

Penelitian Dojoon Park, Young Ho Eom, et.al., (2017) yang berfokus untuk memperkirakan hubungan risiko-pengembalian yang tersirat dalam ICAPM menggunakan sampel panjang (1962-2016) harian, mingguan, dan bulanan. Pengembalian saham berlebih di Korea. Lebih khusus lagi, penelitian ini memperkirakan berbagai model volatilitas termasuk GARCH-M menggunakan metode *overlapping data inference* (ODIN) yang disarankan oleh Hedegaard dan Hodrick (2016), serta metodologi estimasi kemungkinan maksimum tradisional. Untuk periode sampel penuh, penelitian ini gagal menemukan hubungan pengembalian risiko positif yang signifikan dan kuat. Namun, untuk periode subsampel dari tahun 1998 hingga 2016, studi ini menemukan hubungan risiko-hasil positif yang signifikan untuk model GARCH-M terlepas dari interval pengembalian dan metode estimasi. Hasil ini juga kuat untuk menggunakan spesifikasi lain seperti EGARCH-M yang menyertakan efek *leverage* dari proses varians dan EGARCH-M-GED yang distribusi kondisionalnya memiliki ekor yang lebih gemuk. Temuan kami menunjukkan bahwa memang ada hubungan positif antara pengembalian yang diharapkan dan risiko di pasar saham Korea, setidaknya untuk periode setelah tahun 1998. Persamaan penelitian ini dengan yang sedang penulis kaji adalah analisis mengenai risiko dan pengembalian pada kinerja saham di pasar modal. Adapun perbedaan penelitian ini adalah teknik analisis yang digunakan, penulis menganalisis ICAPM *risk exposures*, populasi dan sampel, serta periode penelitian.⁷⁹

Penelitian Shabir Ahmad Hakim, Zarinah Hamid, et.al., (2016) yang berfokus pada dua versi CAPM yang memenuhi kriteria syariah menggunakan portofolio pasar dan aset bebas risiko. Studi ini menguji model yang diusulkan bersama dengan CAPM konvensional di Bursa Malaysia menggunakan data tiga dan sepuluh tahun. Penelitian ini menunjukkan bahwa ada kesamaan CAPM dan ICAPM dalam menjelaskan tingkat *return* saham. Hasil uji model dengan data tiga tahun mengungkapkan kesamaan yang luar biasa antara versi model yang sesuai dengan syariah. Selain itu, CAPM yang sesuai dengan syariah juga mampu menjelaskan pengembalian atas saham keluhan Syariah sebagaimana dijelaskan oleh CAPM konvensional pengembalian semua saham. Temuan penelitian ini mengarah pada dua hal kesimpulan, yaitu dua versi CAPM yang sesuai dengan syariah menghasilkan hasil yang serupa dan memiliki kekuatan penjelas yang hampir sama dalam portofolio yang berbeda. Oleh karena itu, mereka dapat digunakan secara bergantian dengan aman. Namun, temuan harus didasarkan pada data tiga tahun ditangani dengan hati-hati. Kesamaan model perlu diuji dalam jangka waktu yang lebih lama untuk membuat kesimpulan dapat diandalkan. Selesai periode yang lebih lama, baik yang sesuai dengan syariah maupun model konvensional menampilkan

⁷⁸ Abdelkader Derbali, et.al., “*Shariah Compliant Capital Asset Pricing Model: New Mathematical Modeling*.” Macmillan Publishers Ltd., 2017, h. 1-11.

⁷⁹ Dojoon Park, et.al., “Estimating the Risk-Return Relation in the Korean Stock Market.” *Journal of Derivatives and Quantitative Studies: 선물연구*, Vol. 25 No. 1, h. 1-39.

perilaku serupa yang menjelaskan pengembalian portofolio. Kesamaan dalam perilaku ada meskipun terdapat perbedaan dalam model input, yang menunjukkan bahwa syariah-kompatibel CAPM berlaku dalam menjelaskan pengembalian risiko dinamika saham yang sesuai dengan syariah. Persamaan penelitian ini dengan yang sedang penulis kaji adalah menganalisis kinerja saham syariah dan konvensional menggunakan CAPM dan ICAPM. Adapun perbedaan penelitian ini adalah teknik analisis yang digunakan, penulis menganalisis ICAPM *risk exposures*, populasi dan sampel, serta periode penelitian.⁸⁰

Penelitian Aisyah Abdul Rahman (2010) yang berfokus untuk menyelidiki determinan tiga faktor CAPM eksposur risiko untuk bank umum. Lima eksposur risiko adalah risiko pasar, suku bunga, nilai tukar, total, dan eksposur risiko tidak sistematis. Penelitian ini memberikan empat kontribusi utama. Pertama, menemukan bahwa berbeda jenis eksposur risiko memiliki determinan yang berbeda. Kedua, eksposur risiko pasar untuk bank dalam penelitian kami lebih rendah daripada bank konvensional. Ketiga, penggabungan program ini bermanfaat karena mengurangi paparan risiko suku bunga, risiko total paparan, dan paparan risiko tidak sistematis. Terakhir, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa bank memiliki eksposur risiko total dan tidak sistematis yang lebih tinggi selama krisis keuangan Asia 1997. Oleh sebab itu, pemahaman yang jelas tentang bukti ini membantu dalam memastikan efektivitas dan pengambilan keputusan yang sukses untuk regulator, pembuat kebijakan dan pelaku pasar. Persamaan penelitian ini dengan yang sedang penulis kaji adalah analisis kinerja perusahaan perbankan berdasarkan CAPM *risk exposures*. Adapun perbedaan penelitian ini adalah teknik analisis yang digunakan, penulis menganalisis model CAPM yang dimodifikasi berdasarkan kriteria syariah dengan mengganti variabel *risk free rate* dengan zakat, inflasi, dan NGDP. Adapun perbedaan lain dalam penelitian ini, yaitu mengenai populasi dan sampel, serta periode penelitian.⁸¹

F. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan tesis ini mengacu pada Pedoman Akademik Program Magister Dan Doktor Pengkajian Islam Sekolah Pascasarjana Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta tahun 2021-2024. Dalam penulisan tesis ini, penulis membagi pembahasan dalam lima bab, yaitu:

- Bab I Bab ini menguraikan hal-hal yang bersifat pendahuluan untuk menguraikan alasan yang mendasari topik penelitian yang akan dikaji, yaitu latar pokok penelitian, permasalahan, tujuan penelitian, manfaat dan signifikansi penelitian, penelitian terdahulu yang relevan, dan sistematika penulisan.
- Bab II Bab ini mendeskripsikan landasan teori dalam penelitian yang akan diimplementasikan untuk hasil uji analisis pada pembahasan. Selain itu, landasan teoretis menjadi tolak ukur dalam analisis penelitian

⁸⁰ Ahmad Hakim, et.al., "Capital Asset Pricing Model and Pricing of Islamic Financial Instruments." *JKAU: Islamic Economics*, Vol. 29 No. 1, 2016, h. 21-39.

⁸¹ Aisyah Abdul Rahman, "Three-Factor CAPM Risk Exposures: Some Evidence From Malaysian Commercial Banks." *Asian Academy of Management Journal of Accounting And Finance*, Vol. 6, No. 1, 2010, h. 47-67.

sebagai bukti bahwa hasil temuan sesuai dengan teori yang telah ditetapkan. Adapun landasan teoretis dalam penelitian ini meliputi diskursus pasar modal syariah dan mekanisme perdagangan, analisis kinerja keuangan, faktor ekonomi makro pada variabel amatan, teori aset *pricing*, yaitu CAPM dan ICAPM, teori terapan, kerangka berpikir, dan hipotesis penelitian.

Bab III Bab ini akan membahas metodologi penelitian yang akan digunakan sebagai model analisis dalam penelitian ini, yaitu objek dan subjek penelitian, metode penelitian, model penelitian, teknik analisis data penelitian yang meliputi perhitungan antarvariabel, penentuan indikator ICAPM *risk exposures*, uji asumsi klasik, analisis regresi berganda model data panel, dan uji beda Mann Whitney.

Bab IV Bab ini akan memaparkan hasil dan pembahasan uji analisis ICAPM dan CAPM *risk exposures* terhadap kinerja saham syariah dan nonsyariah perusahaan perbankan di BEI. Bab ini akan menguraikan hasil temuan penelitian yang meliputi hasil statistik deskriptif, hasil uji pemilihan model, hasil uji asumsi klasik, hasil analisis regresi data panel ICAPM dan CAPM *risk exposures* terhadap kinerja saham syariah dan nonsyariah perusahaan perbankan di BEI. Selain itu, bab ini juga akan menguraikan hasil uji beda antara ICAPM dan CAPM *risk exposures* antara saham syariah dan nonsyariah perusahaan perbankan. Pada bagian ini akan dijelaskan hasil uji hipotesis penelitian dan hasil temuan sementara yang akan dilanjutkan pada bab kesimpulan dalam penutup.

Bab V Bab ini mengakhiri topik pembahasan penelitian yang akan mengakhiri topik pembahasan penelitian meliputi kesimpulan, *novelty*, dan saran atas keterbatasan penelitian. Bagian ini menjadi salah satu aspek krusial yang mewakili seluruh penelitian karena mencakup hasil akhir dari uji analisis data yang telah dilakukan.

BAB II

LANDASAN TEORETIS

A. Diskursus Pasar Modal Syariah dan Mekanisme Perdagangan

1. Prinsip dan Karakteristik Pasar Modal Syariah

Keuangan Islam adalah sistem keuangan yang dibentuk berdasarkan hukum Islam. Investasi dalam keuangan Islam harus memenuhi prinsip yang ditentukan oleh syariah. Islam sebagai praktik keagamaan membuka jalan untuk perbankan dan keuangan Islam lainnya. Perbedaan ideologi antara keuangan Islam dan konvensional cukup jelas karena prinsip yang digunakan keuangan konvensional dilarang secara mutlak di bawah hukum syariah. Keuangan Islam bekerja sesuai dengan hukum syariah. Konseptualisasi keuangan Islam kontemporer didasarkan pada beberapa larangan yang belum tentu ilegal di negara-negara di mana lembaga keuangan Islam beroperasi.¹ Ekspansi global keuangan Islam dan perbankan dipercepat oleh penemuan minyak, kenaikan petrodolar, dan surplus anggaran negara-negara *Gulf Cooperation Council* (GCC). Selama lebih dari 200 tahun aktivitas keuangan dan perbankan di dunia telah berlangsung dioperasikan dengan sistem berbasis bunga konvensional. Individu, dunia usaha, dan pemerintah telah sepenuhnya beradaptasi dengan bank konvensional dan menjadi alternatifnya sistem ini tidak terpikirkan.²

Pasar modal adalah pasar yang berfungsi untuk menerbitkan dan menjual surat berharga, seperti saham, obligasi, atau sekuritas serupa untuk meningkatkan modal perusahaan dalam jangka panjang. Pasar modal memfasilitasi investor menemukan platform investasi dan peminjam dengan mengarahkan dana dari pihak yang kelebihan dana kepada yang membutuhkan. Adapun pasar modal syariah adalah pasar yang mentransaksikan aset keuangan sesuai dengan prinsip syariah. Fungsinya sejajar dengan pasar keuangan konvensional dalam memfasilitasi investor untuk menemukan peluang investasi yang sesuai syariah. Pasar modal syariah terbagi menjadi pasar modal utang dan

¹ Islam bukan sekedar agama, tapi jalan hidup. Ia memberikan bimbingan kepada pengikutnya meliputi bidang sosial, agama, aspek ekonomi dan politik dalam kehidupan mereka. Hukum Islam yang disebut hukum syariah menentukan apa yang boleh dan tidak boleh dilakukan terkait dengan semua aspek kehidupan umat Islam, termasuk transaksi komersial dan keuangan. Sejak zaman Nabi Muhammad SAW, instrumen keuangan tertentu digunakan yang dirancang sesuai persyaratan prinsip syariah. Kelahiran keuangan dan perbankan Islam modern terjadi pada periode kedua setengah abad kedua puluh sebagai perpanjangan dari ekonomi Islam, melalui gabungan upaya para ulama dan bankir syariah. Abdul Hassan, et.al., *Islamic Financial Markets and Institutions* (New York: Routledge, 2023), h. 1; Al-Rifai Tariq, Karen Hunt-Ahmed (Ed) "The Evolution of Shariah Compliant Indexes and Why They Outperform Conventional Indexes over the Long Term" dalam *Contemporary Islamic Finance: Innovations, Applications, and Best Practices, Kolb Series in Finance Essential Perspectives* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2013), h. 69-74

² Syeda Fahmida Habib, *Fundamental of Islamic Finance and Banking* (United Kingdom: John Wiley & Sons, 2018), h. 1-2.

pasar modal ekuitas. Pasar modal syariah juga diklasifikasikan ke dalam pasar primer dan sekunder.³

Pasar modal syariah atau *Islamic capital market* merupakan bagian dari sistem keuangan Islam yang tanpanya keuangan Islam akan menghadapi kesulitan besar dalam memberikan proporsi nilai dari pembagian laba rugi, sirkulasi kekayaan, mempromosikan kemitraan bisnis, dan meningkatkan kegiatan ekonomi riil. Bahkan dalam konsep *profit and sharing* yang akhir-akhir ini populer sebagai inti dari keuangan Islam menanamkan dukungan aset, pemerataan pembiayaan, dan partisipasi dalam memobilisasi sumber daya ekonomi untuk digunakan dengan cara yang paling efisien demi mewujudkan keadilan sosial dan pembangunan ekonomi. Salah satu sarana yang paling signifikan untuk meningkatkan gagasan pembagian risiko adalah melalui penguatan pasar modal syariah yang selanjutnya akan memfasilitasi investor menuju pertumbuhan ekonomi dan kemakmuran.⁴

Michael Saleh Gassner⁵ dan Mahmoud Amin El-Ghamal⁶ menyatakan bahwa model kebijakan pengembangan pasar modal syariah terbagi menjadi dua. *Pertama*, model separasi yang mengimplementasikan keuangan syariah secara terpisah dengan keuangan konvensional. *Kedua*, model integrasi yang mengembangkan keuangan syariah berdampingan dengan keuangan konvensional. Model integrasi diaktualisasikan berbasis produk yang memenuhi kriteria syariah, kondisi pasar modal syariah yang berjalan paralel dengan pasar modal konvensional, dan dilengkapi dengan lembaga pengawas syariah. Saat ini hanya tiga negara muslim yang secara tegas menerapkan keuangan syariah sebagai sistem keuangan negaranya secara penuh, yaitu Iran, Sudan, dan Pakistan. Sementara Indonesia dan mayoritas negara muslim lainnya menerapkan sistem keuangan ganda.⁷

Produk keuangan syariah di berbagai lembaga keuangan dan pasar modal dikembangkan melalui dua pendekatan. *Pertama*, menjadikan produk konvensional sebagai model, baik dengan atau tanpa modifikasi agar sesuai dengan kriteria syariah. *Kedua*, mengaplikasikan prinsip-prinsip syariah pada

³ Abdul Hassan, Akhtam Issa Al-Maghairch, et.al., *Islamic Financial Markets and Institutions* (New York: Routledge, 2023), h. 30.

⁴ Farrukh Habib, "Toward a Robust Sharia Screening Criterion for Stock," dalam *Developments in Islamic Finance Challenges and Initiatives*, Palgrave CIBFR Studies in Islamic Finance (Malaysia: Palgrave, 2017), h. 90.

⁵ Michael Saleh Gassner, *Exchange and Islamic Finance, The Handbook of World Stock, Derivative, and Commodity Exchanges*, 2007, h. 2.

⁶ Mahmoud Amin El-Ghamal, "Global Strategies for Islamic Finance" (Kuala Lumpur Talk, 2001), h. 1–2.

⁷ Frank E. Vogel dan Samuel L. Hayes, *Islamic Law and Finance: Religious, Risk, and Return* (The Hague: Kluwer Law International, 1998), h. 11; Obiyathulla Ismath Becha dan Abbas Mirakhor, *Islamic Capital Markets: A Comparative Approach* (London: Wolrd Scientific, 2018), 36-37; Asmadi Mohamed Naim, Mohamad Yazid Isa, dan Mohd Liki Hamid, *Islamic Finance: Legal Frameworks, Practices, and Shariah Criteria Review* (Malaysia: UUM Pers, 2020), 190-192; Andri Soemitra, *Masa Depan Pasar Modal Syariah Di Indonesia* (Jakarta: Kencana, 2014), h. 48-49.

produk jasa keuangan baru.⁸ Model integrasi dalam pengembangan pasar modal syariah di Indonesia diimplementasikan dengan menerbitkan produk-produk yang memenuhi kriteria syariah dan ditransaksikan dalam pasar modal nasional.⁹ Bapepam LK dan DSN-MUI mengarahkan berbagai kebijakan di bidang pasar modal berbasis syariah pada pengembangan kerangka regulasi, produk, dan sumber daya manusia yang mendukung integrasi produk syariah dalam sistem pasar modal.¹⁰

Regulasi mengenai kriteria penerbitan efek syariah di pasar modal telah memberikan dasar pengembangan kegiatan pasar modal berdasarkan prinsip syariah.¹¹ Perkembangan produk pasar modal syariah di Indonesia mengalami

⁸ Obiyathulla Ismath Becha dan Abbas Mirakhor, *Islamic Capital Markets: A Comparative Approach* (London: Wolrd Scientific, 2018), h. 36-37; Adam Durchslag dan Thomson Reuters, *Islamic Finance Instruments and Markets*, Finance The Ultimate Resource (London: Bloomsbury, 2010), h. 68-70; Mohd Azmi Omar, Muhammad Abduh, dan Raditya Sukmana, *Fundamentals of Islamic Money and Capital Market*, Islamic Finance (Singapore: Wiley, 2013), h. 3; Asmadi Mohamed Naim, Mohamad Yazid Isa, dan Mohd Liki Hamid, *Islamic Finance: Legal Frameworks, Practices, and Shariah Criteria Review* (Malaysia: UUM Pers, 2020), h. 190-192; John Oluseyi Kuforiji, *The Essentials of Islamic Banking, Finance, and Capital Markets* (United Kingdom: Lexington Books, 2019), h. 188-189; Andri Soemitra, *Masa Depan Pasar Modal Syariah Di Indonesia* (Jakarta: Kencana, 2014), h. 8.

⁹ S.A. Rusmita, I.N. Muharram, dan Ratih Hurriyati, "Dynamics Relationship Between The Composite and Islamic Index in The Capital Market of Indonesia," dalam *Advances in Business, Management, and Entrepreneurship* (London: Taylor and Francis Group, 2020), h. 443; Mohamed Sherif dan Devi Lusyana, "Shariah Compliant Investments and Stock Returns: Evidence from the Indonesian Stock Market," *Emerald Insight*, Journal of Islamic Accounting and Business Research, 8, no. 2 (2017), h. 1-27; Andri Soemitra, "The Policy Responses towards Contemporary Islamic Capital Market in Indonesia: The Dynamics and Challenges," *Ekonomika Syariah: Journal of Economic Studies* 5, no. 1 (2021), h. 31-49.

¹⁰ Tiga fatwa DSN-MUI yang menjadi dasar pengembangan pasar modal syariah, yaitu (1) No: 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa dana Syariah; (2) No: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal; (3) No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek. "Fatwa dan Landasan Hukum Pasar Modal Syariah," 2 April 2022, <https://www.idx.co.id/idx-syariah/fatwa-regulasi/>; "Masterplan Pasar Modal dan Industri Keuangan Nonbank 2010-2014" (Bapepam dan LK, t.t.).

¹¹ Proses penerbitan efek syariah meliputi dua aspek, yaitu *screening* kualitatif dan *screening* kuantitatif. *Shariah screening* kualitatif adalah proses penyaringan produk dan aktivitas bisnis yang terlibat dalam aktivitas yang dilarang dan tidak sesuai dengan ketentuan syariah. Beberapa sektor bisnis yang bertentangan dengan kebijakan syariah meliputi usaha produksi dan distribusi makanan dan minuman yang mengandung alkohol, terkandung unsur zat babi, tembakau dan sejenisnya, akumulasi aset yang bersumber dari perbankan dan asuransi konvensional, serta industri hiburan yang tidak diizinkan dalam Islam. Setelah melalui *screening* kualitatif, dilakukan *shariah screening* kuantitatif yang didasarkan pada laporan keuangan perusahaan. Hal ini meliputi batas utang terhadap total aset atau *debt to total assets* dan persentase pendapatan non-halal. M. Kabir Hassan, Mamunur Rasyid, dan Sirajo Aliyu, *Islamic Corporate Finance* (New York: Routledge, 2019), h. 4; Syeda Fahmida Habib, *Fundamentals of Islamic Finance and Banking* (United Kingdom: Wiley, 2018), h.

pertumbuhan signifikan dalam kurun waktu dua dekade terakhir ini. Hal ini dibuktikan melalui jumlah saham syariah, nilai kapitalisasi pasar ISSI, pertumbuhan sukuk korporasi, dan sukuk negara.¹² Namun, tidak adanya lembaga dengan kekuasaan tertinggi untuk mengatur dan mengawasi kepatuhan syariah dan memastikan proses penyaringan sesuai dengan rekomendasi yang diberikan oleh AAOIFI.¹³

Prinsip-prinsip yang berkaitan dengan investasi saham syariah di pasar modal. *Pertama*, perdagangan saham perusahaan. Sifat bisnis perdagangan saham perusahaan adalah hal yang esensial, pendirian saham perusahaan gabungan dengan tujuan dan kegiatan yang tidak dilarang hukumnya diperbolehkan; Perdagangan saham perusahaan yang tujuan utamanya adalah kegiatan yang dilarang, seperti transaksi riba atau memproduksi barang yang dilarang, maka hukumnya dilarang; Perusahaan yang kadang-kadang masih berurusan dengan hal yang dilarang, tetapi kegiatan utamanya tidak didasarkan pada bisnis yang dilarang, maka diperbolehkan selama masih dalam batas ketentuan kriteria syariah. *Kedua*, penjaminan. Penjaminan adalah perjanjian yang dibuat pada saat pendirian suatu perusahaan dengan seseorang yang menyanggupi untuk

208-209; Kabir Hassan dan Michael Mahlknecht, *Islamic Capital Markets Products and Strategies* (United Kingdom: Wiley, 2011), h. 62-63; Valeed Ahmad Ansari dan Shariq Nisar, "Islamic Finance and Circular Economy: Connecting Impact and Value Creation," dalam *ESG Analysis and Shariah Screening: Mutual Learnings for a Better Investment Climate* (Singapore: Springer, 2021), h. 93-95.

¹² Indeks saham syariah yang diterbitkan oleh PT Bursa Efek Indonesia, yaitu Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), Jakarta Islamic Index (JII), Jakarta Islamic Index 70, dan IDX-MES BUMN 17. Pertama, Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang diluncurkan pada tanggal 12 Mei 2011 adalah indeks komposit saham syariah yang tercatat di BEI. ISSI merupakan indikator dari kinerja pasar saham syariah Indonesia. Konstituen ISSI adalah seluruh saham syariah yang tercatat di BEI dan masuk ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh OJK. Metode perhitungan ISSI mengikuti metode perhitungan indeks saham BEI lainnya, yaitu rata-rata tertimbang dari kapitalisasi pasar dengan menggunakan Desember 2007 sebagai tahun dasar perhitungan ISSI. Kedua, Jakarta Islamic Index (JII) adalah indeks saham syariah yang pertama kali diluncurkan di pasar modal Indonesia pada tanggal 3 Juli 2000. Konstituen JII hanya terdiri dari 30 saham syariah paling likuid yang tercatat di BEI. Ketiga, Jakarta Islamic Index 70 (JII70 Index) adalah indeks saham syariah yang diluncurkan BEI pada tanggal 17 Mei 2018. Konstituen JII70 hanya terdiri dari 70 saham syariah paling likuid yang tercatat di BEI. IDX-MES BUMN 17 adalah indeks yang mengukur kinerja harga dari 17 saham syariah Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dan afliasinya yang memiliki likuiditas baik dan kapitalisasi pasar besar serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik. Keempat, IDX-MES BUMN 17 merupakan kerja sama antara PT Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Perkumpulan Masyarakat Ekonomi Syariah (MES). "Indeks Saham Syariah," 29 Maret 2022, <https://www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/>. H.M. Thamrin Noor, Andy Ismail, et.al., *Get to Know the Sharia Capital Market in Indonesia: The Most Populous Muslim-Majority Country* (UNDA, 2023), h. 26-27; "Market Update Pasar Modal Syariah Indonesia Periode Januari-Juni 2021," Otoritas Jasa Keuangan, *Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia (Pasar Modal Syariah, 2021)*, h. 4-5.

¹³ "Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)," 12 Maret 2022, <https://aaoifi.com/?lang=en>.

menjamin penjualan seluruh atau sebagian saham yang dikeluarkan, yaitu berjanji untuk memesan saham yang tetap tidak dibeli oleh orang lain. Tidak ada larangan syariah atas hal ini. Namun, penerima kewajiban memesan saham pada nominal nilai tanpa kompensasi apa pun untuk komitmen itu sendiri, meskipun penerima kewajiban mungkin menerima kompensasi untuk pekerjaan selain underwriting, seperti membuat kelayakan studi atau pemasaran saham. *Ketiga*, objek akad dalam penjualan saham. Objek akad dalam penjualan saham adalah bagian aset perusahaan yang tidak teridentifikasi (dikenal sebagai Musha'a dalam fikih) dan sertifikat saham adalah dokumen yang membuktikan hak tersebut bagian. *Keempat*, saham preferen. Tidak diperbolehkan mengeluarkan saham preferen dengan karakteristik keuangan yang melibatkan jaminan pembayaran modal atau sejumlah keuntungan atau memastikan didahulukan atas saham lainnya pada saat likuidasi atau pembagian dividen. Namun, diperbolehkan untuk memberikan saham dengan karakteristik tertentu, seperti yang terkait dengan masalah prosedural atau administratif. *Kelima*, meminjam dengan bunga untuk investasi saham. Tidak diperbolehkan membeli saham dengan pinjaman berbunga yang ditawarkan kepada pembeli oleh perantara atau pihak lain terhadap penggadaian saham karena melibatkan Riba. Juga tidak diperbolehkan untuk menjual saham yang tidak dimiliki oleh penjual, tetapi telah diterima sebagai gadai dari perantara karena kesepakatan termasuk dalam kerangka penjualan sesuatu yang bukan milik penjual. Larangan itu akan lebih kategoris jika kesepakatan tergantung pada pembayaran harga saham ke broker yang kemudian akan mendapatkan keuntungan dengan menyetorkan harga ini dengan bunga secara berurutan untuk mendapatkan kompensasi atas pinjaman tersebut.¹⁴

2. Konseptualisasi dan Perdebatan Akademik Saham Syariah

Saham syariah adalah saham yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah di Pasar Modal.¹⁵ Ibnu Utsaimin,¹⁶ Abdullah bin Al-Manea,¹⁷ dan Ali Ahmad

¹⁴ Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance* (England: Wiley Finance Series, 2007), h. 203-204.

¹⁵ Saham syariah adalah salah satu instrumen investasi di pasar modal syariah Indonesia yang aktivitasnya tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Pasar modal syariah di Indonesia adalah bagian dari lembaga keuangan Islam yang diatur oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Institusi yang mengatur implementasi prinsip syariah di pasar modal adalah Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN – MUI) dalam membentuk fatwa yang berkaitan dengan aktivitas investasi di pasar modal. Indonesian Stock Exchange (IDX Islamic), "Sharia Stocks." <https://idxislamic.idx.co.id/en/islamic-capital-market-education/sharia-stocks/>. F. M. Wafi dan A. F. Suwanan, "The Role of the National Sharia Economic and Finance Commission (KNEKS) in Improving Financial Literacy and Investment in the Sharia Capital Market," dalam *Reinforcement of the Halal Industry for Global Integration Revival*, (New York: Routledge, 2023), h. 2.

¹⁶ Muhammad Bin Shalih Al-Utsaimin, *Al-Qawâ'id Al-Fiqhiyyah* (Mesir: Dar Al-Bashirah, 2008), h. 19; Muhammad Bin Shalih Al-Utsaimin, *Fiqh Al-İbâdât* (Riyadh: Dar Al-Wathan, 2013), h. 208.

¹⁷ Abdullah bin Al-Manea, *Buhûts Fî Al-Iqtishâd Al-Islâmî* (Beirut: Al-Maktab Al-Islami, 1996), h. 237.

Salusi¹⁸ menyatakan bahwa hukum dalam transaksi jual beli saham dapat diidentifikasi berdasarkan tiga pendekatan. *Pertama*, perdagangan saham dilarang jika perusahaan melakukan kegiatan ilegal, seperti menjual minuman keras, perusahaan asuransi komersial, dan perusahaan yang sebagian besar pendapatannya mencakup bunga/riba. *Kedua*, transaksi jual beli saham diperbolehkan jika sistem operasional perusahaan memenuhi kesesuaian syariah. *Ketiga*, problematika pada saham perusahaan gabungan. Para ulama berselisih mengenai sistem operasional perusahaan. Transaksi ini diperbolehkan jika perusahaan menjalankan sistem operasionalnya berdasarkan prinsip syariah. Namun, jenis transaksi yang membiayai operasionalnya melalui pinjaman riba dilarang.¹⁹

Perbedaan pendapat ulama mengenai transaksi perdagangan saham jika diidentifikasi berdasarkan operasional emiten syariah menurut Muhammad Ali²⁰ dan Soleh Ibn Zabin²¹ meliputi dua hal. *Pertama*, jual beli saham diperbolehkan karena transaksi ini didasarkan pada prinsip bagi hasil yang menetapkan pemegang saham berhak atas keuntungan perusahaan dan turut menanggung risiko pada saat kerugian, serta tidak ada unsur riba dan jenis transaksi yang dilarang dalam syariat Islam. Akad *syirkah* menjadi landasan dalam sistem transaksi produk saham syariah.²² *Kedua*, perdagangan saham dilarang karena saham merupakan bagian aset perusahaan yang praktik perdagangannya tidak sah secara hukum atau rukun dalam transaksinya tidak lengkap, seperti tidak

¹⁸ Ali Ahmad Salusi, *Mausû'ah Al-Qadhâyâ Al-Fiqhiyyah Al-Mu'âshirah wa Al-Iqtishâd Al-Islâmî* (Qatar: Dar Al-Tsaqafah, 2002), h. 464-466.

¹⁹ Transaksi saham di pasar modal diidentifikasi berdasarkan sistem operasional perusahaan. Jika perusahaan berurusan dengan hal-hal terlarang, seperti pabrik minuman keras atau perdagangan minuman keras, maka jelas bahwa pembeli saham dianggap sebagai pengedar minuman keras. Demikian dengan investor yang menginvestasikan hartanya di perusahaan dengan penerimaan tingkat suku bunga yang tinggi, maka dianggap menjadi salah satu rentenir. Hal ini juga terjadi jika perusahaan bergerak di bidang yang halal, seperti perusahaan pelayaran dan industri, tetapi perusahaan memiliki surplus dana yang diinvestasikan di bank untuk mendapatkan keuntungan dari tingkat suku bunga bank, maka sebagian penghasilan perusahaan dikategorikan sebagai riba. Transaksi saham diharamkan apabila perusahaan beroperasi sesuai dengan syariat Islam dan memiliki pengawasan hukum. Muhyiddin Al-Qaradaghi, *Al-Istismâr Fî Al-Ashâm: Bahats Mansyûr Bimajalah Al-Majamu' Al-Fuqahâ Lirâbitah Al-Âlim Al-Islâmî At-Tâbi' Lirâbitah Al-Âlim Al-Islâmî*, 2004, h. 275; Ahmad Muhammad Luthfi, *A'mâl As-Simsâr Fî Burshah Al-Awrâq Al-Mâliyyah: Dirâsah Fiqhiyyah Muqâranah* (Mesir: Dar Al-Fikr Wa Al-Qanun Al-Manshurah, 2013), h. 104-110.

²⁰ Muhammad Ali, *Al-Qardh Al-Mashriff Dirâsah Târîkhiyyah Muqârinah Baina As-Syarî'ah Al-Islamiyyah Wa Al-Qânûn Al-Wadh'î* (Beirut: Dar Al-Kutub Al-Ilmiyah, 1971), h. 489-492.

²¹ Soleh Ibn Zabin, *Hukm Al-Iktitâb Aw Al-Mutâjirah Fî Asham As-Syarikât Al-Mukhtathah* (Riyadh: Maktabah Al-Abikan, 2008), h. 100.

²² Mekanisme umum dari akad *syirkah* adalah para pelaku usaha mencampurkan modalnya kemudian membuat sebuah proyek yang dijalankan bersama. Beberapa jenis akad *syirkah*, yaitu *mufawadhah*, *abda*, *wujuh*, *'inan*, dan *mudharabah*. Ahmad Rodoni dan Muhammad Anwar Fathoni, *Manajemen Investasi Syariah* (Jakarta: Salemba Diniyah, 2019), h. 58-59.

tersedianya pilar-pilar kontrak perusahaan antara penjual dan pembeli, ijab qabul, serta kesepakatan harga. Taqiyuddin An-Nabhani berpandangan bahwa konsep akad *syirkah* dalam Islam meliputi kerjasama antara dua orang atau lebih dalam melakukan sistem operasional perusahaan atau pekerjaan dengan tujuan mendapatkan keuntungan. Namun, dalam transaksi jual beli saham, investor tidak berpartisipasi aktif dalam sistem operasional bisnis.²³

Saham-saham yang dikategorikan sebagai indeks syariah adalah emiten yang terhindar dari prinsip: *Pertama*, perjudian dan permainan yang tergolong judi. *Kedua*, perdagangan yang dilarang menurut syariah, yaitu perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa dan perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu. *Ketiga*, jasa keuangan ribawi, antara lain bank berbasis bunga dan perusahaan pembiayaan berbasis bunga. *Keempat*, jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maisir*), seperti asuransi konvensional. *Kelima*, memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatih*), barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram lighairih*), serta barang atau jasa yang merusak moral dan/atau bersifat mudarat. *Kecenam*, melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*).²⁴ Emiten syariah dalam pemenuhan kriteria kuantitatif meliputi batas utang terhadap total aset atau *Debt to Total Assets* <45% dan kontribusi pendapatan non-halal <10%.²⁵

Emiten yang menerbitkan saham syariah menyatakan bahwa kegiatan, jenis usaha, dan cara pengelolaan usahanya mematuhi prinsip syariah di pasar modal. Kepatuhan syariah berperan sebagai pedoman bagi manajemen dalam sistem operasional perusahaan dan menjaga keberlangsungan usaha/*sustainability*.²⁶ Kesesuaian syariah meliputi pemenuhan kriteria syariah yang mencakup dua aspek. *Pertama*, kaidah dan prinsip-prinsip syariah yang menjadi batasan atau

²³ Taqiyuddin An-Nabhani, *An-Nizhâm Al-Iqtishâdî Fî Al-Islâm* (Beirut: Dar Al-Ummah, 2004), h. 161-188.

²⁴ Al Bayanuni, *Al-Badâil Al-Masyrû'ah wa Ahamiyyatuhâ fî Najâh Ad-Da'wah Al-Islamiyyah*, h. 141; Al-Qasimi, *Qadhâyâ Fiqhiyyah Al Mu'âshirah*, h. 53; Baidun, *Buhûts Fiqhiyyah Min Al-Hind: Majmû'ah Min Al-Buhûts Al-Fiqhiyyah Fî Al-Ijtihâd Al-Ijtima'î Muqaddimah Ilâ Tsâlâts Asyarah Nuduwah Fiqhiyyah Kabîrah 'Uqidat Fî 'Awâshim Al-Wilâyât Al-Hindiyyah Al-Mukhtalifah Wa Sâham Fihâ Kibâr Fuqahâ' Al-'Alamîn Al-'Arabî Wa Al-Islamî*, h. 198-199; Arafah, *Al-Ahkâm Al-Fiqhiyyah Al-Muta'aliqah Bi Al-Ruhûn Al-Mustajidah*, h. 293-313; Ayub, *Understanding Islamic Finance*, h. 43-64; Ibrahim Warde, *Islamic Finance in the Global Economy* (Edinburgh: Edinburgh University Press, 2000), h. 55-68.

²⁵ "Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 35 /POJK.04/2017 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah," Efek dan Kriteria Efek Syariah, 2017, <https://www.ojk.go.id/id/regulasi/Pages/Kriteria-dan-Penerbitan-Daftar-Efek-Syariah-.aspx>.

²⁶ "The Report Indonesia 2017," Economy Banking Real Estate Transpost (Oxford Business Group, 2017), www.oxfordbusinessgroup.com; Mohamad Akram Laldin dan Hafas Furqani, "Case Studies of Shariah Governance in Practice," dalam *The Edinburgh Companion to Shariah Governance in Islamic Finance*, Malaysia (Edinburgh: Edinburgh University Press, 2020), h. 230; Samir Alamad, *Financial and Accounting Principles in Islamic Finance* (Switzerland: Springer, 2019), h. 270-275.

larangan yang harus dihindari oleh produk syariah dalam tata kelola di pasar modal. Hal ini meliputi proses pembentukan, masa transaksi, hingga masa jatuh tempo perusahaan di pasar modal. *Kedua*, tujuan yang dibangun berdasarkan karakteristik distingsinya sebagai implementasi kriteria dan nilai-nilai syariah. Hal ini berfokus pada pemenuhan *maqasid syariah* dalam produk syariah di pasar modal. Pemenuhan kesesuaian syariah dilakukan oleh otoritas pasar modal yang bekerja sama secara erat dengan otoritas lembaga pengawas syariah.²⁷

Islam mendorong manusia untuk selalu mendayagunakan hartanya. Sumber daya yang dimiliki tidak boleh hanya disimpan, tetapi harus dijadikan sebagai aset produktif untuk memberi manfaat bagi umat manusia. Dalam ekonomi syariah, kegiatan investasi sangat dianjurkan. Namun, dorongan ini bukan tanpa batas. Investasi dalam ekonomi syariah tidak hanya dengan tujuan memperkaya diri sendiri dengan menghalalkan segala cara. Etika bisnis dan investasi harus tetap dilandasi oleh norma, etika, dan tuntunan syariah yang bersumber dari Al-Quran dan Sunah.

Ada dua landasan dalam ekonomi syariah, yaitu Al-Quran dan Sunah. Hukum yang diambil dari kedua hukum tersebut secara konseptual dan prinsip merupakan hukum yang tidak dapat diubah. Ada empat landasan normatif yang diterapkan dalam aksioma etika, yaitu landasan tauhid, keadilan dan kesejajaran, kehendak bebas, dan pertanggungjawaban. Terdapat beberapa aspek yang perlu diperhatikan dalam berinvestasi syariah, yaitu aspek material atau finansial, kehalalan, sosial dan lingkungan, dan pengharapan pada rida Allah SWT, sedangkan manusia hanya sebatas mendapatkan amanah untuk mengelolanya.²⁸

Institusi pasar modal syariah merupakan salah satu perwujudan dari seruan Allah tentang investasi. Dalam Islam, investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan karena dengan berinvestasi maka harta yang dimiliki akan menjadi produktif dan mendatangkan manfaat bagi orang lain. Al-Quran dengan tegas melarang aktivitas penimbunan (*iktinaz*) terhadap harta yang dimiliki. Islam memiliki sistem perekonomian yang diselenggarakan dalam

²⁷ Emiten yang menerbitkan saham syariah memiliki *Shariah Compliance Officer* berdasarkan fatwa DSN No.40/2003. Kriteria tujuan investasi syariah melalui fatwa DSN-MUI No.20 Tahun 2001, Peraturan OJK No.35/POJK.04/2017, dan Peraturan OJK No.17/POJK.04/2015. Aspek pertama berfokus pada legalitas formal akad berdasarkan fikih muamalah dan sesuai dengan Fatwa DSN-MUI No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek. “Fatwa dan Landasan Hukum Pasar Modal Syariah,” 2 April 2022, <https://www.idx.co.id/idx-syariah/fatwa-regulasi/>; “Governance Standard for Islamic Finance Institutions No. 9 Shariah Compliance Function,” GSIFI 9 Shari’ah Compliance Function (AAOIFI, t.t.); Andri Soemitra, *Masa Depan Pasar Modal Syariah Di Indonesia* (Jakarta: Kencana, 2014), h. 32-34; Farrukh Habib, “Toward a Robust Shariah Screening Criterion for Stocks,” dalam *Developments in Islamic Finance Challenges and Initiatives*, Palgrave CIBFR Studies in Islamic Finance (Malaysia: Palgrave, 2017), 95-96; Amr El Tiby dan Wafiq Grais, *Islamic Finance and Economic Development: Risk Management, Regulation, and Corporate Governance* (New Jersey: Wiley, 2015), h. 158-160.

²⁸ Ahmad Rodoni dan Muhammad Anwar Fathoni, *Manajemen Investasi Syariah* (Jakarta: Salemba Diniyah, 2019), h. 24-26.

rangka mewujudkan kesejahteraan kehidupan manusia, baik secara material maupun nonmaterial.²⁹

Adapun jenis transaksi yang dijalankan pada sistem keuangan konvensional, tetapi menjadi hal yang dilarang dalam keuangan Islam meliputi beberapa hal. *Pertama*, membayar atau membebaskan bunga. Gagasan meminjamkan uang dengan mengenakan tarif bunga dianggap sebagai alat eksploitasi dalam Islam. Hukum syariah melarang riba atau segala bentuk bunga yang dikenakan atas uang yang dipinjamkan karena praktik ini hanya akan menguntungkan pemberi pinjaman. *Kedua*, berinvestasi pada bisnis yang terlibat dalam kegiatan terlarang. Ekonomi Islam mengamankan agar aktivitas manusia menjadi lebih produktif. Penggunaan praktis keuangan Islam bermula dari moralitas agama yang memberikan batasan-batasan tertentu pada keinginan manusia. Jenis keterlibatan investasi dalam produk yang mengandung unsur tembakau, daging babi, alkohol, persenjataan, pornografi, atau senjata perusak sepenuhnya dilarang. *Ketiga*, spekulasi atau maisir. Istilah maisir mengacu pada spekulasi atau perjudian dalam segala jenis dan bentuk. Hukum syariah sepenuhnya melarang maisir sebagai praktik keuangan institusi. Oleh sebab itu, tidak ada kontrak atau kesepakatan yang dapat disahkan saat kepemilikan barang bergantung pada ketidakpastian di masa depan. *Keempat*, ketidakpastian atau garar. Prinsip syariah juga melarang transaksi kontrak yang melibatkan proporsi risiko yang sangat besar, seperti *short selling* dan akad yang berbasis derivatif yang keduanya tidak sesuai dengan kriteria syariah.³⁰

3. Indeks Saham Perbankan di Bursa Efek Indonesia

Konsep perbankan Islam pertama kali muncul sebagai bank Islam eksperimental yang didirikan di Mit Ghamr, Mesir pada tahun 1963, dan bank syariah komersial pertama di dunia didirikan di Dubai pada tahun 1975. Menjadi baru dan berbeda dari perbankan konvensional tradisional, terdapat kekurangan yang signifikan kesadaran dan pengetahuan tentang perbankan syariah. Upaya pendidikan, pelatihan, seminar, konferensi, dan penyebaran umum pengetahuan tentang bidang unik Keuangan dan perbankan Islam sangat penting untuk pertumbuhan dan penerimaannya industri keuangan global. Kekuatan pendorong utama yang menyebabkan kebangkitan keuangan dan perbankan Islam di Indonesia saat ini adalah meningkatnya kesadaran di kalangan populasi Muslim

²⁹ Alexander Tian, *Pasar Modal Syariah: Mengenal dan Memahami Ruang Lingkup Pasar Modal Islam di Indonesia* (Yogyakarta: CV Andi Offset, 2021), h. 50-52.

³⁰ Daftar Efek Syariah yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan wajib digunakan sebagai acuan bagi: (1) Pihak yang menerbitkan indeks efek syariah di dalam negeri; (2) Manajer investasi yang mengelola portfolio investasi Efek Syariah di dalam negeri; (3) Perusahaan efek yang memiliki sistem *online trading* syariah; (4) Pihak lain yang melakukan penyusunan dan/atau pengelolaan portfolio investasi Efek Syariah dalam negeri untuk kepentingan pihak lain, sepanjang diatur dalam ketentuan peraturan perundang-undangan. "Data Produk Daftar Efek Syariah" Otoritas Jasa Keuangan, <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/daftar-efek-syariah/default.aspx>.

Abdul Hassan, Akhtam Issa Al-Maghairah, et.al., *Islamic Financial Markets and Institutions* (New York: Routledge, 2023), h. 1-2.

global tentang larangan bunga dalam transaksi komersial, terutama di perbankan dan operasi bisnis, dan meningkatnya kebutuhan mereka untuk melakukan transaksi keuangan sebagai sesuai keyakinan mereka. Meskipun perbankan syariah masih dalam tahap awal, dimulai dari masa lemah dimulainya Mit Ghamr pada tahun 1963, ia mampu bertahan dan tumbuh pada tingkat yang belum pernah terjadi sebelumnya selama lima dekade terakhir, sesuatu yang tidak terlihat dalam keuangan konvensional, dan sekarang dipandang sebagai bentuk alternatif keuangan dan perbankan. Ini telah menarik perhatian banyak investor dan berpotensi menarik pelanggan baru dan berkembang lebih jauh, memperoleh pangsa pasar.³¹

4. Mekanisme Perdagangan di Pasar Modal Syariah

Pasar modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena berfungsi sebagai sarana pendanaan usaha atau sebagai sarana perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor).³²

Pasar keuangan umumnya ditandai dengan adanya pasar primer, tetapi tidak selalu menyertakan pasar sekunder. Ekuitas yang terbentuk umumnya diterbitkan di pasar primer, sementara pasar sekunder berfungsi sebagai platform untuk memperdagangkan sekuritas yang ada.³³

Pasar modal dibedakan menjadi dua, yaitu pasar perdana dan pasar sekunder. Pasar perdana atau *primary market* adalah penawaran saham pertama kali dari emiten kepada para pemodal selama waktu yang ditetapkan oleh pihak penerbit (*issuer*) sebelum saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Biasanya dalam jangka waktu sekurang-kurangnya 6 hari kerja. Harga saham di pasar perdana ditentukan oleh penjamin emisi dan perusahaan yang *go public* berdasarkan analisis fundamental perusahaan yang bersangkutan. Sementara pasar sekunder atau *secondary market* adalah tempat terjadinya transaksi jual beli saham di antara investor setelah melewati masa penawaran di pasar perdana dalam kurun waktu 90 hari setelah izin emisi diberikan dan efek dicatatkan di bursa.³⁴

a. Perdagangan di Pasar Primer

Pasar perdana atau *primary market* adalah penawaran saham pertama kali dari emiten kepada para pemodal selama waktu yang ditetapkan oleh pihak penerbit (*issuer*) sebelum saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Biasanya dalam jangka waktu sekurang-kurangnya 6 hari kerja. Harga saham di pasar perdana ditentukan oleh penjamin emisi dan

³¹ Syeda Fahmida Habib, *Fundamental of Islamic Finance and Banking* (United Kingdom: John Wiley & Sons, 2018), h. 1-2.

³² Abdul Hassan, Akhtam Issa Al-Maghairch, et.al., *Islamic Financial Markets and Institutions* (New York: Routledge, 2023), h. 14.

³³ Abdul Hassan, Akhtam Issa Al-Maghairch, et.al., *Islamic Financial Markets and Institutions* (New York: Routledge, 2023), h. 20-21.

³⁴ Zulfikar, *Pengantar Pasar Modal dengan Pendekatan Statistika* (Yogyakarta: Deepublish, 2016), h. 9-10.

perusahaan yang *go public* berdasarkan analisis fundamental perusahaan yang bersangkutan.³⁵

Pasar primer tidak ditandai dengan adanya struktur pasar fisik, seperti halnya Wall Street. Dalam struktur pasar keuangan, individu dan institusi dapat menerbitkan dan memperdagangkan sekuritas. Hal ini berbeda dengan struktur pasar sekunder yang ditransaksikan berdasarkan penjualan dan pembelian satu sama lain. Pasar primer menaungi perdagangan publik perdana saham dan obligasi. Pada pasar primer, investor langsung membeli sekuritas dari bank yang bertanggung jawab untuk menjamin penawaran awal atau *Initial Public Offering* (IPO).³⁶ Selain IPO, metode keuangan lain yang membantu pengumpulan dana tambahan dari masyarakat adalah FPO atau *Further Public Offering* (FPO). FPO memungkinkan ekuitas baru ditawarkan oleh perusahaan tercatat yang ada.³⁷

b. Perdagangan di Pasar Sekunder

Pasar sekunder atau *secondary market* adalah tempat terjadinya transaksi jual beli saham di antara investor setelah melewati masa penawaran di pasar perdana dalam kurun waktu 90 hari setelah izin emisi diberikan dan efek dicatatkan di bursa.³⁸

Semua jenis saham dan obligasi atau sukuk yang telah diperdagangkan antar investor ditransaksikan dalam pasar sekunder. Sekuritas yang mulanya diperdagangkan di pasar perdana ditindaklanjuti dengan diperdagangkan di pasar sekunder. Sekuritas pada pasar sekunder diperdagangkan tanpa keterlibatan atau intervensi perusahaan penerbit. Proses transaksional perdagangan antara pembeli dan penjual difasilitasi oleh bursa efek.³⁹

B. Analisis Kinerja Keuangan

1. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Rasio profitabilitas dapat diukur dengan indikator *Net Profit Margin*, *Return on Asset* (ROA), dan *Return on Equity* (ROE). *Net Profit Margin* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur antara *profit margin* dan penjualan, serta diukur dalam persentase. *Return on Asset* (ROA) merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dimiliki. *Return on*

³⁵ Zulfikar, *Pengantar Pasar Modal dengan Pendekatan Statistika* (Yogyakarta: Deepublish, 2016), h. 9-10.

³⁶ IPO adalah proses saat perusahaan bertransisi menjadi perusahaan publik yang diperdagangkan melalui penawaran ekuitas kepada investor. IPO meningkatkan penggalangan dana di perusahaan yang memungkinkan investor untuk berinvestasi di perusahaan untuk pertama kali.

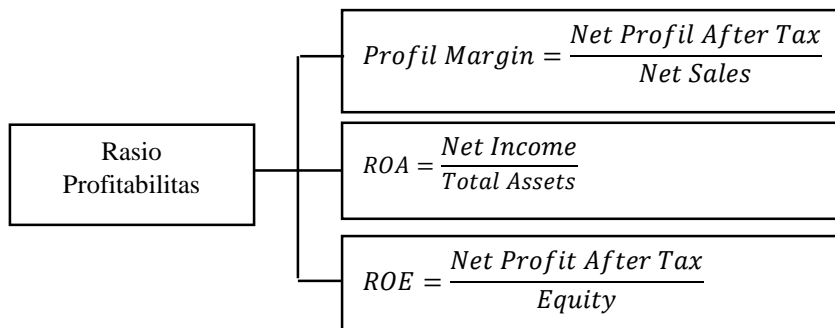
³⁷ Abdul Hassan, Akhtam Issa Al-Maghairah, et.al., *Islamic Financial Markets and Institutions* (New York: Routledge, 2023), h. 20-22.

³⁸ Zulfikar, *Pengantar Pasar Modal dengan Pendekatan Statistika* (Yogyakarta: Deepublish, 2016), h. 9-10.

³⁹ Abdul Hassan, Akhtam Issa Al-Maghairah, et.al., *Islamic Financial Markets and Institutions* (New York: Routledge, 2023), h. 22-25.

Equity (ROE) merupakan rasio untuk mengukur laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri.⁴⁰

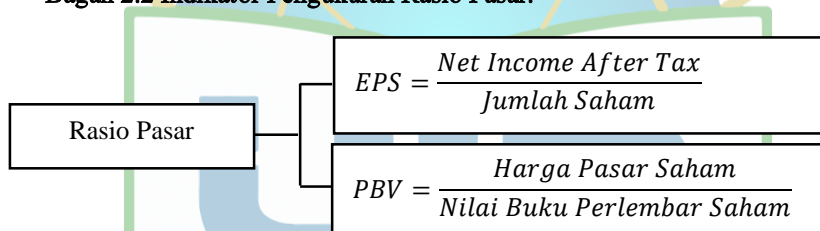
Bagan 2.1 Indikator Pengukuran Rasio Profitabilitas.



2. Rasio Pasar

Rasio pasar atau *market ratio* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur nilai saham. Rasio pasar yang berkaitan dengan tingkat pengembalian investasi antara lain *Earning Per Share* (EPS) dan *Price Book Value* (PBV). *Earning Per Share* (EPS) merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada satu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan. Sementara *Price Book Value* (PBV) merupakan rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya.⁴¹

Bagan 2.2 Indikator Pengukuran Rasio Pasar.



3. Rasio Solvabilitas

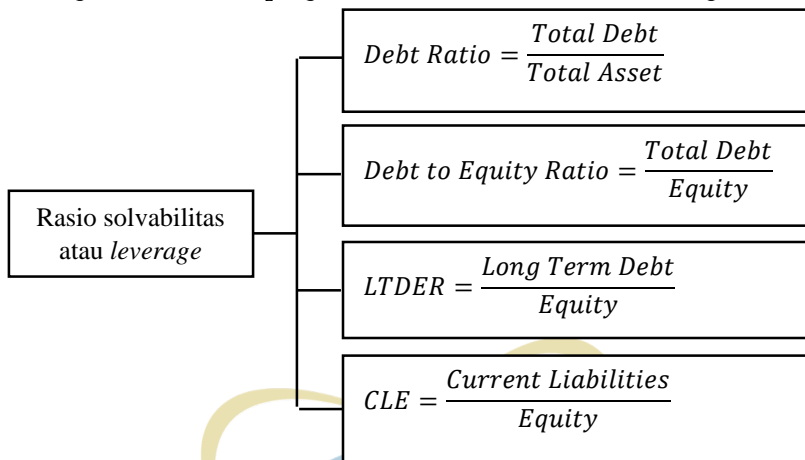
Rasio solvabilitas atau *leverage* adalah rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur hingga sejauh mana aktivitas operasional perusahaan dibiayai oleh utang. Rasio solvabilitas atau *leverage* dapat diukur dengan indikator *Debt Ratio*/DR, *Debt to Equity Ratio*/DER, *Long Term Debt to Equity Ratio*, dan *Current Liabilities to Networth*. *Debt Ratio*/DR adalah rasio yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dan total aktiva. *Debt to Equity Ratio*/DER adalah rasio yang diukur untuk mengetahui perbandingan antara utang jangka panjang dengan ekuitas. *Long term debt to equity ratio* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal yang dijadikan jaminan utang. *Current liabilities to networth* adalah rasio yang

⁴⁰ Endah Meiria dan Riris Aishah Prasetyowati, *Studi Kelayakan Bisnis*, h. 113-117; Robinson et al., *International Financial Statement Analysis*, h. 320-341.

⁴¹ Robinson et al., *International Financial Statement Analysis*, h. 313-344.

digunakan untuk menunjukkan bahwa dana pinjam yang serta akan ditagih ada terdapat sekian kalinya modal.⁴²

Bagan 2.3 Indikator pengukuran rasio solvabilitas atau *leverage*.



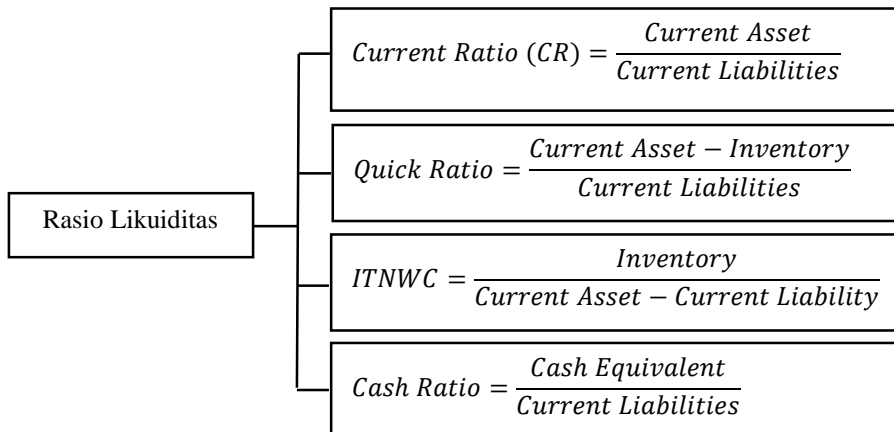
4. Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas adalah suatu rasio keuangan yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya. Rasio likuiditas dapat diukur dengan indikator *Current Ratio* (CR), *Quick Ratio*, *Inventory to Networking Capital*, dan *Cash Ratio*. *Current Ratio* (CR) adalah indikator untuk membandingkan antara total aktiva lancar dengan kewajiban lancarnya. *Quick Ratio* adalah rasio uji cepat yang menunjukkan kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendek dengan aktiva lancar tanpa memperhtungkan persediaan. *Inventory to Networking Capital* adalah rasio untuk mengukur atau membandingkan antara jumlah persediaan yang ada dan modal kerja perusahaan. *Cash Ratio* adalah alat untuk mengukur seberapa besar uang kas yang tersedia untuk membayar utang.⁴³

⁴² Endah Meiria dan Riris Aishah Prasetyowati, *Studi Kelayakan Bisni*, h. 113-117; Ni Putu Ari Aryawati, Tuti Khairani Harahap, and Ni Nyoman Suli Asmara Yanti, *Manajemen Keuangan* (Klaten: CV Tahta Media Group, 2022), h. 76-77; Robinson et al., *International Financial Statement Analysis*, h. 320-341.

⁴³ Endah Meiria dan Riris Aishah Prasetyowati, *Studi Kelayakan Bisnis*, h. 113-117; Robinson et al., *International Financial Statement Analysis*, h. 320-341.

Bagan 2.4 Indikator pengukuran rasio likuiditas.

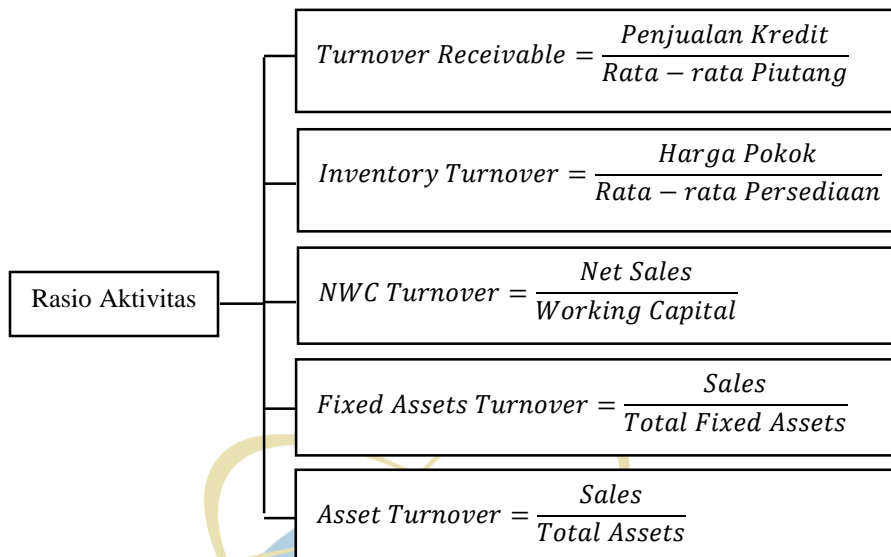


5. Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas adalah rasio keuangan yang mengukur bagaimana perusahaan secara efektif mengelola aktiva-aktivanya. Rasio ini digunakan untuk melihat seberapa besar tingkat aktiva tertentu yang dimiliki perusahaan. Rasio aktivitas dapat diukur melalui indikator *turnover receivable*, *inventory turnover*, *working capital turnover*, *fixed assets turnover* dan *Asset turnover*. *Turnover receivable* atau perputaran piutang adalah rasio yang digunakan untuk mengukur berapa lama penagihan piutang selama satu periode. *Inventory turnover* atau perputaran persediaan adalah rasio yang digunakan untuk mengukur berapa kali dana yang ditanam dalam *inventory* ini berputar dalam satu periode. *Working capital turnover* yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur berapa kali dana yang ditanamkan dalam modal kerja berputar dalam satu periode atau berapa penjualan yang dapat dicapai oleh setiap modal kerja yang digunakan. *Fixed assets turnover* yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur berapa kali dana yang ditanamkan dalam aktiva tetap berputar dalam satu periode. *Asset turnover* yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur penggunaan semua aktiva perusahaan.⁴⁴

⁴⁴ Endah Meiria dan Riris Aishah Prasetyowati, *Studi Kelayakan Bisnis*, h. 113-117; Robinson dkk., *International Financial Statement Analysis*, h. 320-341.

Bagan 2.5 Indikator pengukuran rasio aktivitas.



C. Faktor Ekonomi Makro pada Variabel Amatan

Makroekonomi adalah cabang ilmu ekonomi yang meneliti bagaimana sistem keuangan campuran berperilaku. Dalam makroekonomi, fenomena perekonomian secara luas diperiksa, seperti inflasi, tingkat suku bunga, laju pertumbuhan ekonomi, pendapatan nasional, Produk Domestik Bruto (PDB), dan perubahan pengangguran. Dua ilmu ekonomi makro adalah cabang ilmu ekonomi yang meneliti perilaku dan kinerja sistem keuangan secara keseluruhan. Ini berfokus pada penyesuaian agregat dalam sistem ekonomi, seperti pengangguran, tingkat pertumbuhan produk rumah bruto, dan inflasi. Makroekonomi menganalisis semua indikasi agregat dan faktor mikroekonomi yang berpengaruh terhadap perekonomian. Pemerintah dan perusahaan menggunakan model makroekonomi untuk membantu merumuskan kebijakan dan strategi ekonomi.⁴⁵

1. Suku Bunga dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)

Tingkat suku bunga merupakan fungsi dari kesehatan perekonomian suatu negara secara umum dan berhubungan langsung dengan inflasi. Diskursus mengenai pertimbangan ekonomi, perbedaan imbal hasil, dan utang dengan imbal hasil tinggi memberikan latar belakang untuk analisis suku bunga. Secara umum, negara-negara maju memiliki tingkat inflasi yang berada pada *single digit low* hingga *middle*. Namun, negara berkembang atau negara-negara *emerging market* mempunyai tingkat inflasi yang lebih besar, dari yang tinggi satu digit hingga dua digit atau lebih tinggi (hiperinflasi). Analisis tidak boleh mengabaikan perbedaan suku bunga atau tarif pajak penghasilan di negara maju negara ketika melakukan analisis tingkat diskonto luar negeri. Dalam analisis tingkat diskonto untuk negara berkembang, analisis memiliki lebih sedikit data empiris untuk

⁴⁵ Ramesh Prabhakar, *Macro Economics* (United States: Lulu Publication, 2019), h. 1.

diandalkan dan memiliki lebih banyak penilaian serta pertimbangan kualitatif yang harus dibuat. Namun, analisis juga harus memandang negara berkembang bukan sebagai negara yang statis, tetapi sebagai negara berkembang atau semakin matang menuju tahap yang dikembangkan.⁴⁶

Dalam prinsip ekonomi syariah, Islam melarang praktik riba. Adapun salah satu instrumen operasi moneter yang diterbitkan oleh Bank Indonesia (BI) yang sesuai kriteria syariah adalah SBIS. Menurut Peraturan Bank Indonesia No. 10/11/PBI/2008, Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) adalah surat berharga berdasarkan Prinsip Syariah berjangka waktu pendek dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. Adapun karakteristik SBIS, yaitu menggunakan akad jualah; satuan unit sebesar Rp.1.000.000,00 (satu juta rupiah); berjangka waktu paling kurang 1 (satu) bulan dan paling lama 12 (dua belas) bulan; diterbitkan tanpa warkat (scripless); dapat diagunkan kepada Bank Indonesia; dan tidak dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia, SBIS juga dapat diterbitkan dengan menggunakan akad mudharabah, musyarakah, wadiah, qardh, dan wakalah.⁴⁷

2. Nilai Tukar

Nilai tukar adalah nilai tukar suatu mata uang dengan mata uang lain antar negara atau zona ekonomi. Hal ini digunakan untuk menentukan nilai berbagai mata uang dalam hubungannya satu sama lain dan penting dalam menentukan dinamika perdagangan dan arus modal. Eksposur dalam neraca modal terkait dengan investasi asing langsung dan investasi portofolio di luar negeri. Pengembalian modal asal dan modal keuntungan atau kerugian, royalti, dan pendapatan bunga terkena risiko nilai tukar mata uang asing serta tingkat suku bunga dan risiko pasar, sehingga menciptakan peluang untuk mendapatkan keuntungan tak terduga sebagai akibat dari pergerakan nilai tukar yang menguntungkan dan penurunan suku bunga atau kerugian yang disebabkan oleh nilai tukar yang tidak menguntungkan dan kenaikan suku bunga.⁴⁸

D. Teori *Asset Pricing*: CAPM dan ICAPM

Model penetapan harga aset adalah alat penting bagi individu dan perusahaan dalam menganalisis dan memecahkan masalah dalam keputusan keuangan, yaitu alokasi aset, bagaimana investor individu dan institusi menggabungkan berbagai aset keuangan ke dalam portofolio; pengukuran dan pengelolaan risiko keuangan, misalnya di bank dan lembaga keuangan lainnya; keputusan penganggaran modal di perusahaan, bagaimana manajer perusahaan harus memilih dan investasi waktu pada

⁴⁶ Robert F. Reilly, *The Handbook of Advanced Business Valuation*, (New York: McGraw-Hill Professional, 2000), h. 28.

⁴⁷ Bank Indonesia. "Peraturan Bank Indonesia Nomor 10/11/PBI tanggal 31 Maret 2008 tentang Sertifikat Bank Indonesia Syariah." https://www.bi.go.id/id/publikasi/peraturan/Pages/pbi_101108.aspx. Diakses pada 25 November 2023, 14.00 WIB.

⁴⁸ Ghassem A. Homaifar, *Managing Global Financial and Foreign Exchange Rate Risk*, (New Jersey: John Wiley & Sons, 2004), h. 23.

aset riil seperti pabrik dan mesin; keputusan struktur modal di perusahaan, bagaimana manajer perusahaan harus memilih perpaduan pembiayaan ekuitas dan utang; identifikasi dan kemungkinan penyelesaian potensi konflik kepentingan antara pemangku kepentingan suatu perusahaan, misalnya pemegang saham vs kreditor dan pemegang saham vs manajer. Bank sentral dan pemerintah sering kali mencoba mengendalikan atau setidaknya mempengaruhi pasar keuangan, misalnya dengan menetapkan suku bunga atau membatasi volatilitas pasar saham. Untuk itu, mereka juga memerlukan pemahaman mendalam mengenai hal tersebut dalam mekanisme penetapan harga aset dan hubungan antara pasar keuangan dan makroekonomi.⁴⁹

1. Penjabaran *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

CAPM dikembangkan oleh Treynor,⁵⁰ Sharpe,⁵¹ dan Lintner⁵². CAPM adalah model penetapan harga aset ekuilibrium yang bertumpu pada pemilihan portofolio mean-varians. Sharpe memperoleh model penetapan harga aset yang menunjukkan bagaimana seharusnya harga suatu aset berisiko. Implikasi yang kuat adalah risiko yang sesuai bagi investor harus dikompensasi karena menerima bukan varians suatu pengembalian aset, tetapi beberapa kuantitas lainnya. Sharpe mendefinisikan sejauh mana suatu aset berhubungan dengan pasar portofolio sebagai risiko sistematis aset. Lebih khusus lagi, ia mendefinisikan risiko sistematis sebagai bagian dari variabilitas suatu aset yang dapat didistribusikan ke faktor persekutuan.⁵³

Capital Asset Pricing Model (CAPM) adalah model teoretis untuk menjelaskan tingkat pengembalian yang diharapkan pada jangka waktu tertentu suatu aset dengan menggunakan risiko sistematis. Asetnya adalah instrumen keuangan yang diperdagangkan seperti saham (bentuk utama ekuitas atau kepemilikan), obligasi, kontrak berjangka, swap, opsi, dll. Risiko sistematis sering kali dijelaskan sebagai nilai yang diharapkan dari faktor risiko sistematis yaitu RV_s yang mempengaruhi semua aset di pasar pada saat yang sama, meskipun memiliki tingkat dampak yang berbeda terhadap hal yang berbeda aktiva. Perbedaan dampak tersebut disebabkan oleh perbedaan sensitivitas aset terhadap aset tersebut faktor risiko.⁵⁴

⁴⁹ Claus Munk, *Financial Asset Pricing Theory*, (United Kingdom: Oxford University Press, 2013), h. 1.

⁵⁰ Treynor Jack L., "Toward a Theory of Market Value of Risky Assets," 1961; Treynor Jack L., "Market Value, Time, and Risk," 1961, h. 95-209; Craig W. French, "The Treynor Capital Asset Pricing Model" 01, No. 02 (2003), h. 60-72.

⁵¹ William F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," *The Journal of Finance*, 19, No. 03 (1964), h. 425-442.

⁵² John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets," *The Review of Economics and Statistics*, 47 (1965), h. 13-37.

⁵³ Frank J. Fabozzi, et.al., *Financial Modeling of the Equity Market: From CAPM to Cointegration* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2006) h. 209-210.

⁵⁴ Kian Guan Lim, *Theory and Econometrics of Financial Asset Pricing*, (Berlin: CPI Books GmbH, 2022), h. 57; Jean-Luc Prigent, *Portfolio Optimization and Performance Analysis*, (New York: Taylor & Francis Group, 2007), h. 130-132.

2. Return dan Risiko dalam *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

CAPM menyatakan bahwa terdapat konstanta R_z sehingga setiap return R terpenuhi:

$$E(R) - R_z = \frac{\text{Cov}(R, R_m)}{\text{Var}(R_m)} (E[R_m] - R_z),$$

Di mana R_m adalah return pasar. Rasio $\text{cov}(R, R_m)/\text{var}(R_m)$ disebut beta pasar dari pengembalian R , itu adalah koefisien dalam regresi (ortogonal proyeksi) R pada konstanta dan R_m . Setiap pengembalian R yang memiliki nol beta pasar harus mengharapkan pengembalian yang sama dengan R_z . Jadi, R_z adalah disebut pengembalian nol-beta. Jika ada aset bebas risiko, maka R_z harus bebas risiko return juga berlaku untuk return bebas risiko jika ada). Menggunakan pengembalian nol-beta sebagai proksi pengembalian bebas risiko, CAPM menyatakan bahwa risiko premi suatu aset sama dengan beta pasarnya dikalikan dengan premi risiko pasar. Premi risiko pasar disebut harga risiko. Menurut modelnya, harga risiko adalah sama untuk semua aset, dan aset yang berbeda mempunyai premi risiko yang berbeda karena mereka memiliki beta yang berbeda.⁵⁵

Risiko sistematis atau beta adalah tingkat risiko pasar minimum yang dapat diperoleh untuk portofolio melalui diversifikasi di seluruh sejumlah besar aset yang dipilih secara acak. Dengan demikian, risiko sistematis adalah risiko yang diakibatkan oleh kondisi pasar dan perekonomian secara umum yang tidak dapat didiversifikasi. Sharpe mendefinisikan porsi variabilitas aset yang dapat didiversifikasi sebagai risiko nonsistematis. Itu juga kadang-kadang disebut risiko tidak sistematis, risiko yang dapat didiversifikasi, risiko unik, risiko sisa, dan risiko spesifik perusahaan. Ini adalah risiko yang unik bagi sebuah aset. Akibatnya, risiko total (yang diukur dengan varians) dapat dipartisi menjadi risiko sistematis yang diukur dengan kovarians aset i . return dengan return portofolio pasar dan risiko nonsistematis. Itu risiko yang relevan adalah risiko sistematis. Ukuran portofolio yang perlu dicapai diversifikasi tergantung pada kondisi pasar.⁵⁶

Markowitz mengukur konsep risiko menggunakan ukuran statistik varians dan kovarians. Ia mendefinisikan risiko portofolio sebagai jumlah dari varians investasi dan kovarians di antara investasi. Gagasan memperkenalkan kovarians antara pengembalian investasi dalam portofolio untuk mengukur risiko suatu portofolio dan mengubah cara berpikir komunitas investasi tentang konsep risiko.⁵⁷

Varians suatu variabel acak adalah ukuran dari dispersi atau variabilitas hasil yang mungkin terjadi nilai yang diharapkan (rata-rata). Dalam hal pengembalian suatu aset, varians adalah ukuran penyebaran kemungkinan tingkat

⁵⁵ Kerry E. Back, *Asset Pricing and Portfolio Choice Theory*, (New York: Oxford University Press, 2017), h. 128.

⁵⁶ Frank J. Fabozzi, et.al., *Financial Modeling of the Equity Market: From CAPM to Cointegration* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2006) h. 210.

⁵⁷ Harry Markowitz, "Portfolio Selection," *The Journal of Finance*, 07, No 01 (1952), h. 6.

pengembalian hasil di sekitar pengembalian yang diharapkan. Persamaan varians return yang diharapkan untuk aset i , dinotasikan $\text{var}(R_i)$, adalah

$$\text{var}(R_i) = p_1 [r_1 - E(R_i)]^2 + p_2 [r_2 - E(R_i)]^2 + \dots + p_N [r_N - E(R_i)]^2$$

atau

$$\text{var}(R_i) = \sum_{i=1}^N P_n [r_N - E(R_i)]^2$$

Varians yang terkait dengan distribusi pengembalian mengukur kekompakan distribusinya berkerumun di sekitar rata-rata atau pengembalian yang diharapkan. Markowitz berpendapat bahwa varians ini setara dengan ketidakpastian atau risiko investasi. Jika sebuah aset tidak mempunyai risiko, maka ia mempunyai dispersi pengembalian yang diharapkan sebesar nol. Di dalam dengan kata lain, imbal hasil (yang juga merupakan imbal hasil yang diharapkan dalam hal ini) bersifat pasti, atau dijamin.⁵⁸

Karena varians adalah satuan kuadrat, maka umum untuk melihat varians diubah menjadi deviasi standar dengan mengambil akar kuadrat positif dari varians:

$$SD(R_i) = \sqrt{\text{var}(R_i)}$$

Varians dan deviasi standar bersifat konseptual setara. Artinya, semakin besar varians atau deviasi standarnya, semakin besar pula risiko investasinya.⁵⁹

3. Asumsi-asumsi dalam *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Model Markowitz menggunakan empat asumsi. *Pertama*, waktu yang digunakan hanya satu periode. *Kedua*, tidak ada biaya transaksi. *Ketiga*, preferensi investor hanya didasarkan pada return ekspektasian dan risiko dari portofolio. *Keempat*, tidak ada pinjaman dan simpanan bebas risiko.⁶⁰

CAPM adalah abstraksi pasar modal dunia nyata berdasarkan asumsi berikut:

- Investor membuat keputusan investasi berdasarkan keuntungan yang diharapkan dan varians pengembalian;
- Investor adalah orang yang rasional dan menghindari risiko;
- Investor mengikuti metode diversifikasi portofolio Markowitz;
- Semua investor berinvestasi pada periode waktu yang sama;
- Investor mempunyai ekspektasi yang sama mengenai ekspektasi imbal hasil dan varians seluruh aset;
- Terdapat aset bebas risiko dan investor dapat meminjam atau meminjamkan berapa pun jumlahnya pada tingkat bebas risiko;
- Pasar modal (secara sempurna) bersifat kompetitif dan tanpa gesekan.

Lima asumsi pertama berkaitan dengan cara investor mengambil keputusan. Dua asumsi terakhir berhubungan dengan karakteristik pasar modal. Semua investor diasumsikan mengambil keputusan investasi atas beberapa cakrawala

⁵⁸ Harry Markowitz, "Portfolio Selection," *The Journal of Finance*, 07, No 01 (1952), h. 6.

⁵⁹ Harry Markowitz, "Portfolio Selection," *The Journal of Finance*, 07, No 01 (1952), h. 6.

⁶⁰ Jogyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Yogyakarta: BPFE, 2017), h. 388-389.

investasi satu periode. CAPM pada dasarnya bersifat statis dan tidak menyiratkan perubahan. Asumsi yang umum adalah bahwa pengembalian bersifat serial independen, yaitu harga berjalan secara acak. Investor yang menghindari risiko dan mengambil keputusan berdasarkan keuntungan yang diharapkan dan varians harus membangun portofolio yang efisien dengan menggunakan kombinasi portofolio pasar dan tingkat bebas risiko.⁶¹

Markowitz menganggap bahwa portofolio optimal yang dipilih oleh investor berada pada set *efficient frontier*. Preferensi investor terhadap portofolio akan berbeda karena mereka mempunyai fungsi utiliti yang berbeda, sehingga portofolio optimal bagi masing-masing investor juga dapat berbeda. Utiliti investor ditentukan oleh preferensi mereka terhadap risiko. Mereka yang mempunyai preferensi risiko rendah, yaitu mereka yang cenderung menghindari risiko (*risk averse*) akan mempunyai utiliti yang berbeda dengan mereka yang mempunyai preferensi risiko tinggi atau cenderung menerima risiko (*risk taker*).⁶² Berdasarkan asumsi CAPM, pengembalian yang diharapkan atas suatu aset individu adalah fungsi linier positif dari indeks risiko sistematisnya yang diukur dengan beta. Semakin tinggi beta, maka semakin tinggi return yang diharapkan.⁶³

4. *Efficient Frontier*

CAPM melibatkan pertukaran antara risiko dan return. Return yang lebih tinggi mungkin memerlukan risiko yang lebih tinggi. Berdasarkan teori diversifikasi, CAPM menentukan return yang diharapkan dari sebuah saham dan bergantung pada tiga variabel utama, yaitu return bebas risiko, return portofolio pasar yang diharapkan, dan risiko beta saham. Pengembalian yang diharapkan dari suatu saham sama dengan tingkat bebas risiko ditambah premi risiko yang bergantung pada harga risiko pasar dan risiko beta. Semakin tinggi risiko beta dari sebuah saham, semakin tinggi premi risiko yang dibutuhkan investor untuk membeli saham tersebut. Aset bebas risiko memperoleh return lebih sedikit daripada aset berisiko. Semakin tinggi risiko yang ditanggung oleh investor, semakin tinggi pengembalian yang diharapkan dari suatu aset.⁶⁴

Markowitz dalam *Portofolio Selection* melakukan beberapa analisis mengenai teori portofolio modern. Bagian dari kurva varians minimum yang terletak di atas kanan portofolio keseluruhan disebut sebagai batas *efficient frontier* Markowitz karena mencakup semua portofolio yang efisien.⁶⁵

⁶¹ Frank J. Fabozzi, et.al., *Financial Modeling of the Equity Market: From CAPM to Cointegration* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2006) h. 208-209.

⁶² Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Yogyakarta: BPFE, 2017), h. 388-389.

⁶³ Frank J. Fabozzi, et.al., *Financial Modeling of the Equity Market: From CAPM to Cointegration* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2006) h.212.

⁶⁴ Noureddine Krichene, *Islamic Capital Markets: Theory and Practice*, Islamic Finance (New York: John Wiley & Sons, 2013), h. 47-50.

⁶⁵ Portofolio efisien adalah portofolio yang menyediakan return maksimal kepada investor dengan tingkat risiko tertentu, atau portofolio yang menawarkan risiko rendah dengan tingkat return tertentu. Sementara portofolio optimal adalah portofolio yang dipilih

Markowitz memberikan *efficient frontier* dengan aset bebas risiko dan menyatakan bahwa pada tingkat risiko tertentu investor akan memilih sekuritas dengan pengembalian yang lebih tinggi. Dengan cara ini, garis pasar modal atau *Capital Market Line* (CML) satu set portofolio terbentuk di setiap titik risiko dan return yang lebih tinggi daripada aset bebas risiko karena risiko berhubungan langsung dengan return. Pada dasar CML ini, rasio Sharp yang mengarah ke garis pasar sekuritas atau *Security Market Line* (SML) dan CAPM adalah alat yang digunakan untuk menentukan kesesuaian secara teoretis. Tingkat pengembalian yang diperlukan dari suatu aset harus merupakan portofolio yang terdiversifikasi, yaitu risiko tidak sistematis dari aset tersebut dianggap nol karena sekuritas termasuk dalam portofolio telah mendiversifikasi risiko tersebut.⁶⁶

Portofolio efisien yang berada di *efficient frontier* merupakan portofolio yang baik, tetapi bukan yang terbaik. Hanya ada satu portofolio yang terbaik, yaitu portofolio optimal. Portofolio optimal juga sekaligus merupakan portofolio efisien, tetapi portofolio efisien belum tentu portofolio optimal. Portofolio efisien dapat didefinisikan sebagai portofolio yang memberikan return ekspektasian terbesar dengan risiko tertentu atau memberikan risiko terkecil dengan return ekspektasian tertentu. Portofolio yang efisien ini dapat ditentukan dengan memilih tingkat return ekspektasian tertentu dan kemudian meminimumkan risikonya atau menentukan tingkat risiko tertentu dan kemudian memaksimumkan return ekspektasiannya. Investor yang rasional akan memilih portofolio efisien karena merupakan portofolio yang dibentuk dengan mengoptimalkan satu dari dua dimensi, yaitu return ekspektasian atau risiko portofolio.⁶⁷

Penentuan portofolio optimal dapat dilakukan dengan beberapa cara di antaranya, yaitu model Markowitz, aktiva bebas risiko, dan model indeks tunggal (*Single Index Model*). Model Markowitz mengidentifikasi portofolio yang berada di *efficient frontier*.⁶⁸

5. Ekuilibrium Pasar Modal

Ekonomi pada dasarnya berkaitan dengan tiga jenis efisiensi, yaitu efisiensi operasional, efisiensi informasi, dan efisiensi alokasi. Efisiensi operasional adalah kondisi pasar di mana pelaku pasar dapat melakukan transaksi dan

investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada portofolio efisien. Harry Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, Cowles Foundations for Research in Economics at Yale University (New York: John Wiley & Sons, 1959); Abul Hasan, Aktham Issa AlMaghaireh, et.al., *Islamic Financial Markets and Institutions* (New York: Routledge, 2023), h. 95; Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi* (Yogyakarta: PT Kanusius, 2017), h. 167.

⁶⁶ Rabeca Sadaf dan Sumera Andleeb, "Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM)," *American Research Institute for Policy Development*, Journal of Islamic Banking and Finance, 02, No, 01 (2014).

⁶⁷ Jogiyo Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Yogyakarta: BPFE, 2017), h. 385-386.

⁶⁸ Jogiyo Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Yogyakarta: BPFE, 2017), h. 388.

menerima layanan dengan harga yang wajar dan biaya yang sebenarnya diperlukan untuk menyediakan mereka memasuki pasar secara langsung atau menggunakan keuangan perantara. Untuk mengetahui tingkat efisiensi operasional, investor dan *fund manager* mengajukan pertanyaan apakah transaksi diselesaikan tepat waktu, akurat, dan tanpa biaya yang berlebihan. Efisiensi informasi menggambarkan situasi pasar di mana harga pasar sekuritas mencerminkan semua informasi yang relevan untuk menentukan harga sekuritas. Efisiensi alokasi menetapkan harga pasar modal mampu mengarahkan dana yang tersedia ke yang paling produktif pemanfaatan atau proyek pengembalian yang disesuaikan dengan risiko tinggi. Karakteristik ini membutuhkan efisiensi validitas alokasi dan informasi.⁶⁹

Dunia nyata cukup kompleks sehingga untuk memahaminya dan membangun model cara kerjanya, seseorang harus menghilangkan kompleksitas yang dianggap hanya memiliki efek kecil atau tidak sama sekali pada perilakunya.⁷⁰ Analisis kinerja perusahaan adalah sarana untuk menilai kualitas seorang manajer dan mengukur nilai tambah dari strategi investasi aktif dibandingkan dengan replikasi sederhana dari indeks. Aspek ini dikembangkan dalam kerangka penelitian efisiensi pasar. Validasi teori efisiensi memunculkan studi empiris yang berkontribusi pada pengembangan model pengukuran kinerja. Analisis dan kinerja dana manajer aktif, dibandingkan dengan kinerja pasar, memungkinkan bentuk efisiensi pasar yang akan teruji. Kemungkinan bagi seorang manajer untuk menambah nilai terkait kesenjangan antara penilaian sekuritas oleh pasar dan nilai ekuilibriumnya. Adanya gap tergantung pada waktu yang dibutuhkan pasar untuk mengintegrasikan informasi baru dan tingkat efisiensi pasar keuangan.⁷¹

Pasar dikatakan efisien jika harga aset setiap saat mencerminkan semua informasi yang tersedia. *Pertama*, efisiensi dikatakan kuat jika semua informasi, publik dan swasta, sudah terkandung dalam harga aset. Jika mengikuti hipotesis ini, tidak mungkin untuk mencapai kinerja yang lebih baik daripada pasar. *Kedua*, efisiensi dikatakan semi-kuat jika harga hanya mencerminkan informasi publik tentang perusahaan. *Ketiga*, efisiensi dikatakan lemah jika harga hari ini mencerminkan informasi yang terdapat pada harga masa lalu. Bentuk efisiensi ini memungkinkan adanya kemungkinan investasi aktif untuk orang yang memiliki informasi tambahan. Dengan demikian, memungkinkan pencapaian kinerja yang lebih baik dari pasar.⁷²

6. Garis Pasar Modal (*Capital Market Line*)

Model diversifikasi dua aset telah diperluas untuk menganalisis alokasi modal ketika ada aset tanpa risiko yang memiliki pengembalian bebas risiko R_F , varian nol, dan nol korelasi dengan aset atau portofolio berisiko. Aset ini bisa

⁶⁹ Mohamed El Hedi Aroui, Fredj Jawadi, et.al., *The Stock Dynamics of Emerging Stock Markets: Empirical Assessments and Implications* (New York: Springer, 2010), h. 91.

⁷⁰ Edwin J. Elton, et.al., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (New Jersey: Wiley, 2014), h. 192-194.

⁷¹ Noel dan Veronique, *Portfolio Theory and Performance Analysis*, h. 12-13.

⁷² Noel dan Veronique, *Portfolio Theory and Performance Analysis*, h. 12-13.

berupa sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah yang memiliki keseimbangan fiskal yang sehat atau oleh korporasi yang berperingkat tinggi, atau dapat berupa rekening tabungan, sertifikat deposito, atau sukuk daerah. Investor dapat menyimpan kekayaan dalam aset bebas risiko atau portofolio pasar berisiko, dilambangkan dengan M atau dalam kombinasi keduanya. portofolio pasar yang berisiko memiliki return yang melebihi return aset bebas risiko, seperti adanya premi ekuitas di pasar saham. Portofolio gabungan akan memiliki pengembalian dan risiko yang diharapkan, masing-masing berikut:

$$E(R_p) = W_f R_f + W_m E(R_m)$$

$$V(R_p) = \sigma_p^2 = W_f^2 \sigma_f^2 + W_m^2 \sigma_m^2 = W_m^2 \sigma_m^2$$

$$W_f + W_m = 1$$

Apabila $W_f = 0$ investor telah menjual aset bebas risiko untuk membeli lebih banyak aset berisiko karena standar deviasi pengembalian aset bebas risiko adalah nol, maka:

$$\sigma_p = W_m \sigma_m \text{ dan } W_m = \frac{\sigma_p}{\sigma_m}$$

Ketika σ_M diberikan, risiko portofolio gabungan meningkat ketika W_M ditingkatkan. Return yang diharapkan dari portofolio gabungan adalah:

$$E(R_p) = (1 - W_m) R_f + W_m E(R_m) = R_f + W_m (E(R_m) - R_f)$$

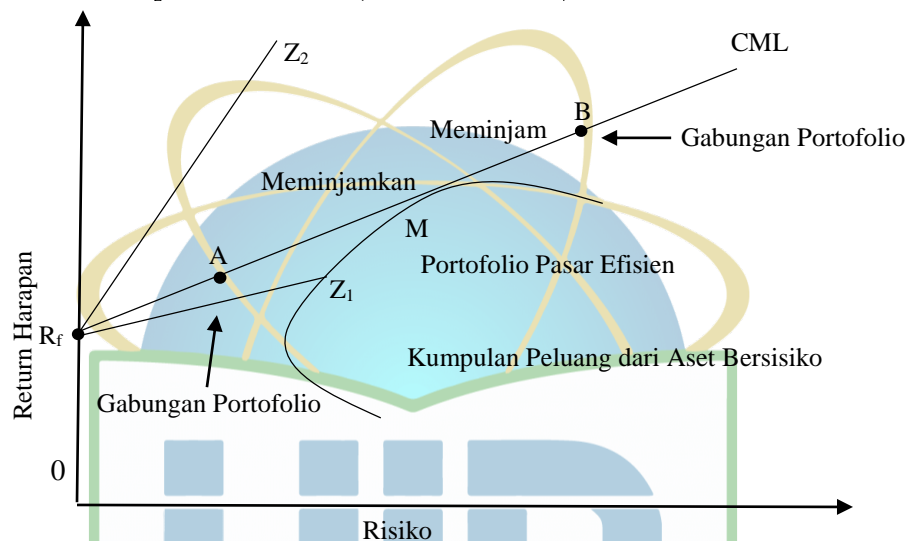
$$E(R_p) = R_f + \frac{\sigma_p}{\sigma_m} (E(R_m) - R_f)$$

Persamaan untuk $E(R_p)$ dalam hal σ_p disebut garis pasar modal dengan konvensi risiko σ_p diukur pada sumbu horizontal dan return harapan $E(R_p)$ diukur pada sumbu vertikal. Garis pasar modal memplot eksta return yang diharapkan untuk setiap perubahan tingkat risiko. Return berebih atas tingkat bebas risiko $E(R_p) - R_f$ terkait dengan kelebihan pengembalian portofolio pasar $(E(R_m) - R_f)$ melalui koefisien $\frac{\sigma_p}{\sigma_m}$. Premi risiko untuk memegang portofolio gabungan adalah $\frac{\sigma_p}{\sigma_m} (E(R_m) - R_f)$. Return dan varians dari portofolio gabungan meningkat seiring dengan meningkatnya bobot portofolio pasar. Kemiringan garis pasar modal $\left[\frac{(E(R_m) - R_f)}{\sigma_m} \right]$ mengukur imbalan per unit dari risiko pasar. Ini disebut sebagai risiko harga pasar yang didefinisikan sebagai pengembalian pasar kelebihan tingkat bebas risiko yang diinginkan pasar sebagai kompensasi untuk mengambilnya satuan risiko. Ini mengukur pertukaran antara risiko dan pengembalian, pengurangan risiko berarti mengurangi pengembalian yang diharapkan, dan risiko yang lebih tinggi berarti pengembalian yang diharapkan lebih tinggi. Sama untuk semua investor terlepas dari preferensi risiko mereka. Dalam teori ekonomi klasik, investor rasional tidak akan berinvestasi dalam aset berisiko kecuali mereka mengharapkan untuk mengalahkan kembali dari memegang aset bebas risiko.⁷³

⁷³ Nouredine Krichene, *Islamic Capital Markets: Theory and Practice*, Islamic Finance (New York: John Wiley & Sons, 2013), h. 59-60; Richard Roll, "Performance Evaluation and Benchmark Errors: True Portfolio Management Ability is Not Indicated if the Measured Performance is Due to the Benchmark's Own Error," dalam *The Journal of Portfolio Management* (New Jersey: Princeton University Press, 1998), h. 87-94; Klaus Kobold, *Interest Rate Futures Markets and Capital Markets Theory: Theoretical Concept and*

Garis pasar modal adalah garis efisiensi yang tidak bisa didominasi oleh garis yang lain. Garis pasar modal lebih unggul daripada garis $R_f Z_1$. Garis $R_f Z_2$ lebih unggul dari garis pasar modal, tetapi tidak ada aset atau portofolio yang dapat mencapai return yang diharapkan dari $R_f Z_2$. Oleh sebab itu, setiap titik pada garis pasar modal adalah kondisi pasar yang seimbang, atau kondisi ekuilibrium. Lereng garis pasar modal menentukan pengembalian tambahan yang diperlukan untuk mengkompensasi untuk unit perubahan risiko. Itu sebabnya kemiringan garis pasar modal juga disebut sebagai harga pasar ekuilibrium risiko. Portofolio efisien terletak di garis pasar modal yang dapat dicapai melalui kombinasi portofolio pasar dan aset bebas risiko melalui meminjamkan atau meminjam aset bebas risiko.⁷⁴

Grafik 2.1 Capital Market Line (Garis Pasar Modal)



Garis pasar modal menyatakan bahwa return yang diharapkan pada portofolio sama dengan tingkat bebas risiko ditambah premi risiko yang sama dengan harga pasar risiko yang diukur dengan imbalan per unit risiko pasar dikalikan dengan kuantitas risiko portofolio.

$$E(R_p) = R_f + (\text{Harga Pasar Risiko}) \times (\text{Kuantitas Risiko})$$

Empirical Evidence (New York: European University Institute, 1986), h. 233-235; Frank J. Fabozzi, Sergio M. Focardi, et.al., *Financial Modeling of the Equity Market: From CAPM to Cointegration* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2006), h. 34-39; Edwin J. Ellton, et.al., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (New York: John Wiley & Sons, 1996), h. 283-290.

⁷⁴ John L. Teall, *Financial Market Analytics* (London: Qourum Boos, 1999), h. 104-112; Ansgar Belke dan Thorsten Polleit, *Monetary Economics in Globalised Financial Markets* (New York: Springer, 2009), h. 305-306; Sergio M. Focardi dan Frank J. Fabozzi, *The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2004), h. 478-481.

Kondisi ekuilibrium ini memungkinkan penetapan harga portofolio gabungan dan penyediaan dasar untuk *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), di mana kuantitas risiko berkaitan dengan risiko sistematis dari suatu aset yang tidak dapat didiversifikasi dengan memegang aset lain yang termasuk dalam portofolio pasar.

$$E(R_p) = R_f + (\text{Harga Pasar Risiko}) \times (\text{Kuantitas Risiko yang Tidak Dapat Didiversifikasi dari } i).^{75}$$

7. Garis Pasar Sekuritas (*Security Market Line*)

Garis pasar sekuritas atau *Security Market Line* (SML) adalah hubungan kedua yang digunakan CAPM untuk menentukan keseimbangan di pasar keuangan. Berbeda dengan garis pasar modal yang mendefinisikan *trade-off* ekuilibrium antara risiko dan pengembalian untuk portofolio yang efisien, garis pasar sekuritas mendefinisikan *trade-off* ekuilibrium antara risiko dan pengembalian sekuritas dengan harga. Perbedaan antara garis pasar sekuritas dan garis pasar modal mengukur risiko portofolio efisien dengan standar deviasi portofolio. Garis pasar sekuritas mengukur risiko sekuritas individu oleh kontribusi marjinal sekuritas itu terhadap standar deviasi portofolio pasar. Persamaan garis pasar sekuritas adalah:

$$E(r) = R_f + (E_m - R_f)/\beta_j$$

Di mana:

$$\beta_j = \frac{\text{Cov}(R_j, R_m)}{\sigma_m^2}$$

Istilah R_f dalam persamaan di atas adalah imbalan untuk jangka waktu menunggu. Istilah kedua adalah imbalan untuk menanggung risiko dengan memegang jaminan J . Seperti di garis pasar modal, hadiah untuk menanggung risiko. Istilah pertama $(E_m - R_f)$ adalah risiko harga pasar untuk masing-masing sekuritas. Istilah kedua β_j adalah jumlah dari risiko sekuritas J . Risiko harga pasar untuk sekuritas individu adalah $(E_m - R_f)$ dalam persamaan untuk garis pasar sekuritas yang sebanding dengan $(E_m - R_f)/\sigma_m$ yang muncul dalam persamaan garis pasar modal sebagai risiko harga pasar untuk portofolio yang efisien.⁷⁶

Perbedaan kedua harga risiko disebabkan oleh skala. Garis pasar sekuritas dalam persamaan di atas menyatakan bahwa dalam keseimbangan, tingkat return yang diharapkan dan risiko pada sekuritas terkait secara linier. Dalam persamaan di atas, rasio perbedaan antara pengembalian yang diharapkan pada dua portofolio yang efisien untuk perbedaan antara standar deviasi mereka sama dengan $(E_m - R_f)/\sigma_m$ yang merupakan risiko harga pasar untuk portofolio yang

⁷⁵ Nouredin Krichene, *Islamic Capital Markets: Theory and Practice*, Islamic Finance (New York: John Wiley & Sons, 2013), h. 60; James Bradfield, *Introduction to the Economics of Financial Markets* (New York: Oxford University Press, 2007), h. 210.

⁷⁶ James Bradfield, *Introduction to the Economics of Financial Markets* (New York: Oxford University Press, 2007), h. 211-213; Klaus Kobold, *Interest Rate Futures Markets and Capital Market Theory: Theoretical Concept and Empirical Evidence* (New York: Eroupean University Institute, 1986), h. 233-240; Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Yogyakarta: BPFE, 2017), h. 586-587; Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi* (Yogyakarta: PT Kanisius, 2017), h. 198-204.

efisien. Garis pasar sekuritas menetapkan sebuah proporsionalitas analog untuk sekuritas dengan harga yang benar. Dalam ekuilibrium, tingkat return yang diharapkan untuk kedua sekuritas harus terpenuhi garis pasar sekuritas, yaitu:

$$E_x = R_f + (E_m - R_f) (\beta_x)$$

Dan

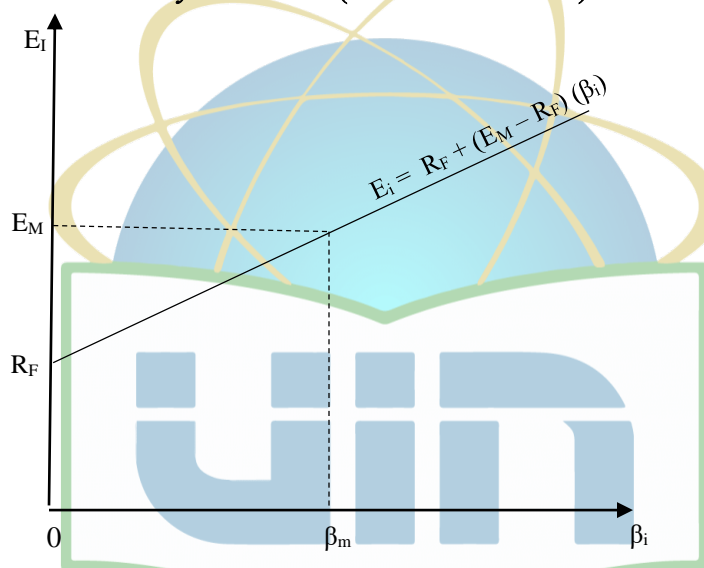
$$E_y = R_f + (E_m - R_f) (\beta_y)$$

Apabila menggunakan persamaan kedua pada persamaan yang pertama, maka akan menghasilkan:

$$\frac{(E_x - E_y)}{(\beta_x - \beta_y)} = (E_m - R_f)$$

Garis pasar sekuritas mensyaratkan perbedaan dalam tingkat return yang diharapkan untuk sekuritas X dan Y sebanding dengan perbedaan tingkat risikonya. Konstanta proporsionalitas $(E_m - R_f)$ adalah risiko harga pasar untuk masing-masing sekuritas.⁷⁷

Grafik 2.2 Security Market Line (Garis Pasar Sekuritas)



8. Penjabaran *Islamic Capital Asset Pricing Model* (ICAPM)

Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM) telah memberikan dasar kepada investor untuk mengetahui tingkat pengembalian yang diharapkan dalam investasi. Rumus ini memberikan dasar yang kuat untuk perhitungan laba masuk. Lingkungan konvensional, tetapi pada saat mempertimbangkannya berhubungan dengan ekonomi Islam, di mana tidak ada konsep pengembalian tetap atau pengembalian bebas risiko. Islam melarang bunga atau riba, yaitu pinjaman dengan syarat peminjam akan mengembalikan kepada pembeli pinjaman lebih banyak daripada jumlah yang dipinjam, dengan kata lain tambahan apapun dalam jumlah pinjaman adalah bunga. Bagian pertama dalam CAPM adalah *risk free*

⁷⁷ James Bradfield, *Introduction to the Economics of Financial Markets* (New York: Oxford University Press, 2007), h. 211-213; Mohammad Sharifzadeh, *An Empirical and Theoretical Analysis of Capital Asset Pricing Model* (Florida: Boca Raton, 2010), h. 9-10.

atau tingkat bebas risiko yang merupakan pengembalian tetap investasi yang telah ditentukan sebelumnya, maka bentuk CAPM yang diterapkan dalam ekonomi Islam menghapus *risk free*.⁷⁸

Para ahli mencoba mencari kesamaan di negara-negara barat dan Islam dalam analisis investasi sekuritas. Kahfi menjelaskan sistem perbankan berdasarkan syariah dan menyatakan bahwa setiap jumlah tetap pinjaman adalah bunga, serta menurut konsep *profit and sharing* dalam ekonomi syariah bunga dilarang. Mudharaba dapat diterima dalam Islam yang artinya pembagian modal dan manajemen diperbolehkan dalam Islam, tetapi tidak ada pengembalian investasi tetap dalam Islam.⁷⁹

Ashker dalam penelitiannya menyatakan bahwa *risk free* harus diganti dengan zakat sebesar 2,56% sebagai nominal minimum pengembalian investasi untuk premi dari sekuritas berisiko.⁸⁰ Sheikh menyarankan keterkaitan antara pembayaran utang dengan nominal produk domestik bruto (NGDP) dan mengganti *risk free* dengan (NGDP). Persamaan model CAPM yang dirumuskannya adalah tingkat pengembalian yang dibutuhkan investor berlandaskan pada dua komponen, yaitu tingkat pertumbuhan PDB nominal dan premi yang diukur melalui beta sekuritas yang dihubungkan dengan *benchmark* seperti pasar saham. Sementara itu, Hanif mengganti *risk free* dengan inflasi untuk menjaga nilai kekayaan masyarakat dan memastikan bahwa daya beli mereka akan tetap sama sehingga faktor inflasi harus menjadi bagian dari CAPM.⁸¹

9. Asumsi dalam *Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM)*

a. Risiko dan Ketidakpastian dalam Investasi

Kondisi pada masa depan yang dihadapi nanti akan terjadi secara tidak pasti, dalam istilah keuangan modern, keberadaan informasi sangat relevan meskipun tidak lengkap untuk memahami dan menilai masa depan agar dapat menerjemahkan suatu ketidakpastian menjadi sebuah risiko. Keputusan yang rasional hanya dapat dibuat pada saat informasinya jelas dan lengkap (dalam kondisi yang pasti) atau paling tidak dalam kondisi yang berisiko. Selanjutnya, harus pula diakui bahwa informasi tidak pernah tersedia secara lengkap sehingga risiko hanya dapat diperkirakan dan tidak dapat dihitung secara tepat. Pengambilan keputusan yang rasional tidak mungkin terwujud

⁷⁸ Rabeca Sadaf dan Sumera Andleeb, "Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM)," *American Research Institute for Policy Development*, Journal of Islamic Banking and Finance, 02, No. 1 (2014).

⁷⁹ Rabeca Sadaf dan Sumera Andleeb, "Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM)," *American Research Institute for Policy Development*, Journal of Islamic Banking and Finance, 02, No. 1 (2014).

⁸⁰ Rabeca Sadaf dan Sumera Andleeb, "Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM)," *American Research Institute for Policy Development*, Journal of Islamic Banking and Finance, 02, No. 1 (2014).

⁸¹ Rabeca Sadaf dan Sumera Andleeb, "Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM)," *American Research Institute for Policy Development*, Journal of Islamic Banking and Finance, 02, No. 1 (2014).

ketika tidak ada informasi atau petunjuk sama sekali tentang masa depan, atau dikatakan dalam kondisi ketidakpastian.⁸²

Dalam teori pengambilan keputusan, suatu kondisi dibedakan menjadi empat jenis, yaitu kondisi tidak pasti, berisiko, pasti, dan kondisi konflik. Risiko dan ketidakpastian dapat dibandingkan dengan gagasan konsep garar yang terdapat dalam hukum Islam. Hukum Islam melarang transaksi yang berkaitan dengan garar yang berlebihan atau ketidakpastian dan kadang-kadang disebut risiko. Salah satu interpretasi garar adalah ketidaktepatan dan ketidakcukupan informasi yang tersedia pada pihak yang melakukan kontrak (akad). Ketidakcukupan tentang informasi yang jelas, misalnya tentang objek pertukaran (perdagangan), syaratnya, dan pembatalan kontrak diperkirakan dapat menjadi sumber potensi konflik antara kedua belah pihak. Namun, risiko atau ketidakpastian dari hasil (*outcome*) atau arus kas masa depan dalam investasi aset fisik (aktiva riil).⁸³

Menghindari Garar adalah prinsip utama keuangan Islam lainnya. Garar mengacu pada mengadakan kontrak dengan risiko mutlak atau ketidakpastian tentang hasil akhir dari kontrak dan sifat dan/atau kualitas dan spesifikasi materi pokok atau hak dan kewajiban para pihak. Garar adalah juga terlibat jika ada kekurangan informasi nilai-relevan yang memadai atau ada ketidakcukupan dan ketidakakuratan informasi penting yang mengarah pada ketidakpastian dan eksploitasi salah satu pihak. Penipuan atau sengaja menahan nilai-nilai yang relevan informasi sama saja dengan Garar. Bank Islam tidak boleh melakukan tawar-menawar di mana hasilnya disembunyikan karena mereka tidak yakin apakah pengirimannya bisa atau akan dibuat yang diperlukan untuk penyelesaian bisnis asli apa pun transaksi. Praktik lembaga keuangan dan pasar opsi tidak Islami karena unsur garar, bunga, perjudian, dll. Transaksi pasar saham kontemporer, jika dibersihkan dari unsur-unsur ini akan menjadi demikian Islam. Larangan garar mengharuskan bank syariah untuk tidak terlibat dalam perdagangan spekulatif saham, *short-selling*, diskon tagihan dan sekuritas atau perdagangan item tak dikenal. Demikian pula, keterlibatan bank investasi Islam dalam IPO perusahaan saham gabungan memerlukan kehati-hatian untuk menghindari garar karena asimetri informasi antara investor dan promotor pada tahap awal pendirian perusahaan dapat melibatkan Garar. Perdagangan derivatif juga melibatkan Garar. Oleh karena itu merupakan wilayah abu-abu bagi bank syariah.⁸⁴

Larangan terhadap transaksi garar yang dilakukan orang-orang jahiliyah dalam masalah ini dijelaskan Sayyid Sabiq dalam *Fiqh Sunnah*, yaitu jual

⁸² Muhammad, *Manajemen Keuangan Syariah: Analisis Fikih dan Keuangan* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2016), h. 183-186

⁸³ Muhammad, *Manajemen Keuangan Syariah: Analisis Fikih dan Keuangan* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2016), h. 183-186

⁸⁴ Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance* (England: Wiley Finance Series, 2007), h. 75.

beli dengan cara *hashah*,⁸⁵ jual beli tebakan salam (*dharbatul ghawwas*),⁸⁶ jual beli *nitaj*,⁸⁷ jual beli *mulamasah*,⁸⁸ jual beli *munazabah*,⁸⁹ jual beli *muhaqalah*,⁹⁰ jual beli *muzabanah*,⁹¹ jual beli *mukhadharah*,⁹² jual beli bulu domba di tubuh domba hidup sebelum dipotong, jual beli susu padat yang masih berada di susu, dan jual beli *habalul habalah* (anak unta yang masih di dalam perut).⁹³

b. Pengharaman Riba dalam Tinjauan Hukum Islam

Islam melarang keras untuk menetapkan kenaikan bagi pemberi pinjaman dalam akad pinjaman bentuk apapun karena termasuk riba, baik kenaikan itu bersifat kualitatif atau kuantitatif, unsur yang berwujud atau manfaat yang tidak berwujud, yang ditetapkan pada saat akad atau terjadi. Kemudian sebagai syarat untuk menunda pengembalian pinjaman, dan apakah kenaikan ini bersyarat secara tertulis atau kebiasaan yang diketahui. Larangan bunga atas pinjaman disebutkan dalam surat Al-Baqarah ayat 278-279 yang menegaskan bahwa kreditur berhak mendapatkan jumlah pinjaman semula saja, dan karena itu setiap jumlah tambahan, besar atau kecil, dianggap riba.⁹⁴ Hal ini selaras dengan dalil Al-Qur'an dan Sunnah Nabi SAW:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ (٢٧٨) فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتِغُوا فَلَئِنَّكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ ۖ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظَلَّمُونَ (٢٧٩)

Artinya: “Wahai orang-orang yang beriman! Bertakwalah kepada Allah dan tinggalkanlah sisa riba (yang belum dipungut) jika kamu orang beriman (278) Jika kamu melaksanakannya, maka umumkanlah perang dari Allah dan Rasul-Nya. Tetapi jika kamu bertaubat, maka kamu berhak atas

⁸⁵ Orang jahiliyah dulu melakukan akad jual beli tanah yang tidak jelas luasnya, mereka melemparkan *hashah* (batu kecil). Pada tempat akhir di mana batu jatuh itulah tanah yang akan dijual atau dengan cara jual beli barang yang tidak ditentukan. Mereka melempar *hashah*, barang yang terkena batu itulah yang akan dijual.

⁸⁶ Barang yang ditemukan di laut waktu menyelam itulah yang dijualbelikan.

⁸⁷ Akad untuk hasil binatang ternak sebelum memberikan hasil, di antaranya menjualbelikan susu yang masih dalam kantung susu binatang tersebut.

⁸⁸ Cara penjual dan pembeli menyentuh baju salah seorang dari mereka (saling menyentuh) atau barangnya. Setelah itu jual beli harus dilaksanakan tanpa diketahui keadaannya atau saling rida.

⁸⁹ Kedua pihak saling mencela barang yang ada pada mereka dan dijadikan sebagai dasar jual beli yang tidak saling rida.

⁹⁰ Jual beli makanan dengan takaran makanan yang dikenal.

⁹¹ Jual beli kurma yang masih di pohonnya dengan kurma.

⁹² Jual beli kurma hijau yang belum nampak mutu kebaikannya.

⁹³ Muhammad, *Manajemen Keuangan Syariah: Analisis Fikih dan Keuangan* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2016), h. 183-186.

⁹⁴ Luthfi Amir, Abdul Aziz, et.al., *An-Nidzâm Al-Mâlî Al-Islâmî Al-Mabâdi Wa Al-Mumarasât* (Riyadh: Jamiah Al-imam Muhammad Ibn Sa'ud Al-Islamiyyah, 2014), h. 58.

pokok hartamu. Kamu tidak berbuat zalim (merugikan) dan tidak dizalimi (dirugikan) (279).⁹⁵

Islam melarang dua jenis riba, yaitu *riba nasi'ah* dan *riba fadhl*. Riba nasi'ah adalah apa yang dikenal di masa Jahiliyah dan bahwa sejumlah uang dipinjamkan kepadanya untuk waktu yang terbatas, seperti sebulan atau setahun, misalnya, dengan menetapkan peningkatannya sebagai imbalan atas perpanjangan jangka waktu. Riba fadl adalah apa yang dijelaskan dalam sunnah Nabi yang luas, dan itu adalah menjual sesuatu untuk mitranya dengan peningkatan salah satu dari dua pertimbangan di atas yang lain. Contohnya: menjual satu takaran gandum untuk dua takar gandum lain, atau satu pon madu Levantine untuk satu pon dan satu baris madu Hijazi, dan ini terjadi dalam semua takaran dan takaran.⁹⁶

Mengingat dalil Al-Quran surah Al-Baqarah ayat 275-279, ahli syariah hukum mengembangkan kriteria yang bertujuan sebagai indikator dasar teori keuangan dan ekonomi Islam. Hal terpenting dalam teori ini adalah menghindari bunga yang berasal dari pinjaman. Pemberi pinjaman, menurut prinsip syariah, harus memberikan barang/uang yang dipinjamkan kepada peminjam dalam periode tertentu tanpa meminta kompensasi. Oleh karena itu, bank syariah tidak akan mengambil atau memberikan pinjaman apa pun atau masuk ke dalam kontrak mencari kenaikan atas pokok pinjaman atau hutang yang dibuat sebagai akibat dari transaksi kredit apa pun. Membeli/menjual barang, baik pembayaran tunai dan kredit, untuk tujuan mendapatkan keuntungan diperbolehkan. Penetapan harga barang, mengingat waktu yang diberikan untuk pembayaran harga dalam transaksi kredit, juga dapat diterima dengan syarat tidak melibatkan penambahan atau peningkatan apa pun jumlah pokok hutang yang timbul sebagai akibat dari transaksi penjualan. Hal ini menyiratkan bahwa setelah hutang dibuat,

⁹⁵ Dalam Tafsir Ibnu Katsir, Zaid ibnu Aslam, Ibnu Juraij, Muqatil ibnu Hayyan, dan As-Saddi menyatakan bahwa ayat ini diturunkan berkenaan dengan Bani Amr ibnu Umair dari kalangan Bani Saqif, dan Bani Mugirah dari kalangan Bani Makhzum; di antara mereka terjadi transaksi riba di masa Jahiliyah. Ketika Islam datang, lalu mereka memeluknya, maka Bani Saqif melakukan tagihannya kepada Bani Mugirah, yaitu meminta lebih dari pokok harta mereka (bunganya). Maka orang-orang Bani Mugirah mengadakan musyawarah, akhirnya mereka memutuskan bahwa mereka tidak akan membayar riba (bunga) itu dalam Islam, sebab usaha mereka telah Islam. Lalu Attab ibnu Usaid yang menjadi Naib Mekah berkirim surat kepada Rasulullah Saw., menanyakan masalah tersebut, lalu turunlah ayat ini. (Al-Baqarah: 279) Bahwa barang siapa yang masih tetap menjalankan riba dan tidak mau menanggalkannya, maka sudah merupakan kewajiban bagi Imam kaum muslim untuk memerintahkan bertobat kepadanya. Jika ia mau bertaubat, maka bebaslah ia; tetapi jika masih tetap, maka lehernya dipukul (yakni dipancung). Ibnu Katsir, *Tafsîr Al-Qurân Al-Adzîm* (Beirut: Dar Al-Kutub Al-Ilmiyah), h. 553-554.

⁹⁶ Muhammad Ali As-Sobuni, *Tafsîr Âyât Al-Ahkâm min Al-Qurân* (Kairo: Dar As-Shobuni, 2007), h. 277-278.

penjual tidak dapat meminta lebih dari kredit harga yang ditentukan dalam penjualan atau kontrak lainnya.⁹⁷

Hal ini didasarkan pada kerusakan dan kerugian akibat riba. Tiga kerugian ini, yaitu kerugian riba dalam sudut pandang psikologis, kerugian riba dari aspek sosial, dan kerugian riba dari aspek ekonomi. *Pertama*, kerugian riba dalam sudut pandang psikologis, yaitu membentuk dalam diri manusia cinta akan keegoisan sehingga tidak mengenal siapa pun kecuali dirinya sendiri, tidak peduli kecuali kepentingan dan keuntungannya, ikatan persaudaraan antar sesama manusia, dan makna kebaikan dan keluhuran hilang dalam jiwa manusia digantikan keserakahan dan keserakahan. *Kedua*, kerugian riba dari aspek sosial. Riba menimbulkan permusuhan dan kebencian di antara anggota masyarakat, serta menjauhkan ikatan manusia antar kelas sosial. Hal ini akan menghilangkan semua manifestasi kasih sayang, kelembutan, kerja sama, dan kebajikan dalam jiwa seseorang. Sebaliknya, hal ini akan menabur kecemburuan dan kebencian di hati, serta menghancurkan aturan cinta dan persaudaraan karena mengeksploitasi kebutuhan dan urgensi orang lain. *Ketiga*, kerugian riba dari aspek ekonomi. Riba mengakibatkan terbentuknya kelas sosial, yaitu borjuis dan proletar. Kaum borjuis yang hidup dari kebahagiaan dan kemewahan dari hasil keringan orang lain (buruh), serta kaum proletar yang hidup dari kemiskinan, kesengsaraan dan kekurangan. Hal ini akan menimbulkan konflik antar kelas sosial dan telah dibuktikan bahwa riba adalah faktor terbesar dalam perluasan kekayaan dan penumpukannya di tangan sekelompok kecil yang mengakibatkan malapetaka yang menimpa bangsa, kesengsaraan, dan meningkatkan perubahan internal.⁹⁸

c. **Perjudian dan Permainan Peluang/ *Games of Chance***

Jenis aktivitas lain yang harus dihindari dalam keuangan syariah adalah perjudian/permainan peluang. Instrumen investasi seperti *prize bonds* atau lotere di mana kupon atau insentif diberikan dalam keadaan yang tidak pasti dan tidak diketahui, tetapi bergantung pada kesempatan atau hadiah yang tidak proporsional yang dilemparkan dengan undian. Demikian pula dengan skema saat uang investor aman dan utuh, tetapi hadiah yang akan diberikan terakumulasi dari model yang menghasilkan bunga. Hal ini tidak sesuai dengan kriteria syariah karena terlibat unsur riba dan maisir. Perjudian terlibat dalam sejumlah transaksi keuangan dan bank konvensional. Skema/produk yang harus dihindari bank syariah, yaitu asuransi konvensional tidak Sesuai syariah karena keterlibatan Riba dan Maisir; Pemerintah dan perusahaan sektor publik/swasta memobilisasi sumber daya berdasarkan undian dan transaksi perjudian lainnya; Memberikan masa

⁹⁷ Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance* (England: Wiley Finance Series, 2007), h. 74-75.

⁹⁸ Muhammad Ali As-Sobuni, *Tafsîr Âyât Al-Ahkâm min Al-Qurân* (Kairo: Dar As-Shobuni, 2007), h. 280-281.

depan dan pilihan kontrak yang diselesaikan melalui perbedaan harga hanya tercakup dalam perjudian.⁹⁹

E. Perdebatan Teori ICAPM dan CAPM *Risk Exposures* Terhadap Kinerja Saham

Teddy Chandra, et.al., menyatakan bahwa variabel struktur modal, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, *tangibility*, dan likuiditas tidak berpengaruh signifikan. Pengaruh struktur modal hanya dipengaruhi oleh *growth opportunity*, sedangkan variabel lainnya tidak signifikan dan variabel yang mempengaruhi profitabilitas adalah ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, keunikan dan volatilitas.¹⁰⁰ Hal ini berlawanan dengan temuan Abdullah dan Tursoy yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kinerja perusahaan dan struktur modal. Penelitian ini juga menemukan bahwa adopsi IFRS telah menyebabkan peningkatan kinerja perusahaan.¹⁰¹

Harga saham sangat dipengaruhi oleh kinerja operasi suatu perusahaan dalam memanfaatkan asetnya secara efisien. Oleh karena itu, efisiensi operasional (yang diukur dengan rasio perputaran aset total) berperan dalam keputusan investasi portofolio. Prosedur kointegrasi panel heterogen Pedroni, model *Error-Correction Model* (ECM), *Dynamic Ordinary Least Squares* (DOLS) dan *Generalized Method Of Moments* (GMM) diterapkan. Tingkat return saham dan total aset turnover keduanya bersifat nonstasioner dengan perilaku I (1). Selanjutnya, kedua variabel tersebut ditemukan terkointegrasi. Perkiraan panel ECM menunjukkan konvergensi variabel menuju keseimbangan jangka panjang dengan kecepatan sedang dengan efek umpan balik positif interaktif jangka pendek. Perkiraan DOLS dan GMM mengungkapkan efek positif jangka pendek dari rasio perputaran aset total terhadap tingkat pengembalian saham. Berdasarkan temuan penelitian ini, perusahaan harus berusaha untuk meningkatkan efisiensi operasional, antara lain, untuk meningkatkan daya saing dan dengan demikian meningkatkan harga saham mereka untuk memberikan penghargaan kepada pemegang saham.¹⁰²

Berdasarkan data makroekonomi seperti suku bunga dan pasar saham, Bayesian menentukan dampak perubahan suku bunga terhadap imbal hasil saham yang bervariasi dari waktu ke waktu di Tiongkok, setelah mengendalikan berbagai faktor makroekonomi. Meski rata-rata suku bunganya negatif berdampak pada pengembalian harga saham, mereka cenderung memiliki efek positif yang tidak normal pada titik tertinggi pasar, mengikuti perubahan waktu pola dinamis. Selama periode pertumbuhan ekonomi yang terlalu panas, kenaikan suku bunga tidak dapat

⁹⁹ Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance* (England: Wiley Finance Series, 2007), h. 76.

¹⁰⁰ Teddy Chandra, et.al., "The Effect of Capital Structure on Profitability and Stock Returns Empirical Analysis of Firms Listed in Kompas 100." *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*. Vol. 12 No. 2, (2019), h. 74-89.

¹⁰¹ Hariem Abdullah dan Turgut Tursoy. "Capital Structure and Firm Performance: Evidence of Germany Under IFRS Adoption." *Review of Managerial Science*. Vol. 15 (2021), h. 379-398.

¹⁰² Jeanne-Claire Patin, et.al., "Impact of Total Asset Turnover Ratios on Equity Returns: Dynamic Panel Data Analyses." *Journal of Accounting, Business, and Management* (JABM). Vol. 27, No. 1, (2020), h. 19-29.

ditekan kenaikan harga saham. Oleh karena itu, pembuat kebijakan perlu membayar perhatian ketika mempercepat marketisasi suku bunga dan memulai peran preventif penyesuaian suku bunga yang tepat waktu dan strategis.¹⁰³

Rafique, et.al., mengamati rasionalitas *Islamic Capital Asset Pricing Model* (ICAPM) di Pakistan Stock Exchange (PSX) melalui korelasi kondisi dinamis antara pengembalian portofolio dengan portofolio pasar. Penelitian ini menemukan bahwa menyatakan bahwa ICAPM berpengaruh positif terhadap kinerja saham dan model ICAPM merupakan model terbaik yang konsisten.¹⁰⁴ Hal ini bertolak belakang dengan temuan Lutzenberger yang mengamati pasar saham Eropa terhadap delapan model multifaktor yang sebelumnya telah diuji menggunakan data AS. Lutzenberger menyatakan bahwa model empat faktor Carhart menunjukkan kinerja empiris terbaik dan konsistensi dengan ICAPM. Namun, beberapa hasil bertentangan dengan bukti AS, model tiga faktor Fama dan French tidak konsisten dengan ICAPM sehingga tidak dapat diterapkan sepenuhnya.¹⁰⁵

Nilai tukar dan pasar saham adalah dua pasar keuangan fundamental di dunia. Kedua pasar ini sedang bermain peran kunci dalam bisnis internasional di seluruh dunia. Hal ini diperlukan untuk memahami hubungan antara kedua pasar begitu agar investor dapat berinvestasi pada cara yang lebih baik dengan mengambil risiko minimum. Dawlat Khan Amarkhil, et.al. menemukan bahwa ada hubungan yang positif antara harga saham dan nilai tukar dan kedua variabel tersebut bergantung satu sama lain lainnya.¹⁰⁶

Risiko yang terkait dengan *return* terdiri dari dua jenis, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Sukrianingrum dan Manda mencari bukti empiris bahwa ekspektasi return portofolio saham dipengaruhi oleh adanya risiko sistematis dan tidak sistematis. Hasil penelitiannya menemukan bahwa risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap ekspektasi return portofolio, sementara risiko tidak sistematis berpengaruh positif signifikan terhadap pengembalian yang diharapkan dari portofolio optimal.¹⁰⁷

¹⁰³ Guangtong Gu, et.al., "Time-Varying Influence of Interest Rates on Stock Returns: Evidence From China." *Economic Research-Ekonomika*. Vol. 35, No. 1, (2022), h. 2510–2529.

¹⁰⁴ Amir Rafique, et.al., "Investigating ICAPM with Mean-Reverting Dynamic Conditional Correlation: Evidence from an Emerging Stock Exchange." *Elsevier B.V. All rights reserved. Physica A* No. 525, (2019), h. 514 – 523.

¹⁰⁵ Fabian T. Lutzenberger. "Multifactor Models and their Consistency with the ICAPM: Evidence from the European Stock Market." *European Financial Management*. Vol. 21 No. 5, (2015), h. 1014–1052

¹⁰⁶ Dawlat Khan Amarkhil, et.al., "Effect of Exchange Rate on Stock Return." *JournalNX- A Multidisciplinary Peer Reviewed Journal*. Vol 7, (2021), h. 297-310.

¹⁰⁷ Denisa Rizky Sukrianingrum dan Gusganda Suria Manda. "The Effect of Systematic Risk and Unsystematic Risk on Expected Return of Optimal Portfolio." *SAR(SocdirmanAccountingReview):Journal of Accounting and Business*. Vol. 06 No. 02, (2020), h. 181 – 195.

F. Keterikatan Antarvariabel dan Hipotesis Penelitian

1. Keterikatan Antarvariabel

Pergerakan harga saham dipengaruhi oleh faktor fundamental dan nonfundamental. Faktor fundamental merupakan faktor yang berasal dari lingkungan internal, seperti pengumuman diversifikasi perusahaan, pengumuman laporan keuangan perusahaan, dan lainnya. Sementara faktor nonfundamental berasal dari lingkungan eksternal, seperti kondisi ekonomi, inflasi, penetapan suku bunga, nilai tukar mata uang, atau isu lainnya.¹⁰⁸

Investor membutuhkan model untuk menganalisis *return* dan risiko, mendiversifikasi portofolio, dan menghitung harga ekuilibrium untuk portofolio atau sekuritas individual dalam berinvestasi.¹⁰⁹ Harga keseimbangan aset berarti aset tidak *overprice* atau *underprice*. Teori penetapan harga aset mampu menentukan harga portofolio serta saham individu yang merupakan bagian dari portofolio pasar. Diversifikasi portofolio telah menjadi strategi fundamental untuk mengurangi risiko. Risiko portofolio berkurang karena jumlah saham yang ditambahkan ke portofolio meningkat.¹¹⁰

Pertumbuhan cepat dalam keuangan Islam mendesak kita untuk tidak hanya mencari alternatif model penetapan harga aset tradisional, tetapi untuk mengembangkan modelnya sendiri dalam menilai risiko dan hubungannya antara pengembalian yang diharapkan dan risiko sesuai aktiva syariah. CAPM, *Arbitrage Pricing Model*, dan model multifaktor mewakili upaya para ahli keuangan untuk membangun model risiko dan *return* dari basis mean-varians yang didirikan oleh Harry Markowitz (1991). Model risk and return yang telah di gunakan terpanjang dan masih menjadi standar bagi sebagian besar praktisi adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).¹¹¹

Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM) adalah bentuk modifikasi dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang pertama kali diperkenalkan oleh

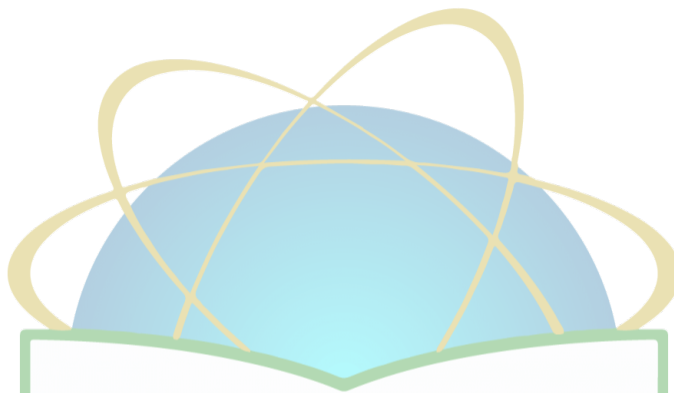
¹⁰⁸ Zulfikar, *Pengantar Pasar Modal dengan Pendekatan Statistika*, (Yogyakarta: Deepublish, 2016).

¹⁰⁹ Aswath Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2012), h 65-71; Abdelkader Derbali, et.al., “*Shariah Compliant Capital Asset Pricing Model: New Mathematical Modeling*.” Macmillan Publishers Ltd., 2017, h. 1-11.

¹¹⁰ Peter Lynch, “Single-Factor Model and Portfolio Management,” dalam *Risk-Return Relationship and Portfolio Management* (New Delhi: Springer, 2019), h. 79-92

¹¹¹ Harry Markowitz, “Portfolio Selection,” *The Journal of Finance*, 07, No 01 (1952), h. 77-91; Aswath Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2012), h 65-71; Abdelkader Derbali, et.al., “*Shariah Compliant Capital Asset Pricing Model: New Mathematical Modeling*.” Macmillan Publishers Ltd., 2017, h. 1-11.

Treynor,¹¹² Sharpe,¹¹³ dan Lintner¹¹⁴. Penelitian itu menemukan bahwa risiko berbanding lurus dengan tingkat *return*. Risiko yang tinggi akan mengarah pada tingkat *return* yang lebih tinggi. Markowitz menyatakan bahwa risiko dapat diminimalkan dengan melakukan diversifikasi aset dalam suatu portofolio. ICAPM terdiri dari tiga komponen, yaitu hasil yang diharapkan dari aset bebas risiko, beta, dan premi risiko.¹¹⁵ Faktor determinan risiko dalam ICAPM meliputi risiko pasar, tingkat suku bunga, nilai tukar, risiko total, dan risiko tidak sistematis yang terukur.¹¹⁶ Adapun kerangka pemikiran dalam penelitian ini diilustrasikan pada bagan 2.6 berikut:



¹¹² Treynor Jack L., "Toward a Theory of Market Value of Risky Assets," 1961; Treynor Jack L., "Market Value, Time, and Risk," 1961, h. 95-209; Craig W. French, "The Treynor Capital Asset Pricing Model" 01, No. 02 (2003), h. 60-72.

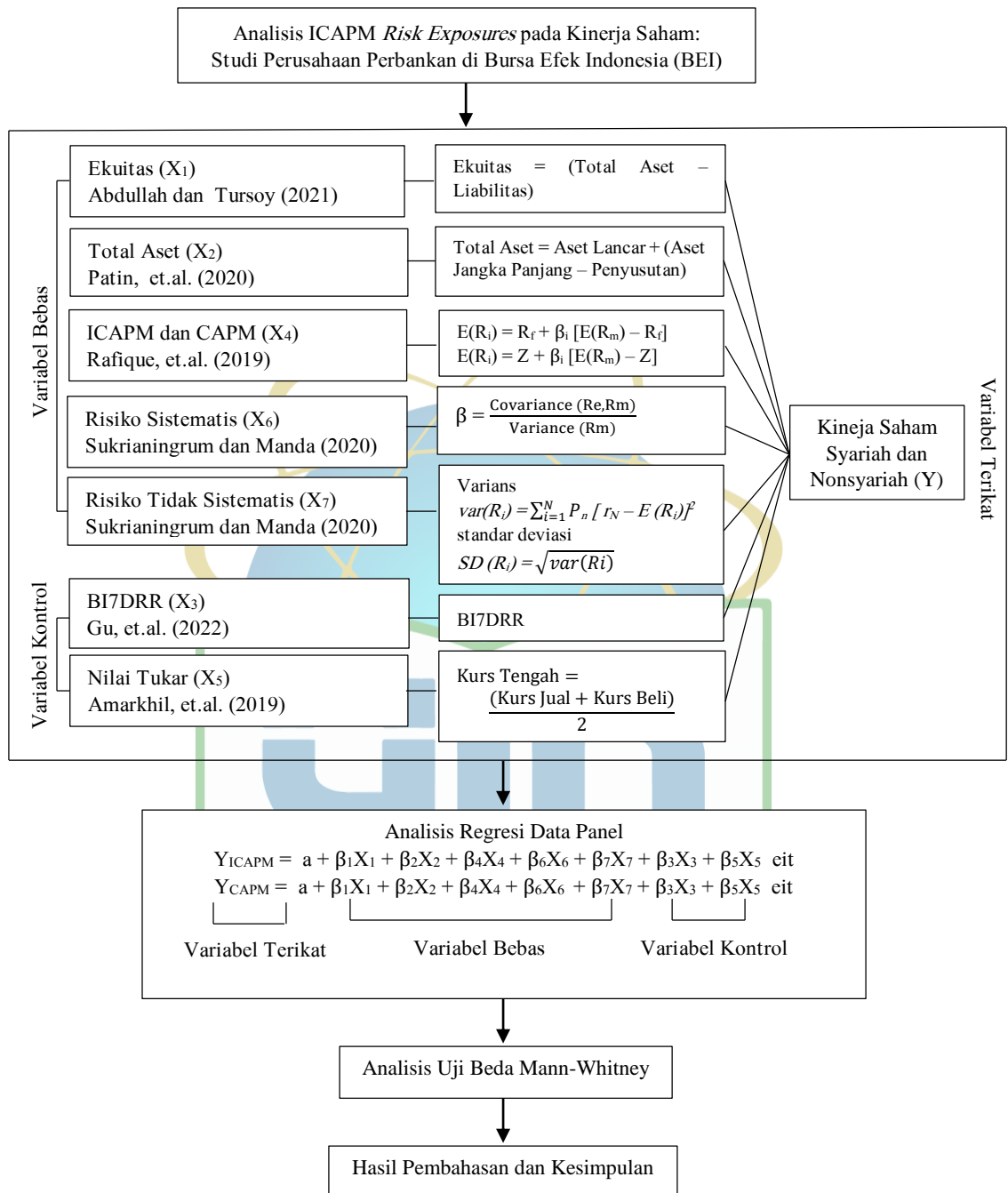
¹¹³ William F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," *The Journal of Finance*, 19, No. 03 (1964), h. 425-442.

¹¹⁴ John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets," *The Review of Economics and Statistics*, 47 (1965), h. 13-37.

¹¹⁵ Harry Markowitz, "Portfolio Selection," *The Journal of Finance*, 07, No 01 (1952), h. 77-91; Harry Markowitz, "Foundations of Portfolio Theory," *American Finance Association, The Journal of Finance*, 46, No. 02 (1991), h. 469-477; Harry Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University (New York: John Wiley & Sons, 1959), h. 129-188; Graeme West, "An Introduction to Modern Portfolio Theory: Markowitz, CAPM, APT, and Black-Litterman," dalam *Financial Modelling Agency* (Johannesburg: CAM Dept, University of the Witwatersrand, 2004), h. 3-20; Nousheen Tariq Bhutta, et.al., "Does Islamic Capital Asset Pricing Model Outperform Conventional Capital Asset Pricing Model?" dalam *Decision Making in Social Sciences: Between Traditions and Innovations* (Switzerland: Springer, 2020), h. 471-482; Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi* (Yogyakarta: PT Kanisius, 2017), h. 116.

¹¹⁶ Aisyah Abdul Rahman, "Three Facto CAPM Risk Exposures: Some Evidence From Malaysia Commercial Banks," *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 06, No. 01 (2010), h. 47-67.

Bagan 2.6 Kerangka Berpikir



Keterangan:

Y = Kinerja Saham Syariah dan Non Syariah

X_1 = Ekuitas

X_2 = Total Aset

X_3 = BI7DRR

X_4 = ICAPM/CAPM

X_5 = Nilai Tukar

X_6 = Risiko Sistematis

X_7 = Risiko Tidak Sistematis

α = Konstanta

β = Koefisien Regresi

i = Perusahaan

e = Error

t = Tahun

2. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dideskripsikan, maka hipotesis penelitian ini, yaitu:

H₁: Terdapat pengaruh ICAPM dan CAPM *risk exposures* terhadap kinerja saham syariah dan non-syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

H_{1.1}: Terdapat pengaruh ICAPM *risk exposures* terhadap kinerja saham syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

H_{1.1.1}: Terdapat pengaruh negatif signifikan ekuitas terhadap kinerja saham syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

H_{1.1.2}: Terdapat pengaruh positif signifikan total aset terhadap kinerja saham syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

H_{1.1.3}: Terdapat pengaruh negatif signifikan BI7DRR terhadap kinerja saham syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

H_{1.1.4}: Terdapat pengaruh positif signifikan ICAPM terhadap kinerja saham syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

- H_{1.1.5}: Terdapat pengaruh positif signifikan nilai tukar terhadap kinerja saham syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H_{1.1.6}: Terdapat pengaruh negatif signifikan risiko sistematis terhadap kinerja saham syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H_{1.1.7}: Terdapat pengaruh positif signifikan risiko tidak sistematis terhadap kinerja saham syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H_{1.2}: Terdapat pengaruh CAPM *risk exposures* terhadap kinerja saham non-syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H_{1.2.1}: Terdapat pengaruh negatif signifikan ekuitas terhadap kinerja saham nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H_{1.2.2}: Terdapat pengaruh positif signifikan total aset terhadap kinerja saham nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H_{1.2.3}: Terdapat pengaruh negatif signifikan BI7DRR terhadap kinerja saham nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H_{1.2.4}: Terdapat pengaruh positif signifikan CAPM terhadap kinerja saham nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H_{1.2.5}: Terdapat pengaruh positif signifikan nilai tukar terhadap kinerja saham nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H_{1.2.6}: Terdapat pengaruh negatif signifikan risiko sistematis terhadap kinerja saham nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H_{1.2.7}: Terdapat pengaruh positif signifikan risiko tidak sistematis terhadap kinerja saham nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H₂: Ada perbedaan ICAPM dan CAPM *risk exposures* pada kinerja saham syariah dan non-syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- H_{2.1}: Ada perbedaan yang signifikan antara ekuitas saham syariah nonsyariah.
- H_{2.2}: Ada perbedaan yang signifikan antara total aset saham syariah nonsyariah.
- H_{2.3}: Ada perbedaan yang signifikan antara BI7DRR saham syariah nonsyariah.
- H_{2.4}: Ada perbedaan yang signifikan antara ICAPM dan CAPM saham syariah nonsyariah.
- H_{2.5}: Ada perbedaan yang signifikan antara nilai tukar saham syariah nonsyariah.

H_{2.6}: Ada perbedaan yang signifikan antara risiko sistematis saham syariah nonsyariah.

H_{2.7}: Ada perbedaan yang signifikan antara risiko tidak sistematis saham syariah nonsyariah.



BAB III METODOLOGI PENELITIAN

A. Objek Penelitian

Adapun yang menjadi objek dalam penelitian ini adalah kinerja saham perbankan syariah dan non syariah papan utama dengan proporsi modal dan total aset yang setara dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2023 yang sekaligus menjadi subjek penelitian.

B. Metode Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan eksplanasi deskriptif. Metode kuantitatif dilakukan untuk menganalisis ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data kuantitatif adalah data yang berupa angka. Sesuai dengan bentuknya, data kuantitatif dapat diolah atau dianalisis dengan menggunakan teknik perhitungan statistik.¹ Sementara pendekatan deskriptif adalah penelitian yang dilakukan untuk mengetahui nilai variabel mandiri, baik satu variabel atau lebih (*independent*). Penelitian deskriptif dapat bersifat kuantitatif karena mengumpulkan data yang dapat diukur untuk menganalisis sampel populasi secara statistik. Angka-angka ini dapat menunjukkan pola, hubungan, dan tren dari waktu ke waktu dan dapat ditemukan melalui survei, jajak pendapat, dan eksperimen.²

1. Variabel Operasional

Variabel adalah konstruk yang sifat-sifatnya telah diberi angka (kuantitatif) atau dapat juga diartikan variabel adalah konsep yang mempunyai bermacam-macam nilai, berupa kuantitatif atau kualitatif yang dapat berubah-ubah nilainya.³

a. Variabel Bebas (Variabel *Independent*)

Variabel bebas (variabel *independent*) adalah variabel yang menjadi sebab atau merubah/memengaruhi variabel lain (variabel *dependent*). Juga sering disebut dengan variabel bebas, prdiktor, stimulus, eksogen atau *antecedent*.⁴ Adapun yang menjadi variabel bebas dalam penelitian ini adalah ekuitas, total aset, BI7DRR, ICAPM/CAPM, nilai tukar, risiko sistematis, dan risiko tidak sistematis.

b. Variabel Terikat (Variabel *Dependent*)

Variabel terikat (variabel *dependent*) merupakan variabel yang dipengaruhi atau menjadi akibat dari adanya variabel lain (variabel bebas). Variabel ini juga sering disebut variabel terikat, variabel rpsons atau

¹ Syofian Siregar, *Metode Penelitian Kuantitatif* (Jakarta: Kencana, 2013), h. 17.

² William Fox dan Mohamed Saheed Bayat, *A Guide to Managing Research* (Lansdowne: Juta & Co Ltd, 2007), h. 8.

³ Lawrence S. Meyers, *Applied Multivariate Research: Design and Inteprtation*, (London: SAGE Publications, 2006), h. 25-27.

⁴ Lawrence S. Meyers, *Applied Multivariate Research: Design and Inteprtation*, (London: SAGE Publications, 2006), h. 25-27.

endogen.⁵ Adapun variabel terikat dalam penelitian ini adalah kinerja saham syariah dan non syariah perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Tabel 3.1 Operasionalisasi Variabel

Variabel	Konsep Variabel	Indikator
Ekuitas (X_1)	Ekuitas adalah hak pemilik terhadap aset perusahaan setelah dikurangi liabilitas (kewajiban) dalam neraca. Pada dasarnya ekuitas berasal dari investasi pemilik dan hasil usaha perusahaan. Ekuitas akan berkurang terutama dengan adanya penarikan kembali penyertaan oleh pemilik, pembagian keuntungan, atau karena kerugian. ⁶	$Total\ Ekuitas = (Total\ Aset - Liabilitas)$
Total Aset (X_2)	Aset adalah suatu barang yang tercantum di sisi kiri neraca yang diperoleh perusahaan melalui suatu transaksi yang dapat diukur secara objektif dan mempunyai manfaat ekonomi di masa depan, tambahan daya beli, uang tunai atau kemampuan untuk menghasilkan pendapatan. ⁷	$Total\ Aset = Aset\ Lancar + (Aset\ Jangka\ Panjang - Penyusutan)$
BI7DRR (X_3)	Instrumen BI 7-Day (Reverse) Repo Rate sebagai acuan yang baru memiliki hubungan yang lebih kuat ke suku bunga pasar uang.	BI7DRR
ICAPM/CAPM (X_4)	<i>Islamic Capital Asset Pricing Model</i> (ICAPM) adalah bentuk modifikasi dari <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM) yang	$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$ $E(R_i) = Z + \beta_i [E(R_m) - Z]$

⁵ Lawrence S. Meyers, *Applied Multivariate Research: Design and Interpretation*, (London: SAGE Publications, 2006), h. 25-27.

⁶ Ikatan Akuntan Indonesia, *Standar Akuntansi Keuangan* (Jakarta: Salemba Empat, 2007), h. 21.

⁷ Jamie Pratt, *Financial Accounting in an Economic Context* (United State: John Wiley & Sons, 2010), h. 786.

	pertama kali diperkenalkan oleh Treynor, ⁸ Sharpe, ⁹ dan Lintner ¹⁰ .	
Nilai Tukar	Nilai tukar adalah nilai tukar suatu mata uang dengan mata uang lain antar negara atau zona ekonomi. Hal ini digunakan untuk menentukan nilai berbagai mata uang dalam hubungannya satu sama lain dan penting dalam menentukan dinamika perdagangan dan arus modal. ¹¹	$\text{Kurs Tengah} = \frac{(\text{Kurs Jual} + \text{Kurs Beli})}{2}$
Risiko Sistematis (X ₆)	Risiko sistematis atau risiko pasar adalah risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Perubahan pasar tersebut akan memengaruhi variabilitas return suatu investasi. Dengan kata lain, risiko sistematis adalah risiko yang tidak dapat didiversifikasi. ¹²	$\beta = \frac{\text{Covariance}(Re, Rm)}{\text{Variance}(Rm)}$
Risiko Tidak Sistematis (X ₇)	Sementara risiko tidak sistematis atau risiko perusahaan adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko perusahaan lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas. Dalam manajemen portofolio disebutkan bahwa risiko perusahaan bisa diminimalkan	Varians $\text{var}(R_i) = \sum_{i=1}^N P_n [r_N - E(R_i)]^2$ standar deviasi $SD(R_i) = \sqrt{\text{var}(R_i)}$

⁸ Treynor Jack L., "Toward a Theory of Market Value of Risky Assets," 1961; Treynor Jack L., "Market Value, Time, and Risk," 1961, h. 95-209; Craig W. French, "The Treynor Capital Asset Pricing Model" 01, No. 02 (2003), h. 60-72.

⁹ William F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," *The Journal of Finance*, 19, No. 03 (1964), h. 425-442.

¹⁰ John Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets," *The Review of Economics and Statistics*, 47 (1965), h. 13-37.

¹¹ Ghassem A. Homaifar, *Managing Global Financial and Foreign Exchange Rate Risk*, (New Jersey: John Wiley & Sons, 2004), h. 23.

¹² Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi* (Yogyakarta: PT Kanisius, 2017), h. 116; Harold Bierman dan Seymour Smidt, *Financial Management for Decision Making* (New York: Macmillan, 1986), h. 111-113; Thummuluri Siddaiah, *International Finance Management* (India: Dorling Kindersley, 2010), h. 391-394; James R. Hitchner, *Financial Valuation: Applications and Models* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2003), h. 134-137.

	dengan melakukan diversifikasi aset dalam suatu portofolio. ¹³	
Kinerja Saham Syariah dan Non Syariah (Y)	Kinerja saham diukur melalui return saham. Return saham merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh dari investasi saham. ¹⁴	$R_i = \frac{(Harga\ Jual - Harga\ Beli) + Deviden}{Harga\ Beli}$

2. Sumber dan Teknik Pengumpulan Data Penelitian

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data primer dan data sekunder.

a. Data Primer

Data primer dalam penelitian adalah laporan bulanan bank umum dan bank umum syariah yang didapatkan dari masing-masing *website*, yaitu berupa laporan keuangan bulanan (*annual report*). Selain itu, Sumber data pasar dan laporan keuangan dalam penelitian ini diperoleh melalui web Indonesia Stock Exchange, KSEI Indonesia Central Securities Depository, Masterplan Pasar Modal Indonesia (2004-2009, 2010-2014, dan 2015-2019), Peraturan Otoritas Jasa Keuangan, Badan Pusat Statistik (BPS), Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), The World Bank, International Monetary Fund, dan Refinitiv.

b. Data Sekunder

Adapun data sekunder dalam penelitian ini adalah kajian kepustakaan mengenai konseptualisasi fikih muamalah dan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai dasar regulasi pasar modal syariah di Indonesia, yaitu:

- 1) POJK Nomor 15/POJK.04/2015 tentang Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal;
- 2) POJK Nomor 16/POJK.04/2015 tentang Ahli Syariah Pasar Modal;
- 3) POJK Nomor 17/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Efek Syariah Berupa Saham oleh Emiten Syariah atau Perusahaan Publik Syariah;
- 4) POJK Nomor 19/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Reksa Dana Syariah;
- 5) POJK Nomor 53/POJK.04/2015 tentang Akad yang Digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal;

¹³ Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi* (Yogyakarta: PT Kanisius, 2017), h. 116; Harold Bierman dan Seymour Smidt, *Financial Management for Decision Making* (New York: Macmillan, 1986), h. 111-113; Thummuluri Siddaiah, *International Finance Management* (India: Dorling Kindersley, 2010), h. 391-394; James R. Hitchner, *Financial Valuation: Applications and Models* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2003), h. 134-137.

¹⁴ Jogyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Yogyakarta: BPFE, 2017), h. 284-285.

- 6) POJK Nomor 61/POJK.04/2016 tentang Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal Pada Manajer Investasi;
- 7) Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah Peraturan Nomor II.K.1: Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.

Kajian kepustakaan mengenai fikih muamalah yang menjadi rujukan utama dalam penelitian ini adalah buku-buku, jurnal, dan ensiklopedia mengenai diskursus maisir, garar, dan riba, seperti *Buhûts Fî Fiqh Al-Mu'âmalât Al-Mâliyyah* dan *Al-Ribâ wa Al-Hasmu Az-Zamanî Fî Al-Iqtishâd Al-Islâmî* karya Rafiq Yunus Al Mishri, *Al-Islâm Wa Al-Madzâhib Al-Iqtishâdiyyah Al-Mu'âshirah* karya Yusuf Kamal Muhammad, *Mausû'ah Al-Qadhâyâ Al-Fiqhiyyah Al-Mu'âshirah wa Al-Iqtishâd Al-Islâmî* karya Ali Ahmad Al Salusi, *Understanding Islamic Finance* karya Muhammad Ayub, dan *Islamic Corporate Finance* karya M. Kabir Hassan, dll.

3. Jenis Data

Jenis data yang digunakan adalah data kuantitatif yang bersumber dari *website* masing-masing bank umum dan bank umum syariah yang berupa laporan keuangan bulanan (*annual report*) dan kinerja saham perbankan dari web Indonesia Stock Exchange pada tahun 2018-2023.

4. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian merupakan keseluruhan (*universum*) dari objek penelitian yang dapat berupa manusia, hewan, tumbuh-tumbuhan, udara, gejala, nilai, peristiwa, sikap hidup, dan sebagainya. Adapun sampel adalah suatu prosedur pengambilan data di mana hanya sebagian populasi saja yang diambil dan dipergunakan untuk menentukan sifat serta ciri yang dikehendaki dari suatu populasi.¹⁵

Populasi dalam penelitian ini adalah indeks saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Adapun sampel dalam penelitian ini adalah daftar saham perbankan syariah dan nonsyariah papan utama yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2023.¹⁶

Tabel 3.2 Daftar Saham Syariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Kode	Nama Perusahaan	Tanggal Pencatatan	Saham
BRIS	Bank Syariah Indonesia Tbk.	09 Mei 2018	45.667.877.639
BTPS	Bank BTPN Syariah Tbk.	08 Mei 2018	7.626.663.000
PNBS	Bank Panin Dubai Syariah Tbk.	15 Jan 2014	38.425.504.906

Tabel 3.3 Daftar Saham Nonsyariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Kode	Nama Perusahaan	Tanggal Pencatatan	Saham
NOBU	Bank Nationalnobu Tbk.	20 Mei 2013	6.608.974.240

¹⁵ Syofian Siregar, *Metode Penelitian Kuantitatif* (Jakarta: Kencana, 2013), h. 30.

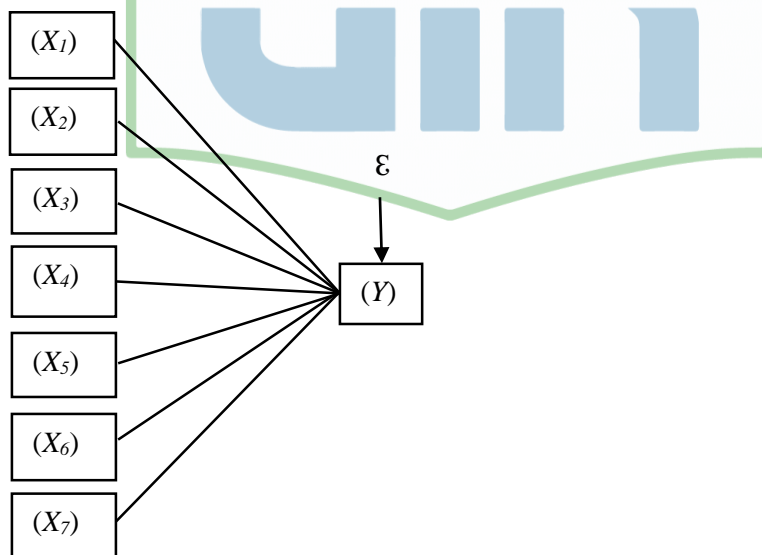
¹⁶ "Daftar Saham" (PT Bursa Efek Indonesia, 18 Juli 2022), <https://www.idx.co.id/data-pasar/data-saham/daftar-saham/>. Diakses pada 20 Oktober 2023, 10.00 WIB.

AGRO	Bank Raya Indonesia Tbk.	08 Agt 2003	24.493.093.216
BBMD	Bank Mestika Dharma Tbk.	08 Jul 2013	4.049.189.100
BNBA	Bank Bumi Arta Tbk.	01 Jun 2006	3.354.120.000
BSIM	Bank Sinarmas Tbk.	13 Des 2010	19.517.921.842
BVIC	Bank Victoria International Tbk.	30 Jun 1999	15.689.753.079
INPC	Bank Artha Graha Internasional Tbk.	23 Agt 1990	20.021.178.779
MCOR	Bank China Construction Bank I Tbk.	03 Jul 2007	37.540.533.209
SDRA	Bank Woori Saudara Indonesia 1 Tbk.	15 Des 2006	8.482.552.020
BKSW	Bank QNB Indonesia Tbk.	21 Nov 2002	34.953.681.505
BACA	Bank Capital Indonesia Tbk.	04 Okt 2007	19.753.494.636

C. Model Penelitian

Model penelitian atau paradigma penelitian adalah pola pikir yang menunjukkan hubungan antara variabel yang akan diteliti yang sekaligus mencerminkan jenis dan jumlah rumusan masalah yang perlu dijawab melalui penelitian, teori yang akan digunakan untuk merumuskan hiotesis, jenis dan jumlah hipotesis, dan teknik analisis yang akan digunakan.¹⁷ Berdasarkan judul penelitian, yaitu “Analisis Icapm *Risk Exposures* pada Kinerja Saham: Studi Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI),” maka model atau paradigma penelitian dapat disajikan seperti pada bagan 3.1.

Bagan 3.1 paradigma penelitian



¹⁷ Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, R&D* (Bandung: IKAPI, 2016), h. 42.

Keterangan:

Y = Kinerja Saham Syariah dan Non Syariah

X_1 = Ekuitas

X_2 = Total Aset

X_3 = BI7DRR

X_4 = ICAPM/CAPM

X_5 = Nilai Tukar

X_6 = Risiko Sistematis

X_7 = Risiko Tidak Sistematis

ε = Faktor lain yang tidak diteliti

D. Teknik Analisis Data Penelitian

Analisis data dalam penelitian kuantitatif adalah kegiatan yang dilakukan setelah seluruh data dari responden atau sumber data lain terkumpul. Kegiatan dalam analisis data adalah mengelompokkan data berdasarkan variabel dan jenis responden, mentabulasi data berdasarkan variabel dari seluruh responden, menyajikan data tiap variabel yang diteliti, melakukan perhitungan untuk menjawab rumusan masalah dan melakukan perhitungan untuk menguji hipotesis yang telah diajukan.¹⁸

Teknik analisis data dalam penelitian ini adalah analisis regresi data panel untuk mengetahui pengaruh variabel CAPM *risk exposures* terhadap kinerja saham syariah dan non syariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Selanjutnya akan dilakukan uji beda untuk mengetahui perbedaan hasil analisis saham syariah dan non syariah. Dalam suatu penelitian saat tahap menganalisis data, apabila topik permasalahan (kasus) terdiri dari satu variabel tak bebas (*dependent*) dan enam variabel bebas (*independent*), maka digunakan uji statistik dengan metode regresi enam prediktor. Berikut adalah langkah yang harus dilakukan dalam analisis penelitian:

1. Menghitung Kinerja Saham

Kinerja saham dapat dilihat berdasarkan return saham. Adapun return saham merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh dari investasi saham yang dirumuskan sebagai berikut:

$$R_i = \frac{(\text{Harga Jual} - \text{Harga Beli}) + \text{Dividen}}{\text{Harga Beli}}$$

Jika hanya didasarkan pada *capital gain* saja, maka:

$$R_i = \frac{(\text{Harga Jual} - \text{Harga Beli})}{\text{Harga Beli}} \quad 19$$

2. Penentuan Indikator ICAPM *Risk Exposures*

Faktor determinan CAPM meliputi risiko sistematis/pasar, risiko suku bunga, risiko nilai tukar, risiko tidak sistematis, dan risiko total. Berdasarkan hal

¹⁸ Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, R&D* (Bandung: IKAPI, 2016), h. 147.

¹⁹ Jogyanto Hartono, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Yogyakarta: BPFE, 2017), h. 284-285.

ini, peneliti akan menggunakan enam variabel bebas (variabel *dependent*) yang mewakili indikator ICAPM *risk exposures*, yaitu:

- X_1 = Ekuitas
- X_2 = Total Aset
- X_3 = BI7DRR
- X_4 = ICAPM/CAPM
- X_5 = Nilai Tukar
- X_6 = Risiko Sistematis
- X_7 = Risiko Tidak Sistematis

3. Menghitung Masing-masing Variabel Bebas

Langkah kedua yang peneliti lakukan adalah menghitung dan menganalisis masing-masing variabel bebas. Adapun model perhitungan dapat dibuat sebagai berikut:

a. Ekuitas

Indikator variabel modal/*capital* dalam penelitian ini diambil berdasarkan laporan keuangan bulanan dari *website* masing-masing bank umum dan bank umum syariah tahun 2018-2023. Adapun variabel modal/*capital* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Total Ekuitas} = (\text{Total Aset} - \text{Liabilitas})$$

b. Total Aset

Indikator variabel aset/*total asset* dalam penelitian ini diambil berdasarkan laporan keuangan bulanan dari *website* masing-masing bank umum dan bank umum syariah tahun 2018-2023. Adapun variabel aset/*total asset* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Total Aset} = \text{Aset Lancar} + (\text{Aset Jangka Panjang} - \text{Penyusutan})$$

c. BI7DRR

Instrumen BI 7-Day (Reverse) Repo Rate sebagai acuan yang baru memiliki hubungan yang lebih kuat ke suku bunga pasar uang.

d. ICAPM dan CAPM

Capital Asset Pricing Model (CAPM) menggambarkan aset bebas risiko dengan perbandingan suku bunga masa depan dalam memanfaatkan peluang. Sementara dalam *Islamic Capital Asset Pricing Model* (ICAPM), tingkat suku bunga atau pengembalian bebas risiko (*Risk Free Rate*) diubah menjadi nominal zakat, NGDP, atau inflasi. Model persamaan ICAPM dalam penelitian ini, yaitu:

CAPM,

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

Hasil modifikasi ICAPM,

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

Di mana:

R_i = Return harapan atas investasi (*Expected Return on Investment*)

R_M = Return harapan pasar (*Expected Return on Market*)

R_F = Return harapan atas aset bebas risiko

Z = Nominal zakat

β_i = Sensitivitas investasi terhadap pasar

$$\beta_I = \frac{Cov(R_i, R_M)}{Var R_M}$$

$\beta_I > 1$ mengindikasikan investasi berisiko terhadap pasar

$\beta_I < 1$ mengindikasikan investasi berisiko rendah terhadap pasar

$\beta_I = 1$ mengindikasikan berisiko

$\beta_I = 0$ mengindikasikan investasi bebas risiko

$Cov(R_i, R_M)$ = Kovarian antara return pasar dan investasi

$Var R_M$ = Varian return pasar²⁰

e. Nilai Tukar

Indikator variabel nilai tukar/*exchange rate* dalam penelitian ini adalah nilai tukar rupiah/IDR terhadap USD yang diambil berdasarkan kurs tengah pada rentan waktu 2018-2023. Adapun rumus dalam menghitung kurs tengah, yaitu:

$$Kurs\ Tengah = \frac{(Kurs\ Jual + Kurs\ Beli)}{2}$$

f. Risiko Sistematis

Beta merupakan ukuran rasio ukuran sistematis sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi. Beta digunakan untuk mengukur risiko yang akan dihadapi suatu sekuritas yang disebabkan oleh faktor-faktor pasar. Rumus untuk mencari nilai beta adalah dengan menggunakan persamaan regresi berikut:

$$\beta = \frac{Covariance(R_e, R_M)}{Variance(R_M)}$$

g. Risiko Tidak Sistematis

Risiko tidak sistematis dalam penelitian ini dihitung berdasarkan ukuran statistik varians dan kovarians yang dirumuskan sebagai berikut:

Varians

$$var(R_i) = \sum_{i=1}^N P_n [r_N - E(R_i)]^2$$

Standar deviasi

$$SD(R_i) = \sqrt{var(R_i)}$$

4. Uji Asumsi Klasik

Dalam suatu penelitian kemungkinan adanya munculnya masalah dalam analisis regresi cukup sering dalam mencocokkan model prediksi ke dalam sebuah model yang telah dimasukkan ke dalam sebuah serangkaian data. Masalah ini sering disebut dengan pengujian asumsi klasik yang didalamnya termasuk pengujian normalitas, heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinearitas.

a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menentukan data yang telah dikumpulkan berdistribusi normal atau diambil dari populasi normal. Metode klasik dalam pengujian normalitas suatu data tidak begitu rumit.

²⁰ Nousheen Tariq Bhutta, Biagio Simonetti, et.al., "Does Islamic Capital Asset Pricing Model Outperform Conventional Capital Asset Pricing Model?" dalam *Decision Making in Social Science: Between Traditions and Innovations* (Switzerland: Springer, 2020), h. 474-477.

Berdasarkan pengalaman empiris beberapa pakar statistik, data yang banyaknya lebih dari 30 angka ($n \geq 30$), maka sudah dapat diasumsikan berdistribusi normal. Biasa dikatakan sebagai sampel besar. Namun, untuk memberikan kepastian, data yang dimiliki berdistribusi normal atau tidak, sebaiknya digunakan uji statistik normalitas karena belum tentu data yang lebih dari 30 bisa dipastikan berdistribusi normal, demikian sebaliknya data yang banyaknya kurang dari 30 belum tentu tidak berdistribusi normal, untuk itu perlu suatu pembuktian. Salah satu cara untuk melihat normalitas adalah secara visual, yaitu melalui Normal P-P Plot, ketentuannya adalah jika titik-titik masih berada di sekitar garis diagonal maka dapat dikatakan bahwa residual menyebar normal.²¹

b. Uji Autokorelasi

Uji ini bertujuan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik autokorelasi, yaitu korelasi yang terjadi antara residual pada satu pengamatan lain pada model regresi. Untuk mendiagnosa adanya autokorelasi dalam suatu model dapat dilakukan melalui pengujian terhadap nilai Durbin-Watson. Namun, uji autokorelasi dapat diabaikan jika penelitian menggunakan selain metode pendekatan *time series*. Prasyarat ada atau tidak adanya autokorelasi maka dapat dilihat berdasarkan klasifikasi sebagai berikut:

Tabel 3.4 Autokorelasi

Hipotesis	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 \leq d \leq DI$
Tidak ada autokorelasi positif	No decision	$DI \leq d \leq DU$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tolak	$4 - dI \leq d \leq 4$
Tidak ada autokorelasi negatif	No decision	$4 - dL \leq d \leq 4 - dI$
Tidak ada autokorelasi positif atau negatif	Tidak ditolak	$dU \leq d \leq 4 - dU$

c. Uji Multikolineritas

Multikolineritas terjadi jika ada hubungan linier yang sempurna atau hampir sempurna antara beberapa atau semua variabel independen dalam model regresi. Uji Multikolineritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (*independent*). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antara variabel bebas. Untuk menguji adanya multikolineritas dapat dilakukan dengan menganalisis korelasi antar variabel nilai *tolerance* serta *Variance Inflation Factor* (VIF). Multikolineritas terjadi jika nilai VIF lebih besar dari 5, maka

²¹ Agus Tri Basuki dan Nano Prawoto, *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis: Dilengkapi Aplikasi SPSS dan Eviews* (Jakarta: Rajawali Pers, 2016), h. 57.

variabel tersebut mempunyai persoalan multikolineritas dengan variabel bebas lainnya.

d. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan cara meregresikan nilai *absolute* residual dengan variabel-variabel independen dalam model. Salah satu cara untuk mendeteksi heteroskedastisitas adalah dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (*dependent*) yaitu ZPRED dan nilai residunya (SRESID). Selain itu dapat dilakukan dengan menggunakan Uji glejser dengan dasar pengambilan keputusan:

- Tidak terjadi heteroskedastisitas, jika nilai t hitung lebih kecil dari t tabel dan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05;
- Terjadi heteroskedastisitas, jika nilai t hitung lebih besar dari t tabel dan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05.²²

5. Analisis Regresi Berganda Model Data Panel

Penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel untuk mengukur pengaruh data *time series*. Untuk menganalisis data dengan regresi menggunakan bantuan program Eviews 9.0. Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu menggunakan data panel dengan variabel independen, yaitu modal/*capital*, aset/*total asset*, SBIS/*pricing*, ICAPM, nilai tukar/*exchange rate*, dan risiko total/*total risk*. Adapun variabel dependen dalam penelitian ini, yaitu kinerja saham syariah dan non syariah perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Persamaan yang digunakan, yaitu:

Persamaan ICAPM Risk Exposures Saham Syariah

$$Y_{\text{ICAPM}} = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 \text{ eit}$$

Persamaan CAPM Risk Exposures Saham Nonsyariah

$$Y_{\text{CAPM}} = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 \text{ eit}$$

Ket. ICAPM Risk Exposures Saham Syariah

Ket. CAPM Risk Exposures Saham Nonsyariah

Keterangan:

Y = Kinerja Saham Syariah dan Non Syariah

X_1 = Ekuitas

X_2 = Total Aset

Keterangan:

Y = Kinerja Saham Syariah dan Non Syariah

X_1 = Ekuitas

X_2 = Total Aset

²² Agus Tri Basuki dan Nano Prawoto, *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis: Dilengkapi Aplikasi SPSS dan Eviews* (Jakarta: Rajawali Pers, 2016), h. 63.

X_3 = BI7DRR	X_3 = BI7DRR
X_4 = ICAPM	X_4 = CAPM
X_5 = Nilai Tukar	X_5 = Nilai Tukar
X_6 = Risiko Sistematis	X_6 = Risiko Sistematis
X_7 = Risiko Tidak Sistematis	X_7 = Risiko Tidak Sistematis
α = Konstanta	α = Konstanta
β = Koefisien Regresi	β = Koefisien Regresi
i = Perusahaan	i = Perusahaan
e = Error	e = Error
t = Tahun	t = Tahun

Berdasarkan formulasi di atas maka dapat diketahui bahwa dalam penelitian ini variabel dependen (Y) dipengaruhi oleh variabel independen ($X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6, X_7$).

Analisis regresi linier beganda adalah analisis yang digunakan peneliti untuk meramalkan bagaimana keadaan (naik turunnya) variabel dependen (kriterium), bila dua atau lebih variabel independen sebagai faktor prediktor dimanipulasi (dinaik turunkan nilainya).²³

Data panel adalah gabungan antara data *time series* dan data *cross section*. Data *time series* meliputi satu objek atau individu yang disusun berdasarkan urutan waktu data harian, bulanan, kuartalan, atau tahunan. Data *cross section* terdiri dari atas beberapa atau banyak objek dengan beberapa jenis data dalam suatu periode waktu tertentu. Penggabungan dari kedua jenis data dilihat dari variabel terikat yang terdiri dari beberapa daerah (*cross section*), tetapi dalam berbagai periode waktu (*time series*).²⁴

Panel data memiliki beberapa kelebihan dibandingkan dengan data *time series* dan data *cross section*. Kelebihan data panel, yaitu:

- Penggunaan data panel dapat menjadikan dua macam informasi yaitu informasi antara unit (*cross section*) pada perbedaan antara subjek, dan informasi antar waktu (*time series*) yang mereflesikan perubahan pada subjek waktu. Analisis data panel dapat digunakan ketika kedua informasi tersebut telah tersedia;
- Ketersediaan jumlah data yang dapat dianalisis. Sebagaimana diketahui beberapa data untuk penelitian memiliki keterbatasan dalam jumlah, baik secara *cross section* maupun *time series*. Oleh karena itu dengan data panel akan memberikan jumlah data yang semakin banyak sehingga memenuhi persyaratan dan sifat-sifat statistik.²⁵

²³ Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, R&D* (Bandung: IKAPI, 2016), h. 277.

²⁴ Agus Widarjono, *Ekonometrika: Pengantar dan aplikasinya* (Jakarta: Ekonosia, 2013), h. 229.

²⁵ Jaka Sriyana, *Metode Regresi Data Panel* (Yogyakarta: Ekosiana, 2014), h. 12.

6. Metode Estimasi Model Regresi Data Panel

Jaka Sriyana menyatakan bahwa terdapat tiga model penelitian estimasi yang biasa digunakan pada regresi data, yaitu:

a. Model *Common Effect*

Model estimasi *common effect* merupakan teknik yang paling sederhana untuk mengestimasi data panel, yaitu dengan hanya mengkombinasikan data *time series* dan *cross section* tanpa harus melihat perbedaan antar waktu dan individu maka model dapat diestimasi menggunakan metode OLS (*Ordinary Least Square*).²⁶

Dengan metode *ordinary least square*, maka akan diasumsikan bahwa β_0 akan sama (konstan) untuk setiap data *time series* dan *cross section*, atau diasumsikan bahwa *intercept* maupun *slope* (koefisien pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat) tidak berubah baik antar individu maupun antar waktu. Hasil regresi menunjukkan ketika X_1 dan X_2 berhubungan positif terhadap variabel Y . Uji statistik menunjukkan semua koefisien signifikan secara statistik dengan uji t pada $\alpha = 1\%$ maupun uji keseluruhan dengan uji F .²⁷ Model *common effect* dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_j X_{it}^j + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

Y_{it} = Variabel dependen di waktu t untuk unit *cross section* i

β_0 = *Intercept*

β_j = Parameter untuk variabel ke- j

X_{it}^j = Variabel bebas j di waktu t untuk unit *cross section* i

ε_{it} = Komponen error di waktu t untuk unit *cross section* i

i = Urutan perusahaan yang di observasi

t = *Time series* (urutan waktu)

j = Urutan variabel

b. Model *Fixed Effect*

Model *fixed effect* mengasumsikan bahwa *intercept* dari setiap individu adalah berbeda sedangkan *slope* antar individu adalah tetap (sama). Teknik ini menggunakan variabel *dummy* untuk menangkap adanya perbedaan *intercept* antar individu. Hasil regresi metode *fixed effect* menunjukkan ketika X_1 dan X_2 bertanda positif dan secara statistik signifikan melalui uji t pada $\alpha = 1\%$. Semua variabel *dummy* bertanda negatif dan secara statistik juga signifikan. Dengan signifikannya variabel *dummy* menunjukkan bahwa *intercept* dari setiap individu berbeda. Dengan demikian model *fixed effect* mampu menjelaskan adanya perbedaan perilaku antara variabel.²⁸ Secara matematis, model *fixed effect* dengan *intercept* dan *slope* yang dinyatakan sebagai berikut:

²⁶ Jaka Sriyana, *Metode Regresi Data Panel* (Yogyakarta: Ekosiana, 2014), h. 81.

²⁷ Agus Widarjono, *Ekonometrika: Pengantar dan aplikasinya* (Jakarta: Ekonosia, 2013), h. 355.

²⁸ Agus Widarjono, *Ekonometrika: Pengantar dan aplikasinya* (Jakarta: Ekonosia, 2013), h. 357.

$$Y_{it} = \beta_o + \beta_j X_{it}^j + \sum_t^n = 2\alpha_i D_i + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

Y_{it} = Variabel dependen di waktu t untuk unit *cross section* i

β_o = *Intercept*

β_j = Parameter untuk variabel ke- j

X_{it}^j = Variabel bebas j di waktu t untuk unit *cross section* i

ε_{it} = Komponen error di waktu t untuk unit *cross section* i

D_i = *Dummy* variabel

c. Model *Random Effect*

Metode *random effect* akan mengestimasi model data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Model ini sangat berguna jika individu yang diambil sebagai sampel adalah dipilih secara random dan merupakan wakil dari populasi. Hasil untuk regresi *random effect* jika nilai variabel X_1 dan X_2 secara statistik signifikan pada $\alpha = 1\%$ sehingga dapat diartikan bahwa X_1 dan X_2 berpengaruh positif terhadap Y . Nilai *intercept* yang didapat merupakan nilai rata-rata dari komponen kesalahan random (*random error component*). Nilai *random effect* menunjukkan seberapa besar perbedaan komponen kesalahan random sebuah perusahaan terhadap nilai intersep semua perusahaan (rata-rata).²⁹ Secara matematis model *random effect* dinyatakan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_o + \beta_j X_{it}^j + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

$u_i \sim N(0, \sigma_u^2)$ = Merupakan komponen *cross section error*

$v_j \sim N(0, \sigma_v^2)$ = Merupakan komponen *time series error*

$w_j \sim N(0, \sigma_w^2)$ = Merupakan *cross section dan time series error*

7. Pemilihan Model Regresi Data Panel

Beberapa ahli ekonometrika mengatakan bahwa data panel yang dimiliki mempunyai jumlah waktu (t) lebih besar dibandingkan jumlah individu (i), maka disarankan menggunakan metode *fixed effect*. Sedangkan jika data panel yang dimiliki mempunyai jumlah waktu (t) lebih kecil dibandingkan jumlah individu (i), maka disarankan menggunakan metode *random effect*.³⁰ Namun, dasar pertimbangan ini tidak sepenuhnya tepat, karena masih ada unsur keraguan didalamnya. Langkah yang paling baik adalah dengan melakukan pengujian.

Ada tiga uji untuk memilih teknik estimasi data panel. *Pertama*, uji statistik F atau disebut juga uji *chow* digunakan untuk memilih antara metode *common effect* atau metode *fixed effect*. *Kedua*, uji hausman yang digunakan untuk memilih antara metode *fixed effect* atau metode *random effect*. *Ketiga*, uji *Lagrange Multiplier* (LM) digunakan untuk memilih antara metode *common effect* atau metode *random effect*.³¹

²⁹ Agus Widarjono, *Ekonometrika: Pengantar dan aplikasinya* (Jakarta: Ekonosia, 2013), h. 361.

³⁰ Jaka Sriyana, *Metode Regresi Data Panel* (Yogyakarta: Ekosiana, 2014), h. 179.

³¹ Jaka Sriyana, *Metode Regresi Data Panel* (Yogyakarta: Ekosiana, 2014), h. 180.

a. Uji Chow

Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah teknik regresi data panel dengan metode *fixed effect* lebih baik dari regresi model data panel tanpa variabel *dummy* atau metode *common effect*. Adapun uji F statistiknya sebagai berikut:

$$CHOW = \frac{(RRSS - URSS)/(N - 1)}{URSS/(NT - N - K)}$$

Keterangan:

$RRSS$ = *Restricted residual sum square* (merupakan *sum of square residual* yang diperoleh dari estimasi data panel dengan metode *common*)

$URSS$ = *Unrestricted residual sum square* (merupakan *sum of square residual* yang diperoleh dari estimasi data panel dengan metode *fixed effect*)

N = Jumlah data cross section

T = Jumlah data time series

K = Jumlah variable penjelas

Hipotesis nol pada uji ini adalah bahwa intersep sama atau dengan kata lain model yang tepat untuk regresi data panel adalah *common effect*, serta hipotesis alternatifnya adalah intersep tidak sama atau model yang tepat untuk regresi data panel adalah *fixed effect*.

Dalam pengujian ini dilakukan dengan hipotesa sebagai berikut:

H_0 = Maka digunakan model *common effect* (model pool).

H_1 = Maka digunakan model *fixed effect* dan lanjut uji Hausman.

Pedoman yang digunakan dalam pengambilan kesimpulan uji chow adalah sebagai berikut:

- 1) Jika nilai *probability F* $\geq 0,05$ artinya H_0 diterima; maka model *common effect*;
- 2) Jika nilai *probability F* $< 0,05$ artinya H_0 ditolak, maka model *fixed effect* dan dilanjutkan dengan uji Hausman untuk memilih apakah menggunakan model *fixed effect* atau model *random effect*.

b. Uji Hausman

Uji Hausman adalah pengujian statistik untuk memilih apakah menggunakan model *fixed effect* atau *random effect*. Adapun uji *chi-squared* sebagai berikut:

$$W = q [var(q)]^{-1} q$$

$$W = (\beta_{MET} - \beta_{MEA})' [var(\beta_{MET} - \beta_{MEA})]^{-1} (\beta_{MET} - \beta_{MEA})$$

Keterangan:

β_{MET} = Vektor estimasi *slope* model efek tetap

β_{MEA} = Vektor estimasi *slope* model efek acak

Uji Hausman didasarkan pada kedua metode OLS dan GLS konsisten tetapi OLS tidak efisien di dalam hipotesis nol. Di lain pihak hipotesisi alternatifnya metode OLS konsisten dan GLS tidak konsisten karena itu hipotesis nolnya adalah hasil estimasi keduanya tidak berbeda sehingga uji Hausman bisa dilakukan berdasarkan perbedaan estimasi tersebut.

Hausman Test dilakukan dengan hipotesa sebagai berikut:

H_0 = Maka digunakan model *random effect*.

H_1 = Maka digunakan model *fixed effect*.

Pedoman yang akan digunakan dalam pengambilan kesimpulan Uji Hausman adalah sebagai berikut:

- 1) Jika nilai *probability Chi-Square* $\geq 0,05$ artinya H_0 diterima, maka model *random effect*;
- 2) Jika nilai *probability Chi-Square* $< 0,05$ artinya H_0 ditolak, maka model *fixed effect*.

Sebagai dasar penolakan hipotesa nol maka digunakan statistik Hausman dan membandingkan dengan *Chi-square*. Statistik uji Hausman mengikuti distribusi statistik *Chi-square* dengan *degree of freedom* sebanyak k . Dimana k adalah jumlah variabel independen. Jika nilai statistik Hausman lebih besar dari nilai kritisnya maka menolak hipotesis nol dan model yang tepat adalah model *fixed effect* sebaliknya ketika nilai Hausman lebih kecil dari nilai kritisnya maka gagal menolak hipotesis nol dan model yang tepat adalah *random effect*.³²

c. Uji **Lagrange Multiplier (LM test)**

Untuk mengetahui apakah model *random effect* lebih baik daripada model *common effect* (OLS) digunakan uji *Lagrange Multiplier* (LM). Uji signifikansi *random effect* ini dikembangkan oleh Bruesch Pagan. Metode *brusch pagan* digunakan untuk menguji signifikansi *random effect* didasarkan pada nilai residual dari metode *common effect*. Adapun nilai dari statistic LM dihitung berdasarkan formula sebagai berikut:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left(\frac{\sum_{i=1}^n (Te_i)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} - 1 \right)$$

Keterangan:

n = Jumlah individu

T = Jumlah periode waktu

E = Residual metode *common effect*

Hipotesis yang digunakan adalah:

H_0 = Maka digunakan model *random effect*.

H_1 = Maka digunakan model *common effect*.

Uji Lm ini didasarkan pada distribusi *chi-square* dengan *degree of freedom* sebesar sejumlah variabel independen.

Pedoman yang akan digunakan dalam pengambilan kesimpulan Uji LM adalah sebagai berikut:

- 1) Jika nilai LM statistik lebih besar dari nilai kritis statistik *chi-square*, maka ditolak, yang artinya model *random effect*;
- 2) Jika nilai LM statistik lebih kecil dari nilai kritis statistik *chi-square*, maka diterima, yang artinya model *common effect*.

³² Agus Widarjono, *Ekonometrika: Pengantar dan aplikasinya* (Jakarta: Ekonosia, 2013), h. 365.

8. Pengujian Statistik Analisis Regresi

a. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) adalah koefisien yang menjelaskan seberapa besar garis regresi menjelaskan perilaku datanya. Koefisien determinasi memiliki nilai antara nol (0) sampai dengan satu (1). Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati satu (1) berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.³³ Nilai koefisien determinasi dihitung sebagai berikut:

$$Kd = (r^2) \times 100\%$$

Keterangan:

Kd = Koefisien determinasi

r^2 = Koefisien korelasi dikuadratkan

Untuk mencari faktor lain yang memengaruhi variabel Y, maka digunakan rumus non determinasi sebagai berikut:

$$Knd = (1 - r^2 \times 100\%)$$

Keterangan:

Knd = Koefisien non determinasi

r^2 = Koefisien korelasi dikuadratkan

Kesesuaian model regresi berganda dengan data dapat dinilai dengan koefisien determinasi berganda. Dalam analisis regresi linier sederhana, koefisien korelasi r antara dua variabel (umumnya acak x (penjelas) dan y (terikat) adalah ukuran numerik hubungan (asosiasi) antara kedua variabel tersebut. Kuadrat dari koefisien korelasi mendefinisikan koefisien determinasi r^2 , yang menunjukkan porsi varians dalam dependen variabel y yang diperhitungkan oleh variasi variabel bebas x . Regresi berganda yang setara dengan koefisien determinasi r^2 adalah koefisien determinasi ganda, R^2 .

Jumlah total variasi kuadrat y ,

$$S_{total} = \sum_{i=1}^N (y^i - \bar{y})^2$$

Sama dengan jumlah dari

- 1) Jumlah deviasi kuadrat dari hyperplane regresi (akibat regresi; dijelaskan oleh model regresi), dan
- 2) Jumlah variasi kuadrat yang tidak dapat dijelaskan (karena kesalahan).

Jadi, jumlah total variasi kuadrat dalam y dinyatakan dengan

$$S_{total} = S_{ye} + S_{re}$$

$$S_{total} = \sum_{i=1}^N (y^i - \bar{y})^2 = \sum_{i=1}^N (y^{i,est} - \bar{y})^2 + \sum_{i=1}^N (y^i - y^{i,est})^2$$

Koefisien determinasi berganda R^2 adalah persentase varians dependen variabel yang dapat dijelaskan oleh seluruh variabel independen secara bersama-sama.

³³ Jaka Sriyana, *Metode Regresi Data Panel* (Yogyakarta: Ekosiana, 2014), h. 53; Sugiyono, *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, R&D* (Bandung: IKAPI, 2016), h. 196.

Koefisien determinasi dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$R^2 = \frac{\text{Menjelaskan jumlah kuadrat}}{\text{Jumlah total kuadrat}}$$

Atau

$$R^2 = \frac{S_{\text{ye}}}{S_{\text{total}}} = \frac{\sum_{i=1}^N (y^{i,\text{est}} - \bar{y})^2}{\sum_{i=1}^N (y^i - \bar{y})^2}$$

Dimana y^i adalah nilai variabel terikat y , \bar{y} adalah rata-rata nilai terikat, dan $y^{i,\text{est}}$ adalah nilai prediksi untuk variabel dependen (nilai prediksi dihitung menggunakan persamaan regresi).

Koefisien R^2 selalu meningkat seiring dengan bertambahnya jumlah parameter desain model. Disesuaikan R^2 menggunakan jumlah parameter desain ditambah konstanta yang digunakan dalam model dan jumlah titik data N untuk mengoreksi statistik koefisien ini dalam situasi ketika parameter yang tidak perlu digunakan dalam struktur model.

Koefisien determinasi berganda yang disesuaikan R^2_{adj} dengan

$$\begin{aligned} R^2_{\text{adj}} &= 1 - \frac{N-1}{(N-n-1)} (1 - R^2) \\ &= 1 - \frac{S_{\text{re}}/(N-n-1)^{34}}{S_{\text{total}}/(N-1)} \end{aligned}$$

b. Pengujian Hipotesis

Tujuan dilakukan hipotesis terhadap penerapan metode regresi linier berganda adalah untuk mengetahui sejauh mana pengaruh secara stimultan antara kelompok data A, B, C, D, E, dan F (variabel bebas X_1, X_2, X_3, X_4, X_5 , dan X_6) terhadap kelompok data G (variabel tak bebas Y).

- 1) Uji signifikansi secara stimultan (bersama-sama)
 - a) Membuat hipotesis dalam uraian kalimat

Ho: Tidak terdapat pengaruh yang signifikan secara stimultan (bersama-sama) antara kelompok data A, B, C, D, E, dan F terhadap kelompok data G.

Ha: Terdapat pengaruh yang signifikan secara stimultan (bersama-sama) antara kelompok data A, B, C, D, E, dan F terhadap kelompok data G.
 - b) Membuat hipotesis dalam bentuk model statistik

Ho: $\beta = 0$

Ha: $\beta \neq 0$
 - c) Kaidah pengujian

Jika $F_{\text{hitung}} \leq F_{\text{tabel}}$, maka Ho diterima

Jika $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$, maka Ho ditolak
 - d) Menghitung F_{hitung} dan F_{tabel}
 - (1) Menghitung nilai F_{hitung}

Rumus:

$$F_{\text{hitung}} = \frac{(R_{x1,x2,y})^2 (n-m-1)}{m(1-R^2_{x1,x2,y})}$$

³⁴ Krzysztof J. Cios, et.al., *Data Mining: A Knowledge Discovery Approach*, (New York: Springer, Science and Bussines Media, 2007), h. 371.

Di mana:

m = Jumlah variabel bebas

n = Jumlah responden

(2) Menentukan F_{tabel}

Nilai F_{tabel} dapat dicari dengan menggunakan tabel F

Rumus $F_{\text{tabel}} = F_{(\alpha)(dka, dkb)}$

Di mana:

dka = Jumlah variabel bebas (pembilang)

$dkb = n - m - 1$ (penyebut)

e) Membandingkan F_{tabel} dan F_{hitung}

Tujuan membandingkan antara F_{tabel} dan F_{hitung} adalah untuk mengetahui, apakah H_0 ditolak atau diterima berdasarkan kaidah pengujian.

f) Mengambil keputusan

Tujuan dari membuat keputusan adalah untuk mengetahui hipotesis mana yang akan dipilih H_0 atau H_a .³⁵

c. Uji Peringkat Mann Whitney (U Test)

1) Pengertian Uji Mann-Whitney (U Test)

Uji peringkat bertanda Mann-Whitney (U Test) digunakan pada analisis komparatif untuk menguji dua sampel independen dengan data berjenis ordinal. Uji ini digunakan untuk menguji rata-rata dari dua sampel yang berukuran tidak sama.

Asumsi yang digunakan untuk menerapkan metode ini antara lain:

- Data merupakan sampel acak hasil pengamatan X_1, X_2, \dots, X_{n1} , dari populasi 1 dan sampel acak hasil pengamatan Y_1, Y_2, Y_{n1} , dari populasi 2;
- Skala pengukuran yang dipakai ordinal;
- Kedua sampel tidak saling memengaruhi;
- Variabel yang diamati adalah variabel acak kontinu;
- Fungsi-fungsi distribusi kedua populasi hanya berbeda dalam hal lokasi, yakni apabila keduanya sungguh berbeda.

Hipotesis yang digunakan pada uji peringkat bertanda Mann Whitney (Uji U) ini dapat dibedakan beberapa tipe, antara lain:

a) Dua Sisi

$$H_0 : \mu_A = \mu_B$$

$$H_a : \mu_A \neq \mu_B$$

Kaidah pengujian: terima H_0 , jika $U_{\text{hitung}} \geq U_{\text{tabel } (a/2)}$

b) Satu sisi kiri

$$H_0 : \mu_A \geq \mu_B$$

$$H_a : \mu_A < \mu_B$$

Kaidah pengujian: terima H_0 , jika $U_{\text{hitung}} \geq U_{\text{tabel } (a)}$

c) Satu sisi kanan

$$H_0 : \mu_A \leq \mu_B$$

³⁵ Syofian Siregar, *Metode Penelitian Kuantitatif* (Jakarta: Kencana, 2013), h. 338-342.

$$H_a : \mu_A \neq \mu_B$$

Kaidah pengujian: terima H_0 , jika $U_{hitung} \geq U_{tabel (a)}$

2) Uji Peringkat Uji Mann-Whitney (U Test) Sampel Kecil

Sampel dikatakan berukuran kecil apabila sampel yang diambil dari satu populasi maksimum 20 ($n \leq 20$), sedangkan sampel dikatakan berukuran besar bila sampel yang diambil dari suatu populasi $n > 20$. Adapun prosedur uji statistik sampel kecil, yaitu:

- (a) Membuat hipotesis dalam uraian kalimat

H_0 : Tidak ada perbedaan nilai rata-rata sampel A dan sampel B.

H_a : Ada perbedaan nilai rata-rata sampel A dan sampel B.

- (b) Membuat hipotesis dalam bentuk statistik

$H_0 : \mu_A = \mu_B$

$H_a : \mu_A \neq \mu_B$

- (c) Menentukan taraf nyata (signifikansi)

- (d) Kaidah pengujian

Terima H_0 , jika $U_{hitung} \geq U_{tabel}$

Tolak H_0 , jika $U_{hitung} < U_{tabel}$

- (e) Menghitung U_{hitung} dan U_{tabel}

Tahapan menghitung U_{hitung} sebagai berikut:

- (1) Membuat tabel penolong

- (2) Menggabungkan kedua sampel untuk diberi peringkat dengan cara mengurutkan mulai dari yang terkecil sampai yang terbesar, bila terjadi nilai yang sama maka urutan nilai yang sama dijumlahkan, kemudian dibagi dengan jumlah nilai yang sama

- (3) Menjumlahkan urutan masing-masing sampel (R_1 dan R_2)

- (4) Menghitung nilai U_{hitung}

Nilai U_{hitung} yang dipilih adalah nilai U_{hitung} yang terkecil di antara U_1 dan U_2

Rumus:

$$U_1 = n_1 - n_2 + \frac{n_1(n_1 + 1)}{2} - R_1$$

$$U_2 = n_1 - n_2 + \frac{n_2(n_2 + 1)}{2} - R_2$$

Di mana:

U_1 = Jumlah peringkat sampel ke.1

U_2 = Jumlah peringkat sampel ke.2

n_1 = Sampel ke.1

n_2 = Sampel ke.2

R_1 = Jumlah ranking pada sampel ke.1

R_2 = Jumlah ranking pada sampel ke.2

- (5) Menentukan nilai U_{tabel}

Nilai U_{tabel} dapat dicari dengan menggunakan tabel Mann Whitney. Caranya, bila dua sisi $U_{tabel} = (a/2) (n_1.n_2)$

- (f) Membandingkan antara U_{hitung} dan U_{tabel}

Tujuan membandingkan U_{hitung} dan U_{tabel} adalah untuk mengetahui hipotesis mana yang diterima

(g) Membuat kesimpulan

Menolak atau menerima H_0

3) Uji Peringkat Uji Mann-Whitney (U Test) Sampel Besar

Sampel dapat dikatakan besar apabila sampel yang diambil dari suatu populasi lebih besar dari 20 ($n \geq 20$). Prosedur perhitungan sampel besar untuk uji peringkat Mann Whitney secara garis besar hampir sama dengan sampel kecil, hanya uji statistik pada sampel besar menggunakan uji Z.

Rumus:

$$Z_{hitung} = \frac{U - E(U)}{\sqrt{Var(U)}}$$

Di mana untuk mencari nilai Z_{hitung} terlebih dahulu menghitung nilai-nilai berikut:

(a) Nilai U

Nilai U_{hitung} yang dipilih adalah nilai U_{hitung} yang terkecil di antara U_1 dan U_2

Rumus:

$$U_1 = n_1 \cdot n_2 + \frac{n_1(n_1 + 1)}{2} - R_1$$

$$U_2 = n_1 \cdot n_2 + \frac{n_2(n_2 + 1)}{2} - R_2$$

(b) Nilai $E(U)$

Rumus:

$$E(U) = \frac{n_1 \cdot n_2}{2}$$

(c) Nilai $Var(U)$

$$Var(U) = \frac{n_1 \cdot n_2 (n_1 + n_2 + 1)}{12}^{36}$$

³⁶ Syofian Siregar, *Metode Penelitian Kuantitatif* (Jakarta: Kencana, 2013), h. 389-398.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN UJI ANALISIS ICAPM *RISK EXPOSURES* TERHADAP KINERJA SAHAM PERUSAHAAN PERBANKAN DI BEI

Pada rangkaian Bab IV dalam penelitian ini, penulis akan menguraikan hasil uji analisis *Islamic Capital Asset Pricing Model* (ICAPM) *risk exposures* terhadap kinerja saham syariah dan nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Adapun yang menjadi sub pembahasan dalam bab ini meliputi hasil uji statistik deskriptif, hasil uji pemilihan model, hasil uji asumsi klasik, hasil uji variabel amatan, hasil uji regresi data panel, dan hasil uji beda Mann-Whitney (U test).

A. Hasil Uji Statistik Deskriptif

Berdasarkan uji analisis ICAPM *risk exposures* terhadap kinerja saham syariah dan nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI), maka hasil uji statistik deskriptif yang didapatkan, yaitu:

1. Hasil Uji Statistik Deskriptif Data ICAPM *Risk Exposures* Saham Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Tabel 4.1 Hasil Uji Statistik Deskriptif Data ICAPM *Risk Exposures* Saham Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)

	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇	Y
Mean	0.4575	-0.7372	0.0479	0.0200	-0.1629	0.6524	0.0280	0.0136
Median	0.5272	-0.8778	0.0508	0.0244	-0.1553	0.5488	0.0242	-0.0009
Maximum	1.0000	0.6541	0.0600	0.2172	-0.1265	3.7112	0.0992	1.0406
Minimum	-0.9978	-1.0000	0.0350	-0.2542	-0.2260	-2.5183	0.0000	-0.2207
Std. Dev.	0.4618	0.3450	0.0097	0.0448	0.0268	0.8043	0.0169	0.1171

Pada tabel 4.1 di atas, nilai rata-rata (mean) dari variabel ekuitas (X₁) sebesar 0.4575, nilai tengah (median) dari variabel ekuitas (X₁) sebesar 0.5272, nilai maksimum dari variabel ekuitas (X₁) 1.0000, nilai minimum dari variabel ekuitas (X₁) sebesar -0.9978, dan nilai standar deviasi dari variabel ekuitas (X₁) sebesar 0.4618.

Nilai rata-rata (mean) dari variabel total aset (X₂) sebesar -0.7372, nilai tengah (median) dari variabel total aset (X₂) sebesar -0.8778, nilai maksimum dari variabel total aset (X₂) 0.6541, nilai minimum dari variabel total aset (X₂) sebesar -1.0000, dan nilai standar deviasi dari variabel total aset (X₂) sebesar 0.3450.

Nilai rata-rata (mean) dari variabel BI7DRR (X₃) sebesar 0.0479, nilai tengah (median) dari variabel BI7DRR (X₃) sebesar 0.0508, nilai maksimum dari variabel BI7DRR (X₃) 0.0600, nilai minimum dari variabel BI7DRR (X₃) sebesar 0.0350, dan nilai standar deviasi dari variabel BI7DRR (X₃) sebesar 0.0097.

Nilai rata-rata (mean) dari variabel ICAPM/CAPM (X₄) sebesar 0.0200, nilai tengah (median) dari variabel ICAPM/CAPM (X₄) sebesar 0.0244, nilai maksimum dari variabel ICAPM/CAPM (X₄) 0.2172, nilai minimum dari

variabel ICAPM/CAPM (X_4) sebesar -0.2542, dan nilai standar deviasi dari variabel ICAPM/CAPM (X_4) sebesar 0.0448.

Nilai rata-rata (mean) dari variabel nilai tukar (X_5) sebesar -0.1629, nilai tengah (median) dari variabel nilai tukar (X_5) sebesar -0.1553, nilai maksimum dari variabel nilai tukar (X_5) -0.1265, nilai minimum dari variabel nilai tukar (X_5) sebesar -0.2260, dan nilai standar deviasi dari variabel nilai tukar (X_5) sebesar 0.0268.

Nilai rata-rata (mean) dari variabel risiko sistematis (X_6) sebesar 0.6524, nilai tengah (median) dari variabel risiko sistematis (X_6) sebesar 0.5488, nilai maksimum dari variabel risiko sistematis (X_6) 3.7112, nilai minimum dari variabel risiko sistematis (X_6) sebesar -2.5183, dan nilai standar deviasi dari variabel risiko sistematis (X_6) sebesar 0.8043.

Nilai rata-rata (mean) dari variabel risiko tidak sistematis (X_7) sebesar 0.0280, nilai tengah (median) dari variabel risiko tidak sistematis (X_7) sebesar 0.0242, nilai maksimum dari variabel risiko tidak sistematis (X_7) 0.0992, nilai minimum dari variabel risiko tidak sistematis (X_7) sebesar 0.0000, dan nilai standar deviasi dari variabel risiko tidak sistematis (X_7) sebesar 0.0169.

Nilai rata-rata (mean) dari variabel kinerja saham (Y) sebesar 0.0136, nilai tengah (median) dari variabel kinerja saham (Y) sebesar -0.0009, nilai maksimum dari variabel kinerja saham (Y) 1.0406, nilai minimum dari variabel kinerja saham (Y) sebesar -0.2207, dan nilai standar deviasi dari variabel kinerja saham (Y) sebesar 0.1171.

2. Hasil Uji Pemilihan Model

a. Uji Chow

Uji Chow adalah pengujian untuk menentukan jenis model yang akan dipilih antara *Common Effect Model* (CEM) atau *Fixed Effect Model* (FEM).

Tabel 4.2 Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.189948	(13,315)	0.2852
Cross-section Chi-square	16.108239	13	0.2433

Nilai prob 0.2433 > 0,05, maka yang terpilih adalah model CEM.

b. Uji Hausman

Uji Hausman merupakan pengujian untuk menentukan jenis model yang akan dipilih antara *Fixed Effect Model* (FEM) atau *Random Effect Model* (REM).

Tabel 4.3 Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq.		
	Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	7	1.0000

Nilai prob 1.0000 > 0,05, maka yang terpilih adalah model REM.

c. **Uji *Lagrange Multiplier* (LM)**

Uji Lagrange Multiplier merupakan pengujian untuk menentukan jenis model yang akan dipilih antara *Common Effect Model* (CEM) dengan *Random Effect Model* (REM). Uji *Lagrange Multiplier* ini dikembangkan oleh Breusch Pagan, pengujian ini didasarkan pada nilai residual dari metode *Common Effect Model* (CEM).

Tabel 4.4 Hasil Uji *Lagrange Multiplier* (LM)

Lagrange multiplier (LM) test for panel data

Date: 01/25/24 Time: 11:01

Sample: 2018Q1 2023Q4

Total panel observations: 336

Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section	Period	Both
	One-sided	One-sided	
Breusch-Pagan	0.037335 (0.8468)	24.62946 (0.0000)	24.66680 (0.0000)
Honda	-0.193223 (0.5766)	4.962808 (0.0000)	3.372606 (0.0004)
King-Wu	-0.193223 (0.5766)	4.962808 (0.0000)	2.827832 (0.0023)
GHM	-- --	-- --	24.62946 (0.0000)

Nilai prob 0.8468 > 0,05, maka yang terpilih adalah model CEM.

Berdasarkan hasil Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji LM, maka yang terbaik dalam penelitian ini adalah CEM.

3. Hasil Uji Asumsi Klasik

Model yang terpilih adalah CEM, maka dari itu, uji asumsi klasik harus dilakukan. Uji asumsi klasik yang dilakukan adalah multikolinieritas dan heteroskedastisitas.

a. **Uji Multikolinieritas**

Tabel 4.5 Hasil Uji Multikolinieritas

X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇
----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

X ₁	1.0000	-0.1167	0.0406	-0.0073	0.1462	-0.0026	0.0734
X ₂	-0.1167	1.0000	0.0139	-0.0571	-0.0405	0.0655	-0.0413
X ₃	0.0406	0.0139	1.0000	0.1671	-0.2732	-0.3187	-0.3777
X ₄	-0.0073	-0.0571	0.1671	1.0000	-0.0839	-0.5877	-0.3291
X ₅	0.1462	-0.0405	-0.2732	-0.0839	1.0000	0.0819	0.2238
X ₆	-0.0026	0.0655	-0.3187	-0.5877	0.0819	1.0000	0.3505
X ₇	0.0734	-0.0413	-0.3777	-0.3291	0.2238	0.3505	1.0000

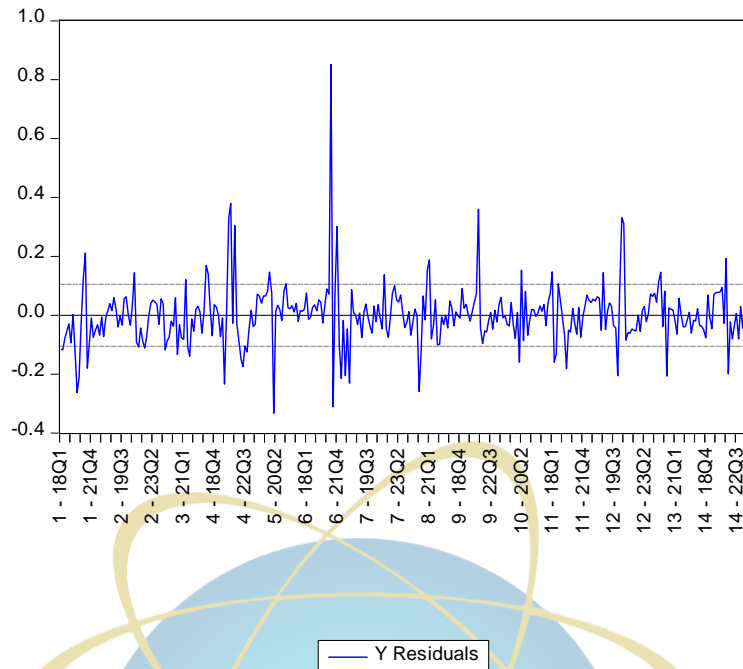
Koefisien korelasi X₁ dan X₂ sebesar $-0.1167 < 0,85$, koefisien korelasi X₁ dan X₃ sebesar $0.0406 < 0,85$, koefisien korelasi X₁ dan X₄ sebesar $-0.0073 < 0,85$, koefisien korelasi X₁ dan X₅ sebesar $0.1462 < 0,85$, koefisien korelasi X₁ dan X₆ sebesar $-0.0026 < 0,85$, koefisien korelasi X₁ dan X₇ sebesar $0.0734 < 0,85$, koefisien korelasi X₂ dan X₃ sebesar $0.0139 < 0,85$, koefisien korelasi X₂ dan X₄ sebesar $-0.0571 < 0,85$, koefisien korelasi X₂ dan X₅ sebesar $-0.0405 < 0,85$, koefisien korelasi X₂ dan X₆ sebesar $0.0655 < 0,85$, koefisien korelasi X₂ dan X₇ sebesar $-0.0413 < 0,85$, koefisien korelasi X₃ dan X₄ sebesar $0.1671 < 0,85$, koefisien korelasi X₃ dan X₅ sebesar $-0.2732 < 0,85$, koefisien korelasi X₃ dan X₆ sebesar $-0.3187 < 0,85$, koefisien korelasi X₃ dan X₇ sebesar $-0.3777 < 0,85$, koefisien korelasi X₄ dan X₅ sebesar $-0.0839 < 0,85$, koefisien korelasi X₄ dan X₆ sebesar $-0.5877 < 0,85$, koefisien korelasi X₄ dan X₇ sebesar $-0.3291 < 0,85$, koefisien korelasi X₅ dan X₆ sebesar $0.0819 < 0,85$, koefisien korelasi X₅ dan X₇ sebesar $0.2238 < 0,85$, koefisien korelasi X₆ dan X₇ sebesar $0.3505 < 0,85$.

Berdasarkan syarat asumsi klasik regresi linier berganda yang baik adalah yang terbebas dari adanya multikolinieritas. Dengan demikian, maka dapat disimpulkan bahwa model di atas tebebas multikolinieritas atau lolos uji multikolinieritas.

b. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah masalah dari regresi yang disebabkan faktor gangguan tidak memiliki variannya tidak konstan atau varian yang sama. Hal tersebut dapat memunculkan beberapa masalah meliputi varian dari koefisien OLS akan salah dan penaksir OLS yang bias.

Grafik 4.1 Hasil Uji Heteoskedastisitas



Dari grafik warna residual (warna biru) dapat dilihat tidak melewati batas (500 dan -500), artinya varian residual sama. Oleh sebab itu, tidak terjadi gejala heteroskedastisitas atau lolos uji heteroskedastisitas.

B. Analisis Hasil Perhitungan ICAPM *Risk Exposures* pada Kinerja Saham Syariah dan Nonsyariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)

1. Hasil Perhitungan ICAPM Risk Exposures pada Saham Syariah dan Nonsyariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)

a. Variabel Ekuitas sebagai Variabel Independen (X_1)

Variabel ekuitas dalam penelitian ini diambil berdasarkan data total ekuitas perusahaan pada masing-masing perusahaan dalam kurun waktu 2018-2023. Adapun data yang diambil adalah rata-rata data tahunan yang ditransformasikan menjadi data rasio.

Tabel 4.6 Hasil Analisis Variabel Ekuitas Saham Syariah

Kode	Rata-rata Tahunan					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BRIS	0.2708	0.2649	0.2322	-0.9331	-0.9874	-0.9946
BTPS	0.5391	0.3413	0.1671	0.0217	-0.1463	-0.2474
PNBS	0.9830	0.9811	0.9459	0.7336	0.8602	0.8057

Tabel 4.7 Hasil Analisis Variabel Ekuitas Saham Nonsyariah

Kode	Rata-rata Tahunan					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NOBU	0.9999	0.9989	0.9975	0.9927	0.9673	0.7207
AGRO	0.4846	0.3833	0.4416	0.6245	0.8316	0.6191

BBMD	0.7110	0.6360	0.5931	0.4669	0.4186	0.3240
BNBA	0.9998	0.9966	0.9972	0.9875	0.8671	0.6924
BSIM	0.2877	0.2278	0.1438	-0.0200	-0.0772	-0.1260
BVIC	0.7606	0.7242	0.7791	0.7911	0.6595	0.5353
INPC	0.3696	0.3481	0.6471	0.5922	0.4883	0.4704
MCOR	0.8239	0.8066	0.4032	0.0954	0.0781	0.0528
SDRA	0.0006	-0.0420	-0.0606	-0.1859	-0.3563	-0.4046
BKSW	0.4683	0.3522	0.5258	0.5480	0.4694	0.3335
BACA	0.9024	0.8832	0.9427	0.9783	0.8718	0.6526

b. Variabel Total Aset sebagai Variabel Independen (X_2)

Variabel total aset dalam penelitian ini diambil berdasarkan data total aset perusahaan pada masing-masing perusahaan pada kurun waktu 2018-2023. Adapun data yang diambil adalah rata-rata data tahunan yang ditransformasikan menjadi data rasio.

Tabel 4.8 Hasil Analisis Variabel Total Aset Saham Syariah

Kode	Rata-rata Tahunan (Dalam Jutaan Rupiah)					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BRIS	-0.9919	-0.9866	-0.8994	0.4002	0.5610	0.6451
BTPS	-0.5125	-0.6701	-0.7591	-0.8252	-0.8923	-0.9289
PNBS	-0.2052	-0.3409	-0.4755	-0.5705	-0.6914	-0.7479

Tabel 4.9 Hasil Analisis Variabel Total Aset Saham Nonsyariah

Kode	Rata-rata Tahunan					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NOBU	-0.4413	-0.5779	-0.5892	-0.7661	-0.9133	-0.9402
AGRO	-0.8977	-0.9616	-0.9810	-0.9380	-0.6652	-0.5946
BBMD	-0.5574	-0.5713	-0.6388	-0.7483	-0.8041	-0.7912
BNBA	-0.0831	-0.1066	-0.1573	-0.1389	-0.2405	-0.1942
BSIM	-0.9999	-0.9953	-0.9800	-0.9289	-0.8905	-0.9222
BVIC	-0.9852	-0.9906	-0.9586	-0.9414	-0.9617	-0.9801
INPC	-0.9845	-0.9781	-0.9838	-0.9908	-0.9871	-0.9591
MCOR	-0.7563	-0.7993	-0.9307	-0.9759	-0.9749	-0.9663
SDRA	-0.9954	-0.9937	-0.9861	-0.9683	-0.9184	-0.8832
BKSW	-0.9121	-0.9099	-0.9045	-0.8232	-0.7914	-0.7484
BACA	-0.7773	-0.8396	-0.8438	-0.9316	-0.9163	-0.9041

c. Variabel BI7DRR dan BI7DRR sebagai Variabel Independen (X_3)

Variabel BI7DRR dan BI7DRR dalam penelitian ini diambil berdasarkan tingkat imbal hasil minimum yang ditetapkan berdasarkan BI 7

Days Repo Rate atau disingkat dengan BI7DRR sebagai standar suku bunga wajib yang dijadikan acuan seluruh lembaga perbankan di Indonesia pada kurun waktu 2018-2023.

Tabel 4.10 BI-7Day-RR

Tanggal	BI-7Day-RR
01/07/2018	0.0525
01/08/2018	0.0550
01/09/2018	0.0575
01/11/2018	0.0600
01/07/2019	0.0575
01/08/2019	0.0550
01/09/2019	0.0525
01/10/2019	0.0500
01/02/2020	0.0475
01/03/2020	0.0450
01/06/2020	0.0425
01/07/2020	0.0400
01/11/2020	0.0375
01/02/2021	0.0350
01/08/2022	0.0375
01/09/2022	0.0425
01/10/2022	0.0475
01/11/2022	0.0525
01/12/2022	0.0550
01/01/2023	0.0575
01/08/2023	0.0575

d. Variabel *Islamic Capital Asset Pricing Model* (ICAPM) dan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) sebagai Variabel Independen (X_4)

Variabel ICAPM dalam penelitian ini diambil berdasarkan teori CAPM yang dimodifikasi El-Ashker (1987), Abdelkader (2017), dan Hanzy (2020) dengan mengubah komponen *risk free* menjadi zakat. Pada variabel bebas (X_4) ini, peneliti menggunakan ICAPM untuk saham syariah dan CAPM untuk saham nonsyariah. Hal ini disebabkan saham nonsyariah tidak mengimplementasikan zakat pada operasional perusahaannya sehingga penulis menggunakan CAPM yang didasarkan pada *risk free rate* agar model CAPM dapat digunakan.

Tabel 4.11 Hasil Uji Analisis Variabel *Islamic Capital Asset Pricing Model* (ICAPM) Saham Syariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Kode	Nama Perusahaan	Zakat	Beta	Return Market	Er (ICAPM)
BRIS	Bank Syariah Indonesia Tbk.	0.0256	2.5125	0.0037	-0.0293
BTPS	Bank BTPN Syariah Tbk.	0.0256	1.8250	0.0037	-0.0143
PNBS	Bank Panin Dubai Syariah Tbk.	0.0256	1.0830	0.0037	0.0019

Tabel 4.12 Hasil Uji Analisis Variabel *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) Saham Nonsyariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Kode	Nama Perusahaan	<i>Risk Free</i>	Beta	Return Market	Er (CAPM)
NOBU	Bank Nationalnobu Tbk.	0.04661	0.2856	0.0037	0.0344
AGRO	Bank Raya Indonesia Tbk.	0.04661	3.8497	0.0037	-0.1184
BBMD	Bank Mestika Dharma Tbk.	0.04661	0.9134	0.0037	0.0075
BNBA	Bank Bumi Arta Tbk.	0.04661	2.7325	0.0037	-0.0705
BSIM	Bank Sinarmas Tbk.	0.04661	0.5404	0.0037	0.0234
BVIC	Bank Victoria International Tbk.	0.04661	1.4235	0.0037	-0.0144
INPC	Bank Artha Graha Internasional	0.04661	1.9552	0.0037	-0.0372
MCOR	Bank China Construction Bank I	0.04661	1.5067	0.0037	-0.0180
SDRA	Bank Woori Saudara Indonesia 1	0.04661	0.5215	0.0037	0.0243
BKSW	Bank QNB Indonesia Tbk.	0.04661	0.4329	0.0037	0.0281
BACA	Bank Capital Indonesia Tbk.	0.04661	0.1732	0.0037	0.0392

e. Variabel Nilai Tukar sebagai Variabel Independen (X_5)

Variabel nilai tukar dalam penelitian ini diambil berdasarkan kurs Indonesia – USD yang diwakili oleh kurs tengah yang ditransformasikan menjadi data rasio pada kurun waktu 2018-2023.

Tabel 4.13 Hasil Nilai Kurs IDR – USD

Kurs IDR - USD				
Tanggal	Kurs Jual	Kurs Beli	Kurs Tengah	(Sin(LN))
01/07/2018	14,487	14,342	14,415	-0.1506

01/08/2018	14,633	14,487	14,560	-0.1605
01/09/2018	14,943	14,794	14,869	-0.1812
01/10/2018	15,255	15,103	15,179	-0.2015
01/11/2018	14,770	14,623	14,697	-0.1698
01/12/2018	14,569	14,424	14,497	-0.1563
01/01/2019	14,234	14,092	14,163	-0.1332
01/02/2019	14,105	13,965	14,035	-0.1242
01/03/2019	14,282	14,140	14,211	-0.1366
01/04/2019	14,213	14,072	14,143	-0.1318
01/05/2019	14,465	14,321	14,393	-0.1491
01/06/2019	14,298	14,155	14,233	-0.1381
01/07/2019	14,114	13,974	14,044	-0.1248
01/08/2019	14,313	14,171	14,242	-0.1387
01/09/2019	14,182	14,041	14,111	-0.1296
01/10/2019	14,188	14,047	14,118	-0.1300
01/11/2019	14,139	13,998	14,069	-0.1266
01/12/2019	14,088	13,947	14,017	-0.1230
01/01/2020	13,801	13,664	13,732	-0.1025
01/02/2020	13,845	13,707	13,776	-0.1057
01/03/2020	15,271	15,119	15,195	-0.2025
01/04/2020	15,947	15,788	15,867	-0.2447
01/05/2020	14,981	14,832	14,906	-0.1837
01/06/2020	14,267	14,125	14,196	-0.1355
01/07/2020	14,655	14,509	14,582	-0.1621
01/08/2020	14,798	14,651	14,725	-0.1716
01/09/2020	14,922	14,774	14,848	-0.1799
01/10/2020	14,823	14,675	14,749	-0.1733
01/11/2020	14,308	14,166	14,237	-0.1384
01/12/2020	14,244	14,102	14,173	-0.1339
01/01/2021	14,132	13,992	14,062	-0.1261
01/02/2021	14,112	13,972	14,042	-0.1247
01/03/2021	14,489	14,345	14,417	-0.1508
01/04/2021	14,631	14,485	14,558	-0.1604
01/05/2021	14,395	14,252	14,323	-0.1444
01/06/2021	14,410	14,267	14,338	-0.1454
01/07/2021	14,584	14,439	14,511	-0.1572

01/08/2021	14,470	14,326	14,399	-0.1496
01/09/2021	14,328	14,186	14,257	-0.1398
01/10/2021	14,269	14,127	14,198	-0.1357
01/11/2021	14,335	14,192	14,264	-0.1402
01/12/2021	14,401	14,257	14,329	-0.1447
01/01/2022	14,407	14,264	14,335	-0.1452
01/02/2022	14,423	14,279	14,351	-0.1463
01/03/2022	14,420	14,277	14,349	-0.1461
01/04/2022	14,441	14,297	14,369	-0.1475
01/05/2022	14,681	14,535	14,608	-0.1638
01/06/2022	14,762	14,615	14,681	-0.1687
01/07/2022	15,059	14,909	14,984	-0.1888
01/08/2022	14,925	14,776	14,851	-0.1800
01/09/2022	15,047	14,897	14,972	-0.1880
01/10/2022	15,495	15,340	15,417	-0.2167
01/11/2022	15,737	15,580	15,659	-0.2319
01/12/2022	15,693	15,537	15,615	-0.2292
01/01/2023	15,372	15,219	15,295	-0.2090
01/02/2023	15,202	15,050	15,126	-0.1981
01/03/2023	15,377	15,224	15,301	-0.2093
01/04/2023	14,941	14,792	14,867	-0.1811
01/05/2023	14,885	14,737	14,811	-0.1774
01/06/2023	15,007	14,857	14,932	-0.1854
01/07/3023	15,115	14,965	15,040	-0.1925
01/08/2023	15,321	15,169	15,245	-0.2058

f. Variabel Risiko Sistematis Variabel Independen (X_6)

Risiko sistematis dalam penelitian ini diukur berdasarkan ukuran beta perusahaan pada kinerja saham syariah perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada kurun waktu 2018-2023.

Tabel 4.14 Hasil Uji Analisis Variabel Risiko Sistematis Saham Syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Kode	Nama Perusahaan	Beta
BRIS	Bank Syariah Indonesia Tbk.	2.5125
BTPS	Bank BTPN Syariah Tbk.	1.8250
PNBS	Bank Panin Dubai Syariah Tbk.	1.0830

Tabel 4.15 Hasil Uji Analisis Variabel Risiko Sistematis Saham Nonsyariah di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Kode	Nama Perusahaan	Beta
NOBU	Bank Nationalnobu Tbk.	0.2856
AGRO	Bank Raya Indonesia Tbk.	3.8497
BBMD	Bank Mestika Dharma Tbk.	0.9134
BNBA	Bank Bumi Arta Tbk.	2.7325
BSIM	Bank Sinarmas Tbk.	0.5404
BVIC	Bank Victoria International Tbk.	1.4235
INPC	Bank Artha Graha Internasional	1.9552
MCOR	Bank China Construction Bank I	1.5067
SDRA	Bank Woori Saudara Indonesia 1	0.5215
BKSW	Bank QNB Indonesia Tbk.	0.4329
BACA	Bank Capital Indonesia Tbk.	0.1732

g. Variabel Risiko Tidak Sistematis Variabel Independen (X₇)

Risiko sistematis dalam penelitian ini diukur berdasarkan ukuran standar deviasi dan kovarian perusahaan pada kinerja saham syariah perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada kurun waktu 2018-2023.

Tabel 4.16 Hasil Uji Analisis Variabel Risiko Tidak Sistematis Saham Syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Kode	Nama Perusahaan	Risiko	
		Std Dev Bulanan	Std Dev Tahunan
BRIS	Bank Syariah Indonesia Tbk.	21.24%	120.93%
BTPS	Bank BTPN Syariah Tbk.	11.87%	67.56%
PNBS	Bank Panin Dubai Syariah Tbk.	17.68%	100.65%

Tabel 4.17 Hasil Uji Analisis Variabel Risiko Tidak Sistematis Saham Syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Kode	Nama Perusahaan	Risiko	
		Std Dev Bulanan	Std Dev Tahunan
NOBU	Bank Nationalnobu Tbk.	13.75%	78.30%
AGRO	Bank Raya Indonesia Tbk.	29.16%	166.05%
BBMD	Bank Mestika Dharma Tbk.	9.63%	54.85%
BNBA	Bank Bumi Arta Tbk.	45.41%	258.59%
BSIM	Bank Sinarmas Tbk.	15.63%	89.00%
BVIC	Bank Victoria International Tbk.	22.48%	128.02%
INPC	Bank Artha Graha Internasional	27.66%	157.52%

MCOR	Bank China Construction Bank I	10.54%	60.01%
SDRA	Bank Woori Saudara Indonesia 1	11.00%	62.63%
BKSW	Bank QNB Indonesia Tbk.	20.36%	115.95%
BACA	Bank Capital Indonesia Tbk.	17.35%	98.80%

h. Variabel Kinerja Saham sebagai Variabel Dependen (Y)

Variabel kinerja saham dalam penelitian ini diukur berdasarkan rata-rata return bulanan saham perbankan syariah dan nonsyariah di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2018-2023.

Tabel 4.18 Return Saham Syariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Kode	Nama Perusahaan	Return		
		Total	Rata-rata Bulanan	Rata-rata Tahunan
BRIS	Bank Syariah Indonesia Tbk.	187.39%	1.78%	23.57%
BTPS	Bank BTPN Syariah Tbk.	36.28%	0.66%	8.25%
PNBS	Bank Panin Dubai Syariah Tbk.	-17.81%	-0.30%	-3.49%

Tabel 4.19 Return Saham Nonsyariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Kode	Nama Perusahaan	Return		
		Total	Rata-rata Bulanan	Rata-rata Tahunan
NOBU	Bank Nationalnobu Tbk.	-27.51%	-0.50%	-5.88%
AGRO	Bank Raya Indonesia Tbk.	11.46%	0.24%	2.86%
BBMD	Bank Mestika Dharma Tbk.	36.65%	0.57%	7.08%
BNBA	Bank Bumi Arta Tbk.	225.58%	2.08%	28.04%
BSIM	Bank Sinarmas Tbk.	53.45%	0.71%	8.82%
BVIC	Bank Victoria International Tbk.	-53.57%	-1.20%	-13.48%
INPC	Bank Artha Graha Internasional	-1.28%	0.01%	0.15%
MCOR	Bank China Construction Bank I	-57.22%	-1.35%	-15.07%
SDRA	Bank Woori Saudara Indonesia 1	-15.33%	-0.07%	-0.86%
BKSW	Bank QNB Indonesia Tbk.	-58.96%	-1.40%	-15.55%

BACA	Bank Capital Indonesia Tbk.	-51.48%	-1.14%	-12.87%
------	-----------------------------	---------	--------	---------

2. Hasil Uji Hipotesis (Inferensial) ICAPM dan CAPM *Risk Exposures* Terhadap Kinerja Saham Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)

a. Hasil Uji Regresi ICAPM *Risk Exposures* Terhadap Kinerja Saham Syariah

1) Hasil Persamaan Regresi Data Panel

$$Y_{\text{ICAPM}} = 0.0657 + 0.5197X_1 + 0.4133X_2 + 1.5351X_3 + 1.6009X_4 + 0.2079X_5 - 0.0695X_6 + 9.5692X_7$$

Nilai konstanta sebesar 0.0657 artinya tanpa adanya variabel ekuitas (X_1), aset/*total asset* (X_2), BI7DRR (X_3), ICAPM (X_4), nilai tukar (X_5), risiko sistematis (X_6), dan risiko tidak sistematis (X_7), maka variabel kinerja saham (Y) mengalami peningkatan sebesar 0.0657.

Nilai koefisien beta variabel ekuitas (X_1) sebesar 0.5197, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_1) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 0.5197. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_1) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 0.5197.

Nilai koefisien beta variabel total aset (X_2) sebesar 0.4133, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_2) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 0.4133. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_2) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 0.4133.

Nilai koefisien beta variabel BI7DRR (X_3) sebesar -1.5351, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_3) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 1.5351. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_3) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 1.5351.

Nilai koefisien beta variabel ICAPM (X_4) sebesar 1.6009, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_4) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 1.6009. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_4) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 1.6009.

Nilai koefisien beta variabel nilai tukar (X_5) sebesar 0.2079, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_5) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 0.2079. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_5) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 0.2079.

Nilai koefisien beta variabel risiko sistematis (X_6) sebesar - 0.0695, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_6) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 0.0695. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_6) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 0.0695.

Nilai koefisien beta variabel risiko tidak sistematis (X_7) sebesar 9.5692, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_7) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 9.5692. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_7) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 9.5692.

2) Hasil Uji Hipotesis

a) Hasil Uji t

Tabel 4.22 Hasil Uji t

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0657	0.2850	0.2306	0.8205
X_1	0.5197	0.3824	1.3587	0.1931
X_2	0.4133	0.3081	1.3415	0.1985
X_3	1.5351	2.2206	0.6912	0.4993
X_4	1.6009	0.2525	6.3384	0.0000
X_5	0.2079	0.6918	0.3005	0.7676
X_6	-0.0695	0.0296	-2.3464	0.0322
X_7	9.5692	1.5236	6.2804	0.0000

Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial adalah sebagai berikut:

Hasil uji t pada variabel ekuitas (X_1) diperoleh nilai t hitung sebesar 1.3587 lebih kecil dari nilai t tabel, yaitu 2.0738 dan nilai sig. 0.1931 lebih besar dari 0.05, maka $H_{1.1.1a}$ ditolak dan $H_{1.1.10}$ diterima, artinya variabel ekuitas (X_1) tidak berpengaruh terhadap kinerja saham (Y). Temuan ini menjelaskan bahwa investor tidak terlalu khawatir tentang ekuitas perusahaan. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian Chandra, et.al., (2019)¹ yang menyatakan bahwa ekuitas atau modal perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja saham. Sementara itu, temuan ini menolak hasil penelitian

¹ Teddy Chandra, et.al., "The Effect of Capital Structure on Profitability and Stock Returns Empirical Analysis of Firms Listed in Kompas 100." *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*. Vol. 12 No. 2, (2019), h. 74-89.

Abdullah dan Tursoy (2021)² yang menyatakan bahwa ekuitas atau modal perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja saham, serta temuan Al Salamat dan Mustafa (2016)³ yang menyatakan bahwa ekuitas atau modal perusahaan berpengaruh negatif terhadap kinerja saham.

Hasil uji t pada variabel total aset (X_2) diperoleh nilai t hitung sebesar 1.3415 lebih kecil dari nilai t tabel, yaitu 2.0738 dan nilai sig. 0.1985 lebih besar dari 0.05, maka $H_{1.1.2a}$ ditolak dan $H_{1.1.2b}$ diterima, artinya variabel total aset (X_2) tidak berpengaruh terhadap kinerja saham (Y). Hal ini disebabkan operasional bank dalam memberikan pinjaman atau aktiva produktif yang bertolak belakang dengan pelepasan saham di Bursa. Penelitian ini mendukung temuan Adibah Yahya dan Saepul Hidayat (2020)⁴ yang menyatakan bahwa total aset tidak berpengaruh terhadap kinerja saham. Sementara itu, penelitian ini menolak hasil temuan Jeanne-Claire Patin, et.al., (2020)⁵ yang menyatakan bahwa total aset berpengaruh positif dalam jangka pendek terhadap kinerja saham.

Hasil uji t pada variabel BI7DRR (X_3) diperoleh nilai t hitung sebesar 0.6912 lebih besar dari nilai t tabel, yaitu 2.0738 dan nilai sig. 0.4993 lebih besar dari 0.05, maka $H_{1.1.3a}$ ditolak dan $H_{1.1.3b}$ diterima, artinya variabel BI7DRR (X_3) tidak berpengaruh terhadap kinerja saham (Y). Temuan ini menyiratkan bahwa faktor BI7DRR tidak berpengaruh secara langsung terhadap kinerja saham, melainkan sebagai variabel kontrol. Hal ini disebabkan BI7DRR menjadi hal yang tetap perlu diperhatikan saat berinvestasi di pasar modal karena berkaitan dengan risiko dan tingkat pengembalian. Saat BI7DRR mengalami peningkatan, maka secara tidak langsung akan memengaruhi kinerja saham karena tingkat pengembalian BI7DRR dengan risiko lebih rendah dibandingkan saham sehingga mengarahkan investor untuk mengalihkan investasinya dan mengakibatkan harga saham menurun. Selain itu, BI7DRR *rate* berkaitan dengan tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh bank

² Hariem Abdullah dan Turgut Tursoy. "Capital Structure and Firm Performance: Evidence of Germany Under IFRS Adoption." *Review of Managerial Science*. Vol. 15 (2021), h. 379-398.

³ Wasfi A. Al Salamat dan Haneen H. H. Mustafa. "The Impact of Capital Structure on Stock Return: Empirical Evidence from Amman Stock Exchange." *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 7, No. 9. (2016), h. 183-196.

⁴ Adibah Yahya dan Saepul Hidayat. "The Influence of Current Ratio, Total Debt to Total Assets, Total Assets Turn Over, and Return on Assets on Earnings Persistence in Automotive Companies." *Journal of Accounting Auditing and Business*. Vol. 12 No. 1, (2020), h. 62-72.

⁵ Jeanne-Claire Patin, et.al., "Impact of Total Asset Turnover Ratios on Equity Returns: Dynamic Panel Data Analyses." *Journal of Accounting, Business and Management (JABM)*. Vol. 27 No. 01, (2020), h. 19-29.

sentral, di mana saat tingkat suku bunga meningkat, maka daya beli dan *return* investasi akan menurun karena inflasi. Temuan ini mendukung hasil penelitian Nugroho, et.al., (2020)⁶ yang menyatakan bahwa BI7DRR tidak berpengaruh terhadap kinerja saham dan menolak pendapat Bassar, et.al., (2021)⁷ yang menyatakan bahwa BI7DRR berpengaruh negatif terhadap kinerja saham.

Hasil uji t pada variabel ICAPM (X_4) diperoleh nilai t hitung sebesar 6.3384 lebih besar dari nilai t tabel, yaitu 2.0738 dan nilai sig. 0.0000 lebih kecil dari 0.05, maka $H_{1.1.40}$ ditolak dan $H_{1.1.4a}$ diterima, artinya variabel ICAPM (X_4) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham (Y). Temuan ini mendukung penelitian Rafique, et.al., (2019)⁸ yang menyatakan bahwa ICAPM berpengaruh positif terhadap kinerja saham dan model ICAPM merupakan model terbaik yang konsisten. Sementara itu, temuan ini menolak penelitian Lutzenberge (2014)⁹ yang menyatakan bahwa ICAPM tidak berpengaruh terhadap kinerja saham dan tidak dapat ditetapkan sepenuhnya.

Hasil uji t pada variabel nilai tukar (X_5) diperoleh nilai t hitung sebesar 0.3005 lebih kecil dari nilai t tabel, yaitu 2.0738 dan nilai sig. 0.7676 lebih besar dari 0.05, maka $H_{1.1.5a}$ ditolak dan $H_{1.1.50}$ diterima, artinya variabel nilai tukar (X_5) tidak berpengaruh terhadap kinerja saham (Y). Temuan ini mendukung hasil penelitian David M. (2015)¹⁰ dan Suriani, et.al., (2015)¹¹ yang menyatakan bahwa nilai tukar tidak berpengaruh terhadap kinerja saham, tetapi

⁶ Rusdi Hidayat Nugroho, et.al., "Analysis Of The Effect Of Exchange Value, Inflation Level, SBI Interest Rate And Hang Seng Index For Joint Stock Price Index In Indonesia Stock Exchange (Study On IDX 2016 - 2019)." *Journal of Archaeology of Egypt/Egyptology*. Vol. 17 No. 6, (2020), h. 8304-8314.

⁷ Teddy Sumirat Bassar, et.al., "The Effect of Inflation Rate, Exchange Rate, The Certificate of Bank Indonesia (SBI) Interest Rate and Sharia Stock Trading Volume on Sharia Stock Performance in Companies Listed on the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI)." *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*. Vol. 08 No. 03, (2021), h. 326-339.

⁸ Amir Rafique, et.al., "Investigating ICAPM with Mean-Reverting Dynamic Conditional Correlation: Evidence from an Emerging Stock Exchange." *Elsevier B.V. All rights reserved. Physica A* No. 525, (2019), h. 514 – 523.

⁹ Fabian T. Lutzenberger. "Multifactor Models and their Consistency with the ICAPM: Evidence from the European Stock Market." *European Financial Management*. Vol. 21 No. 5, (2015), h. 1014–1052.

¹⁰ David Mungai Mburu. "Relationship Between Exchange Rate Volatility and Stock Market Performance." University of Nairobi, Faculty of Arts & Social Sciences, Law, Business Mgt (FoA&SS / FoL / FBM).

¹¹ Seri Suriani, et.al., "Impact of Exchange Rate on Stock Market." *International Journal of Economics and Financial*. Vol. 5, (2015), h. 385 – 388.

menjadi faktor penentu kinerja pasar saham. Dalam penelitian ini, nilai tukar menjadi variabel kontrol. Kendati nilai tukar tidak berpengaruh secara langsung, tetapi menjadi aspek yang perlu diperhatikan karena berkaitan dengan daya beli mata uang suatu negara. Apabila nilai mata uang suatu negara melemah, maka daya beli dan *return* investasinya akan menurun. Sementara itu, temuan ini menolak pendapat Amarkhil, et.al., (2021)¹² yang menyatakan bahwa ada hubungan yang positif antara nilai tukar dan kinerja saham dan kedua variabel tersebut bergantung satu sama lain. Temuan ini juga menolak penelitian Khan (2019)¹³ yang menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham. Serta menolak pendapat Zarie, et.al., (2019)¹⁴ yang menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh signifikan dengan teori paritas dan penetapan harga aset sehingga menempatkannya pada kerangka ekonomi moneter untuk penetapan harga aset internasional.

Hasil uji t pada variabel risiko sistematis (X_6) diperoleh nilai t hitung sebesar -2.3464 lebih besar dari nilai t tabel, yaitu 2.0738 dan nilai sig. 0.0322 lebih kecil dari 0.05, maka $H_{1,1.60}$ ditolak dan $H_{1,1.6a}$ diterima, artinya variabel risiko sistematis (X_6) berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham (Y). penelitian ini mendukung temuan Sukrianingrum (2020)¹⁵ dan Pudji Astuty (2017)¹⁶ yang menyatakan bahwa risiko sistematis/beta berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham. Hal ini mengisyaratkan bahwa jika risiko sistematis/beta pada saham syariah meningkat, maka kinerja saham akan menurun, begitu pun sebaliknya. Hal ini disebabkan risiko pasar/beta merupakan risiko yang tidak dapat diminimalisir dengan diversifikasi, sehingga apabila risiko pasar meningkat, investor akan beralih pada alternatif investasi lain yang lebih aman, seperti saat terjadinya Covid-19 yang mengakibatkan

¹² Dawlat Khan Amarkhil, et.al., (2021), "Effect of Exchange Rate on Stock Return." *JournalNX- A Multidisciplinary Peer Reviewed Journal*. Vol 07 No 1, (2021), h. 2581 – 4230.

¹³ Muhammad Kamran Khan. "Impact of Exchange Rate on Stock Returns in Shenzhen Stock Exchange: Analysis Through ARDL Approach." *International Journal of Economics and Management*. Vol. 1 No. 2, (2019), h. 15 – 26.

¹⁴ Alireza Zarci, et.al., "The Impact of Exchange Rates on Stock Market Returns: New Evidence From Seven Free-Floating Currencies." *The European Journal of Finance*. Vol. 25 No. 14, (2019), h. 1277-1288.

¹⁵ DenisaRizkySukrianingrum dan GusgandaSuriaManda. "The Effect of Systematic Risk and Unsystematic Risk on Expected Return of Optimal Portfolio." *SAR(SoedirmanAccountingReview):Journalof Accounting andBusiness*. Vol. 06 No. 02, (2020), h. 181 – 195.

¹⁶ Pudji Astuty. "The Influence of Fundamental Factors and Systematic Risk to Stock Prices on Companies Listed in the Indonesian Stock Exchange." *European Research Studies Journal*. Vol. 20 No. 4A, (2017), h. 230 – 240.

resesi ekonomi, investor cenderung menghindari jenis investasi yang berisiko (saham) dan mengakibatkan kinerja pasar saham menurun.

Hasil uji t pada variabel risiko tidak sistematis (X_7) diperoleh nilai t hitung sebesar 6.2804 lebih besar dari nilai t tabel, yaitu 2.0738 dan nilai sig. 0.0000 lebih kecil dari 0.05, maka $H_{1.1.70}$ ditolak dan $H_{1.1.7a}$ diterima, artinya variabel risiko tidak sistematis (X_7) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham (Y). penelitian ini mendukung temuan Sukrianingrum (2020)¹⁷ dan Pudji Astuty (2017)¹⁸ yang menyatakan bahwa risiko tidak sistematis berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham. Hal ini sejalan dengan teori ICAPM yang menyatakan bahwa risiko akan meningkat seiring dengan tingkat pengembalian atau *return*. Namun, risiko sistematis dapat diminimalisir dengan diversifikasi, yaitu memaksimalkan profit dengan membeli berbagai macam aset.

b) Hasil Uji F

Tabel 4.23 Hasil Uji F

R-squared	0.8900
Adjusted R-squared	0.8418
S.E. of regression	0.0587
Sum squared resid	0.0551
Log likelihood	38.8468
F-statistic	18.4934
Prob(F-statistic)	0.0000

Nilai F hitung sebesar 18.4934 lebih besar dari nilai F tabel, yaitu 2.6613 dan nilai sig. 0.0000 lebih kecil dari 0.05, maka $H_{1.10}$ ditolak dan $H_{1.1a}$ diterima, artinya variabel ekuitas (X_1), total aset (X_2), BI7DRR (X_3), ICAPM (X_4), nilai tukar (X_5), risiko sistematis (X_6), dan risiko tidak sistematis (X_7) berpengaruh signifikan terhadap kinerja saham (Y).

c) Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 4.24 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

R-squared	0.8900
Adjusted R-squared	0.8418
S.E. of regression	0.0587

¹⁷ DenisaRizkySukrianingrum dan GusgandaSuriaManda. "The Effect of Systematic Risk and Unsystematic Risk on Expected Return of Optimal Portfolio." *SAR(SoedirmanAccountingReview):Journalof Accounting andBusiness*. Vol. 06 No. 02, (2020), h. 181 – 195.

¹⁸ Pudji Astuty. "The Influence of Fundamental Factors and Systematic Risk to Stock Prices on Companies Listed in the Indonesian Stock Exchange." *European Research Studies Journal*. Vol. 20 No. 4A, (2017), h. 230 – 240.

Sum squared resid	0.0551
Log likelihood	38.8468
F-statistic	18.4934
Prob(F-statistic)	0.0000

Nilai Adjusted R-squared sebesar 0.8418 atau 84.18%. Nilai koefisien determinasi ini menunjukkan bahwa variabel independen yang terdiri dari ekuitas (X_1), total aset (X_2), BI7DRR (X_3), ICAPM (X_4), nilai tukar (X_5), risiko sistematis (X_6), dan risiko tidak sistematis (X_7) mampu menjelaskan variabel kinerja saham syariah dan nonsyariah di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebesar 84.18% sedangkan sisanya 15.81% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini.

b. Hasil Uji Regresi CAPM *Risk Exposures* Terhadap Kinerja Saham Nonsyariah

1) Hasil Persamaan Regresi

$$Y_{CAPM} = -0.0039 - 0.0349X_1 + 0.0673X_2 + 0.1466X_3 - 0.0574X_4 + 0.0198X_5 + 0.0005X_6 + 3.0440X_7$$

Nilai konstanta sebesar -0.0039 artinya tanpa adanya variabel ekuitas (X_1), total aset (X_2), BI7DRR (X_3), CAPM (X_4), nilai tukar (X_5), risiko sistematis (X_6), dan risiko tidak sistematis (X_7) maka variabel kinerja saham (Y) mengalami penurunan sebesar -0.0039.

Nilai koefisien beta variabel ekuitas (X_1) sebesar - 0.0349, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_1) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 0.0349. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_1) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 0.0349.

Nilai koefisien beta variabel total aset (X_2) sebesar 0.0673, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_2) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 0.0673. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_2) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 0.0673.

Nilai koefisien beta variabel BI7DRR (X_3) sebesar 0.1466, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_3) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 0.1466. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_3) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 0.1466.

Nilai koefisien beta variabel ICAPM (X_4) sebesar - 0.0574, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_4) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar

0.0574. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_4) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 0.0574.

Nilai koefisien beta variabel nilai tukar (X_5) sebesar -0.0198, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_5) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 0.0198. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_5) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 0.0198.

Nilai koefisien beta variabel risiko sistematis (X_6) sebesar 0.0005, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_6) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 0.0005. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_6) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 0.0005.

Nilai koefisien beta variabel risiko tidak sistematis (X_7) sebesar 3.0440, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_7) mengalami peningkatan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 3.0440. Begitu pula sebaliknya, jika nilai variabel lain konstan dan variabel (X_7) mengalami penurunan 1 satuan, maka variabel kinerja saham (Y) akan mengalami penurunan sebesar 3.0440.

2) Hasil Uji Hipotesis

a) Hasil Uji t

Tabel 4.25 Hasil Uji t

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.0039	0.0343	-0.1138	0.9094
X_1	-0.0349	0.0108	-3.2135	0.0015
X_2	0.0673	0.0160	4.1892	0.0000
X_3	0.1466	0.3865	0.3795	0.7046
X_4	-0.0574	0.1009	-0.5692	0.5697
X_5	0.0198	0.1334	0.1486	0.8819
X_6	0.0005	0.0057	0.0874	0.9304
X_7	3.0440	0.2220	13.7103	0.0000

Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial adalah sebagai berikut:

Hasil uji t pada variabel ekuitas (X_1) diperoleh nilai t hitung sebesar -3.2135 lebih besar dari nilai t tabel, yaitu 2.2621 dan nilai sig. 0.0015 lebih kecil dari 0.05, maka $H_{1.2.10}$ ditolak dan $H_{1.2.1a}$ diterima, artinya variabel ekuitas (X_1) berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham (Y). Temuan ini menyiratkan bahwa apabila ekuitas meningkat, maka kinerja saham akan

menurun, begitu pun sebaliknya. Hal ini disebabkan operasional perbankan konvensional memberikan pembiayaan produktif (aktiva produktif) dengan sistem bunga yang bertolak belakang dengan saham perbankan syariah yang melarang riba. Temuan ini mendukung penelitian Al Salamat dan Mustafa (2016)¹⁹ yang menyatakan bahwa ekuitas atau modal perusahaan berpengaruh negatif terhadap kinerja saham. Sementara itu, penelitian ini menolak temuan Abdullah dan Tursoy (2021)²⁰ yang menyatakan bahwa ekuitas atau modal perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja saham, serta hasil penelitian Chandra, et.al., (2019)²¹ yang menyatakan bahwa ekuitas atau modal perusahaan tidak berpengaruh terhadap kinerja saham.

Hasil uji t pada variabel total aset (X_2) diperoleh nilai t hitung sebesar 4.1892 lebih besar dari nilai t tabel, yaitu 2.2621 dan nilai sig. 0.0000 lebih kecil dari 0.05, maka $H_{1.2.20}$ ditolak dan $H_{1.2.2a}$ diterima, artinya variabel total aset (X_2) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham (Y). Hal ini menjelaskan bahwa apabila total aset meningkat, maka kinerja saham akan meningkat, begitu pun sebaliknya. Total aset merupakan hasil penjumlahan ekuitas dan liabilitas, maka hubungan total aset yang positif disebabkan proporsi liabilitas, di mana pada saham nonsyariah, tidak ada batasan pada *debt to total asset* seperti saham syariah sehingga penambahan liabilitas pada saham nonsyariah yang digunakan untuk ekspansi perusahaan dan peningkatan pinjaman nasabah pada operasionalnya akan meningkatkan kinerja saham. Temuan ini mendukung hasil penelitian Jeanne-Claire Patin, et.al., (2020)²² yang menyatakan bahwa total aset berpengaruh positif terhadap kinerja saham. Sementara itu, temuan ini menolak hasil penelitian Adibah Yahya dan Saepul Hidayat (2020)²³ yang

¹⁹ Wasfi A. Al Salamat dan Haneen H. H. Mustafa. "The Impact of Capital Structure on Stock Return: Empirical Evidence from Amman Stock Exchange." *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 7, No. 9. (2016), h. 183-196.

²⁰ Hariem Abdullah dan Turgut Tursoy. "Capital Structure and Firm Performance: Evidence of Germany Under IFRS Adoption." *Review of Managerial Science*. Vol. 15 (2021), h. 379-398.

²¹ Teddy Chandra, et.al., "The Effect of Capital Structure on Profitability and Stock Returns Empirical Analysis of Firms Listed in Kompas 100." *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*. Vol. 12 No. 2, (2019), h. 74-89.

²² Jeanne-Claire Patin, et.al., "Impact of Total Asset Turnover Ratios on Equity Returns: Dynamic Panel Data Analyses." *Journal of Accounting, Business and Management (JABM)*. Vol. 27 No. 01, (2020), h. 19-29.

²³ Adibah Yahya dan Saepul Hidayat. "The Influence of Current Ratio, Total Debt to Total Assets, Total Assets Turn Over, and Return on Assets on Earnings Persistence in Automotive Companies." *Journal of Accounting Auditing and Business*. Vol. 12 No. 1, (2020), h. 62-72.

menyatakan bahwa total aset tidak berpengaruh terhadap kinerja saham.

Hasil uji t pada variabel BI7DRR (X_3) diperoleh nilai t hitung sebesar 0.3795 lebih kecil dari nilai t tabel, yaitu 2.2621 dan nilai sig. 0.7046 lebih besar dari 0.05, maka $H_{1.2.3a}$ ditolak dan $H_{1.2.30}$ diterima, artinya variabel BI7DRR (X_3) tidak berpengaruh terhadap kinerja saham (Y). Temuan ini menyiratkan bahwa faktor BI7DRR tidak berpengaruh secara langsung terhadap kinerja saham, melainkan sebagai variabel kontrol. Hal ini disebabkan BI7DRR menjadi hal yang tetap perlu diperhatikan saat berinvestasi di pasar modal karena berkaitan dengan risiko dan tingkat pengembalian. Saat BI7DRR mengalami peningkatan, maka secara tidak langsung akan memengaruhi kinerja saham karena tingkat pengembalian BI7DRR dengan risiko lebih rendah dibandingkan saham sehingga mengarahkan investor untuk mengalihkan investasinya dan mengakibatkan harga saham menurun. Selain itu, BI7DRR *rate* berkaitan dengan tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh bank sentral, di mana saat tingkat suku bunga meningkat, maka daya beli dan *return* investasi akan menurun karena inflasi. Temuan ini mendukung hasil penelitian Nugroho, et.al., (2020)²⁴ yang menyatakan bahwa BI7DRR tidak berpengaruh terhadap kinerja saham dan menolak pendapat Bassar, et.al., (2021)²⁵ yang menyatakan bahwa BI7DRR berpengaruh negatif terhadap kinerja saham.

Hasil uji t pada variabel CAPM (X_4) diperoleh nilai t hitung sebesar -0.5692 lebih kecil dari nilai t tabel, yaitu 2.2621 dan nilai sig. 0.5697 lebih besar dari 0.05, maka $H_{1.2.4a}$ ditolak dan $H_{1.2.40}$ diterima, artinya variabel CAPM (X_4) tidak berpengaruh terhadap kinerja saham (Y). Temuan ini mendukung hasil penelitian Lutzenberge (2014)²⁶ yang menyatakan bahwa CAPM tidak berpengaruh terhadap kinerja saham dan tidak dapat ditetapkan sepenuhnya. Sementara itu, temuan ini menolak hasil penelitian

²⁴ Rusdi Hidayat Nugroho, et.al., "Analysis Of The Effect Of Exchange Value, Inflation Level, SBI Interest Rate And Hang Seng Index For Joint Stock Price Index In Indonesia Stock Exchange (Study On IDX 2016 - 2019)." *Journal of Archaeology of Egypt/Egyptology*. Vol. 17 No. 6, (2020), h. 8304-8314.

²⁵ Teddy Sumirat Bassar, et.al., "The Effect of Inflation Rate, Exchange Rate, The Certificate of Bank Indonesia (SBI) Interest Rate and Sharia Stock Trading Volume on Sharia Stock Performance in Companies Listed on the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI)." *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*. Vol. 08 No. 03, (2021), h. 326-339.

²⁶ Fabian T. Lutzenberger. "Multifactor Models and their Consistency with the ICAPM: Evidence from the European Stock Market." *European Financial Management*. Vol. 21 No. 5, (2015), h. 1014-1052.

Rafique, et.al., (2019)²⁷ yang menyatakan bahwa ICAPM berpengaruh positif terhadap kinerja saham dan model ICAPM merupakan model terbaik yang konsisten.

Hasil uji t pada variabel nilai tukar (X_5) diperoleh nilai t hitung sebesar 0.1486 lebih kecil dari nilai t tabel, yaitu 2.2621 dan nilai sig. 0.8819 lebih besar dari 0.05, maka $H_{1.2.5a}$ ditolak dan $H_{1.2.5b}$ diterima, artinya variabel nilai tukar (X_5) tidak berpengaruh terhadap kinerja saham (Y). Temuan ini mendukung hasil penelitian David M. (2015)²⁸ dan Suriani, et.al., (2015)²⁹ yang menyatakan bahwa nilai tukar tidak berpengaruh terhadap kinerja saham, tetapi menjadi faktor penentu kinerja pasar saham. Dalam penelitian ini, nilai tukar menjadi variabel kontrol. Kendati nilai tukar tidak berpengaruh secara langsung, tetapi menjadi aspek yang perlu diperhatikan karena berkaitan dengan daya beli mata uang suatu negara. Apabila nilai mata uang suatu negara melemah, maka daya beli dan *return* investasinya akan menurun. Sementara itu, temuan ini menolak pendapat Amarkhil, et.al., (2021)³⁰ yang menyatakan bahwa ada hubungan yang positif antara nilai tukar dan kinerja saham dan kedua variabel tersebut bergantung satu sama lain. Temuan ini juga menolak penelitian Khan (2019)³¹ yang menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham. Serta menolak pendapat Zarie, et.al., (2019)³² yang menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh signifikan dengan teori paritas dan penetapan harga aset sehingga menempatkannya pada kerangka ekonomi moneter untuk penetapan harga aset internasional.

Hasil uji t pada variabel risiko sistematis (X_6) diperoleh nilai t hitung sebesar 0.0874 lebih kecil dari nilai t tabel, yaitu 2.2621 dan nilai sig 0.9304 lebih besar dari 0.05, maka $H_{1.2.6a}$ ditolak dan $H_{1.2.6b}$ diterima, artinya variabel risiko sistematis (X_6) tidak berpengaruh

²⁷ Amir Rafique, et.al., "Investigating ICAPM with Mean-Reverting Dynamic Conditional Correlation: Evidence from an Emerging Stock Exchange." *Elsevier B.V. All rights reserved. Physica A* No. 525, (2019), h. 514 – 523.

²⁸ David Mungai Mburu. "Relationship Between Exchange Rate Volatility and Stock Market Performance." University of Nairobi, Faculty of Arts & Social Sciences, Law, Business Mgt (FoA&SS / FoL / FBM).

²⁹ Seri Suriani, et.al., "Impact of Exchange Rate on Stock Market." *International Journal of Economics and Financial*. Vol. 5, (2015), h. 385 – 388.

³⁰ Dawlat Khan Amarkhil, et.al., (2021), "Effect of Exchange Rate on Stock Return." *JournalNX- A Multidisciplinary Peer Reviewed Journal*. Vol 07 No 1, (2021), h. 2581 – 4230.

³¹ Muhammad Kamran Khan. "Impact of Exchange Rate on Stock Returns in Shenzhen Stock Exchange: Analysis Through ARDL Approach." *International Journal of Economics and Management*. Vol. 1 No. 2, (2019), h. 15 – 26.

³² Alireza Zarai, et.al., "The Impact of Exchange Rates on Stock Market Returns: New Evidence From Seven Free-Floating Currencies." *The European Journal of Finance*. Vol. 25 No. 14, (2019), h. 1277-1288.

terhadap kinerja saham (Y). Hal ini mengisyaratkan bahwa investor tidak memperhatikan risiko sistematis/beta saat berinvestasi pada saham perbankan nonsyariah/konvensional karena penerapan sistem suku bunga yang konstan, berbeda dengan perbankan syariah yang menyesuaikan keuntungan berdasarkan sistem *profit and loss sharing* sehingga apabila perusahaan mengalami kerugian akibat risiko pasar, akan berdampak pada penurunan *return* perusahaan dan menurunkan kinerja di pasar saham. Temuan ini menolak hasil penelitian Sukrianingrum (2020)³³ dan Pudji Astuty (2017)³⁴ yang menyatakan bahwa risiko sistematis/beta berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham.

Hasil uji t pada variabel risiko tidak sistematis (X_7) diperoleh nilai t hitung sebesar 13.7103 lebih besar dari nilai t tabel, yaitu 2.2621 dan nilai sig. 0.0000 lebih kecil dari 0.05, maka $H_{1.2.70}$ ditolak dan $H_{1.2.7a}$ diterima, artinya variabel risiko tidak sistematis (X_7) berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham (Y). Penelitian ini mendukung temuan Sukrianingrum (2020)³⁵ dan Pudji Astuty (2017)³⁶ yang menyatakan bahwa risiko tidak sistematis berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham. Hal ini sejalan dengan teori ICAPM yang menyatakan bahwa risiko akan meningkat seiring dengan tingkat pengembalian atau *return*. Namun, risiko sistematis dapat diminimalisir dengan diversifikasi, yaitu memaksimalkan profit dengan membeli berbagai macam aset.

b) Hasil Uji F

Tabel 4.25 Hasil Uji F

R-squared	0.5045
Adjusted R-squared	0.4910
S.E. of regression	0.0544
Sum squared resid	0.7577
Log likelihood	398.0441
F-statistic	37.2430

³³ DenisaRizkySukrianingrum dan GusgandaSuriaManda. "The Effect of Systematic Risk and Unsystematic Risk on Expected Return of Optimal Portfolio." *SAR(SoedirmanAccountingReview):Journalof Accounting andBusiness*. Vol. 06 No. 02, (2020), h. 181 – 195.

³⁴ Pudji Astuty. "The Influence of Fundamental Factors and Systematic Risk to Stock Prices on Companies Listed in the Indonesian Stock Exchange." *European Research Studies Journal*. Vol. 20 No. 4A, (2017), h. 230 – 240.

³⁵ DenisaRizkySukrianingrum dan GusgandaSuriaManda. "The Effect of Systematic Risk and Unsystematic Risk on Expected Return of Optimal Portfolio." *SAR(SoedirmanAccountingReview):Journalof Accounting andBusiness*. Vol. 06 No. 02, (2020), h. 181 – 195.

³⁶ Pudji Astuty. "The Influence of Fundamental Factors and Systematic Risk to Stock Prices on Companies Listed in the Indonesian Stock Exchange." *European Research Studies Journal*. Vol. 20 No. 4A, (2017), h. 230 – 240.

Prob(F-statistic)	0.0000
-------------------	--------

Nilai F hitung sebesar 37.2430 lebih besar dari nilai F tabel, yaitu 19.3295 dan nilai sig. 0.0000 lebih kecil dari 0.05, maka $H_{1.20}$ ditolak dan $H_{1.2a}$ diterima, artinya variabel ekuitas (X_1), total aset (X_2), BI7DRR (X_3), ICAPM (X_4), nilai tukar (X_5), risiko sistematis (X_6), dan risiko tidak sistematis (X_7) berpengaruh signifikan terhadap kinerja saham syariah (Y).

c) **Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)**

Tabel 4.26 Hasil Uji Uji Koefisien Determinasi (R^2)

R-squared	0.5045
Adjusted R-squared	0.4910
S.E. of regression	0.0544
Sum squared resid	0.7577
Log likelihood	398.0441
F-statistic	37.2430
Prob(F-statistic)	0.0000

Nilai Adjusted R-squared sebesar 0.4910 atau 49.10%. Nilai koefisien determinasi ini menunjukkan bahwa variabel independen yang terdiri dari ekuitas (X_1), total aset (X_2), BI7DRR (X_3), CAPM (X_4), nilai tukar (X_5), risiko sistematis (X_6), dan risiko sistematis (X_7) mampu menjelaskan variabel kinerja saham syariah dan nonsyariah di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebesar 49.10% sedangkan sisanya 50.89% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini.

C. **Hasil Uji Beda Mann-Whitney (U Test) ICAPM *Risk Exposures* Terhadap Kinerja Saham Syariah dan Nonsyariah Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI)**

Berdasarkan hasil uji dan analisis deskriptif regresi data panel yang telah dikemukakan di atas, maka pemilihan model untuk mengukur uji komparatif ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham syariah dan nonsyariah dalam penelitian ini adalah uji statistik non parametrik Mann-Whitney (U Test). Uji peringkat bertanda Mann-Whitney (U Test) digunakan pada analisis komparatif untuk menguji dua sampel independen dengan data berjenis ordinal. Uji ini digunakan untuk menguji rata-rata dari dua sampel yang berukuran tidak sama. Dalam penelitian ini, uji Mann-Whitney (U Test) digunakan untuk mengukur sejauh mana perbedaan variabel-variabel yang memengaruhi kinerja saham syariah dan nonsyariah pada perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Tabel 4.30 Tabel *Rank* Hasil Uji Mann-Whitney (U Test)

Ranks				
	Sektor Saham	N	Mean Rank	Sum of Ranks

Ekuitas	Nonsyariah	264	178.36	47087.50
	Syariah	72	132.34	9528.50
	Total	336		
Total Aset	Nonsyariah	264	153.05	40405.00
	Syariah	72	225.15	16211.00
	Total	336		
BI7DRR	Nonsyariah	264	168.50	44484.00
	Syariah	72	168.50	12132.00
	Total	336		
ICAPM/CAPM	Nonsyariah	264	181.34	47875.00
	Syariah	72	121.40	8741.00
	Total	336		
Nilai Tukar	Nonsyariah	264	168.50	44484.00
	Syariah	72	168.50	12132.00
	Total	336		
Risiko Sistematis	Nonsyariah	264	161.11	42534.00
	Syariah	72	195.58	14082.00
	Total	336		
Risiko Tidak Sistematis	Nonsyariah	264	169.63	44783.50
	Syariah	72	164.34	11832.50
	Total	336		
Kinerja Saham	Nonsyariah	264	167.60	44247.50
	Syariah	72	171.78	12368.50
	Total	336		

Berdasarkan data di atas, kelompok saham non syariah berjumlah $N = 264$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel ekuitas sektor saham nonsyariah sebesar 178.36 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 47087.50. Kelompok saham syariah berjumlah $N = 72$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel ekuitas sektor saham syariah sebesar 132.34 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 9528.50.

Kelompok saham non syariah berjumlah $N = 264$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel total aset sektor saham nonsyariah sebesar 153.05 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 40405.00. Kelompok saham syariah berjumlah $N = 72$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel total aset sektor saham syariah sebesar 225.15 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 16211.00.

Kelompok saham non syariah berjumlah $N = 264$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel BI7DRR sektor saham nonsyariah sebesar 168.50 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 44484.00. Kelompok saham syariah berjumlah $N = 72$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel BI7DRR sektor saham syariah sebesar 168.50 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 12132.00.

Kelompok saham non syariah berjumlah $N = 264$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel ICAPM/CAPM sektor saham nonsyariah sebesar 173.70 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 45856.00. Kelompok saham syariah berjumlah $N = 72$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel ICAPM sektor saham syariah sebesar 149.44 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 10760.00.

Kelompok saham non syariah berjumlah $N = 264$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel nilai tukar sektor saham nonsyariah sebesar 168.50 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 44484.00. Kelompok saham syariah berjumlah $N = 72$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel nilai tukar sektor saham syariah sebesar 168.50 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 12132.00.

Kelompok saham non syariah berjumlah $N = 264$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel risiko sistematis sektor saham nonsyariah sebesar 161.11 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 42534.00. Kelompok saham syariah berjumlah $N = 72$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel risiko total sektor saham syariah sebesar 195.58 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 14082.00.

Kelompok saham non syariah berjumlah $N = 264$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel risiko tidak sistematis sektor saham nonsyariah sebesar 169.63 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 44783.50. Kelompok saham syariah berjumlah $N = 72$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel risiko total sektor saham syariah sebesar 164.34 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 11832.50.

Kelompok saham non syariah berjumlah $N = 264$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel kinerja saham sektor saham nonsyariah sebesar 167.60 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 44247.50. Kelompok saham syariah berjumlah $N = 72$ dengan nilai rata-rata peringkat (*mean rank*) pada variabel kinerja saham sektor saham syariah sebesar 171.78 dan jumlah peringkat (*sum of rank*) sebesar 12368.50.

Tabel 4.31 Tabel *Test Statistics* Hasil Uji Mann-Whitney (U Test)

Test Statistics ^a								
	Ekuitas	Total Aset	BI7D RR	ICAPM/CAPM	Nilai Tukar	Risiko Sistematis	Risiko Tidak Sistematis	Kinerja Saham

Mann-Whitney U	6900	5425	9504	6113	9504	7554	9204	9267
Wilcoxon W	9528	40405	4448	8741	44484	42534	11832	44247
Z	-3.563	-5.583	.000	-4.641	.000	-2.669	-.410	-.324
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000	.000	1.000	.000	1.000	.008	.682	.746

Kaidah pengambilan keputusan uji Mann Whitney, yaitu jika nilai Asymp.Sig. < 0.05 , maka hipotesis diterima. Namun, jika nilai Asymp.Sig. > 0.05 , maka hipotesis ditolak.

Berdasarkan tabel *test statistics* di atas, pada variabel ekuitas, nilai Asymp.Sig. (2-tiled) sebesar $0.000 < 0.05$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima, yaitu ada perbedaan nilai ekuitas saham syariah dan nonsyariah.

Pada variabel total aset, nilai Asymp.Sig. (2-tiled) sebesar $0.000 < 0.05$ nilai maka H_0 ditolak dan H_a diterima, yaitu ada perbedaan nilai total aset saham syariah dan nonsyariah.

Pada variabel BI7DRR, nilai Asymp.Sig. (2-tiled) sebesar $1.000 > 0.05$ maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yaitu tidak ada perbedaan nilai BI7DRR saham syariah dan nonsyariah.

Pada variabel ICAPM/CAPM, nilai Asymp.Sig. (2-tiled) sebesar $0.000 < 0.05$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima, yaitu ada perbedaan nilai ICAPM/CAPM saham syariah dan nonsyariah.

Pada variabel nilai tukar, nilai Asymp.Sig. (2-tiled) sebesar $1.000 > 0.05$ maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yaitu tidak ada perbedaan nilai tukar saham syariah dan nonsyariah.

Pada variabel risiko sistematis, nilai Asymp.Sig. (2-tiled) sebesar $0.008 < 0.05$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima, yaitu ada perbedaan nilai risiko sistematis saham syariah dan nonsyariah.

Pada variabel risiko tidak sistematis, nilai Asymp.Sig. (2-tiled) sebesar $0.682 > 0.05$ maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yaitu tidak ada perbedaan nilai risiko tidak sistematis saham syariah dan nonsyariah.

Pada variabel kinerja saham, nilai Asymp.Sig. (2-tiled) sebesar $0.746 > 0.05$ maka H_a ditolak dan H_0 diterima, yaitu tidak ada perbedaan nilai kinerja saham syariah dan nonsyariah.

D. Hasil Temuan

Berdasarkan hasil analisis uji ICAPM dan CAPM *risk exposures* terhadap kinerja saham perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI), penelitian ini menemukan bahwa pada saham syariah variabel ekuitas tidak berpengaruh terhadap kinerja saham. Temuan ini menjelaskan bahwa investor saham syariah pada perusahaan perbankan tidak terlalu khawatir tentang ekuitas perusahaan. Pada

variabel total aset tidak terdapat pengaruh terhadap kinerja saham karena operasional bank dalam memberikan pinjaman atau aktiva produktif yang bertolak belakang dengan pelepasan saham di bursa. Sementara pada variabel ICAPM memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham syariah yang artinya ICAPM dapat diterapkan sepenuhnya dan merupakan model yang konsisten untuk menganalisis risiko dan tingkat pengembalian. Untuk variabel B17DRR dan nilai tukar tidak terdapat pengaruh karena dua variabel ini adalah variabel kontrol dalam penelitian. Kendati demikian, kedua variabel ini tetap menjadi faktor penentu kinerja pasar saham karena berkaitan dengan tingkat suku bunga dan nilai tukar mata uang negara. Variabel risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham syariah karena risiko sistematis/beta merupakan risiko yang tidak dapat diminimalisir dengan diversifikasi. Hal ini mengindikasikan apabila risiko pasar meningkat, seperti resesi ekonomi pada suatu negara, dsb. maka investor akan beralih pada alternatif investasi lain yang lebih aman untuk menghindari risiko dan mengakibatkan kinerja pasar saham menurun. Namun, pada variabel risiko tidak sistematis berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham syariah. Hal ini sejalan dengan teori ICAPM yang menyatakan bahwa risiko akan meningkat seiring dengan tingkat pengembalian (*return*).

Hasil analisis pada sektor saham perbankan nonsyariah menemukan bahwa variabel ekuitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham yang menyiratkan bahwa apabila ekuitas meningkat, maka kinerja saham akan menurun, begitu pun sebaliknya. Hal ini disebabkan operasional perbankan konvensional dalam memberikan pembiayaan produktif (aktiva produktif) dengan sistem bunga yang bertolak belakang dengan saham di bursa. Saat suku bunga meningkat, investor cenderung memilih investasi pada pasar uang, seperti deposito, dsb. dengan risiko yang lebih rendah dan mengakibatkan kinerja pasar saham menurun. Sementara pada variabel total aset, berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham karena pengaruh proporsi liabilitas (*debt to total asset*) yang tidak dibatasi. Hal ini mengindikasikan bahwa penambahan liabilitas yang digunakan untuk ekspansi bisnis dan peningkatan operasional perusahaan akan meningkatkan laba perusahaan dan berimplikasi pada kenaikan kinerja saham. Untuk variabel B17DRR dan nilai tukar tidak terdapat pengaruh karena dua variabel ini adalah variabel kontrol dalam penelitian. Kendati demikian, kedua variabel ini tetap menjadi faktor penentu kinerja pasar saham karena berkaitan dengan tingkat suku bunga dan nilai tukar mata uang negara. Pada variabel CAPM tidak berpengaruh terhadap kinerja saham yang menyiratkan bahwa CAPM tidak dapat diterapkan sepenuhnya pada kinerja saham nonsyariah. Sementara itu, pada variabel risiko sistematis tidak berpengaruh terhadap kinerja saham. Hal ini membuktikan bahwa investor tidak memperhatikan risiko sistematis saat berinvestasi pada saham perbankan nonsyariah karena penerapan suku bunga yang konstan. Namun, variabel risiko tidak sistematis pengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham nonsyariah yang sejalan dengan teori CAPM yang menyatakan bahwa risiko akan meningkat seiring dengan tingkat pengembalian.

Pada analisis hasil uji beda Mann Whitney ditemukan bahwa terdapat perbedaan pada nilai ekuitas, total aset, ICAPM/CAPM, risiko sistematis, risiko tidak sistematis, dan kinerja saham antara perusahaan perbankan syariah dan nonsyariah. Terhadap

variabel kontrol, yaitu variabel makroekonomi (B17DRR dan nilai tukar) semua variabel amatan (ICAPM dan CAPM) memiliki perilaku yang sama.



BAB V PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan rumusan masalah dan hasil uji analisis yang telah dideskripsikan, temuan penelitian ini, yaitu:

1. Terdapat perbedaan pengaruh ICAPM dan CAPM *risk exposures* pada kinerja saham syariah dan nonsyariah untuk setiap variabel penelitian. Hal ini disebabkan perbedaan operasional perusahaan dan sistem *sharia screening* yang ditetapkan untuk saham syariah.
 - a. Penelitian ini menemukan bahwa ICAPM berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham syariah karena penambahan nominal zakat pada analisis ICAPM yang mana nominal zakat ini tidak ditemukan pada operasional perbankan nonsyariah. Risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham syariah karena risiko pasar/beta merupakan risiko yang tidak dapat diminimalisir dengan diversifikasi, sehingga apabila risiko pasar meningkat, investor akan beralih pada alternatif investasi lain yang lebih aman. Sementara risiko tidak sistematis berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham syariah. Hal ini sejalan dengan teori ICAPM yang menyatakan bahwa risiko akan meningkat seiring dengan tingkat pengembalian atau *return*.
 - b. Pada saham nonsyariah (CAPM), nilai ekuitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja saham karena operasional perbankan konvensional memberikan pembiayaan produktif dengan sistem bunga yang bertolak belakang dengan saham perbankan syariah yang melarang riba. Total aset berpengaruh positif signifikan karena pada saham nonsyariah, tidak ada batasan pada *debt to total asset* seperti saham syariah sehingga penambahan liabilitas pada saham nonsyariah yang digunakan untuk ekspansi perusahaan dan peningkatan pinjaman nasabah pada operasionalnya akan meningkatkan kinerja saham. Risiko tidak sistematis berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham.
2. Pada analisis uji beda Mann Whitney ditemukan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada nilai ekuitas, total aset, ICAPM/CAPM, risiko sistematis, dan risiko tidak sistematis saham syariah dan nonsyariah perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hal ini disebabkan perbedaan operasional perbankan syariah dan nonsyariah dalam memberikan aktiva produktif/pinjaman kepada nasabah, di mana jenis transaksi atau operasional pada perbankan syariah tidak sepenuhnya menggunakan konsep *ex ante* atau *predetermined* sebagai *benchmark* dalam menentukan keuntungan, melainkan dengan sistem *profit and loss sharing*. Selain itu, pada variabel ICAPM/CAPM, terdapat perbedaan antara saham perbankan syariah dan nonsyariah karena dalam komponen ICAPM terdapat zakat yang

tidak ditemukan pada perbankan nonsyariah/konvensional, sementara pada perbankan nonsyariah menggunakan CAPM dengan komponen *risk free rate* sebagai pengganti nominal zakat. Adapun variabel kinerja saham mencerminkan perbedaan antara saham syariah dan nonsyariah, di mana secara operasional perusahaan dan ketentuan emiten memiliki perbedaan karakteristik yang tercermin pada kinerja saham di bursa.

Kebaharuan dalam penelitian ini adalah dimensi perbandingan dan proporsi pengaruh ICAPM *risk exposures* pada kinerja saham syariah dan nonsyariah. Penelitian ini mengukur imbal hasil yang ditargetkan investor pada investasi saham yang diharapkan lebih tinggi dari tingkat bebas risiko tanpa pengaruh inflasi yang ditetapkan oleh pasar. Penelitian ini juga mengukur tingkat imbal hasil harapan dari suatu aset berisiko dengan risiko dari aset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang, serta melihat pengaruh aset *pricing* dan risiko terukur terhadap kinerja saham untuk membantu investor dalam melakukan seleksi saham dan meminimalisir investasi yang berisiko.

B. Saran

Penelitian ini hanya mengukur pengaruh dan perbandingan kinerja saham syariah dan nonsyariah pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui variabel ICAPM *risk exposures* yang mewakili sebagian variabel yang memengaruhi kinerja saham, sehingga diperlukan penelitian lanjutan yang memengaruhi kinerja saham perbankan atau pengukuran imbal hasil dan risiko pada sektor lain di Bursa Efek Indonesia. Adapun variabel tambahan yang diperlukan untuk penelitian selanjutnya adalah pengaruh *maqasid syariah* dan kepatuhan syariah terhadap kinerja saham. Hal ini ditunjukkan untuk melihat pengaruh ketetapan syariah yang tidak dimiliki oleh perusahaan nonsyariah yang tercermin pada kinerja saham di pasar.

DAFTAR PUSTAKA

A. Buku

- Abidin, Said Ali Muhammad. (2011). *Al-Iqtishâd Al-Islâmî*. Aman: Dar Dijlah.
- Ahmad, Muhammad Bakri. (2020). *Al-Qawâid Al-Fiqhiyyah Wa Dauruhâ Fî Aqâmah Maqâshid Al-Syarîah Al-Islâmî*. Mesir: Dar At-Ta'lim Al-Jami'.
- Amir, Luthfi. et.al. (2014). *An-Nidzâm Al-Mâlî Al-Islâmî Al-Mabâdi Wa Al-Mumarasât*. Riyadh: Jamiah Al-imam Muhammad Ibn Sa'ud Al-Islamiyyah.
- Alamad, Samir. (2019). *Financial and Accounting Principles in Islamic Finance*. Switzerland: Springer.
- Al Bayanuni, Muhammad Abdul Fatah. (2006). *Al-Badâil Al-Masyrû'ah Wa Ahamiyyatuhâ Fî Najâh Ad-Da'wah Al-Islamiyyah*. Kuwait: Maktabah Dar Al-Iqra.
- Ali, Muhammad. (1971). *Al-Qardh Al-Mashrifî Dirâsah Târîkhiyyah Muqârinah Baina As-Syarî'ah Al-Islamiyyah Wa Al-Qânûn Al-Wadh'î*. Beirut: Dar Al-Kutub Al-Ilmiyah.
- Al Jardani, Naif Ibnu Jami. (2014). *Ahkâm Al-Uqûd Al-Madaniyyah: Dirâsah Al-Muqâranah*. Riyadh: Maktabah Al-Qanun Wal Iqtishad.
- Al-Khudair, Abdul Karim. (2017). *Ar-Riyâdh Az-Zakiyyah Syarh Al-Arba'in An-Nawawiyyah*. Riyadh: Dar Ibnu Jauzi.
- Al-Manea, Abdullah. (1996). *Buhûts Fî Al-Iqtishâd Al-Islâmî*. Beirut: Al-Maktab Al-Islami.
- Al-Qaradaghi, Ali Muhyiddin. (2004). *Al-Istismâr Fî Al-Ashâm: Bahats Mansyûr Bimajalah Al-Majamu' Al-Fuqahâ Lirâbitah Al-Âlim Al-Islâmî At-Tâbi' Lirâbitah Al-Âlim Al-Islâmî*.
- Al-Qaradaghi, Ali Muhyiddin. *Buhûts Fî Fiqh Al-Mu'âmalât Al-Mâliyyah Al-Mu'âshirah*. Beirut: Dar Al-Basyair Al-Islamiyyah.
- Al-Qasimi, Badr Al-Hasan. *Qadhâyâ Fiqhiyyah Al-Mu'âshirah*. Beirut: Dar Al-Kutub Al-Ilmiyah.
- Al-Qasimi, *Qadhâyâ Fiqhiyyah Al-Mu'âshirah*. Beirut: Dar Al-Kutub Al-Ilmiyah.
- Al-Mishri, Rafiq Yunus. (2009). *Buhûts Fî Fiqh Al-Mu'âmalât Al-Mâliyyah*, Cetakan Kedua. Damaskus: Dar Al-Maktabi.
- Al-Utsaimin, Muhammad Bin Shalih. (2013). *Fiqh Al-Ibâdât*. Riyadh: Dar Al-Wathan.
- Al-Utsaimin, Muhammad Bin Shalih. (2008). *Al-Qawâ'id Al-Fiqhiyyah*. Mesir: Dar Al-Bashirah.
- An-Nabhani, Taqiyuddin. (2004). *An-Nizhâm Al-Iqtishâdî Fî Al-Islâm*. Beirut: Dar Al-Ummah.
- Arafah, Ahmad. (2020). *Al-Ahkâm Al-Fiqhiyyah Al-Muta'aliqah Bi Al-Ruhûn Al-Mustajidah*. Kairo: Dar Al-Ta'lim Al-Jami.
- Arouri, Mohamed El Hedi. et.al. (2010). *The Stock Dynamics of Emerging Stock Markets: Empirical Assessments and Implications*. New York: Springer.
- As-Sobuni, Muhammad Ali. (2007). *Tafsîr Âyât Al-Ahkâm min Al-Qurân*. Kairo: Dar As-Shobuni.

- Askari, Hossein. et.al. (2015). *Introduction to Islamic Economics: Theory and Application*. Solaris South Tower: Wiley finance series.
- Ayub, Muhammad. (2007). *Understanding Islamic Finance*. England: Wiley Finance Series.
- Aven, Terje. (2012). *Foundation of Risk Analysis*. United Kingdom: John Wiley & Sons.
- Back, Kerry E. (2017). *Asset Pricing and Portfolio Choice Theory*. New York: Oxford University Press.
- Baidun, Muhammad Ali. *Buhûts Fiqhiyyah Min Al-Hind: Majmû'ah Min Al-Buhûts Al-Fiqhiyyah Fî Al-Ijtihâd Al-Ijtimâ'î Muqaddimah Ilâ Tsalâts Asyarah Nuduwah Fiqhiyyah Kabîrah 'Uqidat Fî 'Awâshim Al-Wilâyât Al-Hindiyyah Al-Mukhtalifah Wa Sâham Fîhâ Kibâr Fuqahâ' Al-'Alamîn Al-'Arabî Wa Al-Islamî*. Beirut: Dar Al-Kutub Al-Ilmiyah.
- Baker, H. Kent. et.al. (2020). *Equity Markets, Valuations, and Analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Basuki, Agus Tri dan Nano Prawoto. (2016). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis: Dilengkapi Aplikasi SPSS dan Eviews*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Becha, Obiyathulla Ismath dan Abbas Mirakhor. (2018). *Islamic Capital Markets: A Comparative Approach*. London: Wolrd Scientific.
- Belke, Ansgar dan Thorsten Polleit. 2009. *Monetary Economics in Globalised Financial Markets*. New York: Springer.
- Bierman, Harold dan Seymour Smidt. (1986). *Financial Management for Decision Making*. New York: Macmillan.
- Bradfield, James. (2007). *Introduction to the Economics of Financial Markets*. New York: Oxford University Press.
- Charles P. Jones dan Gerald R. Jensen, *Investments Analysis and Management, Thirteenth Edition* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2016), h. 214-215.
- Chen, Lin. (1996). *Interest Rate Dynamics, Derivatives Pricing, and Risk Management*. Berlin: Springer.
- Chong, Yen Yee. (2004). *Investment Risk Management*. England: John Wiley & Sons.
- Damodaran, Aswath. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Derbali, Abdelkader. et.al. (2017). *Shariah Compliant Capital Asset Pricing Model: New Mathematical Modeling*. Macmillan Publishers Ltd.
- Down, Kevin. (2005). *Measuring Market Risk, Second Edition*. England: John Wiley & Sons.
- Duc, Francois dan Yann Schorderet. (2008). *Market Risk Management for Hedge Funds: Foundations of the Style and Implicit Value at Risk*. England: John Wiley & Sons.
- Durchslag, Adam dan Thomson Reuters. (2010). *Islamic Finance Instruments and Markets*, Finance The Ultimate Resource. London: Bloomsbury.
- Eid, Wael Kamal dan Mehmet Asutay. (2019). *Mapping the Risk and Risk Management Practices in Islamic Banking*. Singapura: John Wiley & Sons.

- Edwin J. Elton, et.al. (2014). *Modern Portofolio Theory and Investment Anlysis*. New Jersey: Wiley.
- El-Ashker, Ahmed A. (1987). *The Islamic Busines Enterprise*. London: Croom Helm.
- El Tiby, Amr dan Wafiq Grais. (2015). *Islamic Finance and Economic Development: Risk Management, Regulation, and Corporate Governance*. New Jersey: Wiley.
- Ellton, Edwin J. et.al. (1996). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. New York: John Wiley & Sons.
- Evensky, Harold. et.al. (2011). *The New Wealth Management: The Financial Advisor's Guide to Managing and Investing Client Assets*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Fearnow, Mark. (1997). *The American Stage and The Great Depression: A Cultural History of The Grotesque*. United Kingdom: Cambridge University Press.
- Florensia, Claudia dan Neneng Susanti. (2020). "How does the six-factor model do in explaining the relationship between return and risk on the Indonesia stock exchange?" *International Journal of Research in Business And Social Science (IJRBS)*, Vol 9, No. 7.
- Focardi, Sergio M. dan Frank J. Fabozzi. (2004). *The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Gassner, Michael Saleh. (2007). *Exchange and Islamic Finance, The Handbook of World Stock, Derivative, and Commodity Exchanges*.
- Habib, Syeda Fahmida. (2018). *Fundamental of Islamic Finance and Banking*. United Kingdom: John Wiley & Sons.
- Hartono, Jogiyanto. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Hassan, Abdul. et.al. (2023) *Islamic Financial Markets and Institutions*. New York: Routledge.
- Hassan, M. Kabir. et.al. (2019). *Islamic Corporate Finance*. New York: Routledge.
- Hassan, Kabir dan Michael Mahlke. (2011). *Islamic Capital Markets Products and Strategies*. United Kingdom: Wiley.
- Hitchner, James R. (2003). *Financial Valuation: Applications and Models*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Homaifar, Ghassem A. (2004). *Managing Global Financial and Foreign Exchange Rate Risk*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Ibrahim Warde. (2000). *Islamic Finance in the Global Economy*. Edinburgh: Edinburgh University Press.
- Irvin, George. (2008). *Super Rich: The Rise of Inequality in Britain and the United States*. New York: Polity Press.
- Ismail, Muhammad Bakri. (1996). *Al-Qawâid Al-Fiqhiyyah Baina Al-Ashâlah Wa Al-Taujîh*. Kairo: Dar Al-Manar.
- Ismail, Nurizal. (2021). *Maqasid Syariah Dalam Ekonomi Islam*. Jakarta: Tazkia Press.
- Jordan, Peter. (2007). *Digital Media Access an Emerging Career*. Australia: Career FAQs Pty Ltd.

- Kamil, Sukron. (2016). *Ekonomi Islam, Kelembagaan, Dan Konteks Keindonesiaan: Dari Politik Makro Ekonomi Hingga Realisasi Mikro*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Katsir, Ibnu. *Tafsîr Al-Qurân Al-Adzîm*. Beirut: Dar Al-Kutub Al-Ilmiyah.
- Khosrowpour, Mehdi. (2006). *Encyclopedia of E-Commerce, E-Government, and Mobile Commerce*, Information Resources Management Association. USA: Idea Group Reference.
- Kobold, Klaus. (1986). *Interest Rate Futures Markets and Capital Markets Theory: Theoretical Concept and Empirical Evidence*. New York: European University Institute.
- Kolb, Robert W. dan James A. (2013). Overdahl, *Financial Derivatives*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Krayenbuehl, Thomas E. (2001). *Cross-border Exposures and Country Risk: Assessment and Monitoring*. England: Woodhead Publishing.
- Krichene, Nouredine. (2013). *Islamic Capital Market: Theory and Practice, Islamic Finance*. New York: John Wiley & Sons.
- Kuforiji, John Oluseyi. (2019). *The Essentials of Islamic Banking, Finance, and Capital Markets*. United Kingdom: Lexington Books.
- Liberadzki, Marcin dan Kamil Liberadzki. (2019). *Contingent Convertible Bonds, Corporate Hybrid Securities, and Preferred Share: Instruments, Regulation, Management*. London: Palgrave Macmillan.
- Lien, Kathy. (2016). *Day Trading and Swing Trading the Currency Market: Technical and Fundamental Strategies to Profit From Market Moves*. New Jersey: Wiley.
- Lim, Kian Guan. (2022). *Theory and Econometrics of Financial Asset Pricing*. Berlin: CPI Books GmbH.
- Luthfi, Ahmad Muhammad. (2013). *A'mâl As-Simsâr Fî Burshah Al-Awrâq Al-Mâliyyah: Dirâsah Fiqhiyyah Muqâranah*. Mesir: Dar Al-Fikr Wa Al-Qanun Al-Manshurah.
- Maheshwari, Yogesh. (2008). *Investment Management*. New Delhi: PHI Learning Private.
- Markowitz, Harry. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University. New York: John Wiley & Sons.
- Mjos, J. (2012). *Music, Social Media, and Global Mobility: My Space, Facebook, YouTube*. New York: Routledge.
- Muhammad, (2016). *Manajemen Keuangan Syariah: Analisis Fiqh dan Keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Muhammad. (2019). *Sistem Keuangan Islam: Prinsip Dan Operasionalnya Di Indonesia*. Depok: Rajawali Pers.
- Muhammad, Yusuf Kamal. (1990). *Al-Islâm Wa Al-Madzâhib Al-Iqtishâdiyyah Al-Mu'âshirah*, Cetakan kedua. Kairo: Muassasah Al-Ahram.
- Munk, Claus. (2013). *Financial Asset Pricing Theory*. United Kingdom: Oxford University Press.

- Naim, Asmadi Mohamed. et.al. (2020). *Islamic Finance: Legal Frameworks, Practices, and Shariah Criteria Review*. Malaysia: UUM Pers.
- Noor, H.M. Thamrin. et.al. (2023). *Get to Know the Sharia Capital Market in Indonesia: The Most Populous Muslim-Majority Country* (UNDA).
- Omar, Mohd Azmi.et.al. (2013). *Fundamentals of Islamic Money and Capital Market*, Islamic Finance. Singapore: Wiley.
- Prabhakar, Ramesh. (2019). *Macro Economics*. United States: Lulu Publication.
- Pratt, Jamie. (2010). *Financial Accounting in an Economic Context*. United State: John Wiley & Sons.
- Prigent, Jean-Luc. (2007). *Portfolio Optimization and Performance Analysis*,. New York: Taylor & Francis Group.
- Punithavathy, Pandian. (2013). *Security Analysis and Portfolio Management*. New Delhi: House PVT LTD.
- Qudamah, Ibnu. (1997). *Al-Mughnî*, Juz 5. Beirut: Dar Al-Fikr.
- Rathnayake Dinusha Maduwanthi dan Teresa Roca. (2022). *Integrated Business Models in The Digital Age: Principles and Practices of Technology Empowered Strategies*, The Emergence of Technopreneurship for Sustainable and Ethical Economic Growth: Theory, Research, and Practic. London: Palgrave Macmillan.
- Reilly, Robert F. (2000). *The Handbook of Advanced Business Valuation*. New York: McGraw-Hill Professional.
- Rodoni, Ahmad dan Muhammad Anwar Fathoni. (2019). *Manajemen Investasi Syariah*. Jakarta: Salemba Diniyah.
- Ruozi, Roberto dan Pierpaolo Ferrari. (2013). *Liquidity Risk Management in Banks: Economic and Regulatory Issues*. New York: Springer.
- Salusi, Ali Ahmad. (2002). *Mausû'ah Al-Qadhâyâ Al-Fiqhiyyah Al-Mu'âshirah wa Al-Iqtishâd Al-Islâmî*. Qatar: Dar Al-Tsaqafah.
- Sandler, Martin W. (2021). *Picturing A Nation: The Great Depression's Finest Photographers Introduce America to It Self*. Somerville: Candlewick Pres.
- Sandwick, John A. et.al. (2021). *A Guide to Islamic Asset Management: Portfolio Investing with Sharia, Studies in Islamic Finance, Accounting and Governance*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Sharifzadeh, Mohammad. (2010). *An Empirical and Theoretical Analysis of Capital Asset Pricing Model*. Florida: Boca Raton.
- Siddaiah, Thummuluri. (2010). *International Finance Management*. India: Dorling Kindersley.
- Siregar, Syofian. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif*. Jakarta: Kencana.
- Soemitra, Andri. (2014). *Masa Depan Pasar Modal Syariah Di Indonesia*. Jakarta: Kencana.
- Soemitra, Andri. (2014). *Masa Depan Pasar Modal Syariah Di Indonesia*. Jakarta: Kencana.
- Sriyana, Jaka. (2014). *Metode Regresi Data Panel*. Yogyakarta: Ekosiana.
- Sugiyono. (2016). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, R&D*. Bandung: IKAPI.

- Sundareshan, Suresh. (2009). *Fixed Income Markets and Their Derivatives*. USA: Academic Press.
- Syabib, Darid Kamil Alu. *Idârah Al-Istitsmârât: Tahlîl Al-Istitsmârât , Al-Aswâq Al-Mâliyyah, Al-Muhâfadz Al-Istitsmâriyyah*. Yordania: Universitas Az-Zaitunah.
- Syaikhah, Muhammad Ghoyats. *Al-Istitsmâr: Al-Mabâdi', Al-Adawât, Al-Mukhâthir Wa Al-Taqyîm*.
- Tandelilin, Eduardus. (2017). *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: PT Kanisius.
- Teall, John L. (1999). *Financial Market Analytics*. London: Qourum Boos.
- Tian, Alexander. (2021). *Pasar Modal Syariah: Mengenal dan Memahami Ruang Lingkup Pasar Modal Islam di Indonesia*. Yogyakarta: CV Andi Offset.
- Wagner, Gernot dan Martin L. Weitzman, (2015). *Climate Shock: The Economic Consequences of A Hotter Planet*. New Jersey: Princeton University Press.
- Weigand, Robert A. (2014). *Applied Equity Analysis and Portfolio Management: Tools to Analyze and Manage Your Stock Portfolio*. New Jersey: Wiley.
- Widarjono, Agus. (2013). *Ekonometrika: Pengantar dan aplikasinya*. Jakarta: Ekonosia.
- Wilson, A. N. (2008). *Our Times: The Age of Elizabeth II*. New York: Hutchinson.
- Young, William H. dan Nancy K. Young. (2007). *The Great Depression in America: A Cultural Encyclopedia*, vol. 1: A-M. London: Greenwood Press, 2007.
- Visconnti, Roberto Moro. (2022). *Augmented Corporate Valuation From Digital Networking to ESG Compliance*. Milan: Springer.
- Vogel, Frank E. dan Samuel L. Hayes. (1998). *Islamic Law and Finance: Religious, Risk, and Return*. The Hague: Kluwer Law Intenational.
- Zabin, Soleh Ibn. (2008). *Hukm Al-Iktitâb Aw Al-Mutâjirah Fi Asham As-Syarikât Al-Mukhtathah*. Riyadh: Maktabah Al-Abikan.
- Zulfikar. (2016). *Pengantar Pasar Modal dengan Pendekatan Statistika*. Yogyakarta: Deepublish.

B. Jurnal Ilmiah, Makalah Seminar/Konferensi/Laporan/Skirpsi, Tesis, dan Disertasi

- “Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI),” 12 Maret 2022, <https://aaoifi.com/?lang=en>.
- Akguc, Serkan dan Naseem Al-Rahahleh. (2018). “Effect of Shariah Compliance on Operating Performance: Evidence from GCC Countries,” *Emerging Markets Finance and Trade*.
- Amarkhil, Dawlat Khan. et.al. (2021). “Effect of Exchange Rate on Stock Return.” *JournalNX- A Multidisciplinary Peer Reviewed Journal*. Vol 7.
- Ansari, Valeed Ahmad dan Shariq Nisar. (2021). “Islamic Finance and Circular Economy: Connecting Impact and Value Creation,” dalam *ESG Analysis and Shariah Screening: Mutual Learnings for a Better Investment Climate*. Singapore: Springer.

- Bhutta, Nousheen Tariq. et.al. (2020). "Does Islamic Capital Asset Pricing Model Outperform Conventional Capital Asset Pricing Model?" dalam *Decision Making in Social Sciences: Between Traditions and Innovations*.
- Bitra Suyatna, 2023, "UU PPSK: Penguatan Usaha Jasa Pembiayaan dan LKM serta Perlindungan Masyarakat," pada *Macroeconomics and Finance (MAFIN) Talks*, "Pengembangan Lembaga Keuangan Mikro: Studi Empiris dan Dukungan Kebijakan," Badan Riset dan Inovasi Nasional (BRIN). Pusat Kebijakan Sektor Keuangan, BFK, Kemenkeu RI.
- Chandra, Teddy. et.al. (2019). "The Effect of Capital Structure on Profitability and Stock Returns Empirical Analysis of Firms Listed in Kompas 100." *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*. Vol. 12 No. 2.
- Chen, Wei-Peng. et.al. (2010). "Portfolio Optimization Models and Mean-Variance Spanning Tests," dalam *Handbook of Quantitative Finance and Risk Management Vol. I*. New York: Springer.
- Collins, Bruce dan Frank J. Fabozzi. (2008). "OTC Equity Derivatives," dalam *Handbook of Finance: Financial Market and Instrumens*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- "Ekonomi Indonesia Triwulan II 2021 Tumbuh 7,07 Persen (y-on-y)," Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Triwulan II-2021 No. 60/08/Th. XXIV (Badan Pusat Statistik, Agustus 2021), <https://www.bps.go.id/pressrelease/2021/08/05/1813/ekonomi-indonesia-triwulan-ii-2021-tumbuh-7-07-persen--y-on-y-.html>.
- El-Ghamal, Mahmoud Amin. (2001). "Global Strategis for Islamic Finance." Kuala Lumpur Talk.
- Elhini, Maha dan Yara Mourad. (2022). "The Relationship Between Knowledge-Based Economies and Economic Growth: An Empirical Analysis on The Asia-Pacific Region 2011–2018," *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, 15, No. 02.
- Elfaki, Khalid Eltayeb. et.al. (2021). "The Impact of Industrialization, Trade Openness, Financial Development, and Energy Consumption on Economic Growth in Indonesia," *MDPI Stays Neutral With Regard to Jurisdictional Claims in Published Maps and Institutional Affiliations.*, *Economics* 9, No. 174.
- Fabozzi, Frank J. et.al. (2006). *Financial Modeling of the Equity Market: From CAPM to Cointegration*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- "Fatwa dan Landasan Hukum Pasar Modal Syariah," 2 April 2022, <https://www.idx.co.id/idx-syariah/fatwa-regulasi/>; "Masterplan Pasar Modal dan Industri Keuangan Nonbank 2010-2014" (Bapepam dan LK, t.t.).
- "Fatwa dan Landasan Hukum Pasar Modal Syariah," 2 April 2022, <https://www.idx.co.id/idx-syariah/fatwa-regulasi/>.
- French, Craig W. (2003). "The Treynor Capital Asset Pricing Model" 01, No. 02.
- "Governance Standard for Islamic Finance Institutions No. 9 Shariah Compliance Function," GSIFI 9 Shari'ah Compliance Function (AAOIFI, t.t.).

- Gu, Guangtong. et.al. (2022). "Time-Varying Influence of Interest Rates on Stock Returns: Evidence From China." *Economic Research-Ekonomska*. Vol. 35, No. 1.
- Habib, Farrukh. (2017). "Toward a Robust Sharia Screening Criterion for Stock," dalam *Developments in Islamic Finance Challenges and Initiatives*, Palgrave CIBFR Studies in Islamic Finance. Malaysia: Palgrave.
- Hadad, Muliaman D. dkk. "Indeks saham Perbankan," *Biro Stabilitas Sistem Keuangan, Direktorat Penelitian dan Pengaturan Perbankan, Bank Indonesia (BI)*.
- Hakim, Shabir Ahmad. et.al. (2016). "Capital Asset Pricing Model and Pricing of Islamic Financial Instruments," *Journal of King Abdul Aziz University, Islamic Economics* 29, No. 1.
- Hanif, Muhammad. et.al. (2019). "Risk and Returns in Shariah Compliant Cross Section Stocks: Evidence From an Emerging Market," *Emerald Publishing Limited, Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10, No. 5.
- Hazny, Mohamad Hafiz. et.al. (2020). "Mathematical Modelling of a Shariah Compliant Capital Asset Pricing Model," *Emerald, Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11, No. 01.
- Hanif, Muhammad. (2011). "Risk and Return Under Shariah Framework: An Attempt to Develop Sharia," *Pakistan Journal of Commerce and Social*, 5, No. 2.
- Hazny, Mohamad Hafiz. et.al. (2020). "Mathematical Modelling of a Shariah Compliant Capital Asset Pricing Model," *Emerald, Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11, No. 01.
- Ho, Catherine S.F. dan Nor Erna Nabila Mohd-Raff. (2019). "External and Internal Determinants of Performances of Shariah and Non-Shariah Compliant Firms," *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 12, No. 2.
- Ho, Catherine S.F. (2015). "International Comparison of Shari'ah Compliance Screening Standards," *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 8, No. 2.
- Huang, Taiyan. (2020). "Scientific Understanding of The Fundamentals of China's Economic Development," *Emerald Publishing Limited, China Political Economy*, 03, No. 02 (2020)
- Jack, Treynor. (1961). "Toward a Theory of Market Value of Risky Assets."
- Jack, Treynor. (1961). "Market Value, Time, and Risk."
- Katper, Naveeda K. et.al. (2018). "Analysing the Impact of Managerial Ownership on the Performance of Shariah Compliant Firms in Pakistan," *Canadian Center of Science and Education, International Business Research*, 11, No. 11.
- Khattak, Mudeer Ahmed. et.al. (2020). "Sustainability Disclosures and Financial Performance: Shariah Compliant VS Non-Shariah Compliant Indonesian Firms," *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 6, No. 4.
- Kisman, Zainul dan Shintabelle Restiyanita M. (2015). "The Validity of Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Arbitrage Pricing Theory (APT) in

- Predicting the Return of Stocks in Indonesia Stock Exchange 2008-2010,” *American Journal of Economics, Finance and Management*, Vol. 1, No. 3.
- Laldin, Mohamad Akram dan Hafas Furqani. (2020). “Case Studies of Shariah Governance in Practice,” dalam *The Edinburgh Companion to Shariah Governance in Islamic Finance*, Malaysia. Edinburgh: Edinburgh University Press.
- Leon, Angel. et.al. (2007). “The Relationship Between Risk and Expected Return in Europe,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, No. 2.
- Lintner, John. (1965). “The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets,” *The Review of Economics and Statistics*, 47.
- Lynch, Peter. (2019). “Single-Factor Model and Portfolio Management,” dalam *Risk-Return Relationship and Portfolio Management*. New Delhi: Springer.
- Mancemaroj, Panutat. et.al. (2021). “Appropriate Expected Return and the Relationship with Risk,” *Global Business Review*, Vol. 22, No. 4.
- “Market Update Pasar Modal Syariah Indonesia Periode Januari-Juni 2021,” Otoritas Jasa Keuangan, Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia (Pasar Modal Syariah, 2021).
- Markowitz, Harry. (1952). “Portofolio Selection,” *The Journal of Finance*, 07, No. 01.
- Markowitz, Harry. (1991). “Foundations of Portfolio Theory,” *American Finance Association, The Journal of Finance*, 46, No. 02.
- Markowitz, Harry. “Market Efficiency: A Theoretical Distinction and So What?” *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, No. 5.
- Masri, Hatem. (2017). “A Shariah Compliant Portfolio Selection Model,” The Operational Research Society.
- Nofrianto. (2021). “Implementasi Syariah Compliant Pada Saham Syariah Bursa Efek Indonesia” (Disertasi, Sekolah Pascasarjana Universitas Islam Negeri (UIN) Syarif Hidayatullah Jakarta).
- Nofrianto. (2014). “Aspek Syariah Non Compliance pada Mekanisme Transaksi Saham Syariah Jakarta Islamic Index (JII) Bursa Efek Indonesia” 13, No. 01.
- Park, Dojoon. et.al. (2017). “Estimating the Risk-Return Relation in the Korean Stock Market”, *Journal of Derivatives and Quantitative Studies*, Vol. 25 No. 1.
- Patin, Jeanne-Claire. et.al. (2020). “Impact of Total Asset Turnover Ratios on Equity Returns: Dynamic Panel Data Analyses.” *Journal of Accounting, Business, and Management (JABM)*. Vol. 27, No. 1.
- “Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 35 /POJK.04/2017 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah,” Efek dan Kriteria Efek Syariah, 2017, <https://www.ojk.go.id/id/regulasi/Pages/Kriteria-dan-Penerbitan-Daftar-Efek-Syariah-.aspx>.

- Prasetyowati, Riris Aishah dan Muhammad Said. "Zakah Economic Concept in the Determination of Pricing on Islamic Banking Products," *International Journal of Supply Chain Management*, Vol. 6, No. 4.
- Rahman, Aisyah Abdul. (2010). "Three Facto CAPM Risk Exposures: Some Evidence From Malaysia Commercial Banks," *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 06, No. 01.
- Roll, Richard. (1998). "Performance Evaluation and Benchmark Errors: True Portfolio Management Ability is Not Indicateed if the Measured Performance is Due to the Benchmark's Own Error," dalam *The Journal of Portfolio Management*. New Jersey: Princeton University Press.
- Rusmita, S.A. et.al. (2020). "Dynamics Relationship Between The Composite and Islamic Index in The Capital Market of Indonesia," dalam *Advances in Business, Management, and Entrepreneurship*. London: Taylor and Francis Group.
- Sadaf, Rabeca dan Sumera Andleeb. (2014). "Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM)," *American Research Institute for Policy Development*, Journal of Islamic Banking and Finance, 02, No. 01.
- Sahabuddin, Mohammad. et.al. (2018) "The Co-Movement Between Shariah Compliant and Sectorial Stock Indexes Performance in Bursa Malaysia," *AESS*, Asian Economic and Financial Review, 8, No. 4.
- Salem, Tarek H. (2008). "An Islamic Capital Asset Pricing Model," *Emerald, Humanomics*, 24, No 02.
- Selim, Tarek H. (2008). "An Islamic Capital Asset Pricing Model," *Emerald, Humanomics*, 24, No. 02.
- Shaikh, Salman Ahmed. et.al. (2019). "Cross Section of Stock Returns on Shariah Compliant Stock: Evidence from Pakistan," *Emerald, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 12, No. 01.
- Shaikh, Salman Ahmed. et.al. (2019). "Shari'ah Compliance Governance for Islamic Investments and Their Effects on Performance," *Emerald Publishing Limited*, Research in Corporate and Shari'ah Governance in the Muslim World: Theory and Practice.
- Sharpe, William F. (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," *The Journal of Finance*, 19, No. 03.
- Sherif, Mohamed dan Devi Lusyana. (2017). "Shariah Compliant Investments and Stock Returns: Evidence from the Indonesian Stock Market," *Emerald Insight*, Journal of Islamic Accounting and Business Research, 8, No. 2.
- Simlai, Prodosh E. "Structural Innovation In State Variables And Expected Stock Returns." *Managerial Finance*, Vol. 48 No. 2.
- Soemitra, Andri. (2021). "The Policy Responses towards Contemporary Islamic Capital Market in Indonesia: The Dynamics and Challenges," *Ekonomika Syariah: Journal of Economic Studies* 5, No. 1.
- Subekti, R. et.al. (2020). "Modified Capital Asset Pricing Model (CAPM) Into Sharia Framework." *Journal of Physics: Conference Series* 1581 012021.
- Sungmin Han. (2017). "Contributions of Public Investment to Economic Growth and Productivity," *KDI Journal of Economic Policy*, 39, No. 04.

- Tajuddin, Ahmad Hakimi. et.al. (2019). "Shariah Compliant Status and Investors Demand for IPOs: The Effects of Information Asymmetry," *Emerald Publishing Limited, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 12, No. 4.
- Tariq, Al-Rifai. Karen Hunt-Ahmed (Ed). (2013). "The Evolution of Shariah Compliant Indexes and Why They Outperform Conventional Indexes over the Long Term" dalam *Contemporary Islamic Finance: Innovations, Applications, and Best Practices, Kolb Series in Finance Essential Perspectives*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Wafi, F. M. dan A. F. Suwanan. (2023). "The Role of the National Sharia Economic and Finance Commission (KNEKS) in Improving Financial Literacy and Investment in the Sharia Capital Market," dalam *Reinforcement of the Halal Industry for Global Integration Revival*. New York: Routledge.
- West, Graeme. (2004). "An Introduction to Modern Portfolio Theory: Markowitz, CAPM, APT, and Black-Litterman," dalam *Financial Modelling Agency*. Johannesburg: CAM Dept, University of the Witwatersrand.
- Yaakub, Nurwahida. (2019). "Performance of Initial Public Offerings (IPOs): The Case of Shariah Compliant Companies," *Islamic Economic Studies* 27, No. 1.
- Yusof, Rosylin Mohd. dan Mejda Bahlous. (2013). "Islamic Banking and Economic Growth in GCC & East Asia Countries A Panel Cointegration Analysis." *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. Vol. 4, No. 2.

C. Majalah dan Surat Kabar

- Bank Indonesia. "Peraturan Bank Indonesia Nomor 10/11/PBI tanggal 31 Maret 2008 tentang Sertifikat Bank Indonesia Syariah." https://www.bi.go.id/id/publikasi/peraturan/Pages/pbi_101108.aspx. Diakses pada 25 November 2023, 14.00 WIB.
- CEIC Data, "Indonesia Tabungan Bruto 2010-2023," <https://www.ceicdata.com/id/indicator/indonesia/gross-savings-rate>. Diakses pada 27 November 2023, 17.00 WIB.
- "Daftar Saham" (PT Bursa Efek Indonesia, 18 Juli 2022), <https://www.idx.co.id/data-pasar/data-saham/daftar-saham/>. Diakses pada 20 Oktober 2023, 10.00 WIB.
- "Data Produk Daftar Efek Syariah" *Otoritas Jasa Keuangan*, <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/daftar-efek-syariah/default.aspx>. Diakses pada 25 November 2023, 14.00 WIB.
- "Indeks Saham Syariah," 29 Maret 2022, <https://www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/>. Diakses pada 25 November 2023, 14.00 WIB.
- "Islamic Finance and the Role of the IMF" (International Monetary Fund, Februari 2017), <https://www.imf.org/external/themes/islamicfinance/>. Diakses pada 20 November 2023, 10.00 WIB.

- “Islamic Finance” (The World Bank, 31 Maret 2015), <https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/islamic-finance>. Diakses pada 20 November 2023, 10.00 WIB.
- “Islamic Finance Development Report 2021” (Refinitiv, 7 Maret 2022), <https://www.refinitiv.com/en/resources/special-report/islamic-finance-development-report>. Diakses pada 20 November 2023, 10.00 WIB.
- “Sharia Stocks.” <https://idxislamic.idx.co.id/en/islamic-capital-market-education/sharia-stocks/>. Diakses pada 25 November 2023, 14.00 WIB.
- “Statistik Pasar Modal Indonesia”; “Ekonomi Indonesia 2020 Turun sebesar 2,07 Persen (c-to-c),” Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Triwulan IV-2020 No. 13/02/Th. XXIV (Badan Pusat Statistik, 5 Februari 2021), <https://www.bps.go.id/pressrelease/2021/02/05/1811/ekonomi-indonesia-2020-turun-sebesar-2-07-persen--c-to-c-.html>. Diakses pada 25 November 2023, 14.00 WIB.
- “The Inaugural Royal Award for Islamic Finance Impact Challenge Prize 2022” (The World Bank, 26 Januari 2022), <https://www.worldbank.org/en/country/malaysia/brief/the-inaugural-royal-award-for-islamic-finance-impact-challenge-prize-2022>. Diakses pada 05 Desember 2023, 11.00 WIB.
- “The Report Indonesia 2017,” Economy Banking Real Estate Transpost (Oxford Business Group, 2017), www.oxfordbusinessgroup.com. Diakses pada 21 Desember 2023, 12.00 WIB.
- “WHO Director General’s Opening Remarks at the Media Briefing on COVID-19 11 March 2020” (World Health Organization, 11 Maret 2020), <https://www.who.int/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020>. Diakses pada 02 November 2023, 17.30 WIB.