

**SHARIA CAPITAL ASSET PRICING MODEL (SCPAM)
DALAM INSTRUMEN KEUANGAN ISLAM**

Khoirunnisa Rochmah

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Swastamandiri Surakarta

Abstrak

Berdasarkan Al-Qur'an tujuan utama dari penciptaan manusia tidak lain ialah untuk beribadah kepada Allah, termasuk didalamnya aktivitas investasi. Didalam Al-Qur'an manusia juga diperintahkan untuk investasi dan dilarang melakukan penimbunan harta. Investasi menurut Islam merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi, harta atau aset yang dimiliki oleh seseorang menjadi produktif sehingga mampu mendatangkan manfaat bagi dirinya dan orang lain, dengan syarat penerapannya berpedoman pada prinsip-prinsip syariah. Untuk itu diperlukan suatu model yang sesuai dengan syariah untuk menghitung tingkat return dalam investasi tersebut. Metode estimasi *return Sharia Capital Assets Pricing Model* (SCAPM) merupakan salah satu metode yang dapat diaplikasikan untuk menguji estimasi perhitungan return dalam instrument keuangan islam.

Kata Kunci: SCAPM, investasi, metode

Latar Belakang

Investasi menurut Islam merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi, aset yang dimiliki oleh seseorang menjadi produktif sehingga mampu mendatangkan manfaat bagi dirinya dan orang lain, dengan syarat penerapannya berpedoman pada prinsip syariah. (Mohammad Farhan Qudratullah, 2013) Berkaitan dengan hal tersebut, seorang muslim dalam berinvestasi hendaknya memperhatikan batasan dan perintah agama yang sudah diatur dalam syariat islam, salah satunya ialah tidak menginvestasikan hartanya dengan cara riba, seperti yang tercantum dalam Al-Quran yang artinya; *"Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan riba dengan berlipatganda dan bertakwalah kamu kepada Allah supaya kamu mendapat keberuntungan."* (QS. Ali-Imron:30). *"Wahai orang-orang beriman! Bertakwalah pada Allah dan tinggalkan sisa riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman. Jika kamu tidak melaksanakannya, maka umumkanlah perang dari Allah dan Rosul-Nya. Tetapi jika kamu bertaubat maka kamu*

berhak atas pokok hartamu. Kamu tidak berbuat zalim (merugikan) dan tidak dizalimi (dirugikan)" (QS. Al-Baqarah: 2:278-279).

Dalam investasi, terdapat 2 (dua) hal mendasar yang selalu menyertai suatu investasi saham syariah. yaitu tingkat keuntungan (*return*) dan risiko (*risk*). Return dan risiko mempunyai hubungan linear (Fahmi, Hadi, 2009), yaitu jika risiko tinggi maka return juga akan tinggi, atau sebaliknya jika return rendah maka risikonya juga akan rendah. Investasi saham pada pasar modal merupakan investasi yang memiliki risiko tinggi tetapi memiliki tingkat keuntungan yang tinggi pula (*high risk-high return*). Jika tidak berhati hati, investasi di bursa saham memungkinkan terjadinya kebangkrutan suatu perusahaan, sehingga untuk mencegah masalah tersebut perlu adanya manajemen risiko (Qudratullah, 2013).

Terdapat beberapa 4 (empat) cara mengelola risiko, yaitu menerima risiko, menghindari risiko, mengendalikan risiko, dan mengalihkan risiko (Baturapan. 2000). Mengendalikan risiko merupakan suatu usaha menangani risiko dengan

mengurangi kemungkinan dampak kerugian yang lebih besar (Qudratullah, 2013). Pendapat Markowitz tahun 1952 yang dikutip oleh Sadaf dan Andlep dalam karyanya dengan judul *Islamic Capital Assets Pricing Model (ICAPM)* tahun 2014 menyatakan bahwa seorang investor selalu menolak resiko yang berarti dia ingin memaksimalkan kekayaannya dengan meminimalkan resiko. Jadi, seorang investor tidak akan meletakkan kekayaannya dalam satu keranjang dan akan lebih suka untuk membagi variasi resiko dengan memilih sekelompok saham (portofolio) yang mana dapat meningkatkan pendapatannya dengan mengurangi risiko.

CAPM adalah alat yang digunakan untuk menentukan sebuah teori yang tepat pada rate yang akan diperoleh atas pengembalian atas suatu asset. Investasi dapat dijadikan sebuah portofolio, resiko yang tidak tersistematis dari sebuah investasi diasumsikan nol karena sekuritas tersebut termasuk dalam portofolio yang menganekaragamakan risiko. CAPM telah dikembangkan oleh Jack Treynor (1961, 1962), William Sharpe (1964), John Lintner (1965 a, b) (sadaf

& andleeb, 2014). CAPM adalah model *asset pricing* yang paling umum digunakan untuk memprediksi *return* dan mengetahui *return* pada tingkat *return* tertentu dan menjadi model regresi yang paling sering digunakan karena proses penerapan yang sederhana dan mudah. CAPM menjelaskan bahwa *return* adalah fungsi linear dari *risk free rate* ditambah *beta* yang dikalikan dengan *risk premium*, dengan *beta* merupakan variable yang menghitung risiko sistematis (Qudratullah, 2013).

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menguji apakah CAPM yang sesuai dengan syariat bisa diterapkan atau tidak dengan menghilangkan aspek *risk free rate* dan menggantinya *risk rate* dengan *rate* sukuk. Dan berdasarkan latar belakang diatas, maka penelitian ini disusun dengan judul "*SHARIA CAPITAL ASSET PRICING MODEL (SCAPM) DALAM INSTRUMEN KEUANGAN ISLAM*".

Tinjauan Pustaka

Investasi

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber dayalainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan untuk memperoleh

keuntungan di masa yang akan datang (Tandelilin, 2010). Investasi pada dasarnya dilakukan dengan maksud mengharapkan sejumlah keuntungan di masa datang dengan menanam modal di masa sekarang. Investasi merupakan penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu (Jogiyanto, 2012).

Saham

Menurut Surat Keputusan Kementerian Keuangan RI No, 1548/KMK/K 013/1990 saham merupakan hak kepemilikan atas suatu perusahaan atau bisa juga disebut sebagai penyertaan modal dalam kepemilikan Perseroan Terbatas. Secara umum, saham dibedakan menjadi dua macam, saham biasa dan saham preference. Saham biasa biasa dikenal sebagai sekuritas penyertaan atau sekuritas ekuitas yang menunjukkan bagian kepemilikan di suatu perusahaan. Masing-masing lembar saham bisa mewakili satu suara tentang segala hal dalam.pengurusan perusahaan dan menggunakan suara tersebut dalam rapat tahunan perusahaan dan pembagian keuntungan (Bodie, 2005). Saham preference

adalah jenis saham memiliki sifat gabungan antara saham biasa dan obligasi.

Beta (Resiko Sistematis)

Bagian dari risiko sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio disebut dengan Risiko Sistematis (Jogiyanto, 2014). Apabila risiko sistematis muncul dan terjadi, maka semua jenis saham akan terkena dampaknya sehingga investasi dalam 1 jenis saham atau lebih tidak dapat mengurangi kerugian (Samsul, 2006). Berdasarkan pengertian di atas maka dapat diketahui bahwa Risiko Sistematis adalah risiko yang melekat pada suatu sekuritas yang timbul karena faktor makro atau kejadian diluar perusahaan dan tidak bisa didiversifikasi. Oleh karena itu, Risiko Sistematis harus diperhatikan oleh investor karena tidak akan hilang meskipun telah dibentuk suatu portofolio.

Return

Hal mendasar dalam keputusan investasi adalah tingkat keuntungan yang diharapkan (*return*) dan resiko (Tandelilin, 2010), *Return* adalah hasil (tingkat pengembalian) yang diperoleh sebagai akibat dari investasi yang

dilakukan. Ada beberapa jenis *return* yang biasa digunakan dalam perhitungan resiko, yaitu *simple net return* (r_t) dan geometrik reurn atau log return (R_t).

Capital Asset Pricing Model

CAPM adalah alat yang digunakan untuk menentukan sebuah teori yang tepat pada *rate* yang akan diperoleh atas pengembalian atas suatu *asset*. Investasi dapat dijadikan sebuah portofolio, resiko yang tidak tersistematis dari sebuah investasi diasumsikan nol karena sekuritas tersebut termasuk dalam portofolio yang menganeekaragamkan resiko. CAPM telah dikembangkan oleh Jack Treynor (1961, 1962), William Sharpe (1964), John Lintner (1965 a, b) (sadaf & andleeb, 2014). CAPM adalah model *asset pricing* yang paling umum digunakan untuk memprediksi *return* dan mengetahui resiko pada tingkat *return* tertentu dan menjadi model regresi yang paling sering digunakan karena proses penerapan yang sederhana dan mudah. CAPM menjelaskan bahwa *return* adalah fungsi linear dari *risk free rate* ditambah beta yang dikalikan dengan *risk premium*, dengan *beta* merupakan

variable yang mengitung resiko sistematis (Qudratullah, 2013).

Pasar Modal Syariah di Indonesia

Dalam rangka mengembangkan pasar modal syariah dan dengan memperhatikan potensi yang begitu besar, PT Bursa Efek Jakarta bersama dengan PT Danareksa *Investment Management* (DIM) telah meluncurkan index saham yang dibuat berdasarkan Syariah Islam. yaitu *Jakarta Islamic Index* (Tatang. 2011). Saham syariah yang menjadi konstituen JII terdiri dari 30 saham yang merupakan saham-saham syariah paling likuid dan memiliki kapitalisasi pasar yang besar. BEI melakukan review JII setiap 6 bulan. yang disesuaikan dengan periode penerbitan DES oleh Bapepam & LK. Setelah dilakukan penyeleksian saham syariah oleh Bapepam & LR yang dituangkan ke dalam DES, BEI melakukan proses seleksi lanjutan yang didasarkan kepada kinerja perdagangannya (www.idx.co.id).

Capital Asset Pricing Model dalam Instrumen Keuangan Islam

Cyril dan Ri' fat, (1987) beranggapan bahwa model SCAPM harus terbebas dari *risk free rate*, karena menurut prinsip syariah tidak ada

investasi atau keuntungan tanpa risiko. Mereka mengubah *risk free asset* dengan presentase zakat, yaitu 2,56%. Hal ini berdasarkan pada hukum syariat yang mewajibkan seorang muslim untuk membayar zakat.

Hanif, (2011) mengemukakan pandangan bahwa inflasi dapat digunakan sebagai variabel atau pilihan sebagai pengganti *risk free* karena inflasi dapat dijadikan tolak ukur untuk melakukan investasi tanpa tergantung dengan risiko. Dasar pandangan tersebut adalah variabel *risk free* yang selama ini digunakan menggunakan *rate* surat berharga (Indonesia menggunakan SBI *rate*), sedangkan *rate* surat berharga itu sendiri mengacu pada inflasi. Sehingga, variabel R_f sendiri terdiri dari dua komponen yaitu *Real* dan *Inflation charge*. Karena nilai riil dari R_f tersebut mencerminkan *time value of money*, maka penggunaannya dilarang secara syariah, sedangkan belum ada pelarangan atas penggunaan *inflation charge* sehingga variabel tersebut dapat digunakan dalam memprediksi return atas investasi.

Review Penelitian Terdahulu

Berbagai macam penelitian, pengaplikasian, ataupun untuk

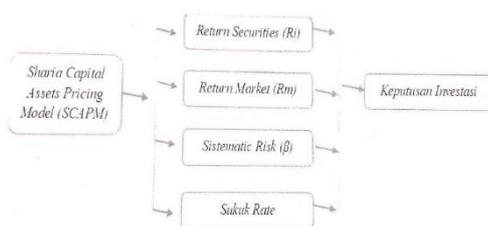
pengembangan CAPM dilakukan dengan tujuan untuk menentukan tingkat return sekuritas yang sudah banyak dilakukan sebelumnya. Aldarmi et al, (2015) mengaplikasikan dua model estimasi *return* yaitu model fama et al (1993) dan CAPM yang mengambil sampel di Bursa Efek Saudi Arabia. Dalam penelitiannya, hasilnya menunjukkan bahwa model fama et al (1993) lebih bisa menjelaskan tentang perubahan dalam *return* saham jika dibandingkan dengan CAPM. Kedua model tersebut juga bisa memberikan bukti tentang kemampuan model dalam memprediksi return pasar. Akan tetapi model Fama et al (1993) kurang bisa memberikan yang jelas tentang *size and book to market return*.

Hakim et al, (2016) meneliti tentang penerapan CAPM pada *instrument* keuangan islam dengan menggunakan data di Bursa Efek Malaysia. Dalam penelitiannya, Hakim et al memformulasikan model CAPM yang berbasis syariah dengan mengganti parameter *risk free rate* dengan *treasury bill* dan menggunakan nilai *yield* dari sukuk sebagai parameter *zero beta*. Hal ini dilakukan untuk menghilangkan unsur riba dalam

formulasi CAPM konvensional. Hasil menunjukkan bahwa CAPM yang berbasis syariah bisa digunakan untuk memprediksi return sekuritas sebagaimana CAPM konvensional.

Raei et al, (2011) mengembangkan dan melakukan modifikasi model CAPM standard menjadi beberapa model. Hasil penelitian menunjukkan bahwa CAPM modifikasi menunjukkan interpretasi yang lebih baik tentang kondisi pasar dalam satuan unit ekonomi dan struktur portofolio. Penelitian juga menunjukkan adanya modifikasi model CAPM lebih didasarkan pada kelebihan dan kelemahan model CAPM bagi manajer keuangan, analisis keuangan dan investor.

Kerangka Pemikiran



Metode Penelitian

Dalam penelitian ini, sumber data yang digunakan adalah data sekunder time series bulanan, yaitu sebagai berikut:

1. Daftar saham yang tergabung dalam JII periode Januari 2013 Desember

2015, diperoleh dari website www.idx.co.id.

2. Data bulanan harga penutupan (*closing price*) saham-saham syariah yang konsisten terdaftar dalam JII periode Januari 2013 Desember 2015, diperoleh dari website www.idx.co.id.
3. Data bulanan JII periode Januari 2013- Desember 2015 Data diperoleh dari website www.idx.co.id.
4. Data bulanan rate Sukuk Indonesia dari periode Januari 2013Desember 2013 yang diperoleh dari website www.ibpa.co.id

Data dan sample dari penelitian ini berdasarkan publikasi perusahaan *go public* yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode pengamatan 2013-2015. Penelitian ini mengambil sampel perusahaan yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) dengan menggunakan metode purposive sampling, yaitu memilih sampel dengan kriteria sebagai berikut, (Fama and French, 1993):

1. Perusahaan dengan nilai ekuitas positif.
2. Data yang diperlukan tersedia minimal 3 tahun berturut-turut aktif di *Jakarta Islamic Index* (JII) selama enam periode berturut-turut.

Variabel

Variabel dependen

Variabel dependen dari penelitian ini adalah *return* portofolio saham dari semua perusahaan sampel dan *yield* dari sukuk.

Variabel Independen

CAPM merupakan *factor* tunggal untk menentukan *return* dan risiko sekuritas dengan menggunakan *return* portofolio pasar (Hakim, et al, 2016)

- a) Persamaan SCAPM(Z) menggunakan variable independen yaitu selisih *return* Jakarta Islamic Index (J) dan *return* sukuk
- b) Persamaan SCAPM(C) menggunakan variabel independen yaitu *Actual* JII

Analisis Data

- 1) Menghitung *Expected Return* dan Risiko Saham JII dengan metode SCAPM.

Dengan menggunakan metode CAPM, maka *expected return* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Kamarudin, 2004):

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

Dimana: $E(R_i)$	= <i>Return</i> harapan aset ke-i
$E(R_m)$	= <i>Return</i> harapan portofolio pasar
R_f	= Tingkat <i>rate</i> sukuk di Indonesia
$[E(R_m) - R_f]$	= Premi risiko pasar
β_i	= Risiko aset ke-i

Variabel yang berkaitan dengan rumus CAPM di atas adalah:

- a. *Actual Return* Saham JII Terpilih (R_i)

Menentukan *return* saham bulanan individu (R_i) dengan rumus (Jogiyanto, 2014: 237) sebagai berikut:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Dimana: R_i	= <i>return</i> saham bulanan JII terpilih
P_t	= harga saham bulanan pada waktu t
P_{t-1}	= harga saham bulanan pada waktu sebelumnya
D_t	= dividen bulanan pada waktu t

Kemudian untuk mencari *actual return* $E(R_i)$ yaitu dengan mencari rata-rata *return* saham dari sebuah sekuritas.

- b. *Market Return* (R_m)

Pendapatan pasar (*market return*) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$R_m = \frac{JII_t - JII_{t-1}}{JII_{t-1}}$$

Dimana: R_m	= <i>market return</i>
JII_t	= Jakarta Islamic Index pada akhir periode t
JII_{t-1}	= Jakarta Islamic Index pada periode sebelumnya

Sedangkan *expected market return* $E(R_m)$ merupakan tingkat *return* rata-rata pasar modal dalam periode tertentu, yang dinilai dari rata-rata Indeks harga saham JII.

- c. *Return Bebas Risiko* (R_f)

Menghitung tingkat pengembalian bebas risiko melalui *rate* sukuk bulanan.

- d. *Beta* (β)

Beta merupakan suatu pengukuran volalitas *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar. Dengan demikian, beta merupakan pengukuran risiko sistematis dari suatu portofolio atau suatu sekuritas. Beta suatu aset i, dinotasikan dengan β , dapat dinyatakan dengan rumus sebagai berikut (Bodie, 2005):

Uji Kelayakan Model

- a. Uji Keterandalan Model (Uji F)

Nama uji ini disebut sebagai uji F, karena mengikuti mengikuti distribusi F yang kriteria pengujiannya seperti

One Way Anova. Penggunaan *software* SPSS memudahkan penarikan kesimpulan dalam uji ini. Apabila nilai *prob. F* hitung (*output* SPSS ditunjukkan pada kolom *sig.*) lebih kecil dari tingkat kesalahan/*alpha* 0,01 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan bahwa model regresi yang diestimasi layak, sedangkan apabila nilai *prob. F* hitung lebih besar dari tingkat kesalahan/*alpha* 0,01 maka dapat dikatakan bahwa model regresi yang diestimasi tidak layak (Iqbal, 2015).

b. Uji Koefisien Regresi (Uji t)

Pada bagian ini, uji t difokuskan pada parameter slope (koefisien regresi) saja. Jadi uji t yang dimaksud adalah uji koefisien regresi. Seperti uji F yang dimudahkan dengan aplikasi SPSS, maka uji t juga dapat dengan mudah ditarik kesimpulannya. Apabila nilai *prob.t* hitung (*output* SPSS ditunjukkan pada kolom *sig.*) lebih kecil dari tingkat kesalahan/*alpha* 0,01 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan bahwa variabel bebas (dari t hitung tersebut) berpengaruh signifikan terhadap variabel terikatnya, sedangkan apabila nilai *prob. t* hitung lebih besar dari tingkat kesalahan/*alpha* 0,01 maka dapat dikatakan bahwa variabel bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terikatnya (Iqbal, 2015).

Hasil Penelitian Dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

a. Return Saham Perusahaan JII 2013-2015

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data harga

saham penutupan (*closing price*) bulanan saham-saham perusahaan JII pada periode Januari 2013 sampai dengan Desember 2015. *Return saham* (R_i) dihitung dari *return* saham aktual, didapat dari harga penutupan bulan ini (P_t) dikurangi harga penutupan bulan kemarin (P_{t-1}) dibagi dengan harga penutupan bulan kemarin (P_{t-1}).

Tabel 1. Rata-Rata Return Saham Perusahaan JII Tahun 2013-2015

No	Kode	Nama Perusahaan	E(R _i)
2	ADRO	Adaro Energy Tbk	0.022480
3	ADRI	Adriani Tbk	0.021767
4	ASII	Astra International Tbk	-0.001360
5	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	-0.003480
6	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	0.020309
7	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	0.259196
8	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	0.001375
9	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	0.006826
10	KLBF	Kalbe Farma Tbk	0.009429
11	LPKR	Lippo Karawaci Tbk	0.008789
12	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk	-0.000430
13	PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk	-0.007560
14	SMGR	Semen Indonesia Tbk	-0.003980
15	TLKM	Telkom Indonesia Tbk	0.002135
16	UNTR	United Tractors Tbk	0.001243
17	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	0.018807
Rata-rata			0.018427

Sumber : www.idx.co.id Data diolah penulis

Menurut tabel di atas, hasil perhitungan rata-rata *return* saham perbulan dari 17 sampel perusahaan dari tahun 2013 sampai dengan 2015 dapat dilihat bahwa rata-rata secara keseluruhan adalah 0.018427, hal ini berarti mayoritas *return* saham Jakarta *Islamic Index* (JII) per bulan bersifat positif, ini menunjukkan pada periode tahun 2013 2015 kalangan investor merespon positif terhadap saham-saham Jakarta *Islamic Index* (JII). Rata-rata *return* saham per bulan tertinggi adalah saham Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP) yaitu sebesar 0.259196 per bulan, sedangkan rata-rata *return* saham per bulan terendah adalah saham Adaro Energy Tbk

(ADRO) yaitu sebesar -0.02248 per bulan.

b. Return Market

Indeks pasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah indeks pasar Jakarta Islamic Index (JII), data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data harga pada saat penutupan (*closing price*) bulanan periode Januari 2013 sampai dengan Desember 2015.

Tabel *Return Market* (R_m) Tahun 2013-2015

Bulan	2013	2014	2015
Januari	0.02	0.03	0.02
Februari	0.07	0.04	0.02
Maret	0.02	0.02	0.01
April	0.03	0.01	-0.09
Mei	-0.01	0.01	0.05
Juni	-0.02	0.00	-0.06
Juli	-0.06	0.06	-0.02
Agustus	-0.05	0.00	-0.07
September	-0.01	-0.01	-0.07
Oktober	0.05	-0.02	0.05
November	-0.06	0.02	-0.01
Desember	-0.01	0.01	0.04

Sumber : www.idx.co.id. Data diolah penulis

Return market tahun 2014 2015 sangat berfluktuasi, sehingga terdapat *return Jakarta Islamic Index* (JII) yang bernilai negatif yang menunjukkan adanya risiko, seperti *return* yang terdapat pada tahun 2013 di bulan Mei (-0.01), Juni (-0.02). Juli (-0.06), Agustus (-0.05). September (-0.01), November (-0.06) dan Desember (-0.01). Tahun 2014 di bulan September (-0.01) dan October (-0.02). Serta

tahun 2015 di bulan April (-0.09), Juni (-0.06), Juli (-0.02), Agustus (-0.07), September (-0.07), November (-0.01) . Meskipun begitu, kinerja *Jakarta Islamic Index* (JII) masih dianggap baik karena pada tahun 2013 dan 2015 *return* bernilai positif. Sehingga *return* rata-rata *Jakarta Islamic Index* (JII) bernilai positif.

c. Risiko Sistematis SCAPM

Beta merupakan suatu pengukuran volalitas *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar. Dengan demikian, beta merupakan pengukuran risiko sistematis dari suatu portofolio atau suatu sekuritas. (Bodie, 2005). Risiko sistematis atau beta (β) saham, adalah ukuran risiko pasar yang mempengaruhi harga suatu saham. Beta mengukur sampai sejauh mana harga saham turun naik bersamaan dengan turun naiknya harga pasar. Nilai beta dari saham didapatkan dari hasil kovarian antara *return* sekuritas 1 dengan *return* pasar yang dibagi dengan varian *return* pasar. Nilai beta positif menunjukkan bahwa jika terjadi kenaikan *return* pasar maka akan mengakibatkan kenaikan *return* saham. Sebaliknya, jika beta negatif berarti jika terjadi kenaikan *return* pasar maka akan mengakibatkan penurunan *return* saham. Beta saham JII tahun 2014 2016 disajikan pada tabel 4.3 di bawah ini:

Tabel Risiko Sistematis Saham Perusahaan JII Tahun 2013-2015

No	Kode	Nama Perusahaan	Beta(β)
1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk	0.494985
2	ADRO	Adaro Energy Tbk	0.374646
3	AKRA	AKR Corporindo Tbk	0.853835
4	ASII	Astra International Tbk	1.337668
5	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	2.077627
6	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	1.862069
7	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	12.278810
8	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	0.867810
9	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	1.328942
10	KLBF	Kalbe Farma Tbk	1.131325
11	LPKR	Lippo Karawaci Tbk	1.257973
12	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk	0.583188
13	PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk	1.331965
14	SMGR	Semen Indonesia Tbk	1.410343
15	TLKM	Telkom Indonesia Tbk	1.617373
16	UNTR	United Tractors Tbk	0.477123
17	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	0.440863
		Rata-rata	1.748621

Sumber : www.idx.co.id. Data diolah penulis

Menurut hasil perhitungan pada table diatas, seluruh saham memiliki beta yang bersifat positif, hal ini menunjukkan kenaikan return pasar memberikan dampak kenaikan pada saham-saham tersebut. Hasil perhitungan menunjukkan rata-rata β bernilai lebih dari 1 ($1,748621 > 1$) sehingga secara umum 17 saham perusahaan yang dijadikan sampel penelitian memiliki risiko sistematis yang tinggi dan cenderung aktif dalam merespon perubahan harga pasar. Saham Indofood CBP Sukses Makmur Tbk memiliki nilai beta tertinggi pada periode tersebut dibandingkan nilai beta saham-saham perusahaan lainnya yakni sebesar 12.27881. Hal ini menunjukkan bahwa saham Indofood CBP Sukses Makmur Tbk merupakan saham yang cukup aktif dalam mengikuti perubahan pasar. Sedangkan keadaan ini berbanding terbalik dengan saham perusahaan Adaro Energy Tbk (ADRO) yang memiliki nilai beta terendah yaitu (0.374646).

Berdasarkan perhitungan yang disajikan pada tabel di atas, ada saham yang memiliki beta positif dan negatif.

1. Beta yang bernilai lebih besar dari satu ($\beta > 1$) berarti risiko saham di atas rata-rata, yaitu peka terhadap perubahan pasar namun tingkat keuntungan perusahaan lebih besar dari yang diharapkan. Saham dengan nilai $\beta > 1$ termasuk saham yang agresif, artinya jika *return*

pasar naik sebesar $n\%$ maka *return* saham akan naik lebih dari $n\%$ (William Sharpe, 1997: 218). Berdasarkan tabel terdapat dua belas saham yang merupakan saham agresif, yaitu saham ASII (1.337668), ASRI (2.077627), BSDE (1.862069), INTP (1.328942), KLBF (1.131325), LPKR (1.257973), PGAS (1.331965) SMGR (1.140343), TLKM (1.617373).

2. Beta yang bernilai kurang dari satu ($\beta < 1$) berarti risiko saham berada di bawah rata-rata dan kurang peka terhadap perubahan pasar dengan tingkat keuntungan pada perusahaan lebih kecil dari yang diharapkan. Saham dengan nilai $\beta < 1$ tergolong saham lemah, artinya jika *return* pasar naik sebesar $n\%$ maka *return* saham akan naik kurang dari $n\%$. Berdasarkan tabel 4.3 terdapat lima saham yang merupakan saham lemah yaitu AALI (0.0494985), ADRO (0.374646), AKRA (0.0853835) INDF (0.86781), LSIP (0.583188), UNTR (0.477123) dan UNVR (0.440863).

d. *Expected Return* dengan Metode SCAPM

Tingkat pengembalian yang diharapkan $[E(R_i)]$ adalah besarnya keuntungan yang diharapkan oleh investor dari investasi saham yang dilakukan. Metode CAPM sendiri digunakan untuk menghitung tingkat pengembalian yang diharapkan dengan menggunakan variabel tingkat pengembalian bebas risiko (R_f), rata-rata tingkat pengembalian pasar $[E(R_m)]$, dan juga risiko Sistematis masing-masing saham. Hasil

perhitungan tingkat pengembalian yang diharapkan dari 17 saham perusahaan dapat dilihat pada tabel terlampir.

Berdasarkan tabel yang terlampir, saham Adaro Energy Tbk (ADRO) memiliki tingkat pengembalian yang diharapkan tertinggi yakni sebesar (6.463262). Sedangkan, tingkat pengembalian yang diharapkan terendah adalah saham perusahaan Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP) yaitu (- 115.765). Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa besarnya *expected return* $[E(R_i)]$ SCAPM dari setiap jenis saham berbanding terbalik dengan besarnya tingkatan beta (risiko sistematis). Semakin tinggi nilai β tingkat pengembalian saham yang diharapkan semakin kecil dan begitu juga sebaliknya semakin rendah maka tingkat pengembalian saham yang diharapkan semakin besar.

Uji Kelayakan Model

a. Uji Keterandalan Model (Uji F)

Hasil uji F dengan SPSS dapat dilihat pada table dibawah ini.

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	121.594	1	121.594	50319548	.000(a)
Residual	.000	14	.000	0	
Total	121.594	15			

a. Predictors: (Constant), Beta
b. Dependent Variable: SCAPM

Nilai probabilitas F pada tabel di atas nilainya 0,000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,01 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi linier yang diestimasi layak

digunakan untuk menjelaskan penggunaan metode *Syariah Capital Asset Pricing Model* dalam menilai return dan risiko sistematis pada saham *Jakarta Islamic Index* (JII) periode Januari 2013 sampai dengan Desember 2015 di Bursa Efek Indonesia.

b. Uji Koefisien Regresi (Uji T)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1 (Constant)	1.004	.000		2485470.568	.000
Beta	-.097	.000	-.1000	-7093627.345	.000

a. Dependent Variable: SCAPM

Nilai probabilitas T hitung dari variabel bebas beta sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,01 sehingga variabel bebas beta berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat *expected return* pada alpha 1% atau dengan kata lain, beta berpengaruh signifikan terhadap *expected return* pada taraf keyakinan 99%.

Kesimpulan

Berdasarkan penelitian dan hasil analisis data yang dilakukan, kesimpulan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Berdasarkan uji f dan uji t benilai significant yang sudah dipaparkan diatas, maka kesimpulan dari penilitian ini yaitu model *Sharia Capital Assets Pricing Model* (SCAPM) ini dapat diaplikasikan untuk menguji estimasi perhitungan *return* dalam instrument keuangan islam.
2. Menurut hasil perhitungan dan analisis data dalam penelitian ini terdapat hubungan tidak searah

antara risiko sistematis dengan tingkat pengembalian saham yang diharapkan. Sebagai contoh, saham Adaro Energy Tbk (ADRO) memiliki tingkat pengembalian yang diharapkan tertinggi yakni sebesar (6.463262), sedangkan saham perusahaan Adaro Energy Tbk (ADRO) yang memiliki nilai beta terendah yaitu (0.374646). Saham Indo food CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP) memiliki nilai beta tertinggi pada periode tersebut dibandingkan nilai beta saham-saham perusahaan lainnya yakni sebesar (12.27881), sedangkan tingkat pengembalian yang diharapkan terendah yaitu sebesar (-115.765). Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa besarnya expected return (ER) saham Adaro Energy Tbk (ADRO) memiliki beta terendah yaitu (0.374646) dan memiliki tingkat pengembalian yang diharapkan tertinggi yaitu sebesar (6.463262). Sedangkan saham Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP) memiliki beta tertinggi yaitu (12.2788 1), serta tingkat pengembalian yang diharapkan terendah yaitu sebesar (-115.765). Rata-rata risiko sistematis bernilai lebih dari 1 ($1.748621 > 1$) sehingga secara umum 17 saham perusahaan yang dijadikan sampel penelitian memiliki risiko sistematis yang tinggi dan cenderung aktif dalam merespon perubahan harga pasar.

Saran

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, maka saran yang dapat diberikan oleh peneliti yaitu:

1. Bagi Investor dan Calon Investor

Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan referensi dan tambahan informasi bagi para investor maupun calon investor yang akan melakukan investasi saham. Sangat penting bagi investor untuk menginvestasikan kelebihan dana yang dimiliki pada saham-saham yang efisien agar risiko yang akan dihadapi dapat diminimalisir dengan baik, sehingga tujuan investor untuk mendapatkan *return* yang diharapkan dapat tercapai.

2. Bagi Penelitian Selanjutnya

Penelitian dengan metode SCAPM ini diharapkan dapat dijadikan referensi untuk penelitian selanjutnya dengan sampel dan periode penelitian yang berbeda, sehingga perkembangan mengenai pasar modal khususnya investasi saham dapat selalu diketahui.

DAFTAR PUSTAKA

- Aldaarmi, A. Abbod, M & Salameh, H. (2015). Implement Fama And French And Capital Asset Pricing Models In Saudi Arabia Stock Market. The Journal of Applied Business Research. Al Qur'an. (2009). Departemen Agama Republik Indonesia.
- Batuparan, D.S., 2000. BEI NEWS: Mengapa Risk Management? Edisi 4. Jakarta: Bursa Efek Indonesia (BEI)
- Bodie, dkk. 2005. Investments. Edisi Enam, Penerjemah Zuliani Dalimunthe dan Budi Wibowo. Jakarta: Salemba Empat.

- Hakim, S. Hamid, Z. and Meera, A.K. (2016). Capital Asset Pricing Model and Pricing of Islamic Financial Instruments. JKAU: Islamic Econ., Vol. 29 No. 1, pp: 21-39
- Hanif, M. (2011). Risk and Return under Shari'a Framework: An Attempt to Develop Shari'a Compliant Asset Pricing Model (SCAPM). Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences, 5(2).
- Hartono, Jogyanto. (2015). Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi 10. Yogyakarta
- Qudratulah, M.F., 2010. Analisis Model Resiko Investasi Saham Syariah (Jakarta Islamic Index (JII)) menggunakan Value at Risk (VaR). Prosiding SNAST 2010 Teknologi IST AKPRIND Yogyakarta ISSN: 1979-911X. Hal: B-162 – B-167.
- Raei, R. Ahmadiania, H. Hasbaei, A. (2011). A Study on Developing of Asset Pricing Models. International Business Research Vol. 4, No. 4.
- Sadaf, Rabeea and Andleeb, Sumera. 2014. Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM). Journal of Islamic Banking and Finance., Vol. 2, No. 1, pp. 187-195 ISSN: 2374-2666. American Research Institute for Policy Development.
- Selim, T. H. (2008) An Islamic capital asset pricing model. Humanomics, 24(2), 122-129.
- Sharpe, W.F. (1964) Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance, XIX(3), 425-442.
- Tandelilin, E., 2001. 'Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio'. Yogyakarta: BPFE.
- Yudatama, R.. 2012. Pembentukan Portofolio Optimal Dengan Metode CAPM Pada Saham LQ-45 Periode September 2009 – September 2011. Yogyakarta : FMIPA UGM.