



SKRIPSI

**PERBANDINGAN *EXPLANATORY POWER* DAN KEAKURATAN
NILAI *EXPECTED RETURN* DARI *SHARIA COMPLIANT ASSET
PRICING MODEL* (SCAPM) DALAM KEGIATAN INVESTASI SAHAM
SYARIAH DI PASAR MODAL INDONESIA**

JUSUF LAMIRADA HABIBIE

NRP. 0911164000080

DOSEN PEMBIMBING:

NUGROHO PRIYO NEGORO, S.T., S.E., M.T.

DOSEN KO-PEMBIMBING:

PRAHARDIKA PRIHANANTO, S.T., M.T.

DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS

FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL

INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER

SURABAYA

2020

(Halaman ini sengaja dikosongkan)



SKRIPSI

**PERBANDINGAN *EXPLANATORY POWER* DAN KEAKURATAN
NILAI *EXPECTED RETURN* DARI *SHARIA COMPLIANT ASSET
PRICING MODEL* (SCAPM) DALAM KEGIATAN INVESTASI SAHAM
SYARIAH DI PASAR MODAL INDONESIA**

JUSUF LAMIRADA HABIBIE

NRP. 09111640000080

DOSEN PEMBIMBING:

NUGROHO PRIYO NEGORO, S.T., S.E., M.T.

DOSEN KO-PEMBIMBING:

PRAHARDIKA PRIHANANTO, S.T., M.T.

DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS

FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL

INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER

SURABAYA

2020

(Halaman ini sengaja dikosongkan)



UNDERGRADUATE THESIS

**EXPLANATORY POWER AND EXPECTED RETURN ACCURACY
COMPARISON OF SHARIA COMPLIANT ASSET PRICING MODEL
(SCAPM) IN SARIA STOCK INVESTMENT ACTIVITY IN
INDONESIAN STOCK MARKET**

JUSUF LAMIRADA HABIBIE

NRP. 09111640000080

SUPERVISOR:

NUGROHO PRIYO NEGORO, S.T., S.E., M.T.

CO-SUPERVISOR:

PRAHARDIKA PRIHANANTO, S.T, M.T.

**DEPARTEMENT OF BUSINESS MANAGEMENT
FACULTY OF CREATIVE DESIGN AND DIGITAL BUSINESS
INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER
SURABAYA
2020**

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

LEMBAR PENGESAHAN

**PERBANDINGAN EXPLANATORY POWER DAN KEAKURATAN NILAI
EXPECTED RETURN DARI SHARIA COMPLIANT ASSET PRICING
MODEL (SCAPM) DALAM KEGIATAN INVESTASI SAHAM SYARIAH
DI PASAR MODAL INDONESIA**

Oleh:

Jusuf Lamirada Habibie
NRP 09111640606580

**Diajukan untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh
Gelar Sarjana Manajemen Bisnis**

Pada

**Program Studi Sarjana Manajemen Bisnis
Departemen Manajemen Bisnis
Fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital
Institut Teknologi Sepuluh Nopember**


Tanggal Ujian: 27 Juli 2020

Disetujui Oleh:

Dosen Pembimbing Skripsi

Pembimbing

Ko-Pembimbing


Nugroho Priyo Negoro, S.T., S.E., M.T.
NIP. 197607012003121002


Prahardika Prihananto, S.T., M.T.
NIP. 1991202011030



Seluruh tulisan yang tercantum pada Skripsi ini merupakan hasil karya penulis sendiri, dimana isi dan konten sepenuhnya menjadi tanggung jawab penulis. Penulis bersedia menanggung segala tuntutan dan konsekuensi jika di kemudian hari terdapat pihak yang merasa dirugikan, baik secara pribadi maupun hukum.

Dilarang mengutip sebagian atau seluruh isi Skripsi ini tanpa mencantumkan atau menyebutkan sumbernya. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh isi Skripsi dalam bentuk apa pun tanpa izin penulis.

**PERBANDINGAN *EXPLANATORY POWER* DAN KEAKURATAN NILAI
EXPECTED RETURN DARI *SHARIA COMPLIANT ASSET PRICING
MODEL (SCAPM)* DALAM KEGIATAN INVESTASI SAHAM SYARIAH
DI PASAR MODAL INDONESIA**

ABSTRAK

Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM) adalah hasil pengembangan *asset pricing model* yang memperhatikan prinsip ajaran Islam dengan memodifikasi unsur pengembalian tanpa risiko. Telah ada beberapa penelitian yang menguji model SCAPM dalam hal investasi saham syariah di pasar modal Indonesia. Namun, penelitian mengenai topik tersebut masih sedikit dan mayoritas menggunakan populasi penelitian yang relatif kecil. Penelitian ini membandingkan SCAPM Zakat (SCAPMZ), SCAPM Inflasi (SCAPMI), dan SCAPM SBIS (SCAPMS) dalam hal keakuratan dan *explanatory power* terhadap pengembalian saham yang terdaftar dalam Daftar Efek Syariah (DES) pada tahun 2015 – 2019 sehingga dapat ditemukan model terbaik diantara tiga model SCAPM tersebut. Keakuratan dari model SCAPM diukur dengan nilai *Mean Absolute Deviation (MAD)* dan *Mean Square Error (MSE)*. *Explanatory power* dari model SCAPM diukur dengan nilai *adjusted R-squared* yang didapatkan dari regresi linear sederhana. Nilai MAD, MSE, dan *adjusted R-squared* dibandingkan dengan menggunakan uji analisis ragam (ANOVA). Dari penelitian ini, ditemukan bahwa SCAPMI memiliki *explanatory power* terbaik. Namun, koefisien determinasi yang ditemukan menunjukkan bahwa model tidak dapat menjelaskan sebagian besar varian dari pengembalian saham syariah di pasar modal Indonesia, sehingga masih dibutuhkan pengembangan lebih lanjut agar model dapat menjelaskan varian pengembalian saham syariah di pasar modal Indonesia dengan lebih baik. Lalu, berdasar nilai MAD dan MSE, SCAPMS menjadi model yang paling akurat. Namun, nilai MAD dan MSE dari ketiga SCAPM masih relatif tinggi bila dibandingkan dengan pengembalian rata – rata dari saham syariah selama periode penelitian, sehingga akurasi dari nilai *expected return* saham yang dihasilkan model masih tergolong rendah. Oleh karena itu, masih diperlukan pengembangan lebih lanjut terhadap SCAPM agar dapat menghasilkan nilai *expected return* saham yang lebih akurat.

Kata kunci: Saham Syariah, SCAPM, Keakuratan, *Explanatory Power*, *MAD*, *MSE*, *Adjusted R-Squared*

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

**EXPLANATORY POWER AND EXPECTED RETURN ACCURACY
COMPARISON OF SHARIA COMPLIANT ASSET PRICING MODEL
(SCAPM) IN SARIA STOCK INVESTMENT ACTIVITY IN INDONESIAN
STOCK MARKET**

ABSTRACT

Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM) is the result of developing an asset pricing model that pays attention to the principles of Islamic teachings by modifying the element of riskless return. There have been several studies examining the SCAPM model in terms of investment in Islamic stocks in the Indonesian capital market. However, research on the topic is still small and the majority use a relatively small research population. This study compares SCAPM Zakat (SCAPMZ), SCAPM Inflation (SCAPMI), and SCAPM SBIS (SCAPMS) in terms of accuracy and explanatory power to stock returns listed in the List of Sharia Securities (DES) in 2015 - 2019 so that the best model can be found among the three SCAPM models. The accuracy of the SCAPM model is measured by the value of Mean Absolute Deviation (MAD) and Mean Square Error (MSE). Explanatory power of the SCAPM model is measured by adjusted R-squared values obtained from simple linear regression. MAD, MSE, and adjusted R-squared values were compared using analysis of variance (ANOVA). From this research, it was found that SCAPMI has the best explanatory power. However, the coefficient of determination found shows that the model cannot explain most of the variants of Islamic stock returns on the Indonesian capital market, so that further development is still needed so that the model can better explain the variance of Islamic stock returns on the Indonesian capital market. Then, based on MAD and MSE values, SCAPMS is the most accurate model. However, the MAD and MSE values of the three SCAPMs are still relatively high when compared to the average returns of Islamic stocks during the study period, so that the accuracy of the expected stock returns generated by the model is still relatively low. Therefore, further development of SCAPM is still needed to produce a more accurate expected stock return.

Key words: *Islamic stocks, SCAPM, Accuracy, Explanatory Power, MAD, MSE, Adjusted R-Squared*

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa Sang atas limpahan berkah rahmat dan kuasa-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Perbandingan *Explanatory power* dan Keakuratan Nilai *Expected Return* Dari *Sharia Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM) Dalam Kegiatan Investasi Saham Syariah Di Pasar Modal Indonesia”.

Penelitian dengan topik terkait dilakukan karena penulis memiliki ketertarikan dalam bidang keuangan syariah yang saat ini semakin berkembang di Indonesia. Penulis mengucapkan banyak terima kasih atas segala bentuk dukungan yang diberikan. Adapun pihak-pihak yang membantu dalam penyelesaian skripsi ini antara lain sebagai berikut.

1. Ibu Dr.oec.HSG. Syarifa Hanoum, S.T., M.T selaku Kepala Departemen Manajemen Bisnis ITS;
2. Bapak Berto Mulia Wibawa, S.Pi., M.M. selaku Sekretaris Departemen dan Kepala Program Studi S1 Manajemen Bisnis ITS
3. Bapak Nugroho Priyo Negoro, S.T., S.E., M.M. selaku dosen pembimbing yang selalu membimbing, membantu, memberikan semangat, dan arahan yang bermanfaat dalam pengerjaan skripsi ini.
4. Bapak Prahardika Prihananto, S.T, M.T. selaku dosen ko-pembimbing yang selalu memberikan masukan dan tambahan yang berharga serta memberikan semangat kepada penulis.
5. Bapak dan Ibu Dosen tim pengajar dan seluruh staf karyawan Departemen Manajemen Bisnis ITS yang telah banyak berjasa dalam membantu penulis selama pembelajaran dan aktivitas perkuliahan;
6. Papa, Mama, Abah, serta orang-orang yang selalu memberikan dukungan, do`a serta semangat;
7. Teman seperjuangan penulis, M. Faizal Fikri a.k.a Harambe, dan M. Isaal Febriansyah a.k.a Kendari, yang telah banyak membantu dan menyemangati selama proses pengerjaan skripsi ini;

8. Teman-teman Kos SUBANG yang selalu memberi dukungan, doa, dan semangat.
9. Semua teman-teman dan sahabat penulis yang telah banyak memberikan motivasi dan dukungan tiada henti kepada penulis.
10. Keluarga Mahasiswa Manajemen Bisnis ITS, khususnya Umbra, yang telah banyak membantu penulis, memberikan masukan, dan menemani dari masa awal perkuliahan hingga lulus dari Departemen Manajemen Bisnis.
11. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu atas segala bantuan dan doanya kepada penulis selama pengerjaan skripsi ini.

Besar harapan penulis semoga penelitian ini dapat bermanfaat untuk banyak pihak baik bagi Lembaga keuangan, pasar modal Indonesia, investor saham, pembaca, mahasiswa, maupun untuk penelitian selanjutnya.

Surabaya, Februari 2020

Penulis

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR ISI

LEMBAR PENGESAHAN	i
ABSTRAK	iii
ABSTRACT	v
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR TABEL	xvii
DAFTAR LAMPIRAN	xix
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Rumusan Masalah.....	7
1.3. Tujuan Penelitian	7
1.4. Manfaat Penelitian	8
1.5. Ruang Lingkup	8
1.6. Sistematika Penulisan	8
BAB II LANDASAN TEORI	11
2.1 Syariah dan Keuangan Syariah	11
2.2 Pasar Modal Syariah	11
2.3 Saham Syariah	13
2.4 <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	15
2.5 <i>Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)</i>	16
2.6 Pengukuran Akurasi Prakiraan SCAPM.....	18
2.6.1. <i>Mean Absolute Deviation (MAD)</i>	18
2.6.2. <i>Mean Square Error (MSE)</i>	19

2.7	Koefisien Determinasi (<i>Adjusted R-Squared</i>)	19
2.8	Zakat	20
2.9	Inflasi	20
2.10	Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)	21
2.11	Penelitian Terdahulu	22
2.12	Perumusan Hipotesis	25
2.13	Kebaruan Penelitian	26
BAB III METODOLOGI PENELITIAN.....		31
3.1	Diagram Alur Penelitian.....	31
3.2	Identifikasi dan Perumusan Masalah.....	32
3.3	Penentuan Model dan Variabel Penilaian Aset	32
3.4	Perumusan Kerangka & Hipotesis Penelitian	35
3.5	Jenis Penelitian	36
3.6	Populasi dan Sampel Data Penelitian	36
3.7	Jenis dan Sumber Data Penelitian	38
3.8	Teknik Pengumpulan dan Pengolahan Data.....	38
3.8.1.	Pengumpulan dan Pengolahan Data Pengembalian Aktual Saham (<i>R_i</i>)	39
3.8.2.	Pengumpulan dan Pengolahan Data Pengembalian Pasar Saham (<i>R_m</i>)	39
3.8.3.	Pengumpulan dan Pengolahan Data Beta/Risiko Sistematis Saham (<i>β_i</i>)	40
3.8.4.	Pengumpulan dan Pengolahan Data Kadar Zakat (<i>Z</i>).....	40
3.8.5.	Pengumpulan dan Pengolahan Data Laju Inflasi (<i>I</i>).....	40
3.8.6.	Pengumpulan dan Pengolahan Data Tingkat Pengembalian SBIS (<i>SBIS</i>)	41
3.8.7.	Kalkulasi <i>Expected Return</i> Saham (<i>E(R_i)</i>)	41

3.8.8. Kalkulasi Kelebihan Pengembalian Saham Terhadap Pengganti Elemen Pengembalian Tanpa Risiko (<i>Excess Return</i>)	42
3.8.9. Kalkulasi Kelebihan Pengembalian Pasar Saham Terhadap Pengganti Elemen Pengembalian Tanpa Risiko (<i>Market Risk Premium</i>)	42
3.8.10. Uji Regresi Linear Sederhana.....	43
3.8.11. Uji Asumsi Klasik	43
3.8.12. Kalkulasi <i>Mean Absolute Deviation (MAD)</i>	45
3.8.13. Kalkulasi <i>Mean Square Error (MSE)</i>	45
3.9 Analisis dan Interpretasi Data.....	46
BAB IV ANALISIS DAN DISKUSI.....	49
4.1. Pengumpulan Data dan Pengolahan Data.....	49
4.2. Koefisien Determinasi	49
4.3. <i>Mean Absolute Deviation (MAD)</i>	52
4.4. <i>Mean Square Error (MSE)</i>	54
4.5. Uji Analisis Ragam (ANOVA).....	57
4.5.1. Analisis Ragam Koefisien Determinasi	57
4.5.2. Analisis Ragam <i>Mean Absolute Deviation (MAD)</i>	57
4.5.3. Analisis Ragam <i>Mean Squared Error (MSE)</i>	59
4.6. Implikasi	60
BAB V SIMPULAN DAN SARAN.....	65
5.1. Simpulan	64
5.2. Keterbatasan Penelitian.....	66
5.3. Saran	66
DAFTAR PUSTAKA.....	69
DAFTAR LAMPIRAN.....	73
BIODATA PENULIS.....	177

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Perkembangan Aset Keuangan Syariah Tahun 2014 – 2018	2
Gambar 1.2 Perkembangan Pasar Modal Syariah Tahun 2014 – 2018.....	2
Gambar 1.3 Perkembangan Kapitalisasi Pasar Saham Syariah Tahun 2014 – 2018	3
Gambar 1.4 Pertumbuhan Investor Saham Syariah Tahun 2012 – 2018	4
Gambar 1.5 Garis Pasar Sekuritas atau Security Market Line (SML)	5
Gambar 3.1 Diagram Alur Penelitian.....	31
Gambar 3.2 Kerangka Penelitian.....	35
Gambar 3.3 Diagram Alir Pengumpulan dan Pengolahan data.....	39
Gambar 4.1 Hasil Uji Analisis Ragam Koefisien Determinasi SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS	57
Gambar 4.2 Hasil Uji Analisis Ragam Mean Absolute Deviation (MAD) SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS.....	59
Gambar 4.3 Hasil Uji Analisis Ragam Mean Squared Error (MSE) SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS.....	60

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	23
Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel Penelitian.....	33
Tabel 3.2 Populasi dan Sampel Penelitian.....	37
Tabel 3.3 Daftar Saham Sampel Penelitian.....	37
Tabel 4.1 Nilai Koefisien Determinasi dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS	50
Tabel 4.2 Nilai MAD dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS	52
Tabel 4.3 Nilai MSE dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS.....	55
Tabel 4.4 Tabel Implikasi	61

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Hasil Regresi <i>Excess Return</i> Dengan <i>Market Risk Premium</i> dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS.....	69
Lampiran 2. <i>P-Value</i> Uji Distribusi Normal Kolmogorov-Smirnov Nilai Residu Regresi Antara <i>Excess Return</i> Dengan <i>Market Risk Premium</i> dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS.....	74
Lampiran 3. Uji Heteroskedastisitas Nilai Residu Regresi Antara <i>Excess Return</i> Dengan <i>Market Risk Premium</i> dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS	79
Lampiran 4. Nilai Hasil Uji Autokorelasi Dengan Durbin-Watson <i>Stastitic</i> Regresi Antara <i>Excess Return</i> Dengan <i>Market Risk Premium</i> dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS.....	170

BAB I

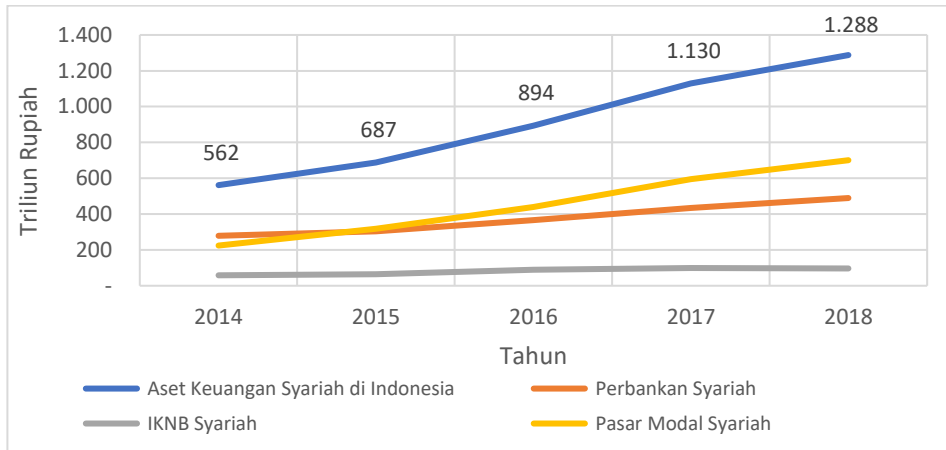
PENDAHULUAN

Dalam bab ini penulis menjelaskan terkait latar belakang permasalahan, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan dan asumsi serta sistematika penulisan yang digunakan dalam penelitian.

1.1. Latar Belakang

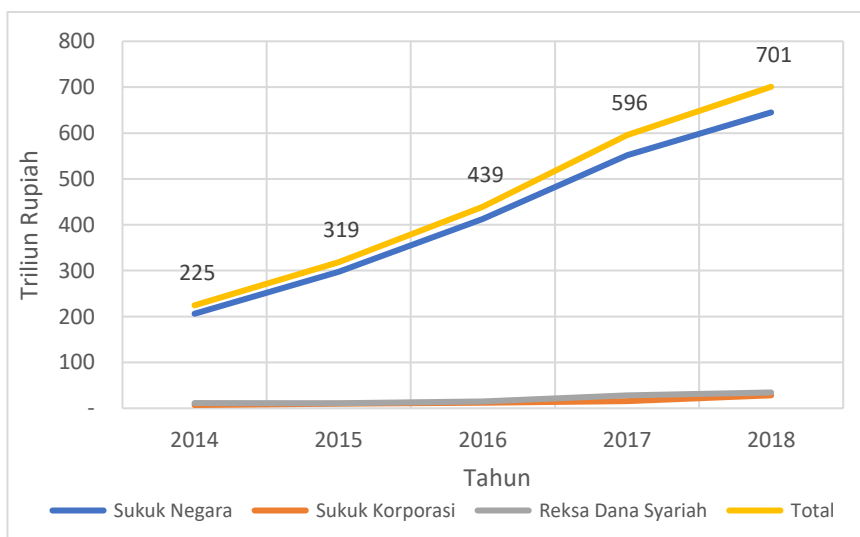
Indonesia merupakan negara dengan jumlah penduduk beragama Islam terbanyak di dunia. Menurut data dari Pew Research Center (2017), jumlah penduduk beragama Islam di Indonesia pada tahun 2010 adalah sebanyak 209 juta penduduk atau sekitar 87,18% dari total penduduk Indonesia. Menurut Friderica Widyasari Dewi, Direktur Utama PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), fakta bahwa mayoritas penduduk Indonesia adalah pemeluk agama Islam menjadi salah satu faktor yang membuat potensi pertumbuhan keuangan syariah di Indonesia sangat besar (Praditya, 2019).

Secara umum, sektor jasa keuangan syariah di Indonesia mengalami pertumbuhan pada periode 2014 – 2018 yang ditunjukkan dengan pertumbuhan aset keuangan dari Rp 562 triliun menjadi Rp 1.288 triliun atau tumbuh sebesar 129% seperti yang dapat dilihat pada Gambar 1.1. Sektor jasa keuangan syariah di Indonesia terdiri dari perbankan syariah, Industri Keuangan Non Bank (IKNB) syariah, dan pasar modal syariah. Pada Gambar 1.1 dapat dilihat bahwa dari tiga komponen sektor jasa keuangan syariah, pasar modal syariah mengalami pertumbuhan yang paling besar. Pasar modal syariah mengalami pertumbuhan sebesar 212%. Sedangkan, Perbankan syariah mengalami pertumbuhan sebesar 76% dan IKNB syariah mengalami pertumbuhan sebesar 66%.

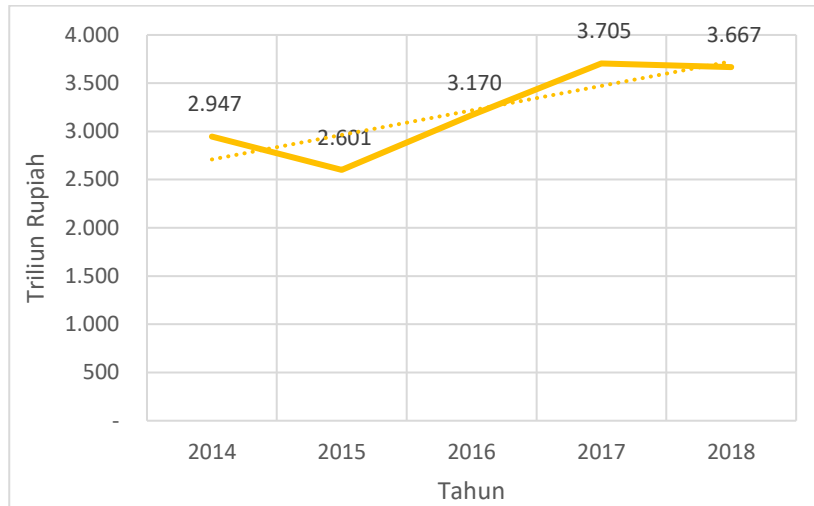


Gambar 1.1 Perkembangan Aset Keuangan Syariah Tahun 2014 – 2018
 Sumber: Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2018

Pasar modal syariah mengalami pertumbuhan pada periode 2014 – 2018 dengan adanya peningkatan total aset dari Rp 224,5 triliun menjadi Rp 700,84 triliun, seperti terlihat pada Gambar 1.2. Adapun aset pasar modal syariah terdiri dari instrumen sukuk negara, sukuk korporasi, dan reksa dana syariah mengalami pertumbuhan masing – masing sebesar 212%, 298%, dan 207%. Selain instrumen di atas, di dalam pasar modal syariah juga terdapat saham syariah. Sama seperti instrumen pasar modal syariah yang lain, pada periode 2014 – 2018 saham syariah juga mengalami tren pertumbuhan kapitalisasi pasar yang positif dari Rp 2.946,89 triliun menjadi Rp 3.666,69 triliun seperti yang dapat dilihat pada Gambar 1.3.

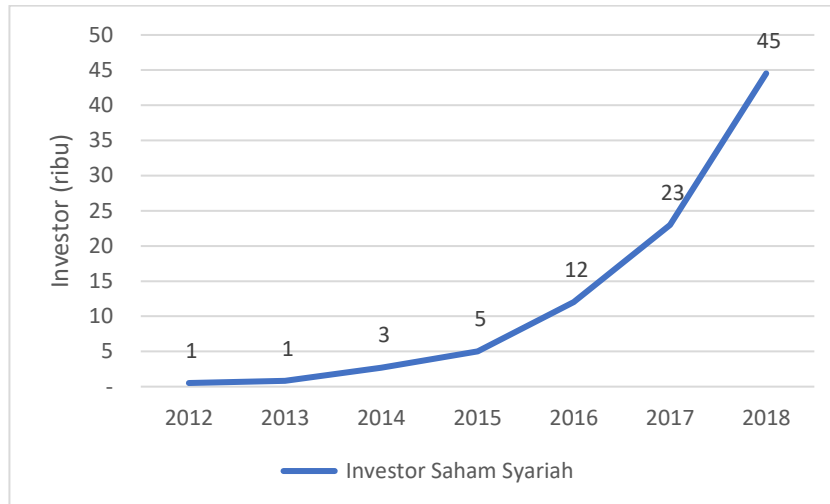


Gambar 1.2 Perkembangan Pasar Modal Syariah Tahun 2014 – 2018
 Sumber: Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2018



Gambar 1.3 Perkembangan Kapitalisasi Pasar Saham Syariah Tahun 2014 – 2018
 Sumber: Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2018

Investasi dalam bentuk saham syariah di Indonesia semakin banyak diminati oleh investor dan diprediksi memiliki prospek yang baik pada masa mendatang. Hal ini didukung dengan informasi dari laporan tahunan PT Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2018 bahwa terjadi peningkatan investor saham syariah dari 513 investor menjadi 44.536 investor pada periode 2012 – 2018 atau terjadi peningkatan sebesar 8.581% seperti yang dapat dilihat pada Gambar 1.4 (BEI, 2019). Selain itu, menurut Chris Apriliony, selaku analis dari PT Jasa Utama Capital Sekuritas mengatakan bahwa di tahun 2020 saham syariah diproyeksi akan tetap stabil dan berpotensi mengalami kenaikan. Proyeksi tersebut berdasar fakta bahwa indeks – indeks saham syariah, seperti *Jakarta Islamic Indeks (JII)*, *Jakarta Islamic Index 70 (JII70)*, dan *Indonesia Sharia Stock Index (ISSI)* mencatatkan pertumbuhan yang lebih tinggi daripada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada penutupan pasar saham tanggal 30 Desember 2019. JII, JII70, dan ISSI tercatat mengalami pertumbuhan berturut – turut sebesar 1,88%, 2,56%, dan 2,03%. Sedangkan, IHSG tercatat hanya tumbuh 1,7%.

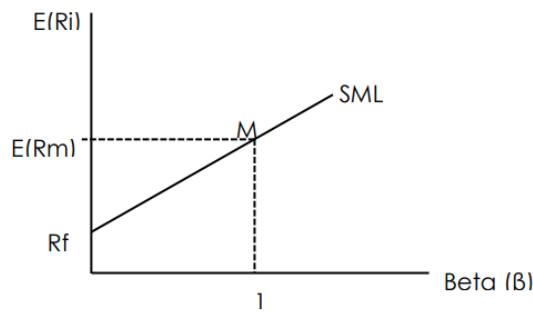


Gambar 1.4 Pertumbuhan Investor Saham Syariah Tahun 2012 – 2018
 Sumber: Laporan Tahunan Bursa Efek Indonesia 2018

Menurut Komara dan Yulianti (2019), risiko merupakan faktor yang penting dalam sebuah keputusan investasi. Karena pada dasarnya, seorang investor mengharapkan tingkat pengembalian yang optimal dari investasi yang ia lakukan. Namun, tingkat pengembalian yang diterima seorang investor tidak selalu sama seperti tingkat pengembalian yang diharapkan investor. Sehingga, dapat dikatakan bahwa investor akan selalu berhadapan dengan ketidakpastian, atau bisa disebut dengan risiko, dalam setiap keputusan investasinya dan harus mempertimbangkan pengembalian yang akan diterima serta risiko yang akan ditanggung dalam setiap keputusan yang diambil.

Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966), dalam penelitian yang terpisah mengembangkan sebuah model yang bernama *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). CAPM berkontribusi penting terhadap pemahaman hubungan risiko dengan pengembalian sebuah aset, yang dalam penelitian ini akan berfokus pada aset saham (Sutrisno dan Ekaputra, 2016). CAPM menyatakan bahwa pengembalian dari saham yang memiliki risiko berbanding lurus dengan beta (risiko sistematis) saham tersebut (Kim *et al*, 2012). Hubungan antara risiko dan pengembalian saham dalam metode CAPM dapat dilihat dari gambar garis pasar sekuritas atau *Security Market Line* (SML) seperti pada Gambar 1.5. Sumbu X adalah *expected return* dan sumbu Y adalah risiko yang diukur dengan beta (β). Besaran pengembalian yang diharapkan hanya dipengaruhi oleh besarnya risiko saham yang diukur dengan beta (β), dengan asumsi investor melakukan

diversifikasi portofolio secara sempurna. Apabila beta memiliki nilai 1, maka persentase perubahan pengembalian dari saham akan sama dengan persentase perubahan pengembalian pasar. Apabila nilai beta saham lebih dari satu (>1), maka tingkat risiko saham tersebut di atas risiko rata – rata pasar. Apabila saham memiliki nilai beta kurang dari satu (<1), maka tingkat risiko saham tersebut di bawah risiko rata – rata pasar (Bunga *et al*, 2014).



Gambar 1.5 Garis Pasar Sekuritas atau *Security Market Line* (SML)
 Sumber: Sari dan Ryandono (2017)

CAPM dibuat dengan memperhatikan unsur pengembalian tanpa risiko (*risk-free return*). Model tersebut tidak cocok digunakan pada investasi saham syariah yang sangat erat hubungannya dengan prinsip – prinsip dalam agama Islam karena dalam ajaran agama Islam, prinsip pengembalian tanpa risiko tidaklah ada (Hanif, 2011). Hal tersebut dikarenakan pengembalian tanpa risiko mengimplementasikan kegiatan *ribawi* dengan mengharapkan suatu keuntungan pasti seperti konsep bunga dalam perbankan konvensional. Sehingga dapat dikatakan bahwa pengembalian tanpa risiko merepresentasikan nilai waktu uang (*time value of money*) yang dilarang Islam (Quthbi, 2018). Selain itu, Allah SWT berfirman “*dan tidak ada seorang pun yang dapat mengetahui dengan pasti apa-apa yang diusahakannya esok*” (Qur`an 31: 34).

Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM) adalah salah satu hasil pengembangan *asset pricing model* yang memperhatikan prinsip – prinsip ajaran Islam dengan memodifikasi unsur pengembalian tanpa risiko yang ada di dalam model (Hanif, 2011). Tomkins dan Karim (1987) mengusulkan agar menghapus unsur pengembalian tanpa risiko dari *asset pricing model* Namun, tindakan penghapusan unsur pengembalian tanpa risiko tanpa memberikan unsur pengganti ditolak oleh Hanif (2011). Ashker (1987) mengusulkan agar mengganti unsur

pengembalian tanpa risiko dengan zakat, yang kemudian dalam penelitian ini disebut dengan SCAPM Zakat (SCAPMZ). Sheikh (2010) mengusulkan agar mengganti pengembalian tanpa risiko dengan tingkat pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB). Hakim *et al* (2016) menolak penggunaan tingkat pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) sebagai pengganti unsur pengembalian tanpa risiko yang digagas Sheikh karena tidak sesuai dengan salah satu asumsi CAPM, yaitu “*presence of instantaneous risk-free assets*”. Hanif (2011) mengusulkan agar mengganti unsur pengembalian tanpa risiko dengan laju inflasi, yang kemudian dalam penelitian ini disebut dengan SCAPM Inflasi (SCAPMI). Hasanah dan Maspupah (2017) mengusulkan agar mengganti unsur pengembalian tanpa risiko dengan tingkat pengembalian Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), yang kemudian dalam penelitian ini disebut dengan SCAPM SBIS (SCAPMS).

Sudah ada beberapa penelitian yang menguji keakuratan nilai *expected return* dan *explanatory power* dari model SCAPM dalam hal berinvestasi menggunakan saham syariah di pasar modal Indonesia. Penelitian – penelitian tersebut menggunakan nilai *Mean Absolute Deviation* (MAD), *Mean Square Error* (MSE), dan *adjusted R-squared* untuk mengukur keakuratan *expected return* dan *explanatory power* dari SCAPM. Effendi (2016) membandingkan SCAPM dengan tanpa unsur pengembalian tanpa risiko, SCAPMZ, dan SCAPMI. Hasil perbandingan tersebut menemukan bahwa SCAPMI memiliki *explanatory power* terhadap pengembalian saham yang paling optimal dengan nilai rata – rata *R-squared* 0,889. Quthbi (2017) menemukan SCAPMS memiliki perhitungan pengembalian yang rata - rata menyimpang sebesar 43% dari pengembalian aktual. Namun, sebagian besar nilai pengembalian aktual lebih tinggi dari perhitungan SCAPMS. Masithoh (2017) menemukan bahwa SCAPMI memiliki hasil perhitungan *expected return* yang lebih akurat daripada CAPM dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Sidik (2018) menemukan bahwa SCAPMZ dan SCAPMI memiliki tingkat keakuratan yang layak dalam menghitung *expected return* saham syariah. Adistyningrum (2020) Membandingkan SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS. Hasil perbandingan tersebut menemukan bahwa ketiga model layak

untuk digunakan dalam perhitungan *expected return* saham syariah dengan keakuratan yang sama.

Penelitian mengenai metode untuk memahami pengembalian saham syariah di Indonesia penting untuk dilakukan. Hal tersebut dikarenakan perkembangan pasar saham syariah baik dari sisi jumlah aset maupun jumlah investor tidak diimbangi dengan penelitian pada bidang tersebut. Sebagai contoh, penelitian mengenai *asset pricing model* berbasis syariah di pasar modal Indonesia relatif jauh lebih sedikit apabila dibandingkan dengan penelitian *asset pricing model* konvensional. Selain jumlahnya masih sedikit, penelitian terdahulu mengenai topik terkait sebagian besar menggunakan saham yang terdaftar Jakarta Islamic Index (JII) sebagai objek penelitian. Padahal, pada Januari 2020 saham – saham JII tercatat memiliki kapitalisasi pasar sebesar Rp 2.318.565,69 miliar atau hanya 61,62% dari total kapitalisasi saham syariah di Indonesia. Dengan melakukan penelitian ini, peneliti berharap dapat memberi gambaran yang lebih baik daripada penelitian terdahulu mengenai keakuratan dan *explanatory power* dari SCAPM dalam investasi saham syariah di pasar modal Indonesia yang dapat digunakan investor saham syariah dalam berinvestasi sehingga dapat meminimalkan kerugian serta memaksimalkan keuntungan investor syariah di Indonesia.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang ada pada bagian sebelumnya, maka dapat ditarik sebuah rumusan masalah, yaitu bagaimana perbandingan keakuratan nilai *expected return* dan *explanatory power* dari SCAPM dengan pengganti pengembalian tanpa risiko berupa kadar zakat (SCAPMZ), laju inflasi (SCAPMI), dan tingkat pengembalian SBIS (SCAPMS) dalam investasi saham syariah di pasar modal Indonesia.

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah yang ada pada bagian sebelumnya, maka tujuan dalam penelitian ini adalah:

- 1) Mengukur dan membandingkan *explanatory power* SCAPM dengan pengganti unsur pengembalian tanpa risiko berupa kadar zakat, laju inflasi, dan tingkat pengembalian Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) mengenai pengembalian saham syariah di pasar modal Indonesia.

- 2) Mengukur dan membandingkan keakuratan nilai *expected return* saham syariah di pasar modal Indonesia yang dihasilkan SCAPM dengan mengganti unsur pengembalian tanpa risiko berupa kadar zakat, laju inflasi, dan tingkat pengembalian Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS).

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

- 1) Hasil dari penelitian ini dapat digunakan investor saham syariah sebagai pertimbangan dalam pemilihan model *Shariah Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM) yang akan digunakan sebagai alat pengambilan keputusan investasi saham syariah di pasar modal Indonesia.
- 2) Hasil penelitian ini juga dapat menambah bidang ilmu pengetahuan seputar keuangan syariah, khususnya tentang investasi saham syariah di Indonesia.

1.5. Ruang Lingkup

Ruang lingkup dalam penelitian ini berisi batasan yang akan digunakan selama penelitian ini berlangsung. Batasan yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

- 1) SCAPM yang diteliti pada penelitian ini adalah SCAPMZ (Zakat), SCAPMI (Inflasi) dan SCAPMS (SBIS).
- 2) Obyek penelitian ini adalah saham – saham syariah yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK).
- 3) Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data saham yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) selama periode 2015 – 2019 yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

1.6. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan disusun untuk mempermudah penulisan dan pembahasan skripsi. Penulisan pada skripsi ini akan dibagi menjadi enam bagian dengan sistematika berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Menjelaskan mengenai latar belakang permasalahan, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, ruang lingkup penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB II LANDASAN TEORI

Pada bab ini, menjelaskan mengenai teori-teori yang berhubungan dengan syariah dan keuangan syariah, pasar modal syariah, saham syariah, *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, *Shariah Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)*, zakat, inflasi, Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), penelitian terdahulu, perumusan hipotesis, dan Kebaruan Penelitian.

BAB III METODE PENELITIAN

Pada bab ini dijelaskan metode serta prosedur yang akan dilakukan dalam melakukan penelitian yang berisi diagram alir penelitian, penentuan model dan variabel penilaian aset, hipotesis penelitian, jenis penelitian, populasi dan sampel data penelitian, jenis dan sumber data penelitian, teknik pengumpulan dan pengolahan data, analisis, dan interpretasi data.

BAB IV ANALISIS DAN DISKUSI

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai proses pengumpulan dan pengolahan serta analisis yang lebih mendalam dari hasil pengolahan data, dan implikasi kepada beberapa pihak terkait.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai penarikan kesimpulan yang dilakukan oleh penulis, yang akan menjawab tujuan dari penulisan skripsi. Selain itu, akan disusun saran untuk investor dan peneliti mengenai topik terkait.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB II

LANDASAN TEORI

Bab ini menjelaskan terkait teori-teori yang berhubungan dengan penelitian kali ini, penulis juga melakukan studi literatur baik dari buku, jurnal ataupun tesis yang dapat digunakan dalam menjawab permasalahan dari penelitian ini.

2.1 Syariah dan Keuangan Syariah

Syariah adalah perintah, larangan, tuntunan, dan prinsip yang didapatkan dari Al-Quran dan *Sunnah*. Keuangan syariah adalah segala aktivitas pendanaan, baik digunakan untuk aktivitas konsumsi maupun aktivitas produksi, yang dilakukan dengan prinsip syariah. Tujuan dari keuangan syariah adalah manfaat ekonomi seperti memperoleh kekayaan, menambah pemasukan, mendapatkan laba, pertumbuhan ekonomi, dan pengembangan kehidupan masyarakat. Keuangan syariah menyediakan layanan keuangan yang lebih transparan, lebih dapat dipercaya, dan berbasis keadilan (Ali dan Falahi, 2016).

2.2 Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah merupakan kegiatan pasar modal yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah di Pasar Modal. Pasar modal syariah memiliki dua peran penting, yaitu sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan untuk pengembangan usahanya melalui penerbitan efek syariah dan sebagai sarana investasi efek syariah bagi investor. Pasar modal syariah bersifat universal, dapat dimanfaatkan oleh siapa pun tanpa melihat latar belakang suku, agama, dan ras tertentu (Otoritas Jasa Keuangan, 2020). Pasar modal syariah merupakan bagian dari Pasar Modal Indonesia. Secara umum, kegiatan pasar modal syariah sejalan dengan pasar modal pada umumnya. Namun, terdapat karakteristik khusus pasar modal syariah, yaitu bahwa produk dan mekanisme transaksi di pasar modal syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah. Berdasarkan fatwa DSN-MUI Nomor: 80/DSN-MUI/III/2011, ada 15 kegiatan/tindakan yang bertentangan dengan prinsip syariah:

- 1) *Maisir*, yaitu setiap kegiatan yang melibatkan perjudian, di mana pihak yang memenangkan perjudian akan mengambil taruhannya.

- 2) *Gharar*, yaitu ketidakpastian dalam suatu akad, baik mengenai kualitas atau kuantitas obyek akad maupun mengenai penyerahannya.
- 3) *Riba*, yaitu tambahan yang diberikan dalam pertukaran barang *ribawi* dan tambahan yang diberikan atas pokok utang dengan imbalan penangguhan pembayaran secara mutlak.
- 4) *Bathil*, yaitu jual beli yang tidak sesuai dengan rukun dan akadnya atau tidak dibenarkan oleh syariah Islam.
- 5) *Ba`i al-ma`dum*, yaitu melakukan penjualan atas barang (efek syariah) yang belum dimiliki (*short selling*).
- 6) *Iktikar*, yaitu membeli suatu barang yang sangat diperlukan masyarakat pada saat harga mahal dan menimbunnya dengan tujuan untuk menjualnya kembali pada saat harganya lebih mahal.
- 7) *Taghrir*, yaitu upaya mempengaruhi orang lain, baik dengan ucapan maupun tindakan, yang mengandung kebohongan, agar orang tersebut terdorong untuk melakukan transaksi.
- 8) *Ghabn*, yaitu ketidakseimbangan antara dua barang (obyek) yang dipertukarkan dalam suatu akad, baik dari segi kualitas maupun kuantitasnya.
- 9) *Talaqqi al-rukban*, yaitu jual beli atas barang dengan harga jauh di bawah harga pasar karena pihak penjual tidak mengetahui harga tersebut.
- 10) *Tadiis*, yaitu tindakan menyembunyikan kecacatan obyek akad yang dilakukan penjual, dengan tujuan mengelabui pembeli seolah obyek akad tersebut tidak cacat.
- 11) *Ghisysy*, yaitu penjual menjelaskan atau memaparkan keunggulan atau keistimewaan barang yang dijual serta menyembunyikan kecacatannya.
- 12) *Tanjusy/Najsy*, yaitu tindakan menawar barang dengan harga lebih tinggi oleh pihak yang tidak bermaksud membelinya, untuk menimbulkan kesan banyak pihak yang berminat membelinya.
- 13) *Dharar*, yaitu tindakan yang dapat menimbulkan bahaya atau kerugian bagi pihak lain.

14) *Risywah*, yaitu suatu pemberian yang bertujuan untuk mengambil sesuatu yang bukan haknya. Membenarkan yang *bathil* dan menjadikan yang *bathil* sebagai sesuatu yang benar.

15) Maksiat dan Zalim, yaitu perbuatan yang merugikan, mengambil atau menghalangi hak orang lain yang tidak dibenarkan secara syariah, sehingga dapat dianggap sebagai salah satu bentuk penganiayaan.

Produk pasar modal syariah adalah efek syariah. Efek syariah merupakan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal. Efek syariah terdiri atas efek syariah berupa saham, sukuk, reksa dana syariah, Efek Beragun Aset Syariah (EBA Syariah), Dana Investasi Real Estat Syariah (DIRE Syariah), dan efek syariah lainnya (Otoritas Jasa Keuangan, 2020).

2.3 Saham Syariah

Konsep saham merupakan konsep kegiatan musyarakah/*syirkah*, yaitu penyertaan modal dengan hak bagi hasil usaha. Dengan demikian, saham tidak bertentangan dengan prinsip syariah, karena saham merupakan bukti penyertaan modal dari investor kepada perusahaan, yang kemudian investor akan mendapatkan bagi hasil berupa deviden. Namun demikian, tidak semua saham dapat langsung dikategorikan sebagai saham syariah (Otoritas Jasa Keuangan, 2020). Dari seluruh emiten yang tercatat di BEI, ada beberapa emiten yang kegiatan usahanya belum sesuai dengan prinsip syariah. Saham-saham emiten tersebut secara otomatis belum dapat dimasukkan dalam perhitungan JII70. Menurut arahan DSN dan Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, jenis kegiatan utama suatu badan usaha yang dikatakan tidak memenuhi prinsip syariah adalah:

- 1) Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- 2) Menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep *ribawi*, jual beli risiko yang mengandung *gharar* dan *maysir*.
- 3) Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan Barang dan/atau jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzatihi*), barang dan/atau jasa yang haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI, dan/atau barang dan atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

- 4) Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan *ribawi* lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan *syar`i* oleh DSN-MUI.

Kriteria saham yang masuk dalam katagori syariah adalah:

- 1) Tidak melakukan kegiatan usaha yang tidak memenuhi prinsip syariah.
- 2) Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa dan perdagangan dengan penawaran dan permintaan palsu
- 3) Tidak melebihi rasio keuangan sebagai berikut:
 - a. Total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%)
 - b. Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%

Untuk dapat dikategorikan sebagai saham syariah, sebuah saham harus melalui *screening*. *Screening* saham syariah terdiri dari dua tahap, yaitu *business screening* dan *financial screening*. Untuk dapat lolos tahap *business screening*, perusahaan yang menerbitkan saham tersebut tidak boleh melakukan kegiatan usaha berupa perjudian, perdagangan yang dilarang, jasa keuangan *ribawi*, jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*), dan/atau judi (*maisir*), produksi atau distribusi barang haram yang merusak moral, dan transaksi suap. Apabila telah lolos tahap *business screening*, maka saham akan melalui tahap *financial screening*. Untuk dapat lolos tahap *financial screening*, perusahaan yang menerbitkan saham tersebut harus memiliki total utang yang berbasis bunga tidak lebih dari 45% dari total aset. Apabila perusahaan yang menerbitkan saham tersebut memenuhi persyaratan *financial screening*, maka saham perusahaan tersebut dapat masuk ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) dengan penetapan oleh OJK atau pihak yang mendapat persetujuan dari OJK sebagai Pihak Penerbit DES (Otoritas Jasa Keuangan, 2020).

2.4 *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Asset pricing model yang ada sekarang berawal dari *Modern Portfolio Theory* (MPT) yang digagas oleh Markowitz (1952). Teori tersebut mengembangkan *Capital Market Line* (CML) yang didasarkan pada risiko dan pengembalian. Dalam CML, risiko diukur berdasarkan deviasi standar dari pengembalian. Lalu, berdasarkan MPT yang digagas oleh Markowitz, dikembangkanlah sebuah model yang bernama *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) oleh Sharpe (1961), Lintner (1965), dan Mossin (1966) dalam penelitian yang terpisah. CAPM berkontribusi penting terhadap pemahaman hubungan risiko dengan pengembalian sebuah aset, yang dalam penelitian ini akan berfokus pada aset saham (Sutrisno dan Ekaputra, 2016). CAPM menyatakan bahwa pengembalian dari saham yang memiliki risiko berbanding lurus dengan beta (risiko sistematis) saham tersebut. (Kim *et al*, 2012).

Hubungan antara risiko dan pengembalian saham dalam metode CAPM dapat dilihat dari gambar garis pasar sekuritas atau *Security Market Line* (SML) seperti pada Gambar 2.1. Sumbu X adalah *expected return* dan sumbu Y adalah risiko yang diukur dengan beta (β). Besaran *expected return* hanya dipengaruhi oleh besarnya risiko saham yang diukur dengan beta (β), dengan asumsi investor melakukan diversifikasi portofolio secara sempurna. Apabila beta memiliki nilai 1, maka persentase perubahan pengembalian dari saham akan sama dengan persentase perubahan pengembalian pasar. Apabila nilai beta saham lebih dari satu (>1), maka tingkat risiko saham tersebut di atas risiko rata – rata pasar. Apabila saham memiliki nilai beta kurang dari satu (<1), maka tingkat risiko saham tersebut di bawah risiko rata – rata pasar (Bunga *et al*, 2014). Dalam buku yang ditulis Hartono (2013), perhitungan CAPM dapat dirumuskan secara matematis seperti persamaan berikut:

$$E(R_i) = R_f + \beta_s(R_m - R_f)$$

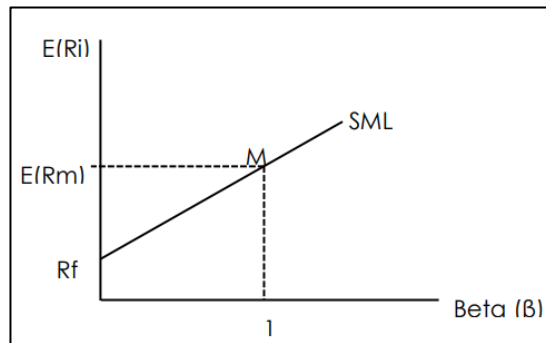
Keterangan:

$E(R_i)$ = *expected return* Sekuritas

R_f = Pengembalian tanpa Risiko

R_m = Pengembalian Pasar

β_s = Risiko Sistematis



Gambar 2.1 Garis Pasar Sekuritas atau *Security Market Line* (SML)
 Sumber: Sari dan Ryandono (2017)

Menurut buku yang ditulis oleh Hartono (2013), ada beberapa asumsi yang digunakan dalam CAPM, yaitu:

- 1) Semua investor memiliki periode waktu yang sama.
- 2) Semua investor melakukan pengambilan keputusan investasi berdasarkan pertimbangan nilai *expected return* dari investasi dan deviasi standar pengembalian dari portofolionya
- 3) Semua investor mempunyai harapan yang sama (*homogeneous expectation*) terhadap faktor - faktor *input* yang digunakan untuk keputusan portofolio
- 4) Tidak ada biaya transaksi
- 5) Tidak terjadi inflasi
- 6) Tidak terdapat pajak pendapatan pribadi
- 7) Pasar modal dalam kondisi ekuilibrium

2.5 *Sharia Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM)

CAPM dikembangkan dalam lingkungan yang berbasis pada bunga (*riba*). Lingkungan semacam itu tidak ada dan tidak sesuai ajaran Islam, yaitu prinsip syariah. Mekanisme risiko dan pengembalian dalam prinsip syariah memiliki perbedaan dengan mekanisme risiko dan pengembalian dalam lingkungan bisnis konvensional yang terletak pada hal investasi bebas risiko. Dalam prinsip syariah, investasi bebas risiko dilarang. Oleh karena itu, unsur pengembalian tanpa risiko dalam CAPM perlu diubah agar dapat digunakan dalam kegiatan investasi yang sesuai dengan prinsip syariah (Hanif, 2011).

Berbagai penelitian telah dilakukan untuk mengubah CAPM menjadi sebuah *asset pricing model* yang sesuai dengan prinsip syariah atau *Shariah Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM). Tomkins dan Karim (1987) mengusulkan agar menghapus unsur pengembalian tanpa risiko dari dalam *asset pricing model*. Dari usulan tersebut, dapat dibentuk CAPM dengan rumus:

$$E(R_i) = \beta_s(R_m)$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *Expected Return* Sekuritas

R_m = Pengembalian Pasar

β_s = Risiko Sistematis

Ashker (1987) mengusulkan agar mengganti unsur pengembalian tanpa risiko dengan zakat. Usulan ini berdasarkan argumen bahwa zakat adalah tingkat pengembalian minimal untuk menarik investor untuk melakukan investasi agar mereka dapat memenuhi kewajiban zakat dengan hasil investasi tersebut. Apabila pengembalian suatu investasi tidak mampu untuk memenuhi kewajiban zakat, investor akan lebih tertarik untuk menggunakan modal mereka untuk kebutuhan lain daripada berinvestasi. Dari usulan tersebut, dapat dibentuk CAPM dengan rumus:

$$E(R_i) = Z + \beta_s(R_m - Z)$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *Expected Return* Sekuritas

Z = kadar Zakat (persentase zakat/ 1 – persentase zakat)

R_m = Pengembalian Pasar

β_s = Risiko Sistematis

Sheikh (2010) mengusulkan agar mengganti *risk-free return* dengan tingkat pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB). Dari usulan tersebut, dapat dibentuk CAPM dengan rumus:

$$E(R_i) = NGDP + \beta_s(R_m - NGDP)$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *Expected Return* Sekuritas

$NGDP$ = *Nominal Gross Domestik Product*

R_m = Pengembalian Pasar

β_s = Risiko Sistematis

Hanif (2011) mengusulkan agar mengganti unsur *risk-free return* dengan laju inflasi. Dari usulan tersebut, dapat dibentuk CAPM dengan rumus:

$$E(R_i) = N + \beta_s(R_m - N)$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *Expected Return* Sekuritas

N = Laju Inflasi

R_m = Pengembalian Pasar

β_s = Risiko Sistematis

Hasanah dan Maspupah (2017) mengusulkan agar mengganti unsur *risk-free return* dengan tingkat pengembalian Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS). Dari usulan tersebut, dapat dibentuk CAPM dengan rumus:

$$E(R_i) = SBIS + \beta_s(R_m - SBIS)$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *Expected Return* Sekuritas

N = Tingkat Pengembalian SBIS

R_m = Pengembalian Pasar

β_s = Risiko Sistematis

2.6 Pengukuran Akurasi Prakiraan SCAPM

Nilai *expected return* yang dihasilkan oleh SCAPM digunakan sebagai prakiraan dari tingkat pengembalian suatu saham. Keakuratan dari prakiraan pengembalian saham yang dihasilkan model prakiraan dapat diukur dengan nilai *Mean Absolute Deviation* (MAD) dan *Mean Squared Error* (MSE) (Subagyo, 2016).

2.6.1. Mean Absolute Deviation (MAD)

Rata-rata penyimpangan absolut atau MAD (*Mean Absolute Deviation*) merupakan x (Herjanto, 2010). Menurut Gaspersz (2004), MAD dapat digunakan sebagai indikator dalam pengukuran akurasi prakiraan. MAD menghitung rata-rata dari nilai absolut selisih nilai aktual dengan nilai prakiraan. Menurut Premananto dan Madyan (2004), semakin kecil MAD, maka menandakan bahwa prakiraan tidak jauh menyimpang dari nilai aktual sehingga tingkat akurasinya dapat dikatakan tinggi. Beberapa penelitian seperti penelitian yang dilakukan Adistyningrum (2020), Sidik (2018), dan masithoh (2017) menggunakan nilai MAD untuk mengukur keakuratan dari nilai *expected return* SCAPM. Rumus untuk menghitung MAD adalah sebagai berikut :

$$MAD = \frac{\sum |R_i - E(R_i)|}{n}$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *Expected return* Saham

n = Jumlah data

R_i = Pengembalian Aktual Saham

2.6.2. Mean Square Error (MSE)

Mean Squared Error (MSE) adalah salah satu metode untuk mengevaluasi metode prakiraan. MSE merupakan rata - rata selisih kuadrat antara nilai prakiraan dan nilai aktual dari objek yang diamati. Beberapa penelitian seperti penelitian yang dilakukan Adistyningrum (2020), Sidik (2018), dan masithoh (2017) menggunakan nilai MSE untuk mengukur keakuratan dari nilai *expected return* SCAPM. Rumus untuk menghitung MSE adalah sebagai berikut:

$$MSE = \frac{\sum (R_i - E(R_i))^2}{n}$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *Expected return* Saham

n = Jumlah data

R_i = Pengembalian aktual Saham

2.7 Koefisien Determinasi (*Adjusted R-Squared*)

Koefisien Determinasi (*adjusted R-squared*) mengukur proporsi atau persentase dari total varian Y yang dapat dijelaskan oleh model regresi. Dengan kata lain, koefisien determinasi digunakan untuk mengukur kebaikan dari sebuah model regresi dan seberapa jauh kemampuan variabel independen dalam menerangkan varian variabel dependen. Beberapa penelitian seperti penelitian yang dilakukan Adistyaningrum (2020), Sidik (2018), dan masithoh (2017) menggunakan nilai koefisien determinasi untuk mengukur *explanatory power* dari SCAPM terhadap pengembalian saham. Batas nilai koefisien determinasi adalah 0 sampai 1. Nilai yang mendekati satu mengindikasikan bahwa variabel independen semakin baik dalam menjelaskan varian pada variabel dependen (Gujarati, 2004).

2.8 Zakat

Berdasarkan pengertian menurut Sari (2006), Rofiq (2004), Hafidhudin (2002), dan Asnaini (2008), zakat adalah suatu sebutan dari suatu hak Allah yang dikeluarkan seseorang untuk fakir miskin. Dinamakan zakat, karena dengan mengeluarkan zakat di dalamnya terkandung harapan untuk memperoleh berkah, pembersihan jiwa dari sifat kikir bagi orang kaya atau menghilangkan rasa iri hati orang-orang miskin dan memupuknya dengan berbagai kebajikan. Berdasarkan beberapa pengertian di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa Zakat adalah nama suatu ibadah wajib bagi orang yang telah memenuhi *nishab* dan *haul* untuk pembersihan jiwa dari sifat kikir bagi orang kaya atau menghilangkan rasa iri hati orang-orang miskin.

Dalam penelitian ini, penulis menggunakan zakat sebagai pengganti unsur *risk-free return* dalam CAPM. Harta perdagangan yang dikenakan zakat dihitung dari aset lancar usaha dikurangi hutang yang berjangka pendek (hutang yang jatuh tempo hanya satu tahun). Jika selisih dari aset lancar dan hutang tersebut sudah mencapai *nishab*, maka wajib dibayarkan zakatnya. *Nishab* zakat *maal* adalah setara harga 85 gram emas. Kadar zakat *maal* adalah 2,5% (BAZNAZ, 2020). Penggunaan zakat dalam CAPM untuk keperluan investasi diatur sehingga pengembalian investasi dapat menutupi kewajiban zakat atas aset investasi tersebut (Ashker, 1987). Zakat dilambangkan dengan huruf Z dengan rumus berikut:

$$Z = \text{kadar zakat} / (1 - \text{kadar zakat})$$

$$Z = 0.025 / (1 - 0.025)$$

$$Z = 2,56\%$$

2.9 Inflasi

Awalnya, inflasi dikenal sebagai peningkatan jumlah uang beredar atau peningkatan likuiditas dalam suatu perekonomian. Pengertian tersebut berdasar pada gejala umum yang ditimbulkan oleh adanya kenaikan jumlah uang beredar yang diduga telah menyebabkan adanya kenaikan harga-harga. Pengertian inflasi terus berkembang. Singkatnya, inflasi adalah suatu kecenderungan meningkatnya harga barang dan jasa secara umum dan terjadi secara terus-menerus. Pengertian tersebut mengandung dua hal penting, yaitu kenaikan harga secara umum dan terjadi secara terus menerus (Bank Indonesia, 2009).

Pada umumnya, suatu angka indeks digunakan untuk mengukur perubahan inflasi dari waktu ke waktu. Angka indeks untuk pengukuran inflasi tersebut dibentuk dengan memperhitungkan sejumlah barang dan jasa. Perubahan angka indeks tersebut dari satu periode waktu ke waktu yang lain dinyatakan dalam persentase, yang kemudian disebut dengan laju inflasi. Ada beberapa tingkatan laju inflasi, yaitu ringan, sedang, berat, dan hiperinflasi. Inflasi ringan memiliki besaran di bawah sepuluh persen. Inflasi sedang memiliki besaran antara 10%-30%. Inflasi berat memiliki besaran 30%-100%. Inflasi dengan pada tingkat hiperinflasi memiliki besaran di atas seratus persen (Bank Indonesia, 2009). Setiap bulan, Bank Indonesia mempublikasikan data inflasi yang dapat diakses di situs resmi Bank Indonesia.

2.10 Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)

Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) adalah surat berharga berdasarkan prinsip syariah berjangka waktu pendek dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia. SBIS diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai salah satu instrumen operasi pasar terbuka dalam rangka pengendalian moneter yang dilakukan berdasarkan prinsip syariah (Sholihin, 2015). SBIS berguna untuk mengatasi kesulitan kelebihan likuiditas pada bank yang beroperasi dengan prinsip syariah (Sjahdeini, 2014). Saat ini SBIS diterbitkan oleh Bank Indonesia

menggunakan akad *ju'alah*. SBIS diterbitkan melalui mekanisme lelang yang dapat diikuti oleh Bank Umum Syariah (BUS), Unit Usaha Syariah (UUS), pialang yang bertindak untuk dan atas nama BUS dan UUS. Masyarakat umum dapat membeli SBIS melalui bank umum serta pialang pasar uang atau pialang pasar modal yang ditunjuk oleh Bank Indonesia. Bank Indonesia akan memberi imbalan kepada pemegang SBIS sesuai dengan akad yang dipergunakan. Imbalan yang diperoleh dari SBIS ini berasal dari dana laba pengendalian moneter dan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN). Hal tersebut dapat terjadi karena dana sertifikat Bank Indonesia Syariah dimasukkan ke dalam rekening *wadī'ah amānah* khusus yang tidak digunakan Bank Indonesia pada sektor riil. Informasi mengenai tingkat pengembalian SBIS yang digunakan dalam penelitian ini tersedia di situs resmi Bank Indonesia.

2.11 Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang meneliti mengenai pengujian *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan pengembangan serta perbandingan *Shariah Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM). Penelitian – penelitian tersebut digunakan sebagai kajian pustaka untuk melakukan penelitian ini (Tabel 2.1).

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Penulis	Judul Penelitian	Variabel	Metode Penelitian	Hasil Penelitian	Keterkaitan
1	Adistyningrum et al (2020)	<i>Comparative Analysis of SCAPM</i>	Pengembalian aktual saham, risiko sistematis, pengembalian pasar, laju inflasi, tingkat pengembalian SBIS dan SBI, kadar zakat, <i>expected return</i> .	Regresi sederhana	SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS merupakan model yang sama – sama akurat dan optimal dalam memprediksi pengembalian saham yang terdaftar di JII. SCAPMZ memiliki <i>explanatory power</i> paling tinggi.	Pemilihan model SCAPM yang diuji (SCAPMZ, SCAPMI & SCAPMS). Metode Penilaian <i>explanatory power</i> (Koefisiend Determinasi) dan akurasi yang digunakan (MAD & MSE).
2	Sidik (2018)	<i>Alternatif Capital Asset Pricing Model Dan Islamic Capital Asset Pricing Model Serta Keakuratannya Dalam Memprediksi Return Saham Indeks JII Periode 2013-2017</i>	Pengembalian aktual saham, pengembalian bebas risiko, pengembalian pasar, laju inflasi, beta saham.	Regresi linier <i>time-series</i> , ANOVA, Pengukuran nilai MAD, Pengukuran Koefisien Determinasi.	Tidak ada perbedaan akurasi antara CAPM, SCAPMZ, dan SCAPMI. CAPM dengan variabel obligasi pemerintah lebih direkomendasikan karena memiliki nilai MAD dan koefisien determinasi yang lebih baik dibandingkan dengan model lainnya. Hasil penelitian juga ditemukan terdapat pengaruh yang signifikan pada <i>excess market return</i> terhadap pengembalian saham JII	Metode Penilaian <i>explanatory power</i> (Koefisien Feterminasi) dan akurasi (MAD) yang digunakan. Metode penilaian perbedaan model yang diuji.

No	Penulis	Judul Penelitian	Variabel	Metode Penelitian	Hasil Penelitian	Keterkaitan
3	Masithoh (2017)	Pengujian Validitas <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM), <i>Islamic Capital Asset Pricing Model</i> (ICAPM) Dan <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT) Dalam Memprediksi <i>Return Saham Syariah</i> di <i>Jakarta Islamic Index</i> (Periode Tahun 2012 – 2016)	Pengembalian saham, laju inflasi, pengembalian pasar, pengembalian bebas risiko, beta saham, tingkat suku bunga, nilai tukar valuta asing.	Pengukuran MAD, Pengukuran koefisien determinasi, <i>exponential smoothing</i> , <i>independent t-test</i> , regresi	SCAPMI memiliki hasil perhitungan <i>expected return</i> yang lebih akurat daripada CAPM dan APT karena memiliki nilai MAD yang lebih kecil. CAPM memiliki <i>explanatory power</i> yang lebih baik daripada SCAPMI dan APT karena memiliki nilai <i>adjusted R²</i> yang paling tinggi.	Metode Penilaian <i>explanatory power</i> (Koefisien Determinasi) dan akurasi yang digunakan (MAD).
4	Effendi (2016)	Optimalisasi <i>Shari'a Compliant Asset Pricing Model Terhadap Rate Of Return</i> Pada <i>Jakarta Islamic Index</i>	Pengembalian saham, Pengembalian Pasar, Laju inflasi, Kadar Zakat.	Regresi linear dan analisis kekuatan <i>explanatory</i>	CAPM dengan pengganti unsur <i>risk-free return</i> berupa laju inflasi memiliki tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding model lain.	Pemilihan model SCAPM yang diuji (SCAPMI).
5	Hanif (2011)	<i>Risk and Return under Shari'a Framework: An Attempt to Develop Shari'a Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)</i>	<i>Expected return</i> sekuritas, Laju Inflasi, Pengembalian pasar, beta saham	Eksploratif melalui studi pustaka	Model asset pricing seperti CAPM, APT, dan MFM dapat digunakan dalam praktik keuangan syariah dengan sedikit modifikasi pada unsur pengembalian tanpa risiko (R_f).	Pemilihan model SCAPM yang diuji (SCAPMZ).

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu (lanjutan)

No	Penulis	Judul Penelitian	Variabel	Metode Penelitian	Hasil Penelitian	Keterkaitan
6	Hasanah dan Maspupah (2017)	<i>Shariah Compliant Asset Pricing Model (SCAPM): The Formula of Risk and Return Modification in Islamic Finance</i>	Pengembalian sekuritas, tingkat pengembalian SBIS, pengembalian pasar, beta sekuritas	Eksploratif melalui studi pustaka	<i>Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)</i> adalah modifikasi dari model <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i> , yang telah dijelaskan bahwa salah satu asumsi dasar CAPM adalah tidak ada inflasi. Jadi dalam penelitian ini, peneliti tidak menggunakan inflasi namun mengganti faktor inflasi dengan tingkat pengembalian Sertifikat Syariah Bank Indonesia (SBIS).	Pemilihan model SCAPM yang diuji (SCAPMS).

2.12 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan dari penelitian sebelumnya, dikembangkan beberapa hipotesis yang sesuai dengan variabel dalam penelitian ini. Hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini akan dipaparkan sebagai berikut:

- 1) *Explanatory Power Shariah Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)*
Terhadap Pengembalian Saham Syariah

Adistyningrum (2020) membandingkan *explanatory power* dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS terhadap *excess return* saham syariah yang terdaftar JII dengan membandingkan nilai rata – rata koefisien determinasi (*adjusted R-squared*) tiap model. Hasil perbandingan menemukan bahwa SCAPMZ memiliki *explanatory power* tertinggi dibandingkan SCAPMI dan SCAPMSBIS. Perbedaan *explanatory power* tersebut dapat terjadi karena ketiga komponen memang memiliki karakteristik yang berbeda. Dalam SCAPMZ, kadar zakat memiliki nilai yang statis, yakni 2,65% (Hanif, 2011). Besar pengembalian SBIS yang digunakan SCAPMS memiliki nilai yang lebih dinamis daripada zakat, dimana nilainya akan berubah setiap tahun tergantung dari besar pengembalian seluruh SBIS yang diterbitkan pada tahun tersebut (Quthbi, 2017). Laju Inflasi yang digunakan dalam SCAPMI memiliki nilai yang paling dinamis jika dibandingkan dengan kadar zakat dan pengembalian SBIS, dimana nilainya berubah – ubah setiap bulannya tergantung dari perubahan indeks harga barang dan jasa. Dari penjelasan di atas, maka hipotesis ketiga dari penelitian ini adalah:

H1: Terdapat perbedaan *explanatory power* antara SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS berdasar nilai koefisien determinasi (*adjusted R-squared*)

- 2) Keakuratan Perhitungan *Expected Return* dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

Adistyningrum (2020) membandingkan keakuratan perhitungan *expected return* saham syariah yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS. Berbeda dengan penelitian terdahulu yang menggunakan *independent T-test* dan analisis ragam,

perbandingan keakuratan pada penelitian yang dilakukan Adistyningrum dilakukan dengan membandingkan hasil perhitungan rata – rata *Mean Absolute Deviation* (MAD) dan *Mean Square Error* (MSE) dari setiap model. Hasil perbandingan menunjukkan bahwa berdasar nilai MAD maupun MSE, ketiga model memiliki keakuratan yang sama yaitu dengan nilai rata – rata MAD dan MSE sebesar 0,0557 dan 0,0061. Padahal, ketiga model memiliki pengganti komponen pengembalian bebas risiko yang berbeda. Ketiga komponen memiliki karakteristik yang berbeda. Dalam SCAPMZ, kadar zakat memiliki nilai yang statis, yakni 2,65% (Hanif, 2011). Besar pengembalian SBIS yang digunakan SCAPMS memiliki nilai yang lebih dinamis daripada zakat, dimana nilainya akan berubah setiap tahun tergantung dari besar pengembalian seluruh SBIS yang diterbitkan pada tahun tersebut (Quthbi, 2017). Laju Inflasi yang digunakan dalam SCAPMI memiliki nilai yang paling dinamis jika dibandingkan dengan kadar zakat dan pengembalian SBIS, dimana nilainya berubah – ubah setiap bulannya tergantung dari perubahan indeks harga barang dan jasa. Dari penjelasan di atas, maka hipotesis pertama dan kedua dari penelitian ini adalah:

H2: Terdapat perbedaan akurasi *expected return* yang dihasilkan SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS berdasar nilai MAD.

H3: Terdapat perbedaan akurasi *expected return* yang dihasilkan SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS berdasar nilai MSE.

2.13 Kebaruan Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian yang mencoba mengonfirmasi penemuan pada penelitian terdahulu mengenai akurasi hasil perhitungan *expected return* SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS. Adistyningrum (2020) menemukan bahwa SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS menghasilkan nilai *expected return* pada saham – saham yang terdaftar di JII dengan keakuratan yang sama. Keakuratan tersebut diukur dengan menggunakan nilai *Mean Absolute Deviation* (MAD) dan *Mean Square Error* (MSE). Penelitian tersebut juga menemukan bahwa SCAPMZ memiliki *explanatory power* terbaik di antara dua model lain. Hal tersebut ditentukan dengan menggunakan nilai *Adjusted R-squared*.

Penelitian ini akan mengonfirmasi penemuan Adistyningrum (2020) mengenai akurasi dan *explanatory power* dari SCAPM. dengan menggunakan populasi berupa seluruh saham syariah yang ada di pasar modal Indonesia. Selain itu, penelitian ini juga akan menggunakan metode tambahan untuk melakukan perbandingan keakuratan dan *explanatory power*, yaitu dengan menggunakan metode analisis ragam atau *Analysis of Variance* (ANOVA). Dengan objek penelitian yang cakupannya lebih luas dan adanya tambahan metode dalam melakukan perbandingan, penulis berharap penelitian ini dapat menggambarkan keakuratan serta *explanatory power* SCAPM mengenai saham – saham syariah yang ada di Indonesia dengan lebih baik.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

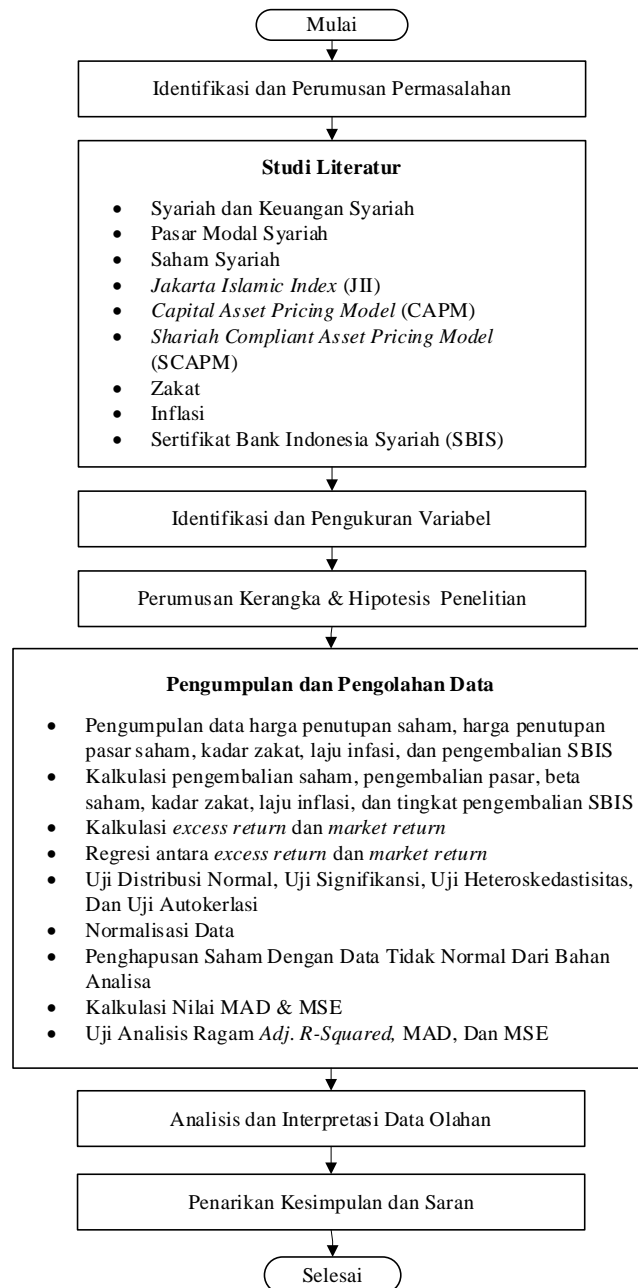
(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini menjelaskan mengenai metodologi yang digunakan dalam pelaksanaan penelitian. Pembahasan metodologi penelitian akan meliputi alur penelitian, kerangka dan hipotesis penelitian, desain penelitian, identifikasi dan definisi operasional variabel penelitian, dan teknik pengolahan data.

3.1 Diagram Alur Penelitian



Gambar 3.1 Diagram Alur Penelitian

Penelitian ini akan dilakukan dengan tahap – tahap seperti yang dapat dilihat pada Gambar 3.1. Ada tujuh langkah yang akan dilakukan. Mulai dari identifikasi dan perumusan masalah, studi literatur, penentuan model dan variabel penilaian aset, perumusan hipotesis, pengumpulan dan pengolahan data, analisis dan interpretasi data, hingga penarikan kesimpulan dan saran.

3.2 Identifikasi dan Perumusan Masalah

Tahapan identifikasi dan perumusan masalah adalah tahapan untuk mengidentifikasi permasalahan apa yang menarik perhatian penulis dan menentukan masalah yang akan diselesaikan oleh penulis. Dalam tulisan ini, penulis melihat permasalahan mengenai kurangnya penelitian tentang perbandingan SCAPM, baik dalam hal keakuratan dan *explanatory power* pada saham syariah di pasar modal Indonesia. Penulis menilai bahwa penelitian - penelitian yang sudah ada belum mampu menggambarkan keakuratan dan *explanatory power* SCAPM pada saham syariah yang ada di Indonesia. Hal tersebut karena populasi penelitian – penelitian tersebut adalah saham - saham yang terdaftar di JII, dimana saham – saham tersebut hanya berjumlah 30 (ada 422 saham syariah pada November 2019) dengan kapitalisasi pasar sebesar 61,62% dari kapitalisasi pasar seluruh saham syariah yang ada di Indonesia. Oleh karena itu, penulis akan membandingkan keakuratan dan *explanatory power* SCAPM dengan menggunakan populasi berupa seluruh saham syariah yang ada di Indonesia.

3.3 Penentuan Model dan Variabel Penilaian Aset

Penelitian ini akan membandingkan tiga model penilaian aset, yaitu SCAPM dengan pengganti pengembalian bebas risiko berupa kadar zakat (SCAPMZ), SCAPM dengan pengganti pengembalian bebas risiko berupa laju inflasi (SCAPMI), dan SCAPM dengan pengganti pengembalian bebas risiko berupa tingkat pengembalian SBIS (SCAPMS). Penjelasan detail mengenai rumus masing – masing model ada di sub-bab 2.5. Setiap rumus dari model memiliki variabel di dalamnya. Penjelasan detail mengenai variabel – variabel tersebut dapat dilihat pada tabel 3.1 berikut:

Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel Penelitian

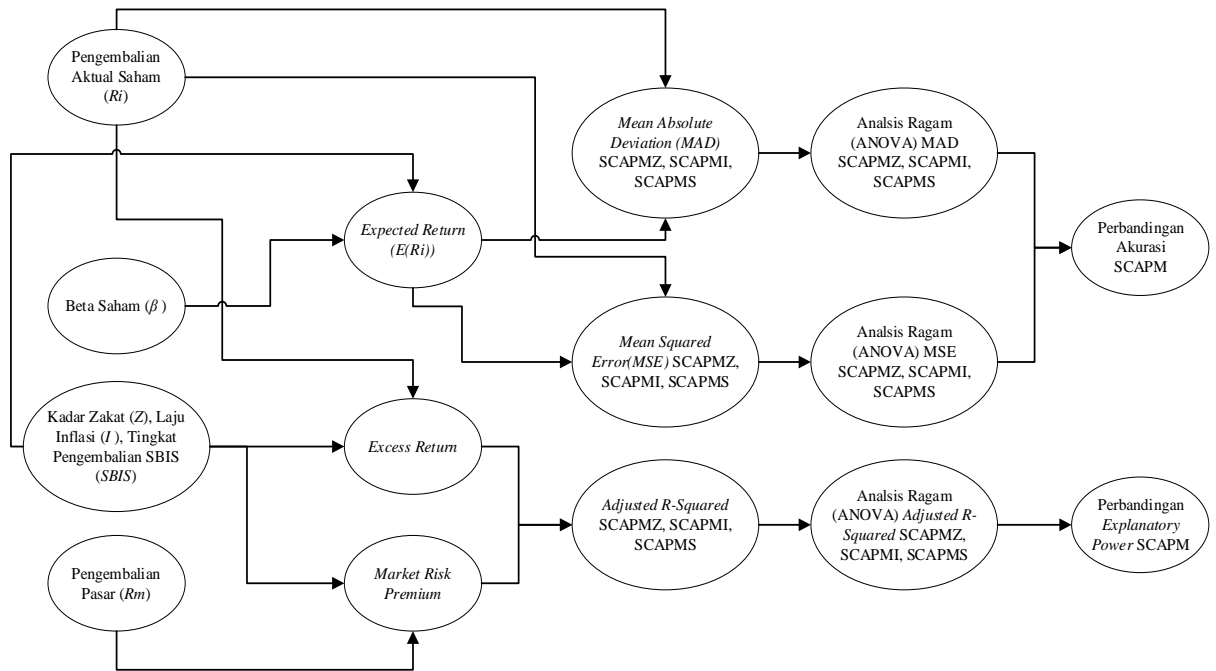
Variabel	Simbol	Definisi dan Pengukuran	Skala	Sumber
Pengembalian Saham i pada bulan t	R_{it}	Pengembalian saham i didapatkan dari harga penutupan saham i di akhir bulan t, dikurangi dengan harga penutupan saham i di akhir bulan t-1 $R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$	Rasio	Adistyningrum (2020), Sidik (2018), Quthbi (2017), Effendi (2016)
Pengembalian Pasar Saham	R_{mt}	Pengembalian pasar saham didapatkan dari harga penutupan pasar saham di akhir bulan t dikurangi dengan harga penutupan pasar saham di akhir bulan t-1 $R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}}$	Rasio	Adistyningrum (2020), Sidik (2018), Quthbi (2017), Effendi (2016)
Kadar Zakat	Z	Kadar zakat yang digunakan pada penelitian ini didapatkan dari rumus berikut: $Z = \frac{\text{persentase zakat maal}}{1 - \text{persentase zakat maal}}$	Rasio	Adistyningrum (2020), Sidik (2018), Effendi (2016)
Laju Inflasi	I	Laju inflasi didapat dari perubahan indeks harga konsumen yang dirilis Bank Indonesia setiap bulan.	Rasio	Adistyningrum (2020), Sidik (2018), Effendi (2016)

Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel Penelitian (lanjutan)

Variabel	Simbol	Definisi dan Pengukuran	Skala	Sumber
Tingkat Pengembalian SBIS	<i>SBIS</i>	Tingkat pengembalian SBIS didapat dari jumlah tingkat pengembalian SBIS pada bulan <i>i</i> , lalu dibagi dengan jumlah data <i>n</i> , lalu dibagi 12 $SBIS = \frac{(\sum \text{Pengembalian SBIS})/n}{12}$	Rasio	Adistyaningrum (2020), Quthbi (2017)
Beta saham/Risiko Sistematis	β_i	Beta saham menunjukkan hubungan volatilitas pengembalian saham dengan pengembalian pasar. Beta saham didapat dari perbandingan kovarian antara pengembalian sekuritas ke- <i>i</i> dengan pengembalian pasar ($COV R_i, R_m$), dengan varian pengembalian pasar ($VAR R_m$). $\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$	Rasio	Adistyaningrum (2020), Sidik (2018), Quthbi (2017), Effendi (2016)

3.4 Perumusan Kerangka & Hipotesis Penelitian

Pada bagian ini akan dijelaskan mengenai kerangka penelitian serta hipotesis dari penelitian ini. Kerangka penelitian ini diadopsi dari penelitian Adistyningrum *et al* (2020) dan terdapat penambahan uji analisis ragam seperti pada penelitian Sidik (2018). Kerangka penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 3.2 berikut:



Gambar 3.2 Kerangka Penelitian

Penelitian ini akan menguji beberapa hipotesis yang didasarkan pada penemuan dari penelitian terdahulu mengenai perbandingan SCAPM di pasar modal syariah Indonesia. Hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS memiliki perbedaan *explanatory power* mengenai pengembalian saham syariah yang ada di Indonesia

H2: Berdasar nilai *Mean Absolute Deviation* (MAD), terdapat perbedaan akurasi nilai *expected return* saham syariah yang dihasilkan SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

H3: Berdasar nilai *Mean Square Error* (MSE), terdapat perbedaan akurasi nilai *expected return* saham syariah yang dihasilkan SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

3.5 Jenis Penelitian

Penelitian ini termasuk dalam jenis penelitian komparatif. Menurut Sugiyono (2008) jenis penelitian komparatif dapat didefinisikan sebagai penelitian yang membandingkan keberadaan satu variabel atau lebih pada dua atau sampel yang berbeda, atau pada waktu yang berbeda. Penelitian ini membandingkan keakuratan nilai *expected return* saham syariah yang dihasilkan SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS. Selain itu, penelitian ini juga membandingkan *explanatory power* dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS mengenai pengembalian saham syariah yang terdaftar di DES.

3.6 Populasi dan Sampel Data Penelitian

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh saham syariah yang terdaftar di Daftar Efek Syariah (DES) yang ditetapkan oleh OJK. Pada tahun 2019, ada 423 perusahaan yang terdaftar dalam DES. Penentuan sampel dilakukan secara *non probability sampling* dengan metode *purposive sampling* yang dilakukan dengan mengambil sampel dari populasi berdasarkan kriteria tertentu. Menurut Sugiyono (2008), *purposive sampling* adalah teknik pengambilan sampel sumber data dengan pertimbangan tertentu. Penentuan sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 3.2:

Tabel 3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Uraian	Jumlah Saham
Saham Terdaftar dalam Daftar Efek Syariah (DES) (Periode Desember 2019) yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK)	423
Dikurangi:	
Saham tidak konsisten terdaftar dalam DES yang ditetapkan oleh OJK selama periode Januari 2015 Hingga Desember 2019	230
Saham dengan data yang tidak lengkap selama periode Desember 2014 hingga Desember 2019	1
Jumlah Sampel Penelitian	192

Dari 423 saham syariah yang diperdagangkan di pasar modal Indonesia, ada 192 saham syariah yang menjadi sampel penelitian ini, seperti yang dapat dilihat pada tabel 3.3.

Tabel 3.3 Daftar Saham Sampel Penelitian

No.	Kode	N0	Kode	No.	Kode	No.	Kode	No.	Kode
1	AALI	40	CLPI	79	INDR	118	META	157	SIMP
2	ACES	41	CPIN	80	INDS	119	MFMI	158	SKBM
3	ACST	42	CTBN	81	INPP	120	MICE	159	SKLT
4	ADES	43	CTRA	82	INTD	121	MIRA	160	SMDR
5	ADHI	44	CTTH	83	INTP	122	MKPI	161	SMRA
6	ADMG	45	DEWA	84	IPOL	123	MLPT	162	SMRU
7	ADRO	46	DILD	85	ITMG	124	MPPA	163	SMSM
8	AKPI	47	DPNS	86	JIHD	125	MRAT	164	SONA
9	AKRA	48	DSFI	87	JKON	126	MTDL	165	SRAJ
10	ALDO	49	DSSA	88	JRPT	127	MTLA	166	SRSN
11	ALKA	50	DUTI	89	JTPE	128	MYOH	167	SSIA
12	ANJT	51	DVLA	90	KAEF	129	MYOR	168	STAR
13	ANTM	52	ECII	91	KARW	130	NELY	169	TCID
14	APII	53	EKAD	92	KBLI	131	NRCA	170	TFCO
15	APLI	54	ELSA	93	KBLM	132	OMRE	171	TGKA
16	APLN	55	EPMT	94	KBLV	133	PDES	172	TLKM
17	ARII	56	ERAA	95	KDSI	134	PGLI	173	TMPO
18	ARNA	57	FAST	96	KIAS	135	PJAA	174	TOBA
19	ASGR	58	FISH	97	KICI	136	PNBS	175	TOTL
20	ASII	59	FMII	98	KIJA	137	PNSE	176	TOTO
21	ASRI	60	FPNI	99	KKGI	138	PSKT	177	TPIA
22	AUTO	61	GAMA	100	KLBF	139	PTBA	178	TRIL
23	BAPA	62	GDST	101	KOIN	140	PTPP	179	TRIS
24	BATA	63	GDYR	102	KPIG	141	PTRO	180	TRST
25	BAYU	64	GEMA	103	LAPD	142	PTSN	181	TSPC
26	BEST	65	GEMS	104	LINK	143	PTSP	182	TURI
27	BIPP	66	GMTD	105	LION	144	PWON	183	ULTJ
28	BISI	67	GPRA	106	LMPI	145	PYFA	184	UNIC
29	BKDP	68	HERO	107	LMSH	146	RAJA	185	UNTR
30	BKSL	69	HRUM	108	LPCK	147	RANC	186	UNVR
31	BMTR	70	IATA	109	LPKR	148	RICY	187	VOKS
32	BRAM	71	ICBP	110	LRNA	149	RIGS	188	WAPO
33	BRPT	72	ICON	111	LSIP	150	RIMO	189	WICO
34	BSDE	73	IGAR	112	LTLS	151	RODA	190	WIKA

Tabel 3.3 Daftar Saham Sampel Penelitian (lanjutan)

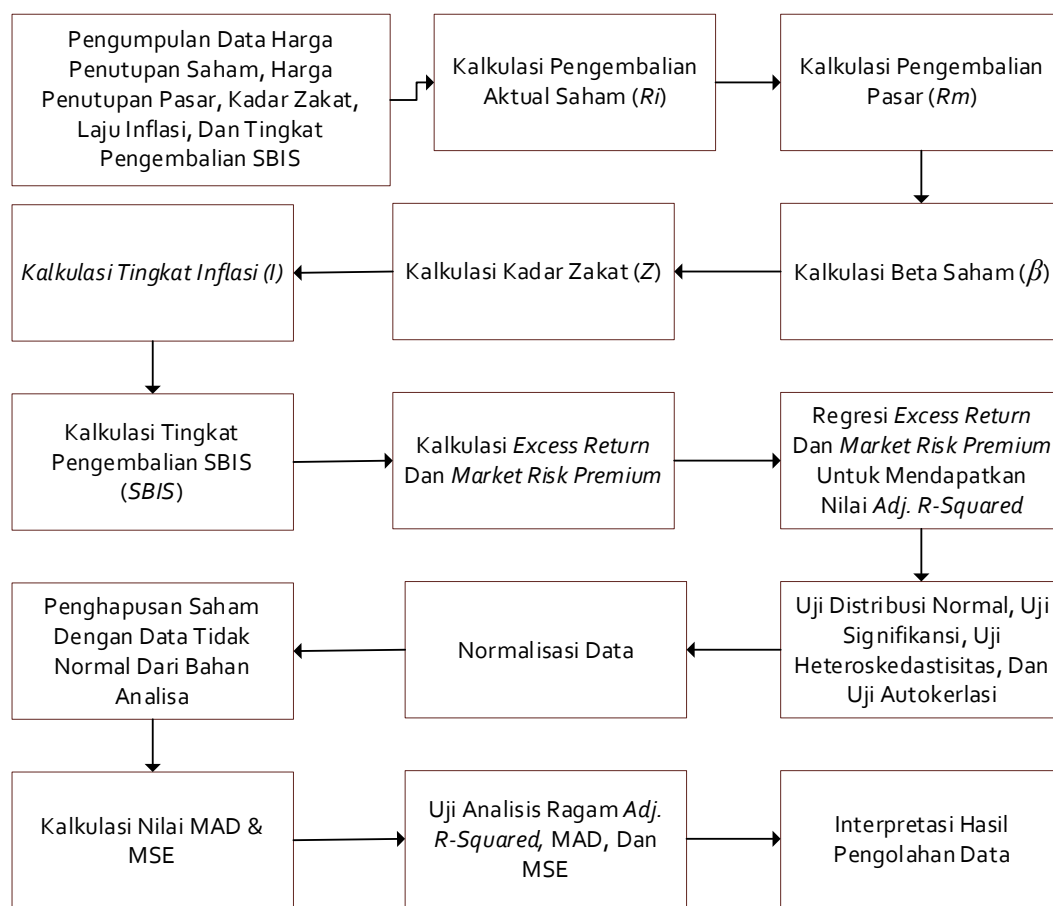
No.	Kode	N0	Kode	No.	Kode	No.	Kode	No.	Kode
35	BSSR	74	IIKP		MASA	152	ROTI	191	WINS
36	BTON	75	INAF	114	MBAP	153	SCCO	192	WTON
37	CANI	76	INCI	115	MBSS	154	SHID		
38	CASS	77	INCO	116	MBTO	155	SIDO		
39	CINT	78	INDF	117	MERK	156	SILO		

3.7 Jenis dan Sumber Data Penelitian

Pada penelitian ini jenis data yang digunakan merupakan data sekunder dengan tipe *time series*. Menurut (Gujarati, 2012) data *time series* adalah data dari satu objek yang diamati pada beberapa periode waktu tertentu. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data historis harga saham yang diperoleh dari situs Yahoo Finance yang beralamat di <https://finance.yahoo.com/>, data daftar perusahaan yang termasuk dalam ISSI dari situs Bursa Efek Indonesia (BEI) yang beralamat di <https://www.idx.co.id/>, lalu data laju inflasi serta tingkat pengembalian SBIS yang diperoleh dari situs resmi Bank Indonesia yang beralamat di <http://www.bi.go.id/> pada periode tahun 2015 hingga 2019.

3.8 Teknik Pengumpulan dan Pengolahan Data

Ada beberapa langkah yang dilakukan dalam proses pengumpulan dan pengolahan data hingga akhirnya seluruh data yang dibutuhkan untuk proses analisa dan intepretasi data tersedia. Langkah – langkah tersebut dapat dilihat pada Gambar 3.3 berikut:



Gambar 3.3 Diagram Alir Pengumpulan dan Pengolahan data

3.8.1. Pengumpulan dan Pengolahan Data Pengembalian Aktual Saham (R_i)

Data harga penutupan harian seluruh saham syariah periode Januari 2015 hingga Desember 2019 didapat dari situs Yahoo! Finance. Lalu, data tersebut diproses menggunakan situs *Quantitative Finance Tools* yang beralamat di <http://finance.jasonstrimpel.com/> untuk proses penyatuan seluruh data menjadi satu dokumen *spreadsheet*. Setelah itu, penulis akan mengambil dan mengolah data harga penutupan akhir bulan saham tersebut menjadi data pengembalian aktual saham (R_i) dan memasukkannya ke dalam sebuah dokumen *spreadheet* yang berisi kumpulan data variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.8.2. Pengumpulan dan Pengolahan Data Pengembalian Pasar Saham (R_m)

Data harga penutupan harian pasar saham syariah yang diukur menggunakan *Indonesia Sharia Stock Index (ISSI)* pada periode Januari 2015 hingga Desember 2019 didapat dari situs Yahoo! Finance. Lalu, data tersebut diproses menggunakan situs <http://finance.jasonstrimpel.com/> untuk proses

penyatuan seluruh data menjadi satu dokumen *spreadsheet*. Setelah itu, penulis akan mengambil data harga penutupan akhir bulan pasar saham (R_m) dari *spreadsheet* tersebut dan memasukkannya ke dalam sebuah dokumen *spreadsheet* yang berisi kumpulan data variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.8.3. Pengumpulan dan Pengolahan Data Beta/Risiko Sistemik Saham (β_i)

Data beta/risiko sistemik saham (β_i) didapat dari perbandingan kovarian antara pengembalian saham i dengan pengembalian pasar ($COV(R_i, R_m)$) dengan varian pengembalian pasar ($VAR(R_m)$). Rumus beta/risiko sistemik saham (β_i) adalah sebagai berikut:

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$$

Setelah data beta/risiko sistemik saham (β_i) didapat, data tersebut dijadikan satu ke dalam sebuah dokumen *spreadsheet* yang berisi kumpulan data variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.8.4. Pengumpulan dan Pengolahan Data Kadar Zakat (Z)

Kadar zakat (Z) yang digunakan dalam penelitian ini mengacu pada Asker (1987) dan BAZNAZ (2020). Harta perdagangan yang dikenakan zakat dihitung dari asset lancar usaha dikurangi hutang yang berjangka pendek (hutang yang jatuh tempo hanya satu tahun). Jika selisih dari asset lancar dan hutang tersebut sudah mencapai nishab, maka wajib dibayarkan zakatnya. Nishab zakat maal adalah setara harga 85 gram emas. Kadar zakat maal adalah 2,5%. Rumus kadar zakat yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Z = \frac{\text{kadar zakat}}{(1 - \text{kadar zakat})}$$

3.8.5. Pengumpulan dan Pengolahan Data Laju Inflasi (I)

Data laju inflasi periode Januari 2015 hingga Desember 2019 yang digunakan dalam penelitian ini didapat dari persentase perubahan indeks harga konsumen yang dirilis Bank Indonesia setiap bulan di situs resmi Bank Indonesia. Setelah seluruh data laju inflasi didapat, data tersebut dijadikan satu ke dalam sebuah dokumen *spreadsheet* yang berisi kumpulan data variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.8.6. Pengumpulan dan Pengolahan Data Tingkat Pengembalian SBIS (SBIS)

Data tingkat pengembalian SBIS pada periode Januari 2015 hingga Desember 2019 didapat dari situs resmi Bank Indonesia. Tingkat pengembalian SBIS dihitung dari jumlah data tingkat pengembalian SBIS pada bulan i , lalu dibagi dengan jumlah data n , lalu dibagi 12. Rumus tingkat pengembalian SBIS adalah sebagai berikut:

$$SBIS = \frac{(\sum \text{Pengembalian SBIS})/n}{12}$$

Setelah seluruh data tingkat pengembalian SBIS didapat, data tersebut dijadikan satu ke dalam sebuah dokumen *spreadsheet* yang berisi kumpulan data variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.8.7. Kalkulasi *Expected Return Saham (E(Ri))*

Data *expected return* saham ($E(Ri)$) didapat dari pengolahan data harga penutupan harian pasar saham syariah (Rm), data beta/risiko sistematis saham (β_i), kadar zakat (Z), data laju inflasi (I), dan data tingkat pengembalian SBIS ($SBIS$). *Expected return* saham ($E(Ri)$) dari tiap model SCAPM dihitung dengan rumus berikut:

- 1) *Expected Return Saham (E(Ri))* berdasar SCAPMZ

$$E(Ri) = Z + \beta_i(Rm - Z)$$

Keterangan:

$E(Ri)$ = *Expected Return* Sekuritas

Z = kadar Zakat (persentase zakat/ 1 – persentase zakat)

Rm = Pengembalian Pasar

β_i = Risiko Sistematis

- 2) *Expected Return Saham (E(Ri))* berdasar SCAPMI

$$E(Ri) = I + \beta_i(Rm - I)$$

Keterangan:

$E(Ri)$ = *Expected Return* Saham

I = Laju Inflasi

Rm = Pengembalian Pasar

β_i = Risiko Sistematis Saham

3) *Expected Return* Saham ($E(R_i)$) berdasar SCAPMS

$$E(R_i) = SBIS + \beta_i(R_m - SBIS)$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *Expected Return* Sekuritas

N = Tingkat Pengembalian SBIS

R_m = Pengembalian Pasar

β_i = Risiko Sistematis Saham

Setelah seluruh data *expected return* saham ($E(R_i)$) didapat, data tersebut dijadikan satu ke dalam sebuah dokumen *spreadsheet* yang berisi kumpulan data variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.8.8. Kalkulasi Kelebihan Pengembalian Saham Terhadap Pengganti Elemen Pengembalian Tanpa Risiko (*Excess Return*)

Data ini digunakan untuk regresi SCAPM. Data kalkulasi kelebihan pengembalian saham terhadap pengganti elemen pengembalian tanpa risiko (*excess return*) didapat dari pengolahan data pengembalian saham (R_i) dan data pengganti elemen pengembalian tanpa risiko (Z, I dan S). Kalkulasi *excess return* didapat dari pengembalian aktual saham dikurangi pengganti elemen pengembalian tanpa risiko (Z, I dan S). Setelah seluruh data *excess return* didapat, data tersebut dijadikan satu ke dalam sebuah dokumen *spreadsheet* yang berisi kumpulan data variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.8.9. Kalkulasi Kelebihan Pengembalian Pasar Saham Terhadap Pengganti Elemen Pengembalian Tanpa Risiko (*Market Risk Premium*)

Data ini digunakan untuk regresi SCAPM. Data kalkulasi kelebihan pengembalian pasar saham terhadap pengganti elemen pengembalian tanpa risiko (*Market Risk Premium*) didapat dari pengolahan data pengembalian pasar saham (R_m) dan data pengganti elemen pengembalian tanpa risiko (Z, I dan S). Kalkulasi *market risk premium* didapat dari pengembalian pasar saham (R_m) dikurangi pengganti elemen pengembalian tanpa risiko (Z, I dan S). Setelah seluruh data *market risk premium* didapat, data tersebut dijadikan satu ke dalam sebuah dokumen *spreadsheet* yang berisi kumpulan data variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.8.10. Uji Regresi Linear Sederhana

Menurut Sugiyono (2008) analisis regresi sederhana didasarkan pada hubungan fungsional ataupun kausal satu variabel independen dengan satu variabel dependen. Persamaan umum regresi linier sederhana adalah :

$$y = a + bx$$

Keterangan:

y = Subyek dalam variabel dependen yang diprediksikan

a = Harga Y bila $X = 0$ (harga konstan)

b = Angka arah atau koefisien regresi, yang menunjukkan angka peningkatan ataupun penurunan variabel dependen yang didasarkan pada variabel independen. Bila b (\div) maka naik, dan bila ($-$) maka terjadi penurunan

x = Subyek pada variabel independen yang mempunyai nilai tertentu

Pada penelitian ini, variabel dependen dan independen yang akan diuji adalah *excess return* dan *market risk premium*. Uji ini dilakukan untuk mendapatkan nilai koefisien determinasi (*adjusted r-squared*) dari setiap model SCAPM.

3.8.11. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mendapatkan hasil uji regresi linear sederhana yang terbaik (Ghozali, 2010). Uji asumsi yang digunakan pada penelitian ini adalah uji normalitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

1) Uji Normalitas

Uji normalitas merujuk pada bentuk distribusi data untuk variabel metrik individu dan korepondensinya dengan distribusi normal (Hair, 2010). Pendekatan yang dilakukan untuk melihat distribusi data dapat dilakukan dengan melihat histogram (Q-Q plot) yang membandingkan nilai data yang diamati dengan distribusi yang mendekati garis normal. Semakin dekat dengan garis menandakan data terdistribusi dengan normal.

Selain menggunakan histogram (Q-Q plot), tes statistik juga dapat dilakukan untuk menilai normalitas. Tes tersebut dilakukan dengan melihat nilai *skewness* dan kurtosis. Kurtosis mengacu pada ketinggian distribusi

(puncak), sedangkan *skewness* menggambarkan keseimbangan data atau bergeser ke satu sisi (kanan atau kiri).

Pada penelitian ini, normalitas dilakukan pada nilai residu dari regresi antara *excess return* dengan *market risk premium*. Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan software minitab dengan uji normalitas Kolmogorov - Smirnov. Nilai residu dinyatakan berdistribusi normal apabila nilai p-value lebih atau sama dengan 0,05.

2) Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat kesamaan varians dan residu data observasi ke observasi lainnya. Jika varians dari *residual* data sama disebut homokedasitas jika tidak disebut heteroskedasitas (Latan & Temalagi, 2013). Model regresi yang memenuhi persyaratan adalah ketika ada kesamaan varians dari *residual* satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap atau disebut homoskedastisitas (tidak terjadi gejala heteroskedastisitas). Cara untuk mengidentifikasi masalah mengenai heteroskedastisitas pada model regresi yaitu ditunjukkan dengan *scatter plot* dimana jika titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur, seperti bergelombang atau melebar kemudian menyempit, maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Tetapi jika tidak ada pola yang jelas dimana titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

3) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi (Ghozali, 2011). Pada penelitian ini untuk menguji ada tidaknya gejala autokorelasi menggunakan uji Durbin-Watson (*DW test*).

3.8.12. Normalisasi Data

Normalisasi dilakukan pada *excess return* saham dan *market risk premium* yang nilai residu regresinya tidak terdistribusi normal. Penulis melakukan

normalisasi dengan menggunakan fitur *Box-Cox Transformation* dan *Johnson Transformation* yang ada di dalam *software Minitab 17*. *Box-Cox Transformation* hanya dapat digunakan apabila seluruh data dalam suatu kelompok data memiliki nilai lebih dari nol. Apabila dalam suatu kelompok data ada data yang memiliki nilai dibawah nol, maka normalisasi dapat dilakukan dengan menggunakan *Johnson Transformation*. Apabila suatu kelompok data tidak dapat ditransformasi menggunakan dua cara tersebut, maka data saham akan dihilangkan dari bahan analisa lebih lanjut.

3.8.13. Kalkulasi *Mean Absolute Deviation (MAD)*

Data *Mean Absolute Deviation (MAD)* didapat dari pengolahan data pengembalian saham (R_i) dan *expected return* ($E(R_i)$). *MAD* dihitung dengan rumus berikut:

$$MAD = \frac{\sum |R_i - E(R_i)|}{n}$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *Expected Return* Saham

n = Jumlah data

R_i = Pengembalian Saham

Setelah seluruh data *Mean Absolute Deviation (MAD)* didapat, data tersebut dijadikan satu ke dalam sebuah dokumen *spreadsheet* yang berisi kumpulan data variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.8.14. Kalkulasi *Mean Square Error (MSE)*

Data *Mean Square Error (MSE)* didapat dari pengolahan data pengembalian saham (R_i) dan *Expected Return* ($E(R_i)$). *MSE* dihitung dengan rumus berikut:

$$MSE = \frac{\sum (R_i - E(R_i))^2}{n}$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *Expected Return* Saham

n = Jumlah data

R_i = Pengembalian Saham

Setelah seluruh data *Mean Square Error* (MSE) didapat, data tersebut dijadikan satu ke dalam sebuah dokumen *spreadsheet* yang berisi kumpulan data variabel - variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.9 Analisis dan Interpretasi Data

Data yang telah dikumpulkan dan diolah akan dianalisis lebih lanjut untuk menguji hipotesis penelitian ini. Untuk menguji hipotesis satu dan dua, dilakukan uji analisis ragam/*Analysis of Variance* (ANOVA) terhadap nilai MAD dan MSE. Untuk menguji hipotesis ketiga, dilakukan uji regresi terlebih dahulu terhadap nilai *excess return* dan *market risk premium*. Uji regresi akan menghasilkan nilai koefisien determinasi ketiga model SCAPM terhadap setiap saham. Nilai tersebut akan diuji dengan uji ANOVA untuk menilik mengenai perbedaan *explanatory power* dari ketiga model SCAPM serta mencari tahu model yang memiliki *explanatory power* terbaik.

Analisis ragam atau *analysis of variance* (ANOVA) adalah suatu metode untuk menguraikan keragaman total data menjadi komponen – komponen yang mengukur berbagai sumber keragaman. Analisis ragam digunakan untuk menguji rata – rata lebih dari dua sampel berbeda secara signifikan atau tidak. Konsep analisis didasarkan pada konsep distribusi F dan biasanya dapat diaplikasikan untuk berbagai kasus maupun dalam analisis hubungan antara berbagai variabel yang diamati (Ernawati, 2012).

Dalam perhitungan statistik, analisis variansi sangat dipengaruhi asumsi - asumsi seperti kenormalan dari distribusi data, homogenitas variansi data, dan kebebasan dari kesalahan. Asumsi kenormalan distribusi memiliki arti bahwa populasi yang dikaji memiliki distribusi normal. Asumsi homogenitas variansi memiliki arti bahwa kelompok – kelompok yang diuji memiliki variansi yang sama. Asumsi bebas memiliki arti bahwa variansi tiap kelompok terhadap rata – ratanya bersifat saling bebas.

Dalam bentuk yang sederhana, analisis ragam menyajikan uji statistik yang mampu menjelaskan apakah rerata dari beberapa kelompok cenderung sama atau tidak, dan lebih luas disebut sebagian uji t-2 sampel untuk sampel lebih dari 2 kelompok. Analisis ragam sangat membantu karena memiliki keuntungan khusus untuk uji t-2 sampel karena menyebabkan peningkatan peluang terjadinya *error*

(galat), dan dalam hal ini analisis ragam sangat berguna dalam membandingkan tiga atau lebih rata - rata.

Analisis ragam digunakan untuk menguji hipotesis komparatif rata-rata k sampel bila datanya berbentuk interval atau rasio. Satu sampel k dalam k kejadian/pengukuran berarti sampel tersebut berpasangan. Misal, satu sampel diberi perlakuan sampai lima kali, ini berarti sudah lima sampel berpasangan. Sedangkan k sampel dalam satu kejadian berarti sampel independen (lima sampel diberi satu kali perlakuan, adalah merupakan lima sampel independen).

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB IV

ANALISIS DAN DISKUSI

Pada bab ini dijelaskan mengenai hasil dari proses analisis dan pengolahan data kuantitatif yang telah diperoleh oleh peneliti dari hasil pengumpulan data dan juga analisis penelitian. Analisis data dilakukan berdasarkan metode penelitian yang telah diuraikan pada bab sebelumnya.

4.1. Pengumpulan Data dan Pengolahan Data

Pengumpulan data dilakukan secara *online* dari beberapa sumber yang diantaranya adalah situs Yahoo! Finance, situs Indonesia Stock Exchange (IDX), dan situs Bank Indonesia. Data yang diambil dari situs – situs tersebut diantaranya adalah data harga penutupan saham syariah, harga penutupan pasar saham syariah, laju inflasi, dan tingkat pengembalian SBIS. Data – data tersebut disatukan ke dalam sebuah dokumen *spreadsheet*. Dari pengumpulan data, didapat 192 paket data dari tiap saham syariah yang masing – masing berisi 61 data harga penutupan akhir bulan, 61 data harga penutupan akhir bulan pasar saham syariah, satu data kadar zakat, 60 data laju inflasi, dan 120 data pengembalian SBIS.

Data yang telah terkumpul diolah lebih lanjut dan dari pengolahan tersebut didapat 192 paket data dari tiap saham syariah yang masing – masing berisi 60 nilai pengembalian aktual saham (R_i), 60 nilai pengembalian pasar saham syariah (R_m), 192 nilai beta saham (β_i), satu kadar zakat (Z), 60 nilai laju inflasi (I), dan lima nilai tingkat pengembalian SBIS. Hasil olahan tersebut akan diolah menjadi nilai *expected return* saham ($E(R_i)$), nilai kelebihan pengembalian saham terhadap pengganti elemen pengembalian tanpa risiko (*excess return*), dan nilai kelebihan pengembalian pasar saham terhadap pengganti elemen pengembalian tanpa risiko (*market risk premium*) yang akan digunakan untuk uji regresi linear sederhana, perhitungan MAD, perhitungan MSE, dan uji analisis ragam.

4.2. Koefisien Determinasi

Ada total 576 model regresi linear sederhana yang diuji dengan variabel dependen berupa *excess return* dari 192 saham dan variabel independen berupa *market risk premium* dari pasar saham syariah Indonesia. Hasil regresi tersebut

dapat dilihat pada lampiran 1. Uji distribusi normal, uji heteroskedastisitas, uji autokorelasi, dan uji signifikansi (pemilihan regresi dengan *p-value* dibawah 5%) dilakukan terhadap 576 model regresi linear sederhana tersebut untuk menentukan model regresi yang layak digunakan untuk analisis lebih lanjut. Dari ketiga uji tersebut, didapat 183 model regresi linear sederhana (dari 61 saham yang masing – masing di uji coba dengan ketiga model SCAPM) yang dinyatakan layak untuk analisis lebih lanjut. Hasil Uji distribusi normal, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi dapat dilihat pada Lampiran 2, Lampiran 3, dan Lampiran 4. Dari 183 model regresi linear sederhana yang layak untuk analisis lebih lanjut, didapatkan nilai koefisien determinasi yang dapat dilihat pada Tabel 4.1.

Tabel 4.1 Nilai Koefisien Determinasi dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

No.	Kode Saham	Koefisien Determinasi		
		SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
1	AALI.JK	0.0990	0.1574	0.0994
2	ACES.JK	0.2186	0.2403	0.2190
3	ACST.JK	0.0700	0.0542	0.0698
4	ADES.JK	0.1551	0.2220	0.1571
5	ADRO.JK	0.2719	0.3630	0.2726
6	AKRA.JK	0.1207	0.1019	0.1192
7	ANTM.JK	0.1145	0.1695	0.1151
8	APLN.JK	0.1353	0.1394	0.1356
9	ARNA.JK	0.2545	0.2918	0.2546
10	ASII.JK	0.4316	0.4704	0.4315
11	AUTO.JK	0.2145	0.3120	0.2162
12	BEST.JK	0.2509	0.2830	0.2521
13	BISI.JK	0.0710	0.0497	0.0697
14	BMTR.JK	0.1015	0.1125	0.1013
15	BRPT.JK	0.1847	0.2645	0.1869
16	BSDE.JK	0.3461	0.3524	0.3451
17	CLPI.JK	0.2228	0.2722	0.2224
18	CPIN.JK	0.1412	0.1772	0.1421
19	CTRA.JK	0.2237	0.2443	0.2225
20	CTTH.JK	0.0630	0.1161	0.0636
21	EKAD.JK	0.2026	0.3071	0.2039
22	FPNI.JK	0.1245	0.1353	0.1239
23	ICBP.JK	0.2768	0.3303	0.2768
24	INCO.JK	0.1846	0.2027	0.1857
25	INDF.JK	0.3142	0.3110	0.3148
26	INTP.JK	0.1957	0.2299	0.1966

Tabel 4.2 Nilai Koefisien Determinasi dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS (lanjutan)

No.	Kode Saham	Koefisien Determinasi		
		SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
27	IPOL.JK	0.1122	0.1729	0.1130
28	ITMG.JK	0.1123	0.1483	0.1132
29	JRPT.JK	0.0669	0.1255	0.0679
30	KAEF.JK	0.0576	0.0842	0.0609
31	KBLI.JK	0.0992	0.1508	0.0985
32	KDSI.JK	0.0490	0.0931	0.0501
33	KIJA.JK	0.3506	0.3919	0.3502
34	KKGI.JK	0.1005	0.1735	0.1017
35	KLBF.JK	0.4332	0.4882	0.4343
36	LINK.JK	0.0599	0.1073	0.0602
37	LPCK.JK	0.1499	0.1456	0.1494
38	LPKR.JK	0.1102	0.0826	0.0939
39	LSIP.JK	0.0587	0.0806	0.0587
40	LTLS.JK	0.1412	0.2071	0.1432
41	META.JK	0.1015	0.1637	0.1044
42	MPPA.JK	0.2601	0.2345	0.2578
43	MTLA.JK	0.0879	0.1646	0.0885
44	MYOH.JK	0.0618	0.1374	0.0608
45	NRCA.JK	0.0716	0.1251	0.0733
46	PTBA.JK	0.1407	0.1853	0.1417
47	PTRO.JK	0.0823	0.1529	0.0841
48	PWON.JK	0.2499	0.2821	0.2498
49	RAJA.JK	0.1647	0.1565	0.1657
50	RIGS.JK	0.0501	0.0986	0.0509
51	ROTI.JK	0.0713	0.1451	0.0711
52	SCCO.JK	0.0786	0.1697	0.0773
53	SIMP.JK	0.1729	0.2273	0.1744
54	SMRA.JK	0.2339	0.2223	0.2328
55	TLKM.JK	0.1195	0.1913	0.1193
56	TMPO.JK	0.0764	0.1346	0.0775
57	TOTL.JK	0.4284	0.4709	0.4290
58	TPIA.JK	0.0541	0.0943	0.0525
59	TSPC.JK	0.1677	0.2615	0.1684
60	TURI.JK	0.0890	0.1112	0.0869
61	UNVR.JK	0.1852	0.2086	0.1853
	Rata -Rata	0.1613	0.2016	0.1614

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa ketiga model SCAPM memiliki koefisien determinasi yang rendah, yakni dengan rata – rata 0,1613 sampai 0,2016 atau 16,13% hingga 20,16% saja. SCAPMI memiliki rata – rata koefisien determinasi

tertinggi sebesar 0,2016 dan menjadi SCAPM terbaik dari sisi koefisien determinasi. SCAPMS memiliki rata – rata koefisien determinasi sebesar 0,1614. SCAPMZ memiliki rata – rata koefisien determinasi terendah sebesar 0,1613. Nilai - nilai koefisien determinasi SCAPM yang ditemukan pada penelitian ini lebih rendah daripada yang ditemukan pada penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Adistyningrum (2020) yang berkisar antara 0,23 hingga 0,24. Selain itu, pada penelitian ini menemukan bahwa SCAPMI memiliki koefisien determinasi lebih tinggi dibanding SCAPMZ dan SCAPMS. Sedangkan pada penelitian yang dilakukan Adistyningrum (2020) menemukan bahwa SCAPMZ memiliki koefisien determinasi lebih tinggi dibanding SCAPMI dan SCAPMS.

Nilai – nilai koefisien determinasi ketiga model SCAPM pada Tabel 4.1 menunjukkan bahwa ketiga model SCAPM tersebut hanya mampu menjelaskan 16,13% hingga 20,16% varians dari nilai pengembalian saham syariah yang ada di pasar modal Indonesia, sedangkan 79,84% hingga 83,87% varians lainnya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diobservasi dalam penelitian ini. Dengan kata lain, masih perlu perbaikan terhadap model, misalnya penambahan variabel lain ke dalam model SCAPM agar model mampu menjelaskan varians dari nilai pengembalian saham syariah yang ada di Indonesia dengan lebih baik.

4.3. *Mean Absolute Deviation (MAD)*

Sama seperti pada bagian koefisien determinasi, pada bagian ini penulis menggunakan 61 saham yang layak untuk digunakan sebagai bahan analisis lebih lanjut. Penulis menghitung 183 nilai MAD dari ketiga model SCAPM yang akan dibandingkan. Nilai MAD dari ketiga model SCAPM dapat dilihat pada Tabel 4.2.

Tabel 4.2 Nilai MAD dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

No.	Kode Saham	MAD SCAPMZ	MAD SCAPMI	MAD SCAPMS
1	AALI.JK	0,067261623	0,067135268	0,067349701
2	ACES.JK	0,062717978	0,064142288	0,060982022
3	ACST.JK	0,073350883	0,073605231	0,07296853
4	ADES.JK	0,043872443	0,044309121	0,043436153
5	ADRO.JK	0,073391767	0,076717303	0,070019996
6	AKRA.JK	0,064066078	0,06400806	0,064052944
7	ANTM.JK	0,107680413	0,108132768	0,10739761
8	APLN.JK	0,084873332	0,085427331	0,085834166
9	ARNA.JK	0,075596651	0,07607543	0,075860179

Table 4.2 Nilai MAD dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS (lanjutan)

No.	Kode Saham	MAD SCAPMZ	MAD SCAPMI	MAD SCAPMS
10	ASII.JK	0,03965005	0,041186417	0,038001901
11	AUTO.JK	0,055790313	0,054612919	0,057815096
12	BEST.JK	0,095233295	0,09699406	0,097694066
13	BISI.JK	0,076601368	0,076447334	0,076651092
14	BMTR.JK	0,113953625	0,114550398	0,115416108
15	BRPT.JK	0,147284674	0,15617111	0,139222736
16	BSDE.JK	0,048689042	0,049732126	0,04887184
17	CLPI.JK	0,04815869	0,048237595	0,047995003
18	CPIN.JK	0,081243142	0,081366659	0,080535748
19	CTRA.JK	0,073622755	0,075778695	0,07398941
20	CTTH.JK	0,068850347	0,070233966	0,068328902
21	EKAD.JK	0,04776739	0,047774373	0,047771061
22	FPNI.JK	0,143774471	0,155316979	0,14184031
23	ICBP.JK	0,040496774	0,040360541	0,040581257
24	INCO.JK	0,107402984	0,107230125	0,10829241
25	INDF.JK	0,045463068	0,045723944	0,045575432
26	INTP.JK	0,071317571	0,072501669	0,071450327
27	IPOL.JK	0,062098566	0,062360826	0,061871212
28	ITMG.JK	0,113309153	0,115096179	0,113108425
29	JRPT.JK	0,067179407	0,06804557	0,065941246
30	KAEF.JK	0,124493333	0,126830138	0,123929661
31	KBLI.JK	0,107435484	0,110762935	0,10501272
32	KDSI.JK	0,109273823	0,109323821	0,109079619
33	KIJA.JK	0,053245237	0,05492994	0,052146097
34	KKGI.JK	0,097807505	0,097957307	0,097842134
35	KLBF.JK	0,039016385	0,039645596	0,038602844
36	LINK.JK	0,0629569	0,064057489	0,062270198
37	LPCK.JK	0,088055192	0,088571567	0,09139812
38	LPKR.JK	0,071140417	0,071233543	0,070746455
39	LSIP.JK	0,088164865	0,088111728	0,088216841
40	LTLS.JK	0,071988279	0,072171591	0,071570933
41	META.JK	0,058530851	0,059209663	0,058363755
42	MPPA.JK	0,110220819	0,109722101	0,113932807
43	MTLA.JK	0,064502598	0,064437194	0,064522392
44	MYOH.JK	0,055195303	0,055206212	0,057061756
45	NRCA.JK	0,065131841	0,065338414	0,064736073
46	PTBA.JK	0,10190538	0,103886573	0,10041672
47	PTRO.JK	0,104744031	0,103626842	0,104858456
48	PWON.JK	0,053516912	0,054085454	0,053049486

Table 4.2 Nilai MAD dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS (lanjutan)

No.	Kode Saham	MAD SCAPMZ	MAD SCAPMI	MAD SCAPMS
49	RAJA.JK	0,117702617	0,117876637	0,118995514
50	RIGS.JK	0,102158411	0,102201762	0,103072532
51	ROTI.JK	0,048011132	0,049080256	0,046785625
52	SCCO.JK	0,050656741	0,050886415	0,050811505
53	SIMP.JK	0,060565354	0,059988372	0,061422387
54	SMRA.JK	0,081841145	0,085759909	0,080897645
55	TLKM.JK	0,040231631	0,040341317	0,040768432
56	TMPO.JK	0,073086313	0,073080173	0,073088008
57	TOTL.JK	0,046463889	0,046447461	0,047090727
58	TPIA.JK	0,100000085	0,100405995	0,099601648
59	TSPC.JK	0,042703919	0,043527832	0,041938002
60	TURI.JK	0,056298714	0,056369878	0,055664651
61	UNVR.JK	0,03985513	0,039807956	0,039780707
	Rata - Rata	0,07520653	0,07613371	0,07502507

Berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan adistyningrum (2020), dari tabel di atas dapat dilihat bahwa ketiga model SCAPM menghasilkan nilai *expected return* dari saham syariah dengan rata – rata MAD yang berbeda – beda, yakni sebesar 0,07502507 hingga 0,07613371. SCAPMI memiliki rata – rata MAD tertinggi sebesar 0,07613371. SCAPMZ memiliki rata – rata MAD sebesar 0,07520653. SCAPMS memiliki rata – rata MAD terendah dan sekaligus menjadi model paling akurat, yakni sebesar 0,07502507. Nilai – Nilai MAD tersebut memiliki makna bahwa ketiga SCAPM dapat menghasilkan nilai *expected return* (*expected return*) dari saham – saham syariah di Indonesia yang menyimpang dari pengembalian aktual dengan besar rata – rata penyimpangan absolut sebesar 0,07502507 hingga 0,07613371. Nilai MAD *expected return* saham yang dihasilkan ketiga SCAPM terlihat kecil. Namun, nilai – nilai tersebut relatif tinggi, karena rata – rata pengembalian aktual dari 61 saham hanya sebesar 0,009003116. Oleh karena itu, model ini masih belum layak untuk digunakan dalam kegiatan investasi saham syariah di pasar modal Indonesia.

4.4. Mean Square Error (MSE)

Sama seperti pada bagian koefisien determinasi, pada bagian ini penulis menggunakan 61 saham yang layak untuk digunakan sebagai bahan analisis lebih

lanjut. Penulis mengalkulasi 183 nilai MSE dari ketiga model SCAPM yang akan dibandingkan. Nilai MSE dari ketiga model SCAPM dapat dilihat pada Tabel 4.3.

Tabel 4.3 Nilai MSE dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

No.	Kode Saham	MSE SCAPMZ	MSE SCAPMI	MSE SCAPMS
1	AALI.JK	0.007543948	0.007543614	0.007550675
2	ACES.JK	0.006554896	0.006873792	0.006300517
3	ACST.JK	0.009928634	0.009919282	0.009882585
4	ADES.JK	0.00384618	0.00387751	0.003821954
5	ADRO.JK	0.010477132	0.011068709	0.009696222
6	AKRA.JK	0.006309299	0.006297057	0.006311052
7	ANTM.JK	0.021218052	0.021514988	0.020699678
8	APLN.JK	0.014816706	0.014968098	0.014827401
9	ARNA.JK	0.008521361	0.008911177	0.008416699
10	ASII.JK	0.002532417	0.002724211	0.00244417
11	AUTO.JK	0.006455121	0.006268014	0.006610747
12	BEST.JK	0.015115927	0.016171977	0.014823897
13	BISI.JK	0.010072731	0.010031784	0.010088928
14	BMTR.JK	0.021288332	0.021577619	0.021422888
15	BRPT.JK	0.049295698	0.05313274	0.043408151
16	BSDE.JK	0.004118163	0.004433798	0.004092991
17	CLPI.JK	0.00414048	0.004178525	0.004108422
18	CPIN.JK	0.011525666	0.011840633	0.011195591
19	CTRA.JK	0.009242602	0.009776046	0.008993378
20	CTTH.JK	0.012293105	0.012505613	0.012283343
21	EKAD.JK	0.003873445	0.00387281	0.003876393
22	FPNI.JK	0.174285907	0.179104894	0.170466708
23	ICBP.JK	0.002400608	0.002383162	0.002417675
24	INCO.JK	0.022045032	0.022768815	0.021365092
25	INDF.JK	0.003686641	0.003836162	0.003586874
26	INTP.JK	0.007967389	0.008188123	0.007841787
27	IPOL.JK	0.006724956	0.006752348	0.006716333
28	ITMG.JK	0.020796214	0.021351754	0.020184982
29	JRPT.JK	0.008966038	0.009061876	0.008895651
30	KAEF.JK	0.049847237	0.050693628	0.049006825
31	KBLI.JK	0.030359601	0.031529037	0.029011443
32	KDSI.JK	0.01939057	0.019446962	0.019244988
33	KIJA.JK	0.004935711	0.00534732	0.004702248
34	KKGI.JK	0.020494852	0.020717106	0.020167425
35	KLBF.JK	0.002165147	0.002254346	0.002130792
36	LINK.JK	0.006480344	0.006580119	0.006431308
37	LPCK.JK	0.015097037	0.015241196	0.015735591
38	LPKR.JK	0.007492014	0.007489327	0.007437074

Tabel 4.3 Nilai MSE dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS (lanjutan)

No.	Kode Saham	MSE SCAPMZ	MSE SCAPMI	MSE SCAPMS
39	LSIP.JK	0.013170175	0.013173533	0.013167884
40	LTLS.JK	0.007980417	0.007961968	0.007967242
41	META.JK	0.008716403	0.008795625	0.008740672
42	MPPA.JK	0.034123282	0.034298972	0.035105577
43	MTLA.JK	0.009223876	0.009219112	0.009218184
44	MYOH.JK	0.006141331	0.006072279	0.006547025
45	NRCA.JK	0.008428873	0.008501682	0.008372415
46	PTBA.JK	0.017277675	0.017955074	0.016465321
47	PTRO.JK	0.021818421	0.021918206	0.02128399
48	PWON.JK	0.005619129	0.005849876	0.005485102
49	RAJA.JK	0.036616818	0.0371781	0.036267237
50	RIGS.JK	0.038853151	0.038827972	0.038677202
51	ROTL.JK	0.003840585	0.004063802	0.003736373
52	SCCO.JK	0.006414618	0.006371045	0.006572822
53	SIMP.JK	0.006707606	0.006682933	0.006728252
54	SMRA.JK	0.011869584	0.013078638	0.011472316
55	TLKM.JK	0.002436023	0.002489226	0.002460228
56	TMPO.JK	0.010222557	0.010222408	0.010221505
57	TOTL.JK	0.003580747	0.003821635	0.003620416
58	TPIA.JK	0.026500897	0.026644155	0.026248651
59	TSPC.JK	0.003226411	0.003312717	0.00316451
60	TURL.JK	0.007183813	0.007189537	0.007246987
61	UNVR.JK	0.002772563	0.002684461	0.002835656
	Rata - Rata	0.015328363	0.0156811	0.015045968

Sama seperti pada bagian sebelumnya, nilai MSE yang ditemukan pada penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan adistyaningrum (2020). Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa ketiga model SCAPM menghasilkan nilai *expected return* dari saham syariah dengan rata – rata MSE yang berbeda – beda, yakni sebesar 0,015045968 hingga 0,0156811. SCAPMI memiliki rata – rata MSE tertinggi sebesar 0.0156811. SCAPMZ memiliki rata – rata MSE sebesar 0.0156811. SCAPMS memiliki rata – rata MSE terendah dan sekaligus menjadi model paling akurat, yakni sebesar 0.015045968. Nilai – Nilai MSE tersebut memiliki makna bahwa ketiga SCAPM dapat menghasilkan nilai *expected return* dari saham – saham syariah di Indonesia yang menyimpang dari pengembalian aktual dengan besar rata – rata *error* kuadrat sebesar 0,015045968 hingga 0,0156811. Sama seperti nilai MAD pada bagian sebelumnya, nilai MSE *expected return* saham yang dihasilkan ketiga SCAPM terlihat kecil. Namun, nilai tersebut

relatif tinggi, karena rata – rata pengembalian aktual dari 61 saham hanya sebesar 0,009003116. Oleh karena itu, model ini masih belum layak untuk digunakan dalam kegiatan investasi saham syariah di pasar modal Indonesia.

4.5. Uji Analisis Ragam (ANOVA)

4.5.1. Analisis Ragam Koefisien Determinasi

Analisis ragam dilakukan pada nilai koefisien determinasi yang dihasilkan ketiga SCAPM yang dibandingkan dengan tujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan di antara ketiga model yang dibandingkan dalam hal koefisien determinasi. Hasil analisis ragam koefisien determinasi ketiga SCAPM dapat dilihat pada Gambar 4.1.

```

One-way ANOVA: Adj. R-Sq SCAPMZ T; Adj. R-Sq SCAPMI T; Adj. R-Sq SCAPMS T

Method

Null hypothesis          All means are equal
Alternative hypothesis    At least one mean is different
Significance level        $\alpha = 0,05$ 

Equal variances were assumed for the analysis.

Factor Information

Factor  Levels  Values
Factor      3  Adj. R-Sq SCAPMZ T; Adj. R-Sq SCAPMI T; Adj. R-Sq SCAPMS T

Analysis of Variance

Source  DF   Adj SS   Adj MS  F-Value  P-Value
Factor    2  0,000320  0,000160    4,78    0,009
Error   180  0,006025  0,000033
Total   182  0,006345

Fisher Pairwise Comparisons

Grouping Information Using the Fisher LSD Method and 95% Confidence

Factor      N    Mean  Grouping
Adj. R-Sq SCAPMZ T  61  1,02021  A
Adj. R-Sq SCAPMS T  61  1,02020  A
Adj. R-Sq SCAPMI T  61  1,01740  B

Means that do not share a letter are significantly different.

Fisher Individual Tests for Differences of Means

Difference of Levels          Difference of Means  SE of Difference  95% CI  T-Value  Adjusted P-Value
Adj. R-Sq SC - Adj. R-Sq SC  -0,00281            0,00105  (-0,00488; -0,00074)  -2,68    0,008
Adj. R-Sq SC - Adj. R-Sq SC  -0,00001            0,00105  (-0,00207;  0,00206)  -0,01    0,995
Adj. R-Sq SC - Adj. R-Sq SC   0,00280            0,00105  ( 0,00074;  0,00487)   2,68    0,008

Simultaneous confidence level = 87,82%

```

Gambar 4.1 Hasil Uji Analisis Ragam Koefisien Determinasi SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

Uji analisis ragam ini menguji *null hypothesis* yang menyatakan bahwa ketiga model memiliki rata – rata koefisien determinasi yang setara dan *alternative hypothesis* yang menyatakan bahwa setidaknya terdapat satu model yang memiliki rata – rata koefisien determinasi yang berbeda di antara seluruh SCAPM yang diuji. Uji analisis ragam ini menggunakan tingkat signifikansi 0,05 atau 5%, yang berarti jika *p-value* lebih rendah dari tingkat signifikansi tersebut maka *null hypothesis* ditolak dan berlaku sebaliknya. Pada Gambar 4.1 dapat dilihat bahwa *p-value* dari analisis ragam ketiga SCAPM adalah 0.009 atau 0,9% yang berarti *null hypothesis* ditolak dan *alternative hypothesis* diterima atau dengan kata lain setidaknya terdapat satu model yang memiliki rata – rata koefisien determinasi yang berbeda di antara seluruh SCAPM yang diuji. Hal tersebut juga membuat hipotesis satu (H1) dari penelitian ini diterima.

Untuk mengetahui model mana yang memiliki rata – rata koefisien determinasi yang berbeda, penulis menggunakan uji *Fisher Pairwise Comparisons*. Hasil uji tersebut menunjukkan bahwa SCAPMZ (diwakili oleh Adj. R-SQ SCAPMZ T) dan SCAPMS (diwakili oleh Adj. R-SQ SCAPMS T) memiliki rata – rata koefisien determinasi yang tidak memiliki perbedaan signifikan yakni sebesar 16,13% dan 16,14%. Sedangkan, SCAPMI (diwakili oleh Adj. R-SQ SCAPMI T) memiliki rata – rata koefisien determinasi yang memiliki perbedaan signifikan dibanding SCAPM yang lain yakni sebesar 20,16%.

4.5.2. Analisis Ragam *Mean Absolute Deviation* (MAD)

Analisis ragam dilakukan pada nilai *Mean Absolute Deviation* (MAD) yang dihasilkan ketiga SCAPM yang dibandingkan dengan tujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan diantara ketiga model yang dibandingkan dalam hal MAD. Hasil analisis ragam MAD ketiga SCAPM dapat dilihat pada Gambar 4.2.

```

One-way ANOVA: MAD SCAPMZ T; MAD SCAPMI T; MAD SCAPMS T

Method

Null hypothesis      All means are equal
Alternative hypothesis  At least one mean is different
Significance level     $\alpha = 0,05$ 

Equal variances were assumed for the analysis.

Factor Information

Factor  Levels  Values
Factor      3  MAD SCAPMZ T; MAD SCAPMI T; MAD SCAPMS T

Analysis of Variance

Source  DF    Adj SS    Adj MS  F-Value  P-Value
Factor   2  0,000001  0,000000    0,02    0,978
Error  180  0,002417  0,000013
Total  182  0,002417

```

Gambar 4.2 Hasil Uji Analisis Ragam *Mean Absolute Deviation* (MAD) SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

Uji analisis ragam ini menguji *null hypothesis* yang menyatakan bahwa ketiga model memiliki rata – rata MAD yang setara dan *alternative hypothesis* yang menyatakan bahwa setidaknya terdapat satu model yang memiliki rata – rata MAD yang berbeda diantara seluruh SCAPM yang diuji. Uji analisis ragam ini menggunakan tingkat signifikansi 0,05 atau 5%, yang berarti jika *p-value* lebih rendah dari tingkat signifikansi tersebut maka *null hypothesis* ditolak dan berlaku sebaliknya. Pada Gambar 4.2 dapat dilihat bahwa *p-value* dari analisis ragam ketiga SCAPM adalah 0.978 atau 97,8% yang berarti *null hypoythesis* diterima dan *alternative hypothesis* ditolak atau dengan kata lain ketiga model memiliki rata – rata MAD yang setara. Hal tersebut juga membuat hipotesis dua (H2) dari penelitian ini ditolak.

4.5.3. Analisis Ragam *Mean Squared Error* (MSE)

Analisis ragam dilakukan pada nilai *Mean Squared Error* (MSE) yang dihasilkan ketiga SCAPM yang dibandingkan dengan tujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan signifikan diantara ketiga model yang dibandingkan dalam hal MSE. Hasil analisis ragam MSE ketiga SCAPM dapat dilihat pada Gambar 4.3.

```

One-way ANOVA: MSE SCAPMZ T; MSE SCAPMI T; MSE SCAPMS T

Method

Null hypothesis          All means are equal
Alternative hypothesis    At least one mean is different
Significance level        $\alpha = 0,05$ 

Equal variances were assumed for the analysis.

Factor Information

Factor  Levels  Values
Factor      3  MSE SCAPMZ T; MSE SCAPMI T; MSE SCAPMS T

Analysis of Variance

Source  DF    Adj SS    Adj MS    F-Value    P-Value
Factor   2  0,000003  0,000002    0,02    0,979
Error  180  0,014866  0,000083
Total  182  0,014869

```

Gambar 4.3 Hasil Uji Analisis Ragam *Mean Squared Error* (MSE) SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

Uji analisis ragam ini menguji *null hypothesis* yang menyatakan bahwa ketiga model memiliki rata – rata MSE yang setara dan *alternative hypothesis* yang menyatakan bahwa setidaknya terdapat satu model yang memiliki rata – rata MSE yang berbeda di antara seluruh SCAPM yang diuji. Uji analisis ragam ini menggunakan tingkat signifikansi 0,05 atau 5%, yang berarti jika *p-value* lebih rendah dari tingkat signifikansi tersebut maka *null hypothesis* ditolak dan berlaku sebaliknya. Pada Gambar 4.3 dapat dilihat bahwa *p-value* dari analisis ragam ketiga SCAPM adalah 0.979 atau 97,9%, yang berarti *null hypothesis* diterima dan *alternative hypothesis* ditolak atau dengan kata lain ketiga model memiliki rata – rata MSE yang setara. Hal tersebut juga membuat hipotesis tiga (H3) dari penelitian ini ditolak.

4.6. Implikasi

Pada sub bab ini berisi implikasi yang berguna untuk investor saham syariah di pasar Indonesia dan peneliti topik yang berkaitan dengan SCAPM. Implikasi pada penelitian ini berasal dari hasil temuan penelitian. Diharapkan implikasi ini dapat menjadi referensi untuk investor saham syariah di Indonesia dalam melakukan kegiatan investasi saham syariah dan menjadi referensi bagi peneliti

topik yang berkaitan dengan SCAPM agar model ini dapat dikembangkan lebih lanjut sehingga di masa mendatang dapat digunakan sebagai salah satu alat untuk menghasilkan bahan pertimbangan investasi saham syariah di pasar modal Indonesia. Seluruh implikasi dari temuan penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4 Tabel Implikasi

Temuan	Implikasi
	Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan SCAPMI sebagai fokus penelitian lebih lanjut.
Terdapat perbedaan <i>explanatory power</i> yang signifikan di antara tiga model yang diuji berdasar hasil analisis ragam. SCAPMI Memiliki <i>explanatory power</i> tertinggi. <i>Explanatory power</i> ketiga model masih tergolong rendah.	Peneliti selanjutnya sebaiknya memodifikasi model dalam penelitian ini agar model memiliki koefisien determinasi yang lebih tinggi sehingga memiliki <i>explanatory power</i> yang lebih tinggi pula. Investor masih perlu menunggu pengembangan lebih lanjut terhadap SCAPM sampai model ini terbukti memiliki <i>explanatory power</i> yang tinggi.
Berdasar nilai MAD, SCAPMS merupakan model yang paling akurat. Namun, Berdasar analisis ragam, ketiga model tidak memiliki perbedaan MAD yang signifikan. Nilai MAD dari ketiga model relatif tinggi, yang berarti keakuratannya masih rendah.	Perlu dilakukan pengembangan lebih lanjut terhadap SCAPM agar memiliki akurasi yang lebih tinggi.
Berdasar nilai MSE, SCAPMS merupakan model yang paling akurat. Namun, Berdasar analisis ragam, ketiga model tidak memiliki perbedaan MSE yang signifikan. Nilai MSE dari ketiga model relatif tinggi, yang berarti keakuratannya masih rendah.	Perlu dilakukan pengembangan lebih lanjut terhadap SCAPM agar memiliki akurasi yang lebih tinggi.

Terdapat perbedaan *explanatory power* yang signifikan di antara tiga model yang diuji berdasar hasil analisis ragam dari nilai koefisien determinasi yang telah dilakukan pada bagian sebelumnya. SCAPMI memiliki *explanatory power* tertinggi. Peneliti mengenai topik terkait di masa mendatang dapat mempertimbangkan untuk berfokus pada SCAPMI dalam penelitiannya. Ketiga SCAPM yang diuji memiliki koefisien determinasi yang rendah., yakni sebesar

0,1613 hingga 0,2016 saja. Oleh karena itu, masih perlu dilakukan pengembangan lebih lanjut terhadap SCAPM agar memiliki *explanatory power* yang tinggi mengenai pengembalian saham syariah di pasar modal Indonesia. Misalnya memodifikasi SCAPM dengan menambah variabel – variabel lain yang dapat menjelaskan varian pengembalian saham syariah di pasar modal Indonesia.

Berdasar nilai MAD dan MSE, SCAPMS menjadi model yang paling akurat. Namun, nilai MAD dan MSE tersebut masih relatif tinggi bila dibandingkan dengan pengembalian rata – rata dari saham syariah selama periode penelitian, sehingga akurasi dari nilai *expected return* saham yang dihasilkan model masih tergolong rendah. Selain itu, berdasar analisis ragam ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan nilai MAD dan MSE yang signifikan diantara ketiga SCAPM yang diuji, yang berarti ketiga model menghasilkan nilai *expected return* saham sama – sama tidak akurat. Oleh karena itu, masih diperlukan pengembangan lebih lanjut terhadap SCAPM agar dapat menghasilkan nilai *expected return* saham yang lebih akurat.

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi simpulan dan keterbatasan dari penelitian ini. Selain itu, bab ini juga berisi saran penulis kepada peneliti selanjutnya untuk mengatasi keterbatasan yang ada dalam penelitian ini.

5.1. Simpulan

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, didapatkan beberapa kesimpulan dari hasil penelitian ini, yakni sebagai berikut:

1. SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS memiliki *explanatory power* yang diukur dengan *adjusted r-squared* berturut – turut memiliki rata - rata sebesar 0.1613, 0.2016, dan 0.1614. Dari nilai - nilai tersebut, SCAPMI memiliki *explanatory power* tertinggi. Namun, nilai tersebut menunjukkan bahwa model tidak dapat menjelaskan sebagian besar varian dari pengembalian saham syariah di pasar modal Indonesia, sehingga masih dibutuhkan pengembangan lebih lanjut agar model dapat menjelaskan varian pengembalian saham syariah di pasar modal Indonesia dengan lebih baik.
2. Berdasar nilai MAD dan MSE, SCAPMS menjadi model yang paling akurat. Ketiga model menghasilkan *expected return* saham dengan MAD berturut – turut dengan rata -rata sebesar 0,07520653, 0,07613371, dan 0.07502507. Ketiga model menghasilkan *expected return* saham dengan MSE berturut – turut dengan rata -rata sebesar 0.015328363, 0.0156811, dan 0.015045968. Nilai MAD dan MSE tersebut masih relatif tinggi bila dibandingkan dengan pengembalian rata – rata dari saham syariah selama periode penelitian, sehingga akurasi dari nilai *expected return* saham yang dihasilkan model masih tergolong rendah. Selain itu, berdasar analisis ragam ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan nilai MAD dan MSE yang signifikan diantara ketiga SCAPM yang diuji, yang berarti ketiga model menghasilkan nilai *expected return* saham sama – sama tidak akurat. Oleh karena itu, masih diperlukan pengembangan lebih lanjut terhadap SCAPM agar dapat menghasilkan nilai *expected return* saham yang lebih akurat.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan penelitian ini terdapat pada jumlah saham perusahaan yang lolos sampai ke tahap analisis. Hanya ada 61 saham yang layak untuk dianalisis lebih lanjut. Padahal, pada 2019 ada 423 saham yang masuk kategori syariah.

5.3. Saran

Berikut adalah saran yang diberikan oleh penulis untuk investor saham syariah dan penelitian selanjutnya:

1. Masih perlu dilakukan pengembangan lebih lanjut terhadap ketiga model yang diteliti agar dapat menjelaskan varian pengembalian saham syariah dengan lebih baik serta memiliki akurasi *expected return* yang lebih tinggi, mengingat tingkat *explanatory power* dan akurasi yang masih rendah.
2. Pada penelitian selanjutnya disarankan untuk memodifikasi ketiga model SCAPM agar memiliki tingkat *explanatory power* dan akurasi yang lebih tinggi, misalnya dengan menambah variabel lain yang dapat menjelaskan varian pengembalian saham syariah di pasar modal Indonesia ke dalam model. Variabel tersebut dapat diadopsi dari variabel yang ada di dalam *Three Factor Model* atau *Five Factor Model* yang digagas oleh Fama dan French (1993).

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR PUSTAKA

- Adistyanningrum, W. (2020). *Comparative Analysis of SCAPM*. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, 5(1), 374–384. Retrieved from <https://ijisrt.com/assets/upload/files/IJISRT20JAN340.pdf>
- Ashker, A.A.F., (1987). *Islamic Business Enterprise*. Croom Helm Limited, Provident House, Burell row, Backenham, Cant, BR3 IAT.
- Asnaini, & Zubaedi. (2008). *Zakat produktif dalam perspektif hukum Islam*. Yogyakarta: Pustaka Pelajar.
- Bareksa Portal Investasi. (2019, May 16). *Perkembangan dan Tantangan Pasar Modal Syariah Indonesia*. Retrieved from <https://www.bareksa.com/id/text/2019/05/16/perkembangan-dan-tantangan-pasar-modal-syariah-indonesia/22290/news>
- Bursa Efek Indonesia. (n.d.). *Indeks Saham Syariah*. Retrieved March 20, 2020, from <https://www.idx.co.id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/>
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2010). *Modern portfolio theory and investment analysis (8th ed.)*. New York: John Wiley and Sons.
- Ernawati. (2012). *Identifikasi Pengaruh Variabel Proses dan Penentuan Kondisi Optimum Dekomposisi Katalitik Metana Dengan Metode Respon Permukaan*. Universitas Indonesia, Depok.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56. doi: 10.1016/0304-405x(93)90023-5
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM dan SPSS*. Semarang: BP Universitas Diponegoro.
- Gujarati. (2004). *Basic Econometrics, Fourth Edition*. United States: The McGrawHill Company.
- Hafidhuddin, D. (2002). *Zakat dalam perekonomian modern*. Jakarta: Gema Isani.
- Hair, J. F. (2010). *Multivariate Data Analysis: a Global Perspective*. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall.

- Hanif, Muhammad. (2011). Risk and Return Under Sharia Framework: An Attempt to Develop Sharia Compliant Asset Pricing Model-SCAPM. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*. 5.
- Hartono, J. (2013). *Teori portofolio dan analisis investasi* (8th ed.). Yogyakarta: BPFE .
- Kim, S.-H., Kim, D., & Shin, H.-S. (2012). *Evaluating asset pricing models in the Korean stock market*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 20(2), 198–227. doi: 10.1016/j.pacfin.2011.09.001
- Komara, E.F., & Yulianti, E.F. (2019). Analisis Perbandingan Capm Dengan Tfmff Dalam Mengestimasi Return Saham Pada JII Periode 2014-2016.
- Latan, Hengky, & Temalagi, S. (n.d.). Analisis Multivariate Teknik dan Aplikasi Menggunakan Program Ibm Spss 20,0,0. Bandung: Alfabeta.
- Masci, D. (2017, January 31). *World Muslim population more widespread than you might think*. Retrieved from <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2017/01/31/worlds-muslim-population-more-widespread-than-you-might-think/>
- Masithoh, L. (2017). Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah, Jakarta.
- Montgomery, D. C. (2020). *Design and Analysis Of Experiments*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Marliyah. (n.d). Pengaruh Inflasi dan Penempatan Dana Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) terhadap Transaksi Pasar Uang antar Bank Syariah. *Jurnal Ekonomi, Keuangan Dan Perbankan Islam*, 2, 58.
- Otoritas Jasa Keuangan. (n.d.). Pasar Modal Syariah. Retrieved March 14, 2020, from <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/tentang-syariah/pages/pasar-modal-syariah.aspx>
- Otoritas Jasa Keuangan. (n.d.). Statistik Saham Syariah Desember 2012. Retrieved from <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/saham-syariah/Pages/statistik-saham-syariah-desember-2012.aspx>
- Otoritas Jasa Keuangan. (n.d.). Statistik Saham Syariah Februari 2012. Retrieved from <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/saham-syariah/Pages/statistik-saham-syariah-februari-2012.aspx>

- Otoritas Jasa Keuangan. (n.d.). Statistik Saham Syariah Januari 2020. Retrieved from <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/saham-syariah/Pages/-Statistik-Saham-Syariah---Januari-2020.aspx>
- Rofiq, A. (2004). *Fiqh Kontekastual: Dari Normatif ke Pemaknaan Sosial*. Yogyakarta: Pustaka Pelajar.
- Sari, E. K. (2006). *Pengantar Hukum Zakat dan Wakaf*. Jakarta: PT Grasindo.
- Sheikh, S.A., (2011). Corporate Finance in an Interest free economy: An alternate approach to practiced Islamic Corporate finance. Available at <http://www.accountancy.com.pk/articles.asp?id=190> accessed on 8/2/2011.
- Sholihin, A. I. (2015). *Ini lho bank syariah!: memahami bank syariah dengan mudah*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Sidik, B. (2018). Pengujian Validitas Capital Asset Pricing Model (CAPM), *Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM) Dan Arbitrage Pricing Theory (APT) Dalam Memprediksi Return Saham Syariah di Jakarta Islamic Index* Retrieved from <https://pdfs.semanticscholar.org/ec92/8d866aeb2ad2531df3a97aaf7a4003b33902.pdf>
- Sjahdeini, S. R. (2014). *Perbankan syariah: produk-produk dan aspek-aspek hukumnya*. Jakarta: Kencana.
- Soemitra, A. (2009). *Bank dan lembaga keuangan syariah*. Jakarta: Kencana.
- Sugiyono. (2008). *Metode penelitian pendidikan: (pendekatan kuantitatif, kualitatif dan R & D)*. Bandung: Alfabeta.
- Suseno, & Aisyah, S. *Inflasi, Inflasi* (2009). Retrieved from <https://www.bi.go.id/id/tentang-bi/bi-dan-publik/kebanksentralan/Documents/22.Inflasi.pdf>
- Sutrisno, B., & Ekaputra, I. A. (2016). Uji Empiris Model Asset Pricing Lima Faktor Fama-French di Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 20, 343–357. Retrieved from <https://media.neliti.com/media/publications/105548-ID-uji-empiris-model-asset-pricing-lima-fak.pdf>

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Hasil Regresi *Excess Return* Dengan *Market Risk Premium* dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

Kode	SCAPMZ		SCAPMI		SCAPMS	
	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>
AALI.JK	0,09900	0,00400	0,15740	0,00100	0,09940	0,00400
ACES.JK	0,21860	0,00000	0,24030	0,00000	0,21900	0,00000
ACST.JK	0,07000	0,02300	0,05420	0,04100	0,06980	0,02300
ADES.JK	0,16450	0,00100	0,23940	0,00000	0,16530	0,00100
ADHI.JK	0,16580	0,00100	0,17870	0,00000	0,16590	0,00100
ADMG.JK	0,01150	0,19900	0,03830	0,07200	0,01230	0,19300
ADRO.JK	0,24240	0,00000	0,31950	0,00000	0,24270	0,00000
AKPI.JK	0,01140	0,20000	0,01540	0,17100	0,01120	0,20200
AKRA.JK	0,12070	0,00400	0,10190	0,00700	0,11920	0,00400
ALDO.JK	0,00000	0,94900	0,00000	0,49300	0,00000	0,94500
ALKA.JK	0,00000	0,62400	0,00000	0,39000	0,00000	0,62000
ANJT.JK	0,00000	0,97900	0,00000	0,77000	0,00000	0,96700
ANTM.JK	0,11450	0,00500	0,16950	0,00100	0,11510	0,00500
APII.JK	0,03980	0,06800	0,07250	0,02100	0,04010	0,06800
APLI.JK	0,00000	0,92400	0,00000	0,35800	0,00000	0,92600
APLN.JK	0,09530	0,00900	0,10520	0,00700	0,09520	0,00900
ARII.JK	0,00000	0,33400	0,02030	0,14200	0,00000	0,32600
ARNA.JK	0,25450	0,00000	0,29180	0,00000	0,25460	0,00000
ASGR.JK	0,00000	0,40300	0,03460	0,08300	0,00000	0,40500
ASII.JK	0,43160	0,00000	0,47040	0,00000	0,43150	0,00000
ASRI.JK	0,27150	0,00000	0,28850	0,00000	0,27190	0,00000
AUTO.JK	0,21450	0,00000	0,31200	0,00000	0,21620	0,00000
BAPA.JK	0,00000	0,63400	0,00000	0,40700	0,00000	0,62500
BATA.JK	0,00000	0,89600	0,00510	0,25900	0,00000	0,88900
BAYU.JK	0,00000	0,59500	0,00000	0,38100	0,00000	0,00000
BEST.JK	0,25090	0,00000	0,28300	0,00000	0,25210	0,00000
BIPP.JK	0,06140	0,03100	0,07810	0,01700	0,06130	0,03200
BISI.JK	0,07100	0,02200	0,04970	0,04800	0,06970	0,02300
BKDP.JK	0,04400	0,05900	0,07260	0,02100	0,04430	0,05800
BKSL.JK	0,05540	0,03900	0,07200	0,02200	0,05600	0,03800
BMTR.JK	0,10150	0,00800	0,11250	0,00500	0,10130	0,00800
BRAM.JK	0,01440	0,17800	0,00000	0,39500	0,01430	0,17900
BRPT.JK	0,12730	0,00300	0,19380	0,00000	0,12820	0,00300
BSDE.JK	0,34610	0,00000	0,35240	0,00000	0,34510	0,00000
BSSR.JK	0,00000	0,75500	0,00750	0,23400	0,00000	0,74100

Kode	SCAPMZ		SCAPMI		SCAPMS	
	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>
BTON.JK	0,00000	0,34100	0,01660	0,16300	0,00000	0,33700
CANI.JK	0,00000	0,70500	0,00000	0,95600	0,00000	0,69400
CASS.JK	0,00000	0,60300	0,00000	0,13000	0,00000	0,60900
CINT.JK	0,00000	0,63000	0,02270	0,12900	0,00000	0,62400
CLPI.JK	0,22280	0,00000	0,27220	0,00000	0,22240	0,00000
CPIN.JK	0,14120	0,00200	0,17720	0,00000	0,14210	0,00200
CTBN.JK	0,00000	0,83500	0,01350	0,18400	0,00000	0,83400
CTRA.JK	0,22370	0,00000	0,24430	0,00000	0,22250	0,00000
CTTH.JK	0,01280	0,18900	0,04880	0,04900	0,01320	0,18600
DEWA.JK	0,00000	0,67400	0,00000	0,34000	0,00000	0,66900
DILD.JK	0,00000	0,89300	0,00000	0,35000	0,00000	0,89100
DPNS.JK	0,00000	0,83700	0,00000	0,43500	0,00000	0,84100
DSFI.JK	0,08850	0,01200	0,07480	0,02000	0,08810	0,01200
DSSA.JK	0,00000	0,86100	0,00000	0,49900	0,00000	0,84300
DUTI.JK	0,00000	0,35600	0,00410	0,26900	0,00000	0,35700
DVLA.JK	0,00040	0,31600	0,06680	5,22000	0,00090	0,30900
ECII.JK	0,03320	0,08700	0,05310	0,04200	0,03360	0,08600
EKAD.JK	0,20260	0,00000	0,30710	0,00000	0,20390	0,00000
ELSA.JK	0,01740	0,15800	0,06330	0,02900	0,01800	0,15500
EPMT.JK	0,00000	0,52200	0,01260	0,19100	0,00000	0,52500
ERAA.JK	0,03030	0,09700	0,05640	0,03800	0,03120	0,09400
FAST.JK	0,00140	0,30200	0,07480	0,02000	0,00200	0,29400
FISH.JK	0,00000	0,68800	0,00580	0,25100	0,00000	0,68800
FMII.JK	0,02160	0,13500	0,04030	0,06700	0,02110	0,13700
FPNI.JK	0,02170	0,13400	0,02020	0,14200	0,02210	0,13200
GAMA.JK	0,00000	0,64000	0,00350	0,27700	0,00000	0,63500
GDST.JK	0,00000	0,91800	0,00000	0,49100	0,00000	0,91300
GDYR.JK	0,00000	0,46900	0,00000	0,49600	0,00000	0,47400
GEMA.JK	0,00000	0,62800	0,00180	0,29800	0,00000	0,61100
GEMS.JK	0,00000	0,36000	0,04370	0,06000	0,00000	0,35600
GMTD.JK	0,00170	0,29800	0,00000	0,70000	0,00120	0,30500
GPRA.JK	0,00000	0,58300	0,01150	0,19900	0,00000	0,57900
HERO.JK	0,00000	0,66600	0,04710	0,05300	0,00000	0,65300
HRUM.JK	0,12000	0,00400	0,15300	0,00100	0,12030	0,00400
IATA.JK	0,03460	0,08300	0,18920	0,00000	0,03640	0,07700
ICBP.JK	0,27680	0,00000	0,33030	0,00000	0,27680	0,00000
ICON.JK	0,00000	0,54000	0,00000	0,37200	0,00000	0,55000
IGAR.JK	0,03820	0,07300	0,04650	0,05400	0,03790	0,07300
IIKP.JK	0,08340	0,01400	0,07890	0,01700	0,08240	0,01500
INAF.JK	0,05310	0,04200	0,07000	0,02300	0,05320	0,04200
INCI.JK	0,00000	0,81600	0,00000	0,48900	0,00000	0,81000

Kode	SCAPMZ		SCAPMI		SCAPMS	
	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>
INCO.JK	0,12190	0,00400	0,15420	0,00100	0,12250	0,00400
INDF.JK	0,30600	0,00000	0,34600	0,00000	0,30610	0,00000
INDR.JK	0,00000	0,76300	0,00000	0,89900	0,00000	0,77500
INDS.JK	0,00000	0,50600	0,00240	0,28900	0,00000	0,49700
INPP.JK	0,00000	0,33400	0,00000	0,41600	0,00000	0,34000
INTD.JK	0,00000	0,49900	0,00000	0,93200	0,00000	0,50600
INTP.JK	0,19570	0,00000	0,22990	0,00000	0,19660	0,00000
IPOL.JK	0,09790	0,00900	0,16220	0,00100	0,09820	0,00800
ITMG.JK	0,11230	0,00500	0,14830	0,00100	0,11320	0,00500
JIHD.JK	0,04190	3,58000	0,15690	0,00100	0,04340	0,06000
JKON.JK	0,00000	0,88700	0,00000	0,58200	0,00000	0,88800
JRPT.JK	0,04550	0,05600	0,08110	0,01600	0,04590	0,05500
JTPE.JK	0,02780	0,10700	0,11220	0,00500	0,02880	0,10300
KAEF.JK	0,04860	0,05000	0,06530	0,02700	0,04850	0,05000
KARW.JK	0,00890	0,22200	0,03400	0,08500	0,00900	0,22000
KBLI.JK	0,08600	0,01300	0,11050	0,00500	0,08620	0,01300
KBLM.JK	0,08410	0,01400	0,10500	0,00700	0,08400	0,01400
KBLV.JK	0,03580	0,07900	0,04880	0,04900	0,03550	0,08000
KDSI.JK	0,04900	0,04900	0,09310	0,01000	0,05010	0,04700
KIAS.JK	0,00000	0,62800	0,00000	0,55800	0,00000	0,64600
KICI.JK	0,00000	0,90700	0,00000	0,54100	0,00000	0,89700
KIJA.JK	0,07910	0,00000	0,39190	0,00000	0,35020	0,00000
KKGI.JK	0,07910	0,01700	0,11600	0,00400	0,07960	0,01600
KLBF.JK	0,43320	0,00000	0,48820	0,00000	0,43430	0,00000
KOIN.JK	0,00000	0,86600	0,00000	0,62300	0,00000	0,87000
KPIG.JK	0,05990	0,03300	0,09400	0,01000	0,05940	0,03400
LAPD.JK	ERROR	ERROR	0,32520	0,00000	0,00470	0,26300
LINK.JK	0,05990	0,03300	0,10730	0,00600	0,06020	0,03300
LION.JK	0,00000	0,77500	0,00000	0,50600	0,00000	0,78200
LMPI.JK	0,00000	0,41100	0,01430	0,17800	0,00000	0,70000
LMSH.JK	0,00000	0,51800	0,00000	0,35200	0,00000	0,52000
LPCK.JK	0,14990	0,00100	0,14560	0,00200	0,14940	0,00100
LPKR.JK	0,09480	0,01000	0,08260	0,01500	0,09390	0,01000
LRNA.JK	0,00000	0,64300	0,00190	0,29600	0,00000	0,64600
LSIP.JK	0,05870	0,03500	0,08060	0,01600	0,05870	0,03500
LTLS.JK	0,14120	0,00200	0,20710	0,00000	0,14320	0,00200
MASA.JK	0,00000	0,71300	0,00000	0,56200	0,00000	0,72200
MBAP.JK	0,00000	0,73500	0,00000	0,44900	0,00000	0,72800
MBSS.JK	0,12160	0,00400	0,16660	0,00100	0,12330	0,00300
MBTO.JK	0,03540	0,08000	0,08430	0,01400	0,03550	0,08000
MERK.JK	0,06360	0,02900	0,09410	0,01000	0,06480	0,02800

Kode	SCAPMZ		SCAPMI		SCAPMS	
	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>
META.JK	0,05830	0,03500	0,12880	0,00300	0,06010	0,03300
MFMI.JK	0,00000	0,51200	0,00000	0,10000	0,00000	0,51100
MICE.JK	0,05680	0,03700	0,08360	0,01400	0,05630	0,03800
MIRA.JK	ERROR	ERROR	0,32520	0,00000	0,00470	0,26300
MKPI.JK	0,00000	0,73600	0,00000	0,42500	0,00000	0,73600
MLPT.JK	0,00520	0,25700	0,00000	0,48200	0,00540	0,25500
MPPA.JK	0,09150	0,01100	0,09570	0,00900	0,09060	0,01100
MRAT.JK	0,01660	0,16300	0,13270	0,00200	0,01760	0,15700
MTDL.JK	0,00000	0,34300	0,05770	0,03600	0,00000	0,33800
MTLA.JK	0,08790	0,01200	0,17400	0,00100	0,08920	0,01200
MYOH.JK	0,03360	0,08600	0,09080	0,01100	0,03400	0,08500
MYOR.JK	0,00250	0,28900	0,01000	0,21100	0,00210	0,29300
NELY.JK	0,00300	0,28200	0,01870	0,15000	0,00360	0,27500
NRCA.JK	0,07160	0,02200	0,12510	0,00300	0,07330	0,02100
OMRE.JK	0,06870	0,02400	0,07720	0,01800	0,07010	0,02300
PDES.JK	0,00000	0,55000	0,00000	0,46500	0,00000	0,54000
PGLI.JK	0,00000	0,67300	0,00000	0,81200	0,00000	0,68700
PJAA.JK	0,00000	0,54800	0,00000	0,46000	0,00000	0,55600
PNBS.JK	0,02350	0,12500	0,01920	0,14700	0,02290	0,12800
PNSE.JK	0,00000	0,59300	0,00000	0,50900	0,00000	0,59200
PSKT.JK	0,00000	0,52200	0,00000	0,84000	0,00000	0,51400
PTBA.JK	0,14070	0,00200	0,18530	0,00000	0,14170	0,00200
PTPP.JK	0,19200	0,00000	0,18200	0,00000	0,19090	0,00000
PTRO.JK	0,08230	0,01500	0,15290	0,00100	0,00070	0,01400
PTSN.JK	0,00020	0,31900	0,01070	0,20600	0,00070	0,31200
PTSP.JK	0,00000	0,97100	0,00000	0,94100	0,00000	0,96200
PWON.JK	0,24990	0,00000	0,28210	0,00000	0,24980	0,00000
PYFA.JK	0,00000	0,62300	0,00000	0,44900	0,00000	0,62800
RAJA.JK	0,05290	0,04300	0,06140	0,03100	0,05370	0,04200
RANC.JK	0,04600	0,05500	0,10380	0,00700	0,04580	0,05500
RICY.JK	0,00000	0,83200	0,01210	0,19500	0,00000	0,82400
RIGS.JK	0,02980	0,09900	0,06230	0,03000	0,03030	0,09700
RIMO.JK	0,01170	0,19800	0,00940	0,21700	0,01230	0,19300
RODA.JK	0,00000	0,64800	0,00000	0,92900	0,00000	0,64800
ROTI.JK	0,07130	0,02200	0,14510	0,00200	0,07110	0,02200
SCCO.JK	0,06700	0,02600	0,12020	0,00400	0,06720	0,02600
SHID.JK	0,00000	0,44700	0,00310	0,28200	0,00000	0,44400
SIDO.JK	0,06420	0,02900	0,14500	0,00200	0,06510	0,02800
SILO.JK	0,00000	0,55700	0,00890	0,22100	0,00000	0,55600
SIMP.JK	0,15790	0,00100	0,22070	0,00000	0,15920	0,00100
SKBM.JK	0,00000	0,92400	0,00000	0,61900	0,00000	0,91900

Kode	SCAPMZ		SCAPMI		SCAPMS	
	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>	<i>Adj. R-Sq</i>	<i>P-Value</i>
SKLT.JK	0,00000	0,63500	0,00000	0,42000	0,00000	0,62100
SMDR.JK	0,04020	0,06700	0,05110	0,04500	0,04090	0,06600
SMRA.JK	0,23390	0,00000	0,22230	0,00000	0,23280	0,00000
SMRU.JK	0,00000	0,49400	0,00000	0,38200	0,00000	0,49300
SMSM.JK	0,00390	0,27100	0,03570	0,07900	0,00430	0,26700
SONA.JK	0,00000	0,58800	0,00000	0,97700	0,00000	0,59600
SRAJ.JK	0,00340	0,48300	0,00000	0,73400	0,00340	0,27700
SRSN.JK	0,00000	0,48300	0,06400	0,02900	0,00000	0,47400
SSIA.JK	0,06970	0,02300	0,12020	0,00400	0,07060	0,02300
STAR.JK	0,02780	0,10600	0,04590	0,05500	0,02820	0,10500
TCID.JK	0,00000	0,83900	0,00000	0,34500	0,00000	0,82200
TFCO.JK	0,00000	0,98700	0,00000	0,89800	0,00000	0,98500
TGKA.JK	0,00000	0,39700	0,00170	0,29900	0,00000	0,39700
TLKM.JK	0,11950	0,00400	0,19130	0,00000	0,11930	0,00400
TMPO.JK	0,07640	0,01800	0,13460	0,00200	0,07750	0,01800
TOBA.JK	0,00000	0,92800	0,00000	0,39700	0,00000	0,92000
TOTL.JK	0,42840	0,00000	0,47090	0,00000	0,42900	0,00000
TOTO.JK	0,00000	0,66100	0,00000	0,99800	0,00000	0,67900
TPIA.JK	0,03590	0,07900	0,07150	0,02200	0,03560	0,08000
TRIL.JK	0,00000	0,85900	0,00000	0,41100	0,00000	0,85200
TRIS.JK	0,00000	0,61300	0,02840	0,10400	0,00000	0,61000
TRST.JK	0,00000	0,70000	0,01430	0,17900	0,00000	0,69200
TSPC.JK	0,18880	0,00000	0,29960	0,00000	0,18980	0,00000
TURI.JK	0,05420	0,04100	0,09450	0,01000	0,05370	0,04100
ULTJ.JK	0,00000	0,65300	0,00000	0,56300	0,00000	0,66000
UNIC.JK	0,00000	0,83800	0,00000	0,78600	0,00000	0,84700
UNTR.JK	0,04480	0,05700	0,08550	0,01300	0,04520	3,80000
UNVR.JK	0,18520	0,00000	0,20860	0,00000	0,18530	0,00000
VOKS.JK	0,01170	0,19800	0,02620	0,11300	0,01170	0,19800
WAPO.JK	0,00000	0,54600	0,00000	0,39900	0,00000	0,53900
WICO.JK	0,00000	0,86400	0,00000	0,57800	0,00000	0,84200
WIKA.JK	0,19180	0,00000	0,22050	0,00000	0,19180	0,00000
WINS.JK	0,07970	0,01600	0,15030	0,00100	0,08130	0,01600
WTON.JK	0,19480	0,00000	21,69000	0,00000	0,19450	0,00000

Lampiran 2. P-Value Uji Distribusi Normal Kolmogorov-Smirnov Nilai Residu Regresi Antara *Excess Return* Dengan *Market Risk Premium* dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

Kode	SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
AALI.JK	0,049	0,057	0,049
ACES.JK	>0,150	>0,150	>0,150
ACST.JK	>0,150	>0,150	>0,150
ADES.JK	0,03	0,016	0,03
ADHI.JK	0,036	0,04	0,036
ADMG.JK	<0,010	<0,010	<0,010
ADRO.JK	0,039	<0,010	0,038
AKPI.JK	0,09	0,037	0,09
AKRA.JK	>0,150	>0,150	>0,150
ALDO.JK	<0,010	<0,010	<0,010
ALKA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
ANJT.JK	<0,010	<0,010	<0,010
ANTM.JK	0,065	0,06	0,063
APII.JK	<0,010	<0,010	<0,010
APLI.JK	0,064	<0,010	0,065
APLN.JK	<0,010	<0,010	<0,010
ARII.JK	0,033	0,069	0,036
ARNA.JK	>0,150	>0,150	>0,150
ASGR.JK	>0,150	>0,150	>0,150
ASII.JK	>0,150	>0,150	>0,150
ASRI.JK	>0,150	0,037	>0,150
AUTO.JK	0,073	0,127	0,077
BAPA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
BATA.JK	>0,150	0,086	>0,150
BAYU.JK	<0,010	0,027	<0,010
BEST.JK	>0,150	>0,150	>0,150
BIPP.JK	0,012	0,031	0,012
BISI.JK	>0,150	>0,150	>0,150
BKDP.JK	>0,150	>0,150	>0,150
BKSL.JK	0,059	0,039	0,059
BMTR.JK	>0,150	>0,150	>0,150
BRAM.JK	0,077	0,077	0,076
BRPT.JK	<0,010	<0,010	<0,010
BSDE.JK	>0,150	>0,150	>0,150
BSSR.JK	<0,010	<0,010	<0,010
BTON.JK	<0,010	<0,010	<0,010
CANI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
CASS.JK	<0,010	0,045	<0,010

Kode	SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
CINT.JK	<0,010	<0,010	<0,010
CLPI.JK	>0,150	>0,150	>0,150
CPIN.JK	0,104	0,125	0,098
CTBN.JK	<0,010	<0,010	<0,010
CTRA.JK	>0,150	>0,150	>0,150
CTTH.JK	<0,010	<0,010	<0,010
DEWA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
DILD.JK	0,034	0,036	0,036
DPNS.JK	0,073	0,104	0,075
DSFI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
DSSA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
DUTI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
DVLA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
ECII.JK	<0,010	<0,010	<0,010
EKAD.JK	>0,150	>0,150	>0,150
ELSA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
EPMT.JK	<0,010	<0,010	<0,010
ERAA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
FAST.JK	0,061	0,113	0,06
FISH.JK	<0,010	<0,010	<0,010
FMII.JK	<0,010	<0,010	<0,010
FPNI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
GAMA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
GDST.JK	<0,010	<0,010	<0,010
GDYR.JK	<0,010	<0,010	<0,010
GEMA.JK	<0,010	0,037	<0,010
GEMS.JK	<0,010	<0,010	<0,010
GMTD.JK	<0,010	<0,010	<0,010
GPRA.JK	0,011	0,013	0,013
HERO.JK	0,08	0,046	0,089
HRUM.JK	<0,010	<0,010	<0,010
IATA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
ICBP.JK	>0,150	>0,150	>0,150
ICON.JK	<0,010	<0,010	<0,010
IGAR.JK	<0,010	<0,010	<0,010
IIKP.JK	<0,010	<0,010	<0,010
INAF.JK	<0,010	<0,010	<0,010
INCI.JK	<0,010	<0,010	<0,010

Kode	SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
INCO.JK	<0,010	0,023	<0,010
INDF.JK	<0,010	<0,010	<0,010
INDR.JK	<0,010	<0,010	<0,010
INDS.JK	<0,010	<0,010	<0,010
INPP.JK	<0,010	<0,010	<0,010
INTD.JK	<0,010	<0,010	<0,010
INTP.JK	>0,150	>0,150	>0,150
IPOL.JK	0,046	0,031	0,046
ITMG.JK	>0,150	>0,150	>0,150
JIHD.JK	>0,150	>0,150	>0,150
JKON.JK	<0,010	<0,010	<0,010
JRPT.JK	<0,010	0,019	0,01
JTPE.JK	<0,010	<0,010	<0,010
KAEF.JK	<0,010	<0,010	<0,010
KARW.JK	<0,010	<0,010	<0,010
KBLI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
KBLM.JK	<0,010	<0,010	<0,010
KBLV.JK	>0,150	>0,150	>0,150
KDSI.JK	>0,150	>0,150	>0,150
KIAS.JK	<0,010	<0,010	<0,010
KICI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
KIJA.JK	>0,150	0,148	>0,150
KKGI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
KLBF.JK	>0,150	>0,150	>0,150
KOIN.JK	<0,010	<0,010	<0,010
KPIG.JK	0,049	0,056	0,05
LAPD.JK	>0,150	0,121	0,061
LINK.JK	>0,150	>0,150	>0,150
LION.JK	<0,010	<0,010	<0,010
LMPI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
LMSH.JK	0,041	0,125	0,041
LPCK.JK	>0,150	>0,150	>0,150
LPKR.JK	>0,150	>0,150	>0,150
LRNA.JK	<0,010	0,024	<0,010
LSIP.JK	0,066	0,092	0,068
LTLS.JK	>0,150	>0,150	>0,150
MASA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
MBAP.JK	<0,010	<0,010	<0,010
MBSS.JK	0,022	<0,010	0,025
MBTO.JK	>0,150	>0,150	>0,150
MERK.JK	<0,010	<0,010	<0,010
META.JK	<0,010	<0,010	<0,010

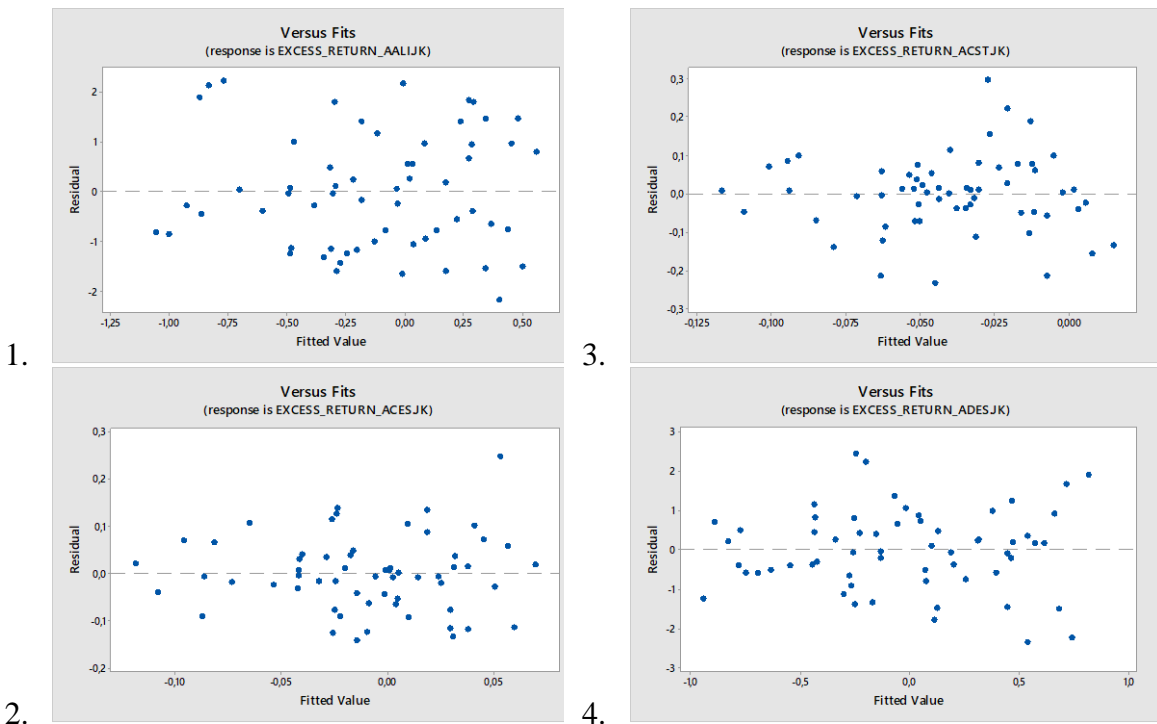
Kode	SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
MFMI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
MICE.JK	<0,010	<0,010	<0,010
MIRA.JK	<0,010	0,121	0,061
MKPI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
MLPT.JK	<0,010	<0,010	<0,010
MPPA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
MRAT.JK	>0,150	>0,150	>0,150
MTDL.JK	0,11	0,048	0,105
MTLA.JK	<0,010	0,023	<0,010
MYOH.JK	0,025	<0,010	0,022
MYOR.JK	0,02	0,041	0,023
NELY.JK	0,038	0,053	0,042
NRCA.JK	0,053	0,067	0,056
OMRE.JK	<0,010	<0,010	<0,010
PDES.JK	<0,010	<0,010	<0,010
PGLI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
PJAA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
PNBS.JK	0,011	<0,010	0,011
PNSE.JK	<0,010	<0,010	<0,010
PSKT.JK	<0,010	<0,010	<0,010
PTBA.JK	>0,150	>0,150	>0,150
PTPP.JK	<0,010	0,037	<0,010
PTRO.JK	>0,150	0,104	>0,150
PTSN.JK	<0,010	<0,010	<0,010
PTSP.JK	<0,010	<0,010	<0,010
PWON.JK	0,121	0,147	0,123
PYFA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
RAJA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
RANC.JK	>0,150	>0,150	>0,150
RICY.JK	0,044	0,035	0,045
RIGS.JK	<0,010	<0,010	<0,010
RIMO.JK	<0,010	<0,010	<0,010
RODA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
ROTI.JK	0,134	0,084	0,135
SCCO.JK	<0,010	<0,010	<0,010
SHID.JK	0,042	0,072	0,041
SIDO.JK	<0,010	<0,010	<0,010
SILO.JK	>0,150	>0,150	>0,150
SIMP.JK	<0,010	<0,010	<0,010
SKBM.JK	<0,010	0,035	<0,010
SKLT.JK	<0,010	<0,010	<0,010
SMDR.JK	<0,010	<0,010	<0,010

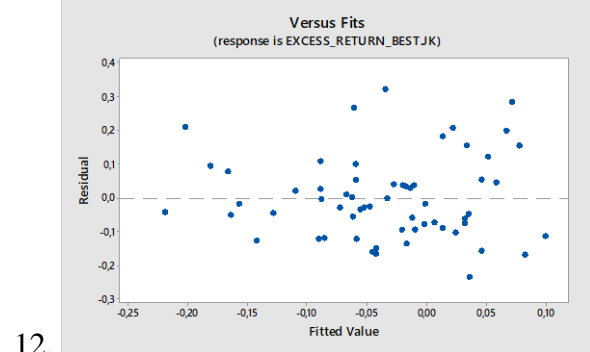
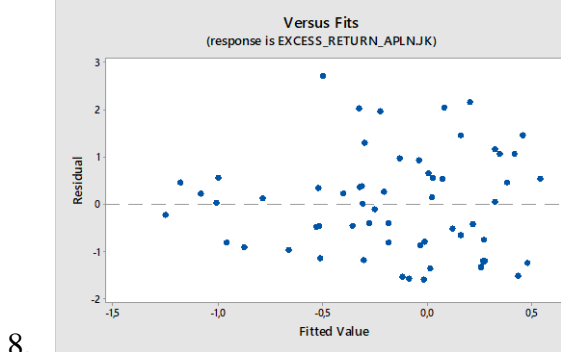
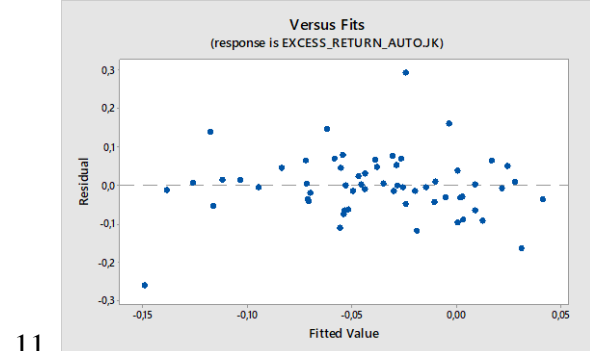
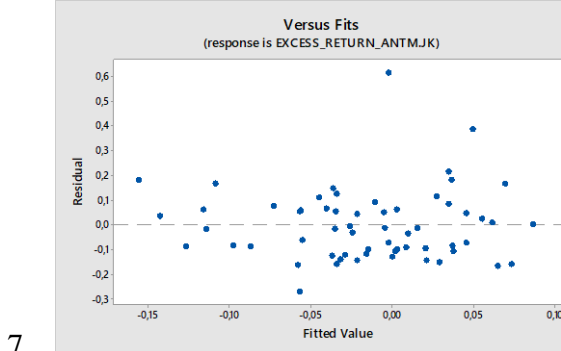
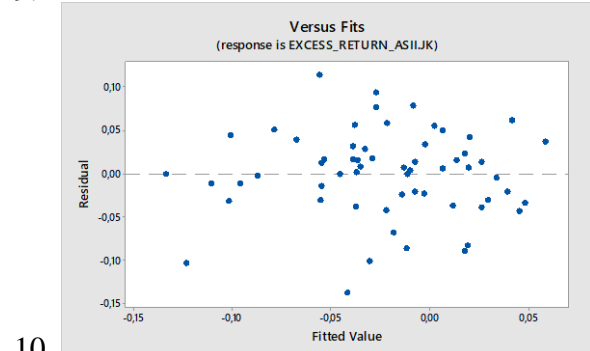
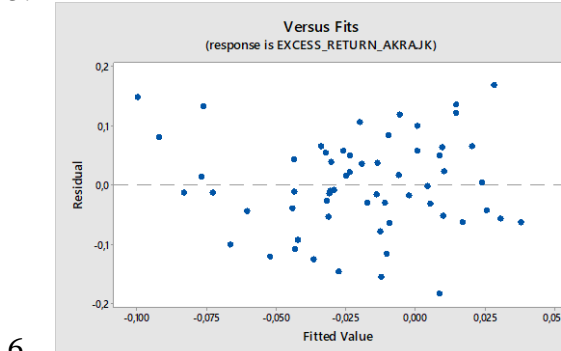
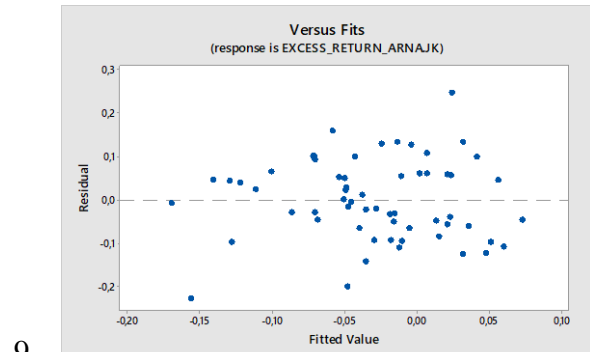
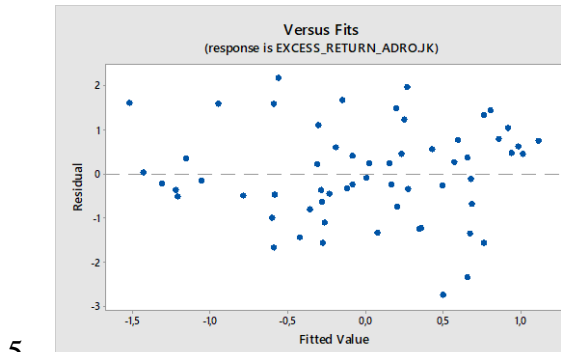
Kode	SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
SMRA.JK	>0,150	>0,150	>0,150
SMRU.JK	<0,010	<0,010	<0,010
SMSM.JK	>0,150	>0,150	>0,150
SONA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
SRAJ.JK	0,02	0,022	0,023
SRSN.JK	<0,010	<0,010	<0,010
SSIA.JK	0,051	0,044	0,05
STAR.JK	<0,010	<0,010	<0,010
TCID.JK	0,036	<0,010	0,037
TFCO.JK	<0,010	<0,010	<0,010
TGKA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
TLKM.JK	0,119	>0,150	0,133
TMPO.JK	0,068	0,125	0,069
TOBA.JK	0,05	0,045	0,052
TOTL.JK	>0,150	>0,150	>0,150
TOTO.JK	<0,010	<0,010	<0,010

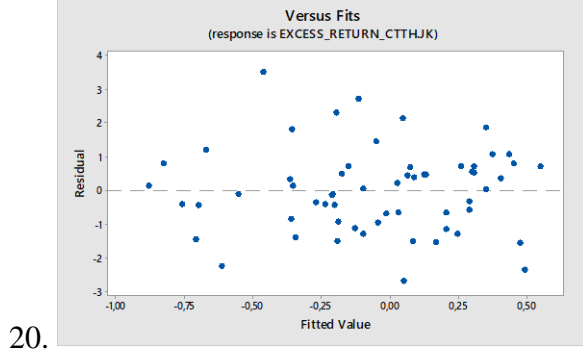
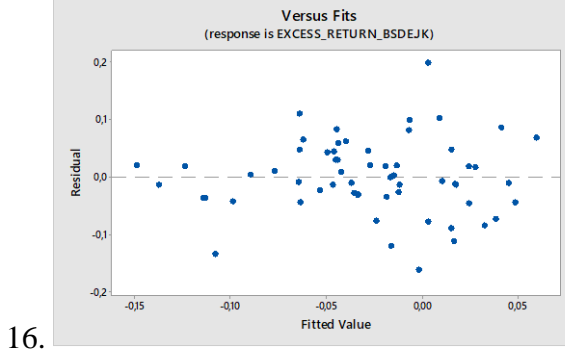
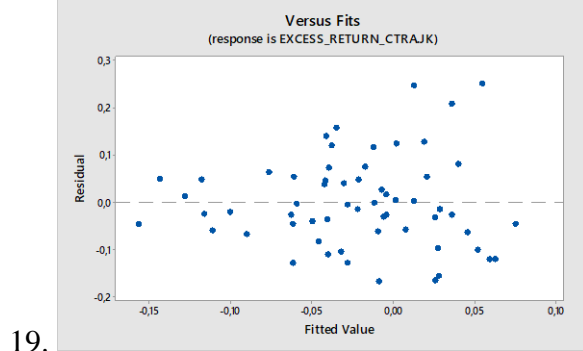
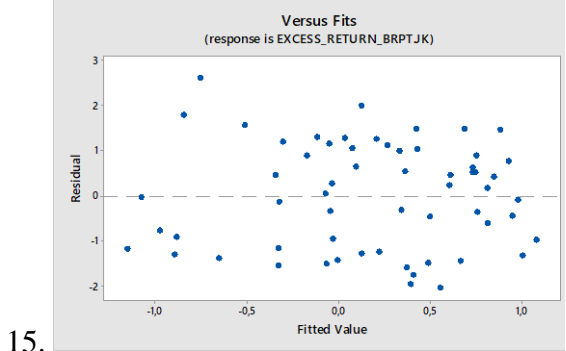
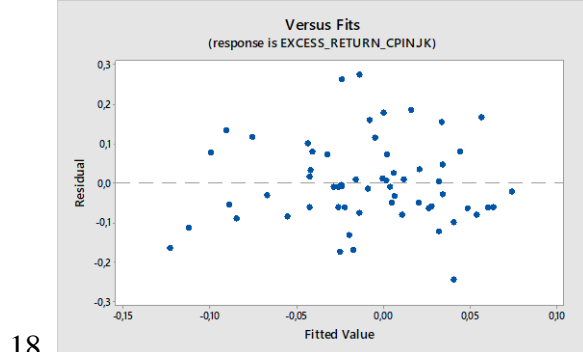
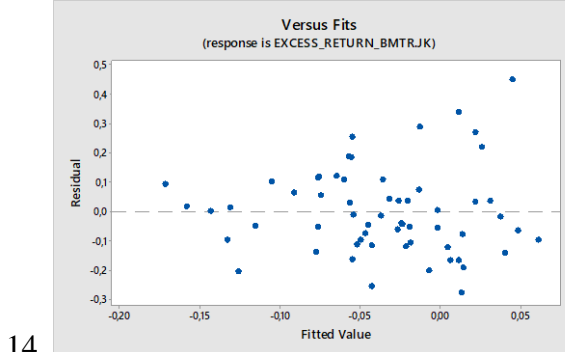
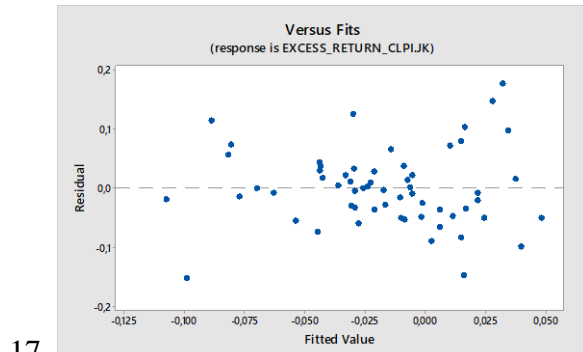
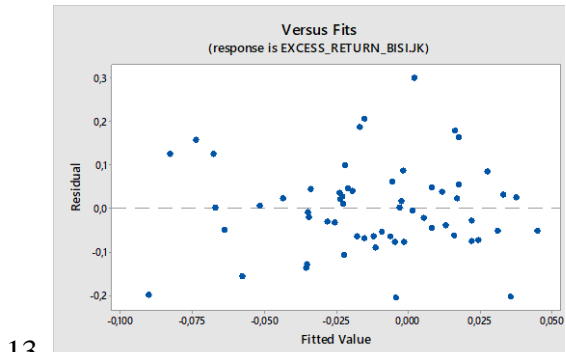
Kode	SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
TPIA.JK	<0,010	<0,010	<0,010
TRIL.JK	<0,010	<0,010	<0,010
TRIS.JK	<0,010	<0,010	<0,010
TRST.JK	<0,010	<0,010	<0,010
TSPC.JK	<0,010	0,014	0,011
TURI.JK	<0,010	<0,010	<0,010
ULTJ.JK	>0,150	0,046	>0,150
UNIC.JK	<0,010	<0,010	<0,010
UNTR.JK	>0,150	>0,150	>0,150
UNVR.JK	0,062	0,096	0,064
VOKS.JK	<0,010	<0,010	<0,010
WAPO.JK	<0,010	<0,010	<0,010
WICO.JK	<0,010	<0,010	<0,010
WIKA.JK	0,027	0,038	0,029
WINS.JK	0,025	0,028	0,025
WTON.JK	<0,010	<0,010	<0,010

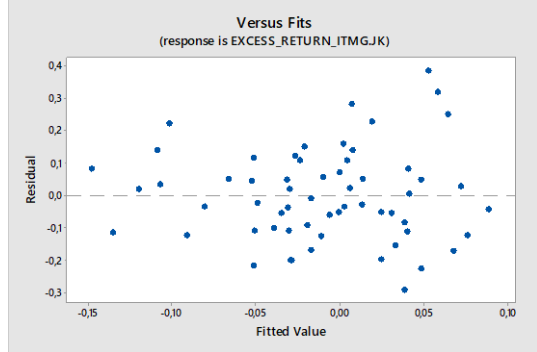
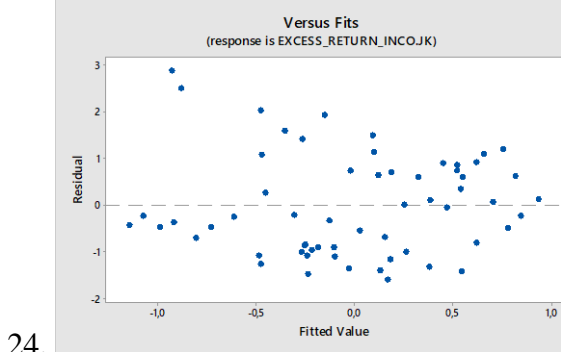
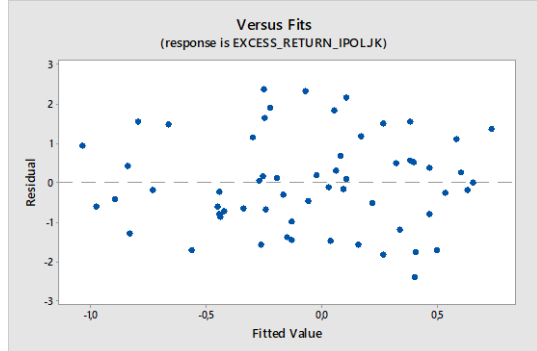
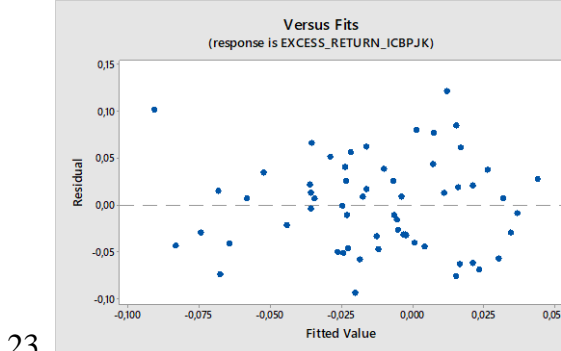
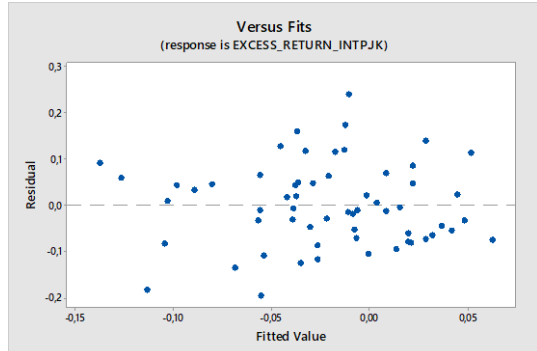
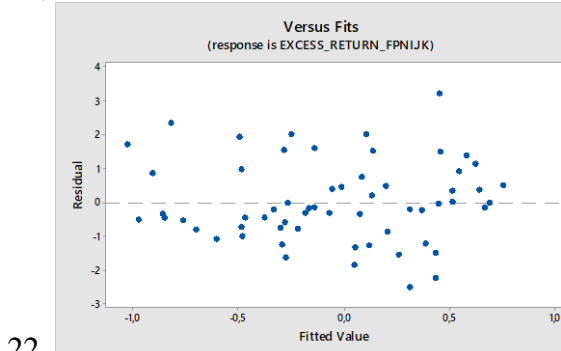
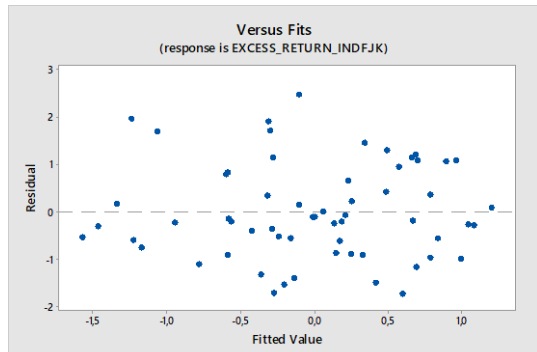
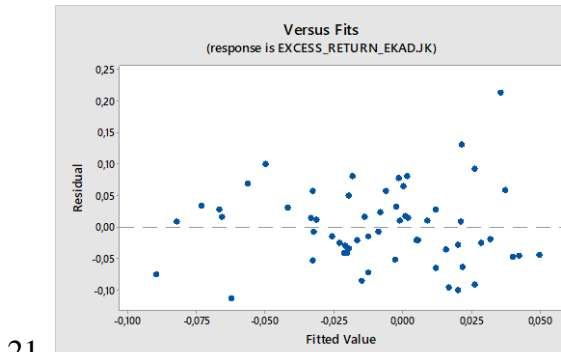
Lampiran 3. Uji Heteroskedastisitas Regresi Antara *Excess Return* Dengan *Market Risk Premium* dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

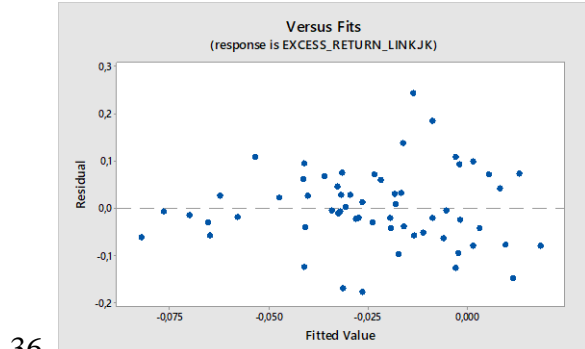
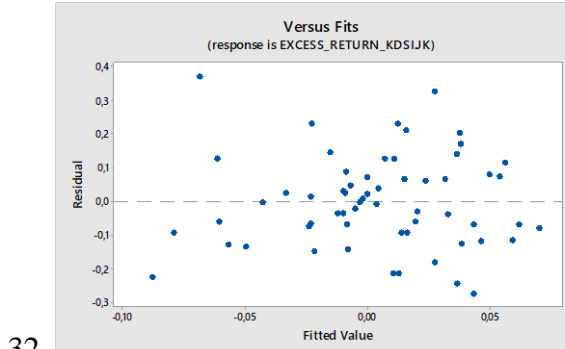
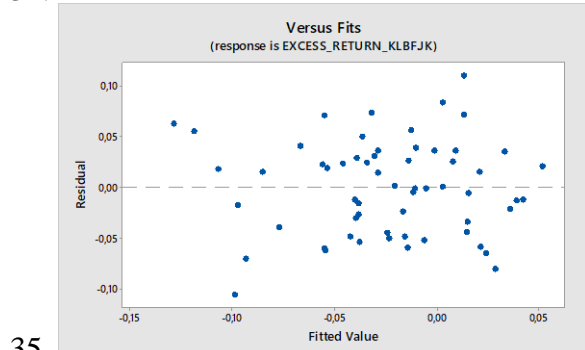
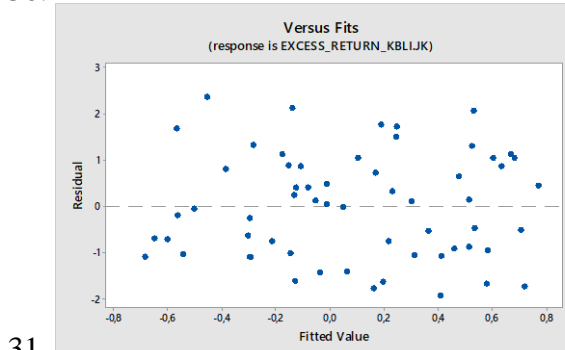
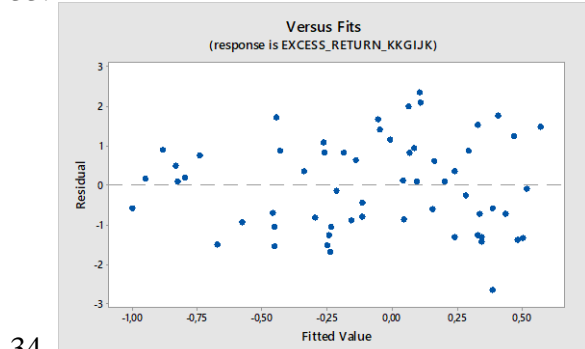
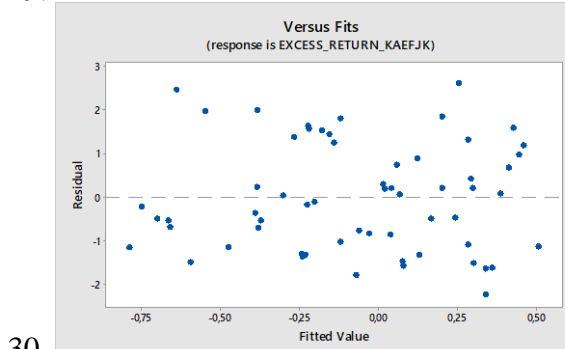
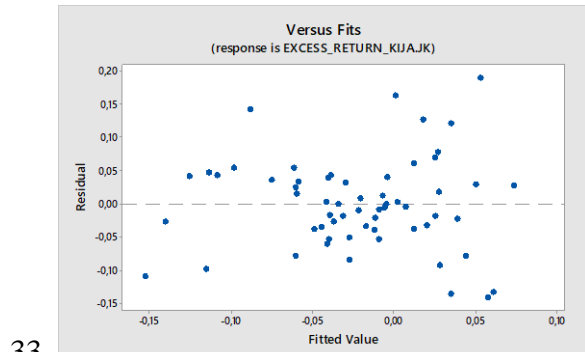
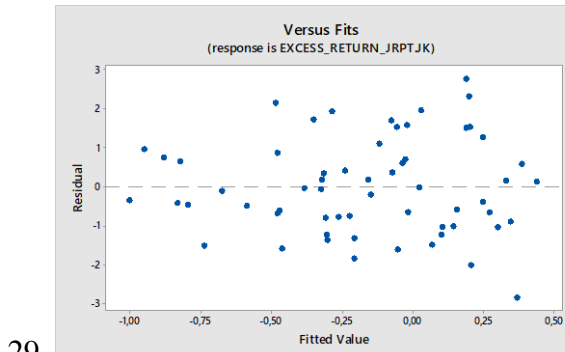
I. SCAPMZ

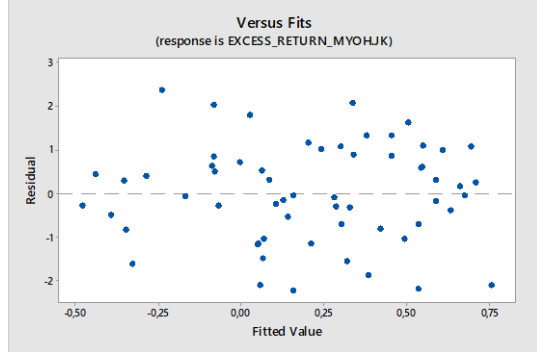
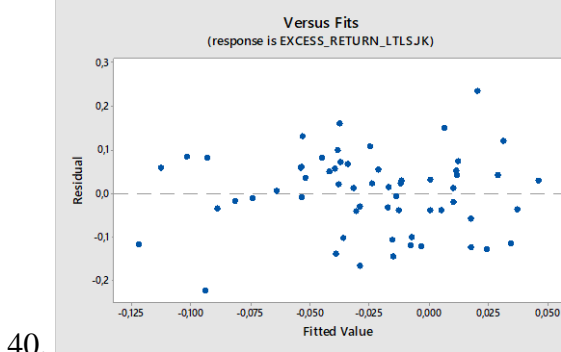
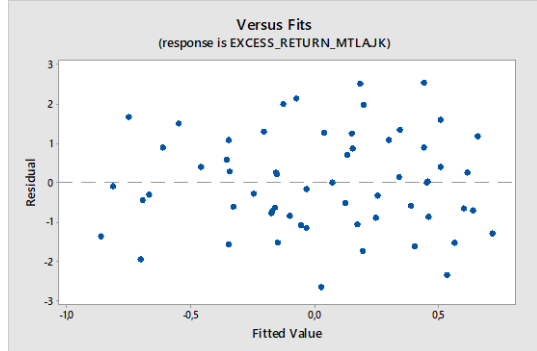
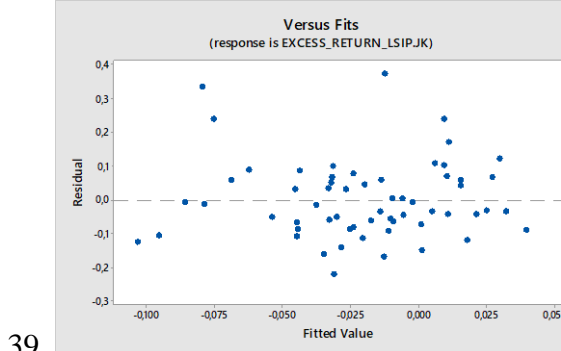
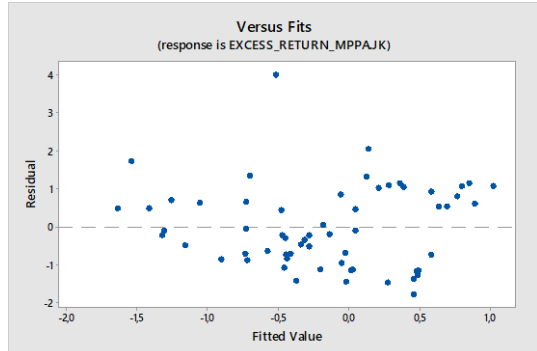
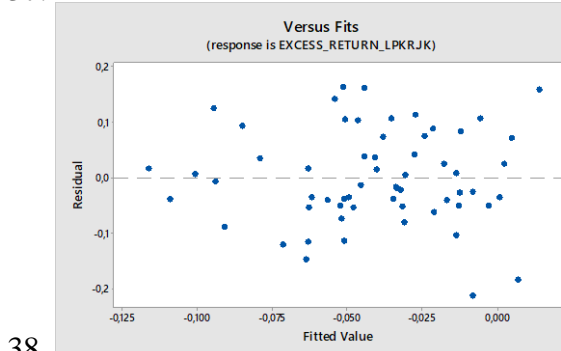
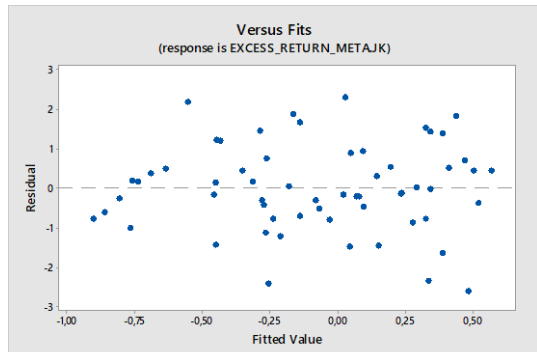
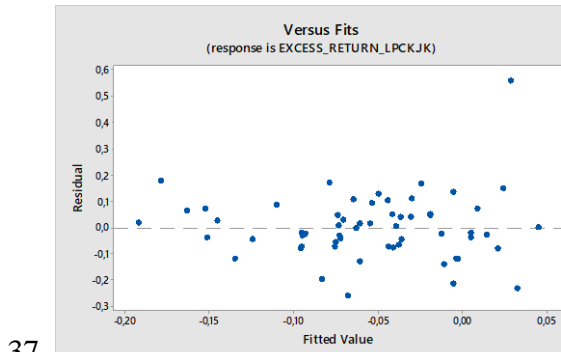


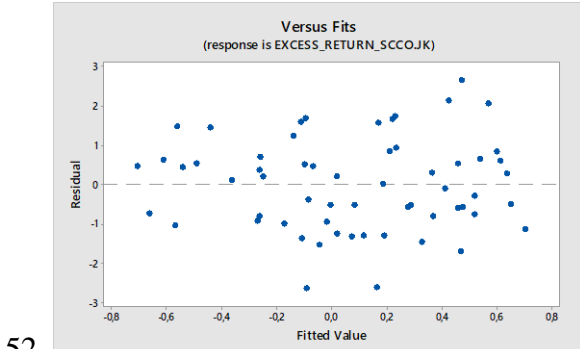
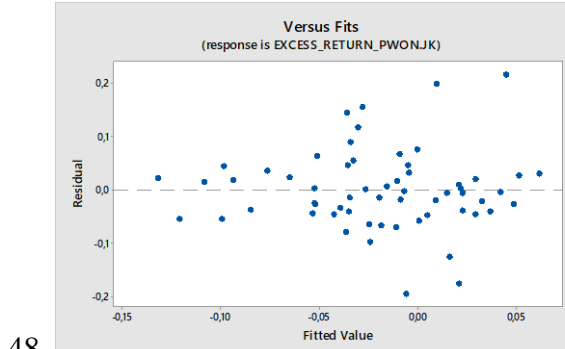
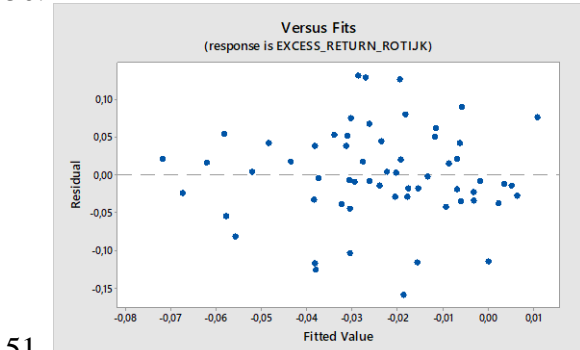
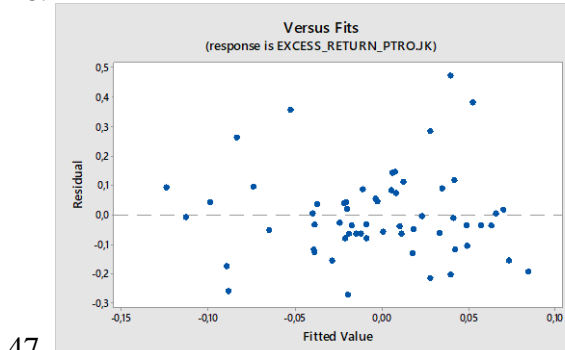
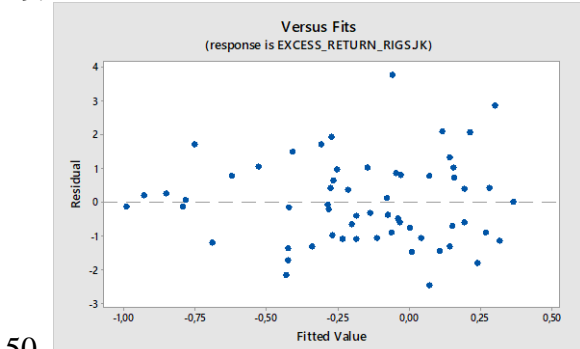
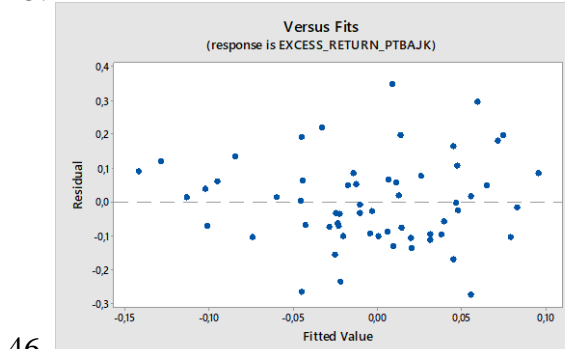
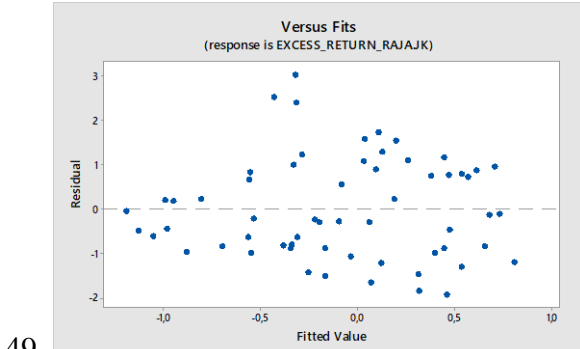
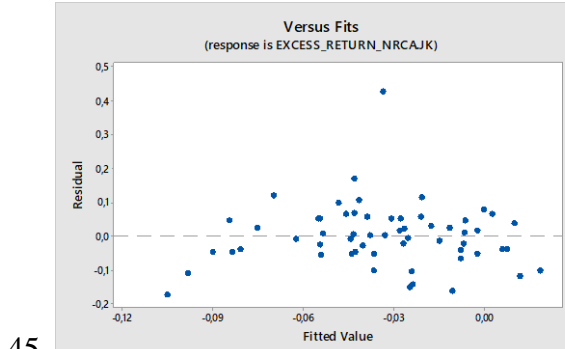


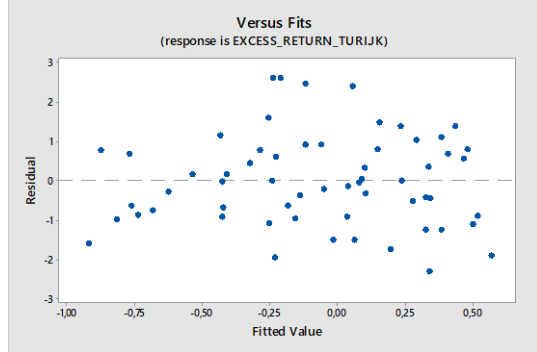
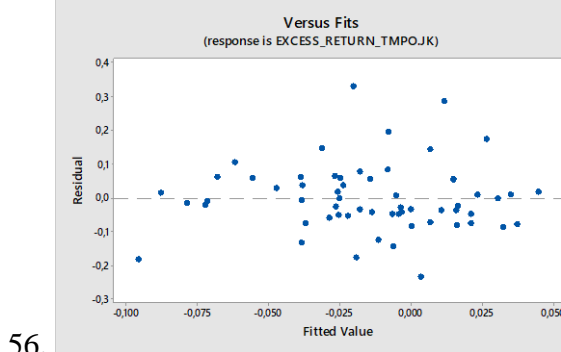
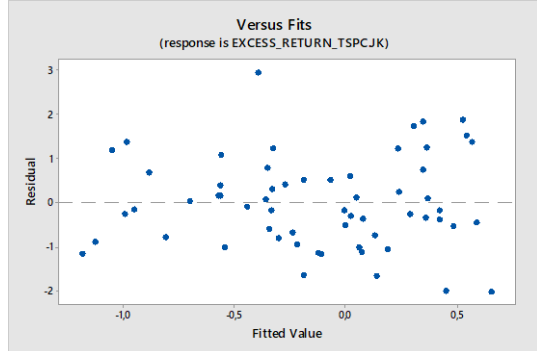
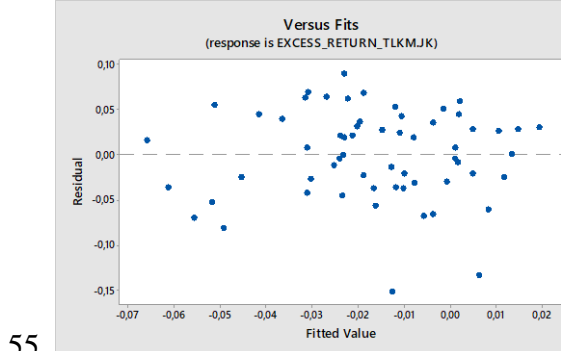
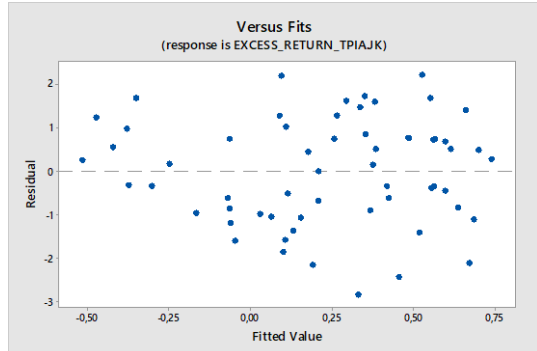
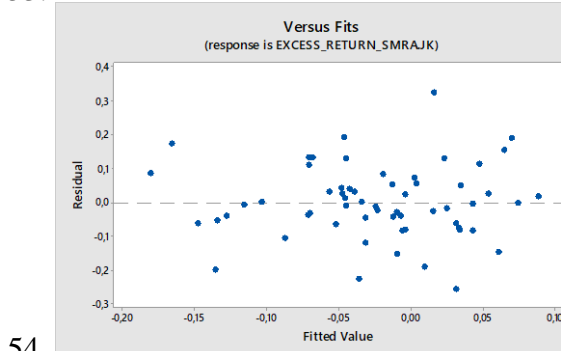
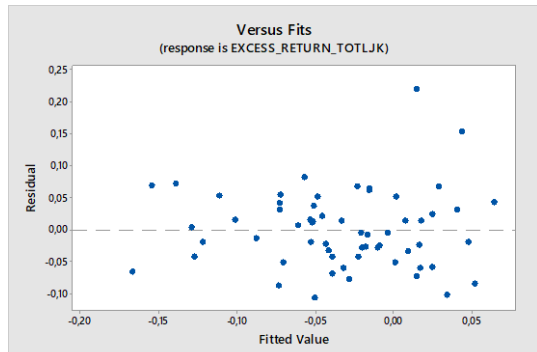
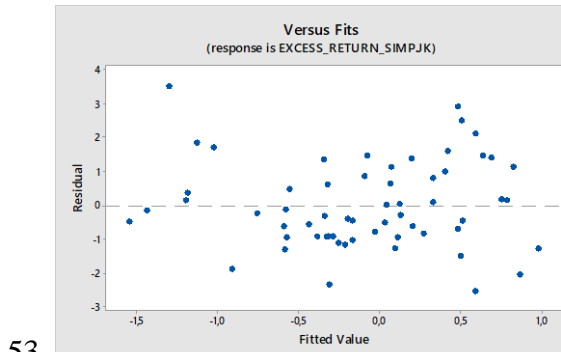




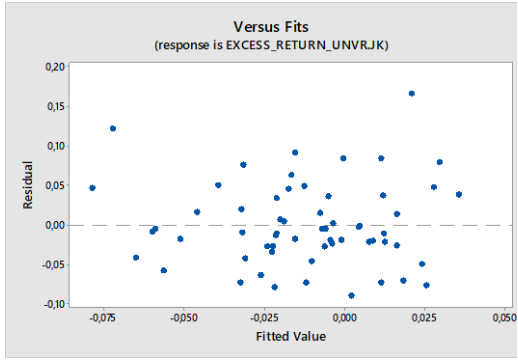






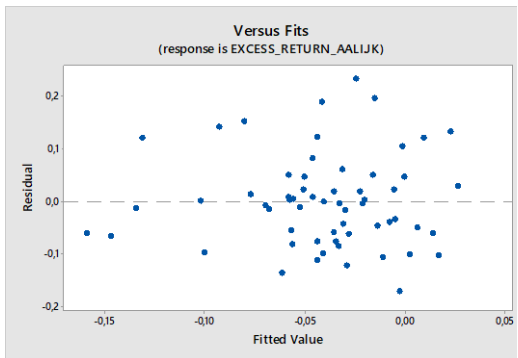


61.

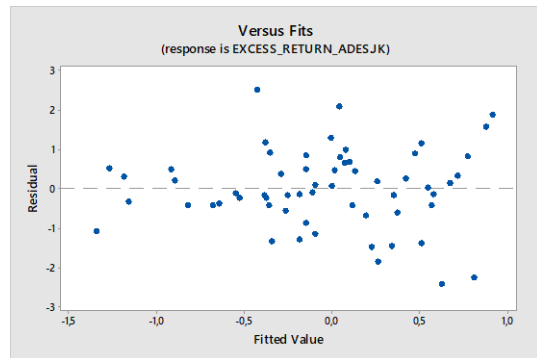


II. SCAPMI

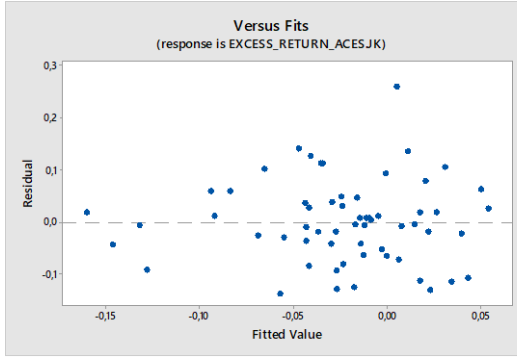
1.



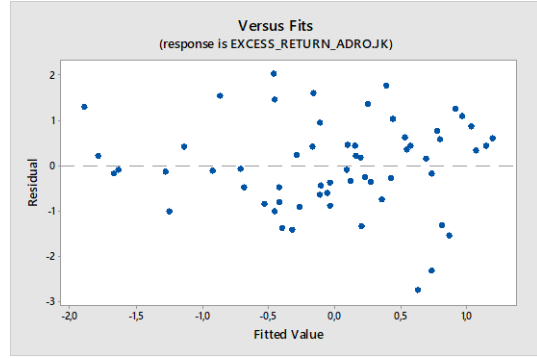
4.



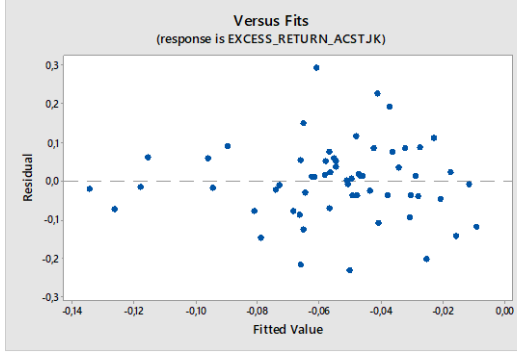
2.



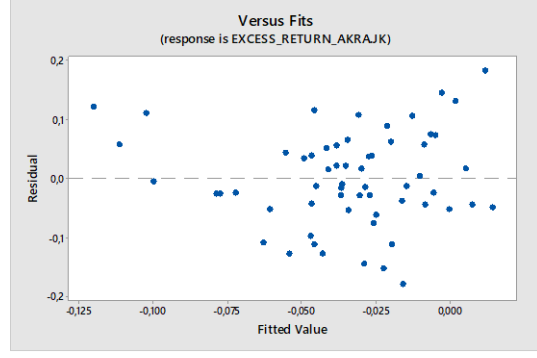
5.

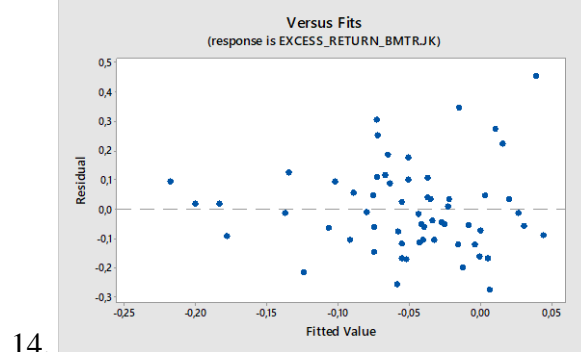
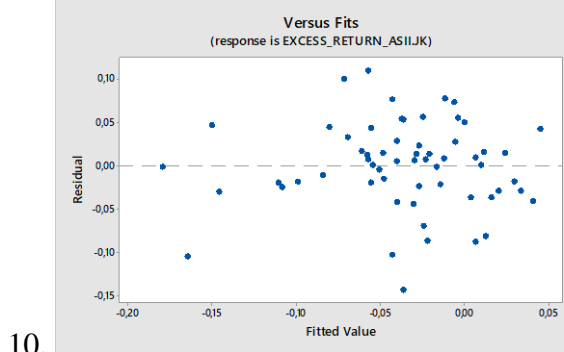
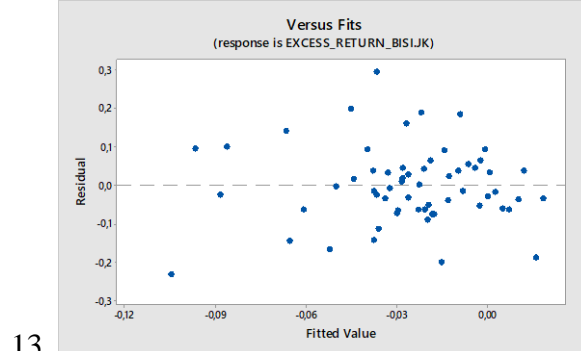
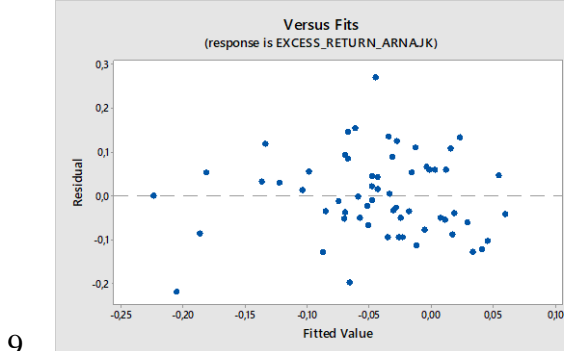
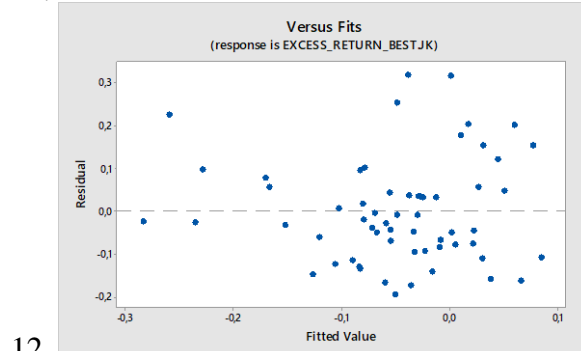
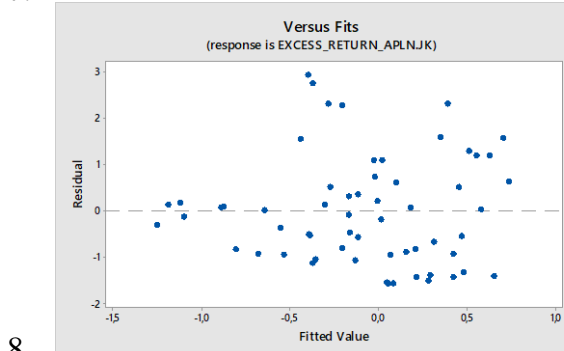
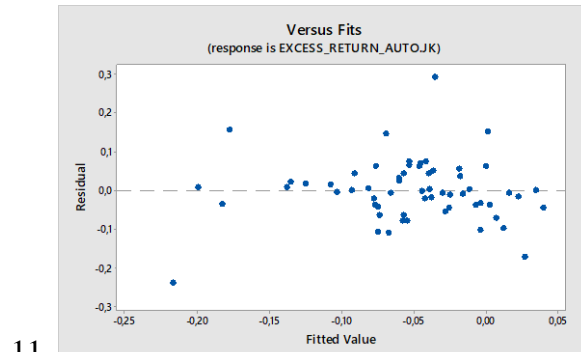
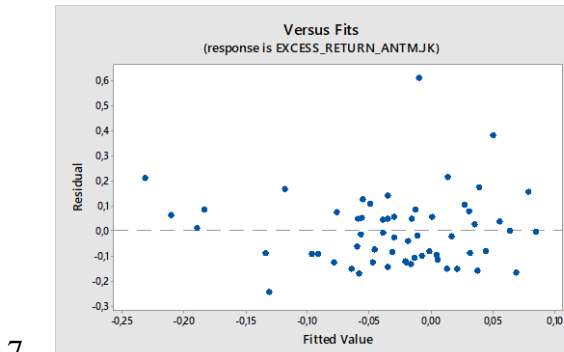


3.

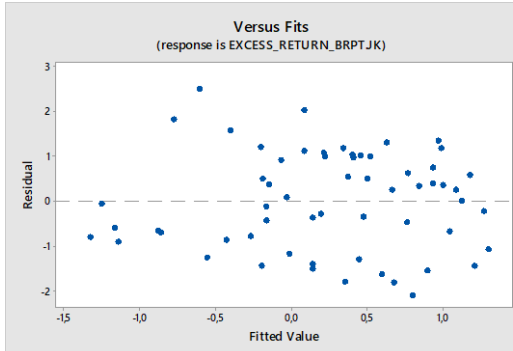


6.

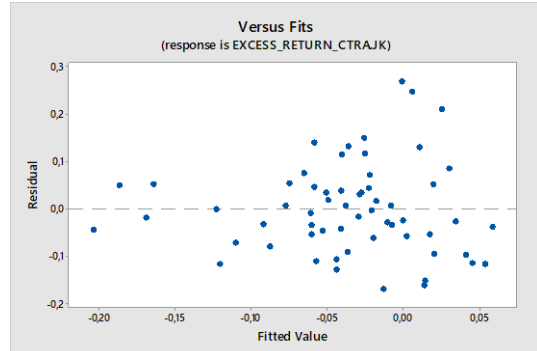




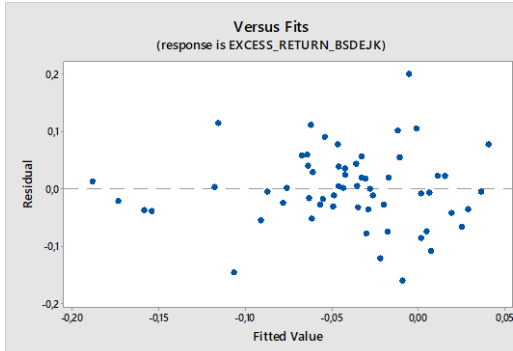
15.



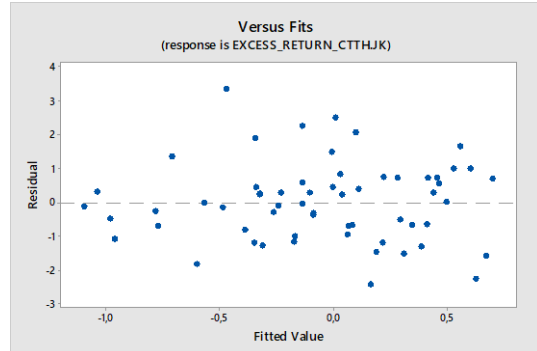
19.



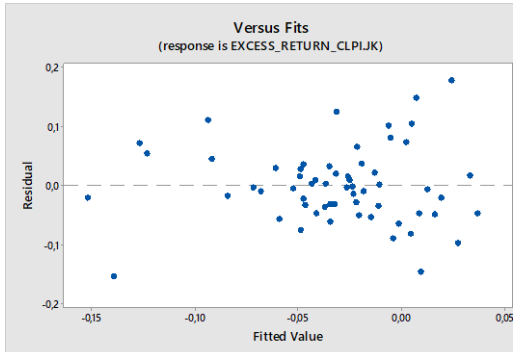
16.



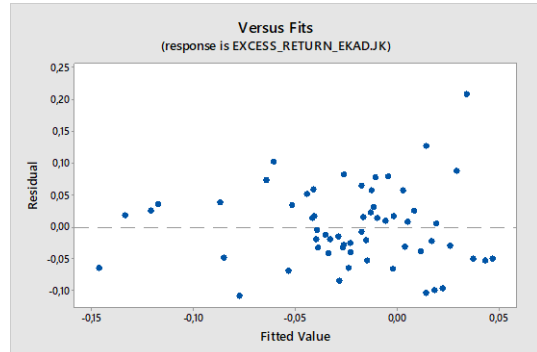
20.



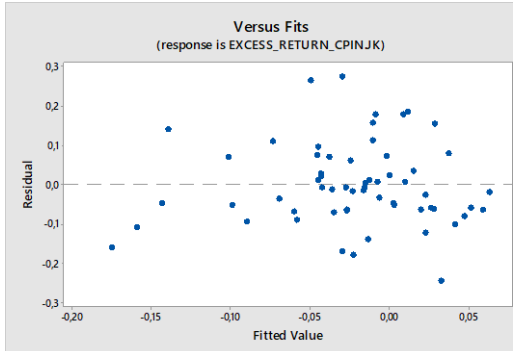
17.



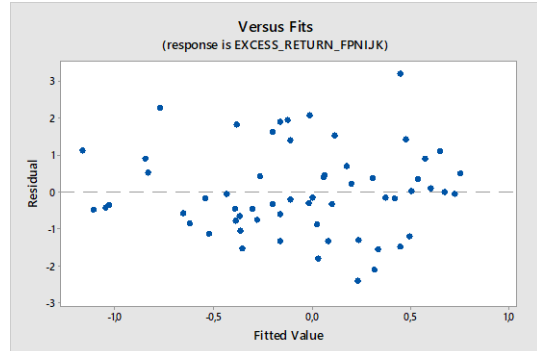
21.

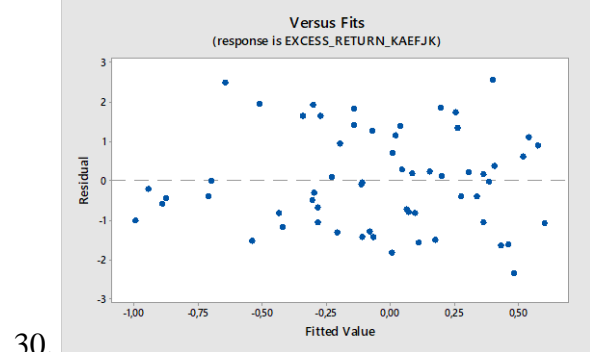
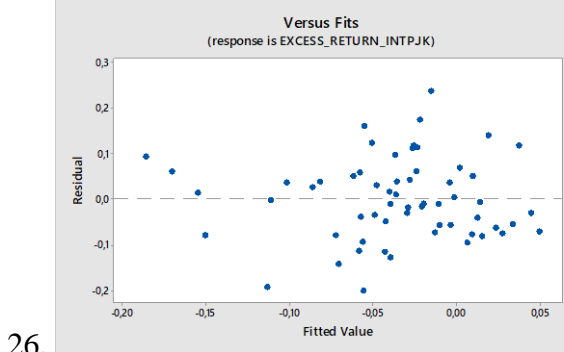
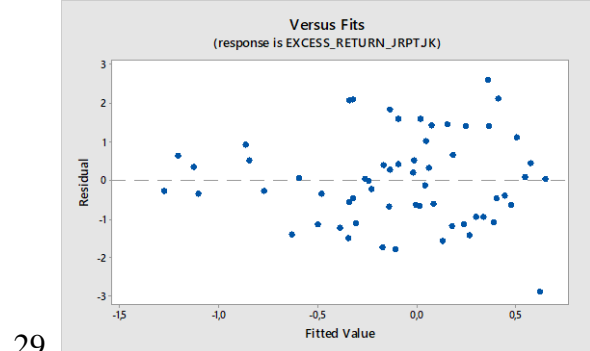
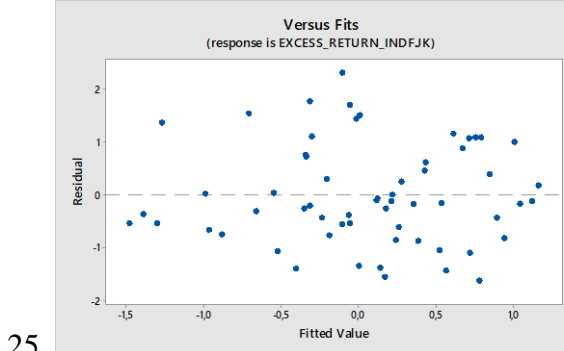
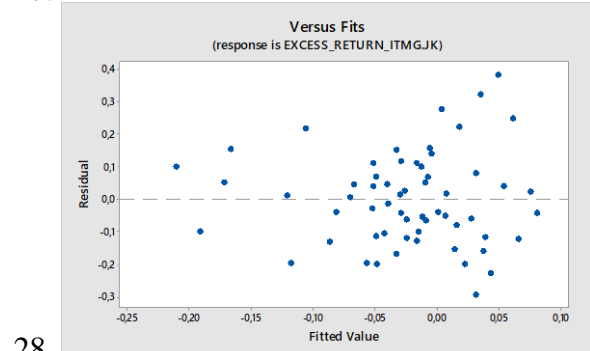
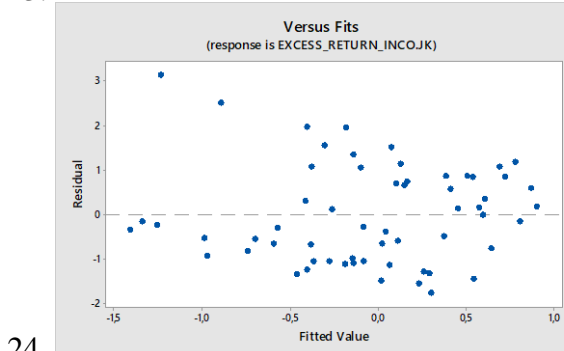
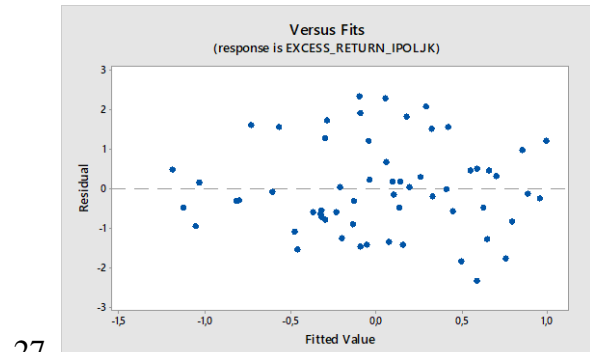
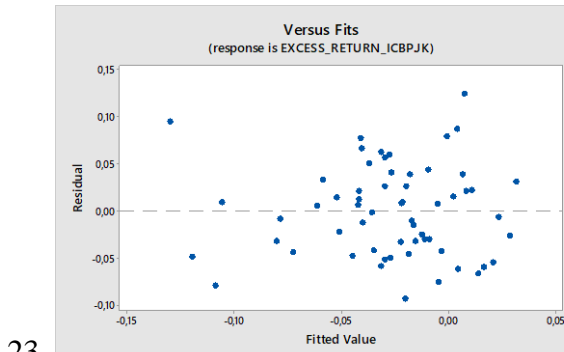


18.

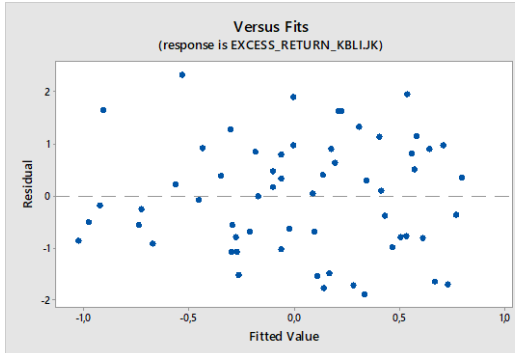


22.

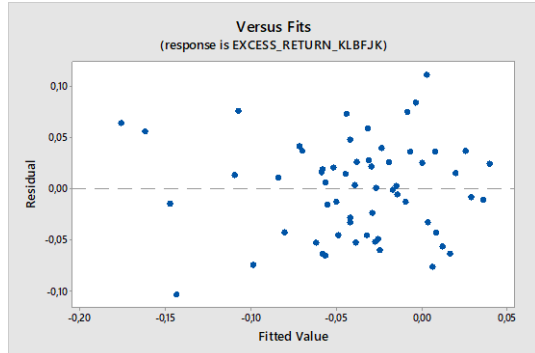




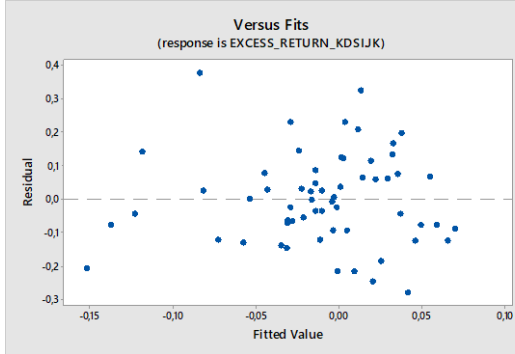
31.



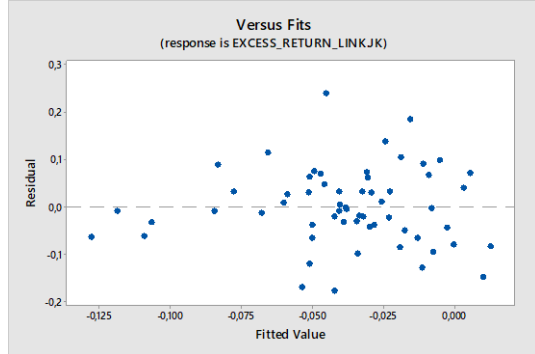
35.



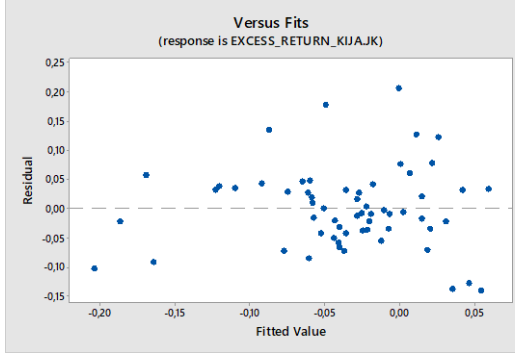
32.



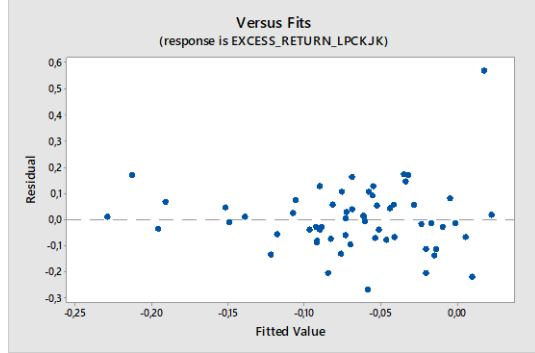
36.



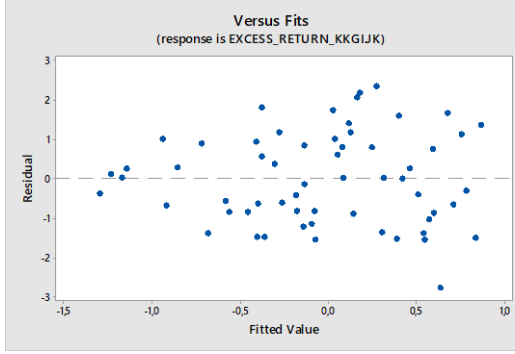
33.



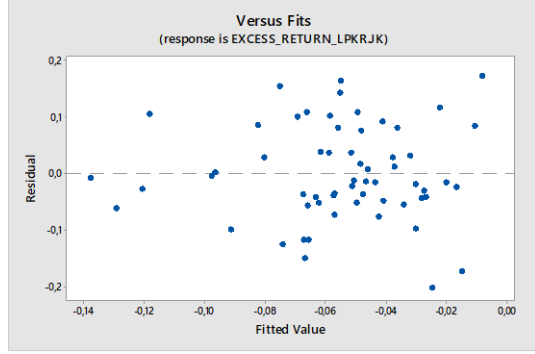
37.

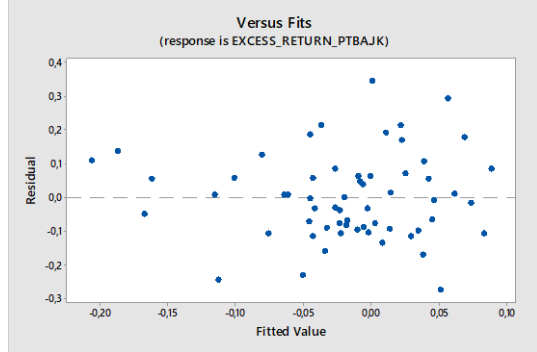
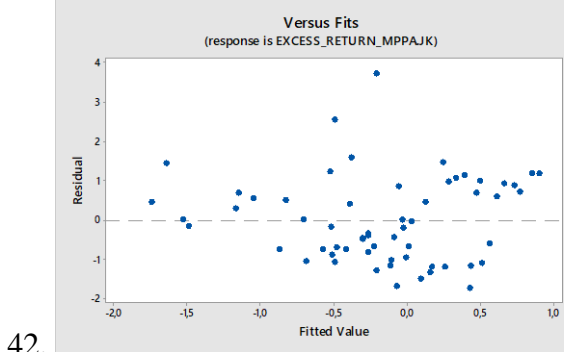
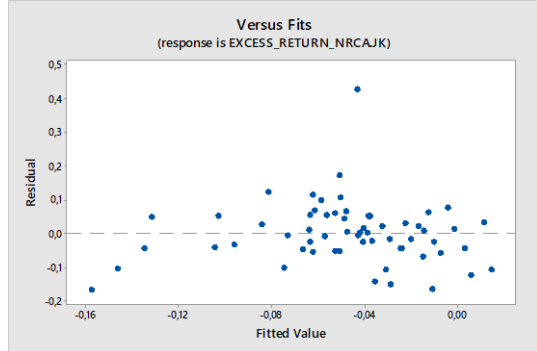
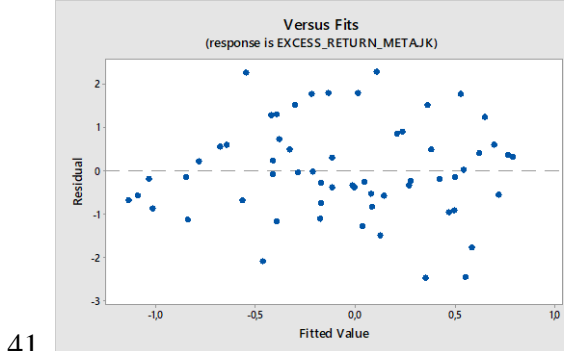
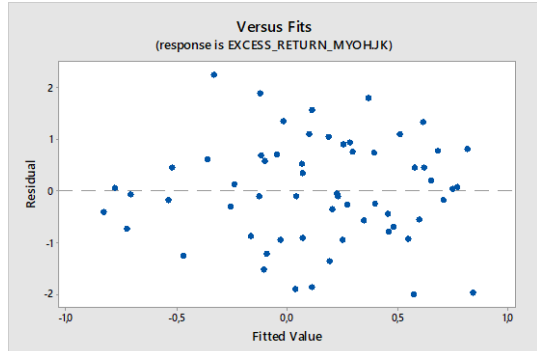
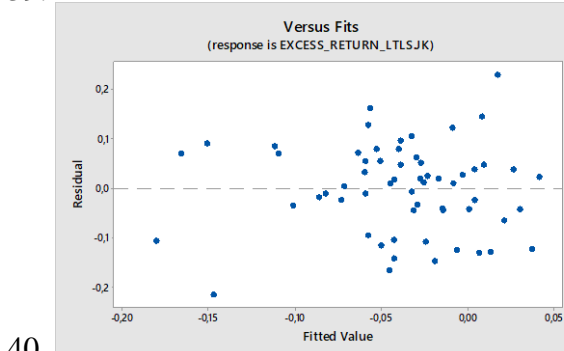
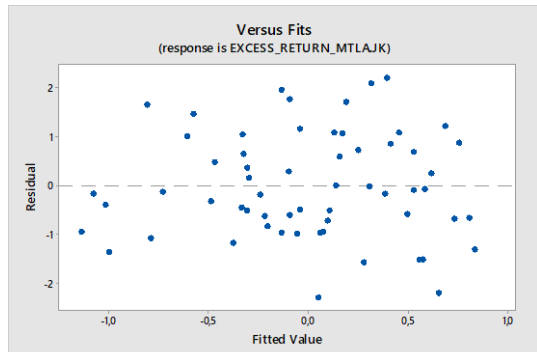
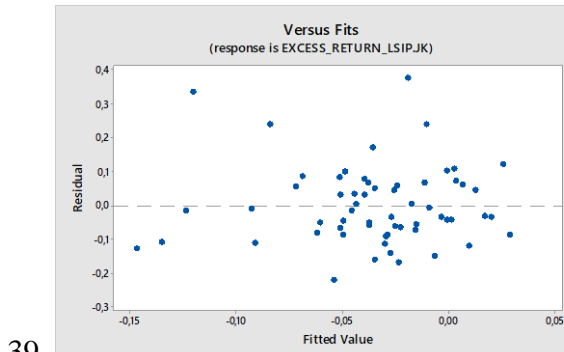


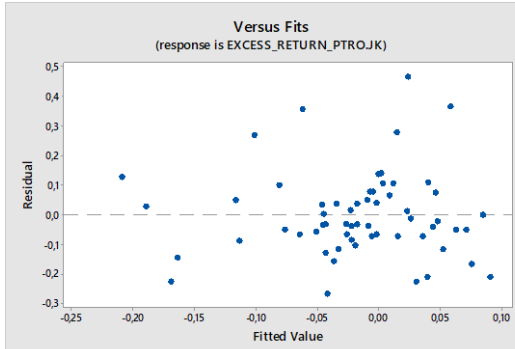
34.



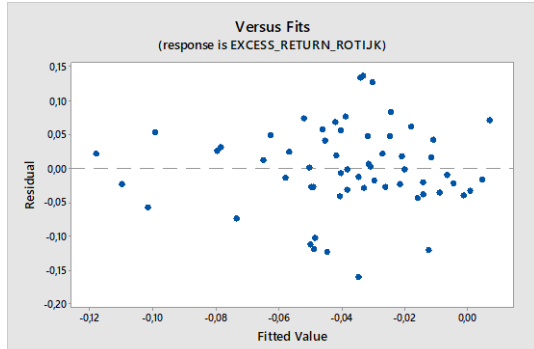
38.



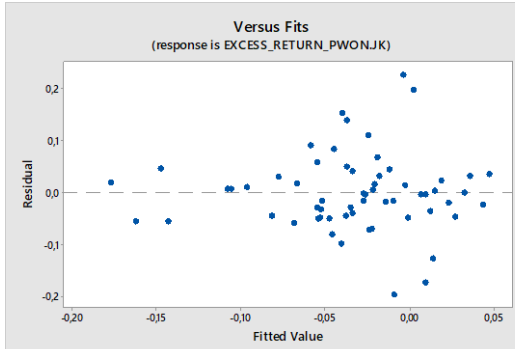




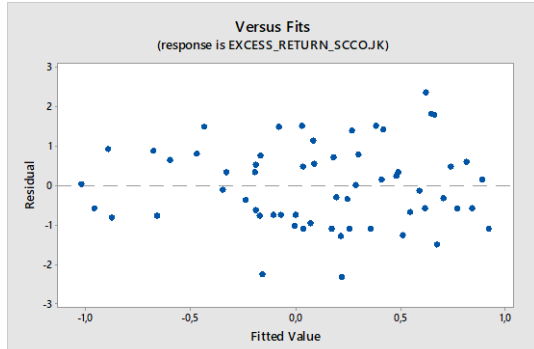
47.



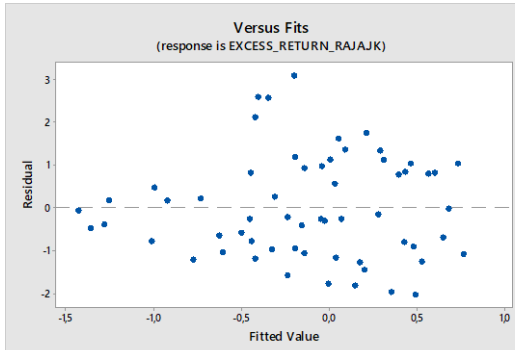
51.



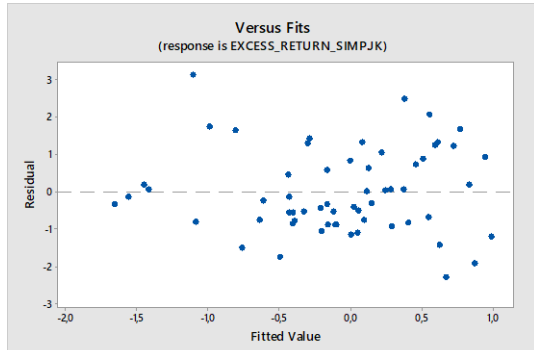
48.



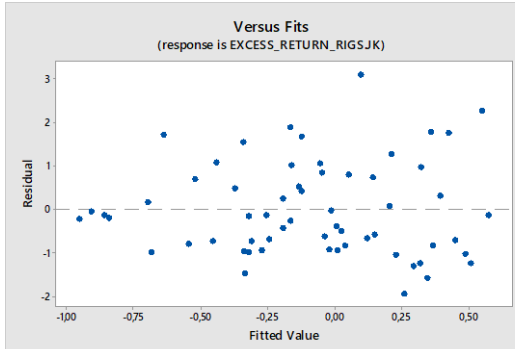
52.



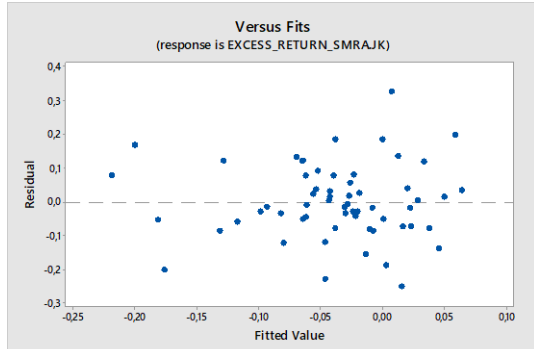
49.



53.

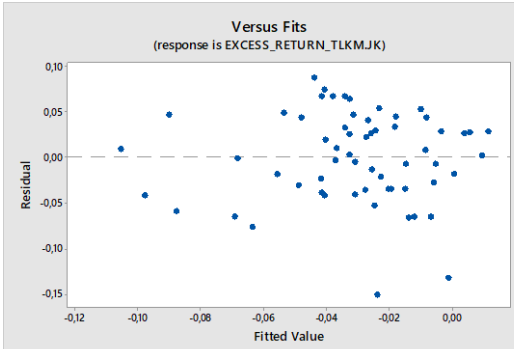


50.

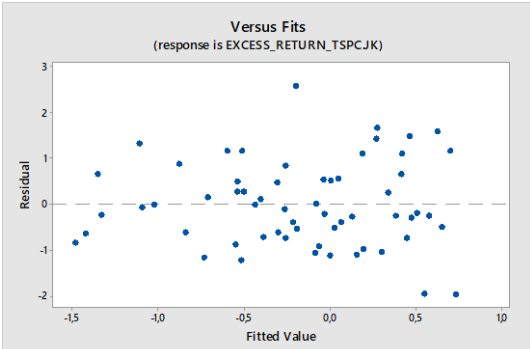


54.

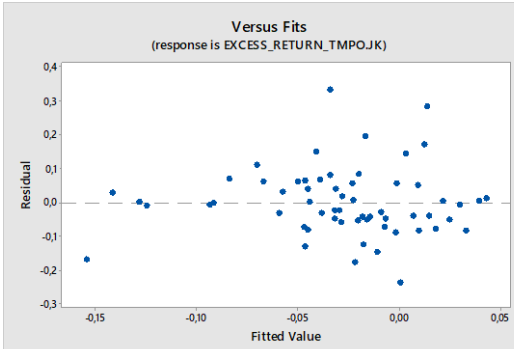
55.



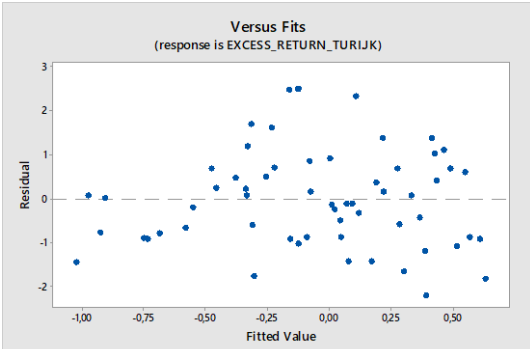
59.



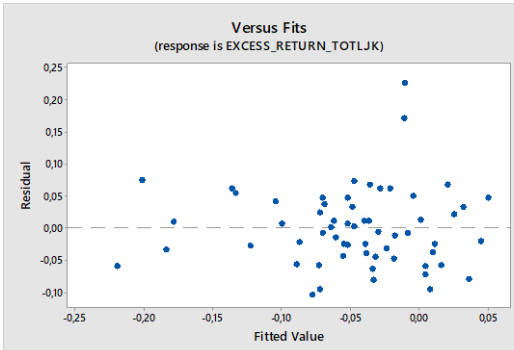
56.



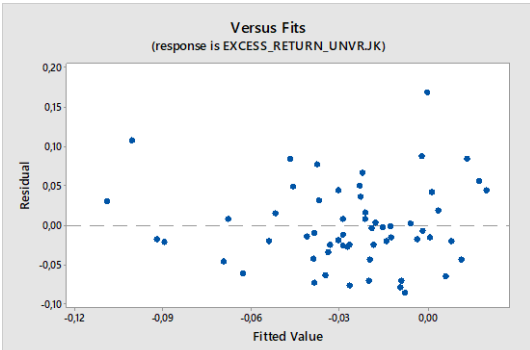
60.



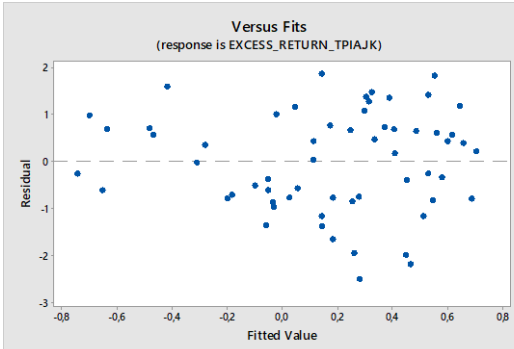
57.



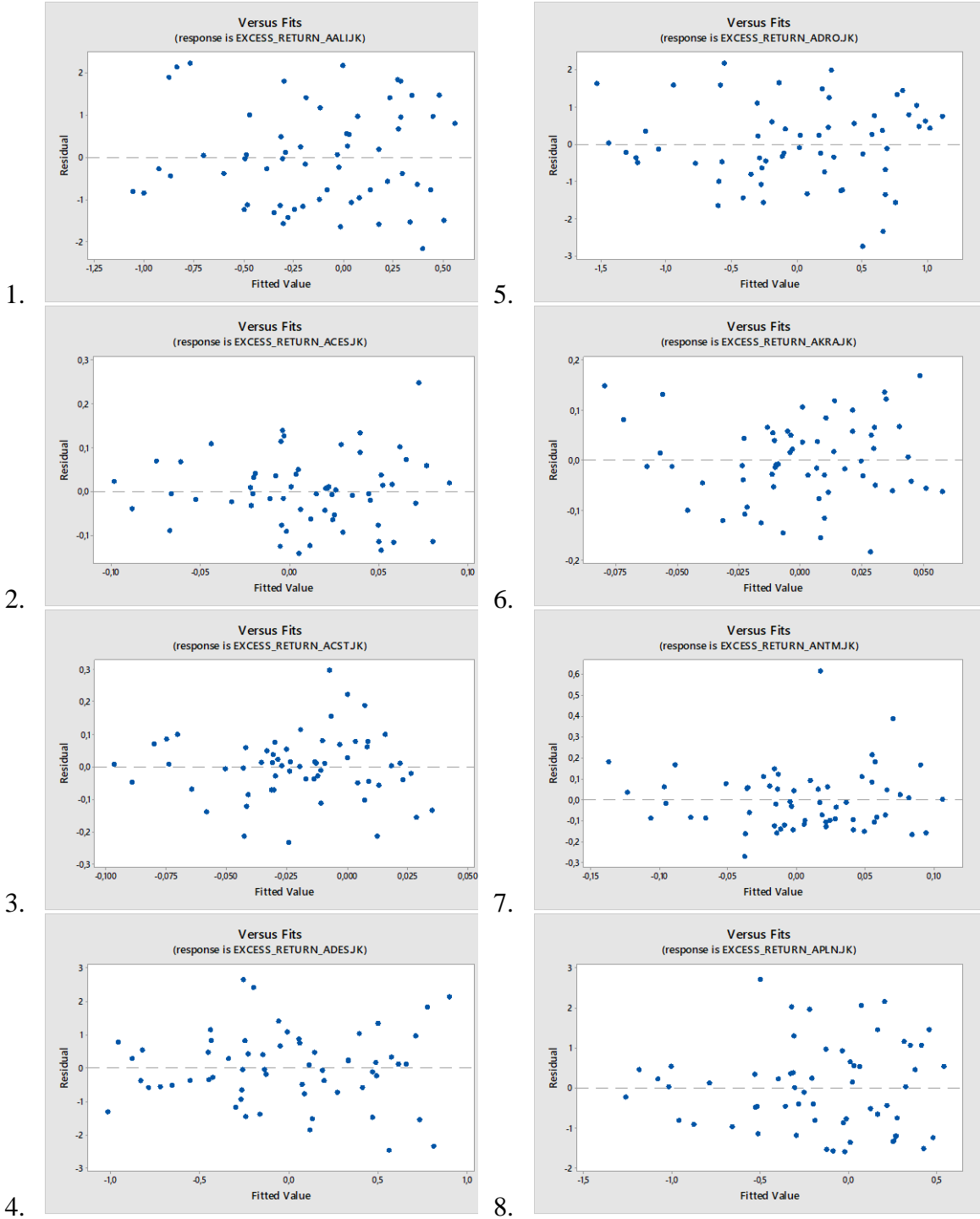
61.

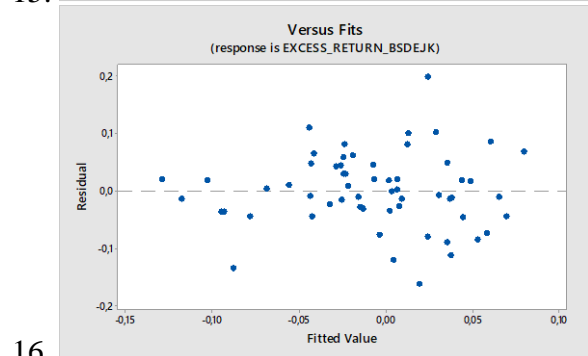
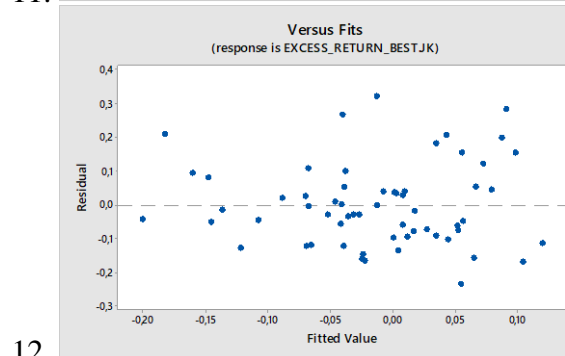
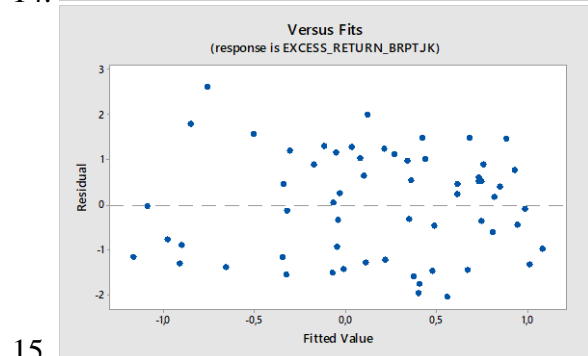
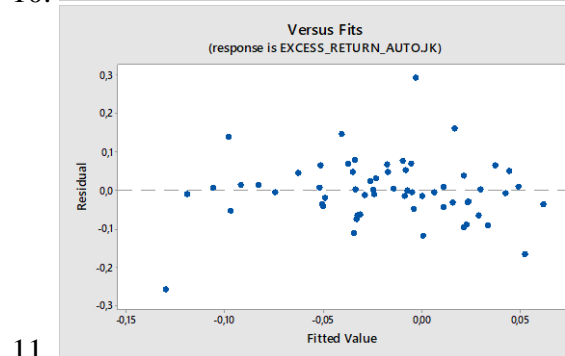
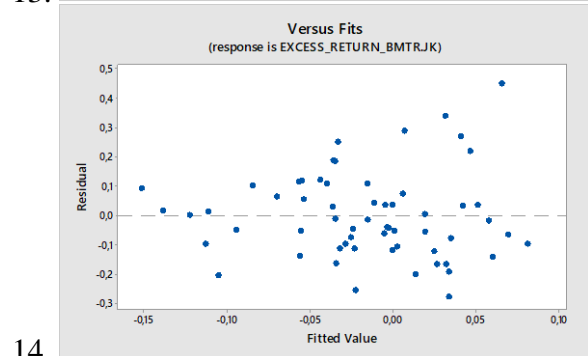
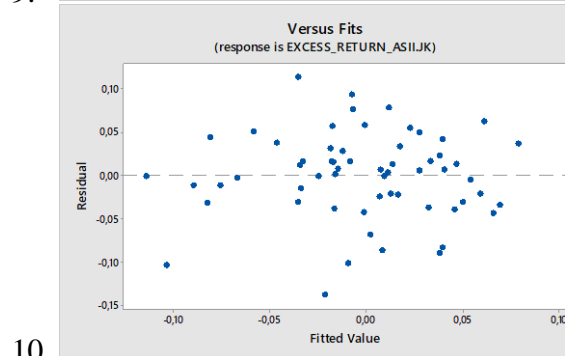
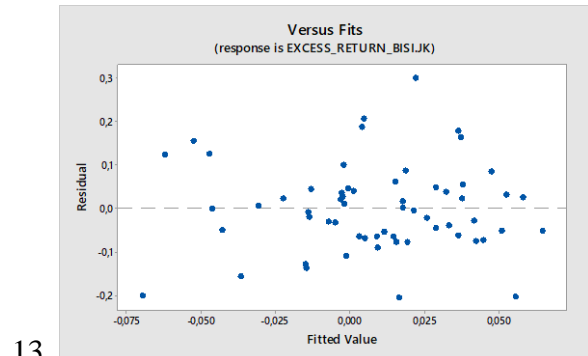
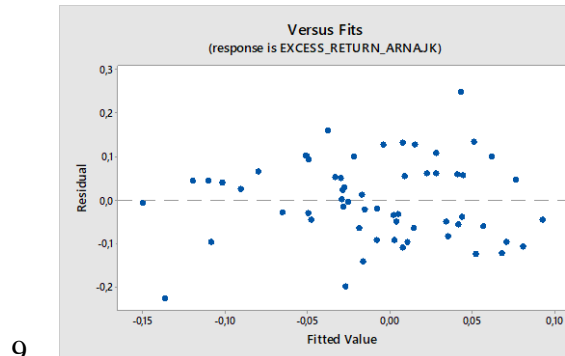


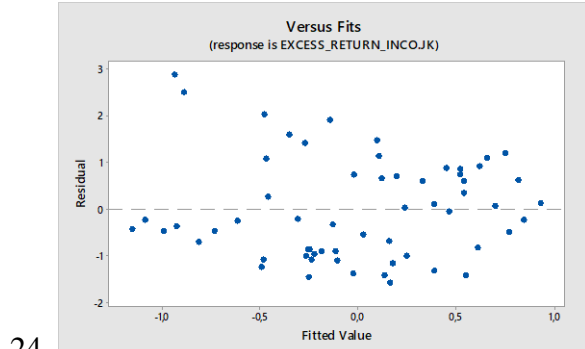
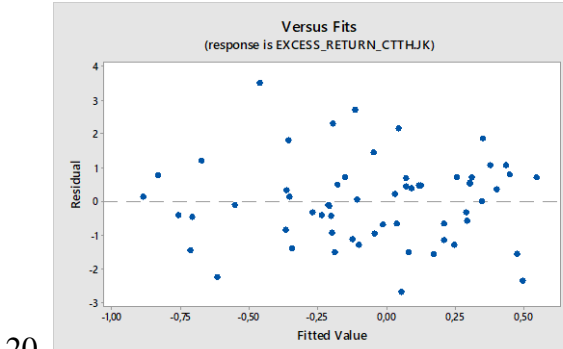
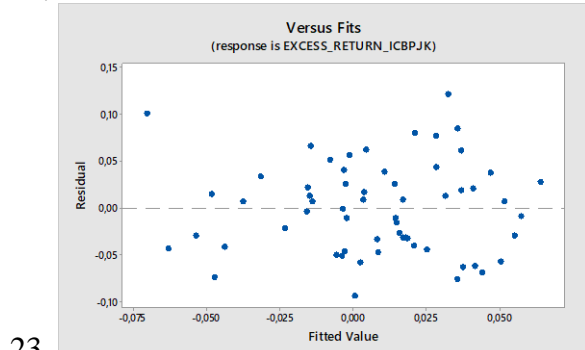
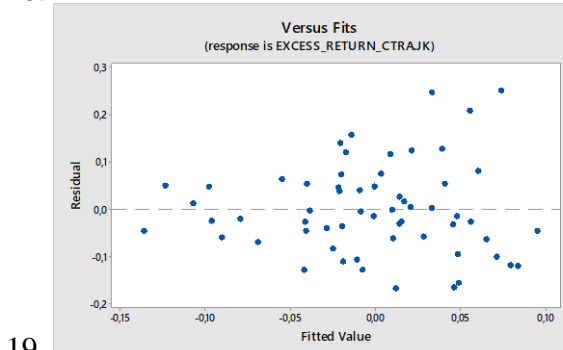
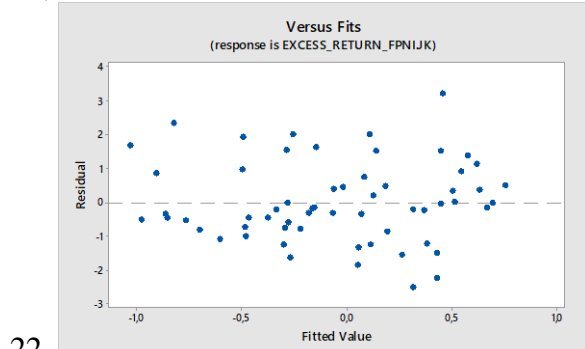
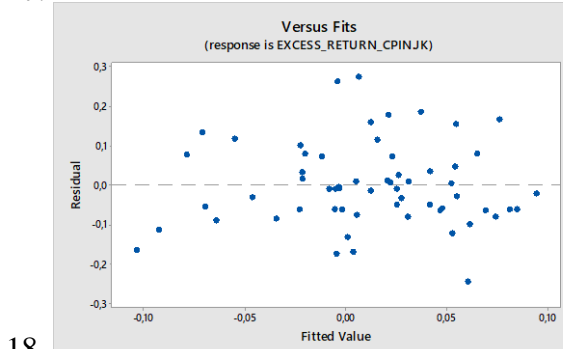
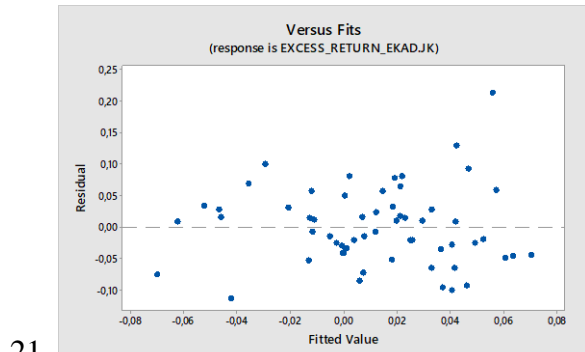
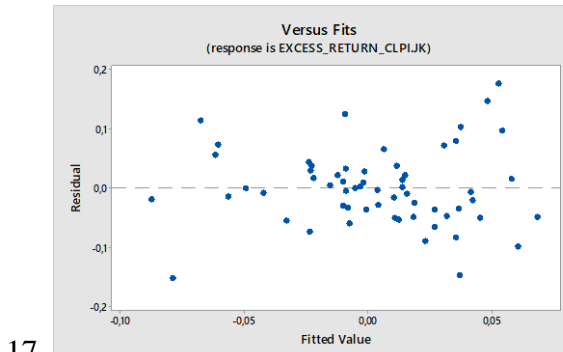
58.

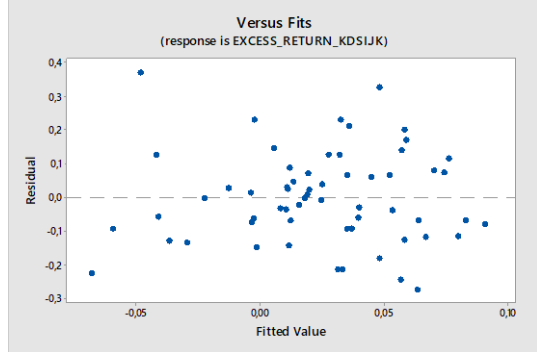
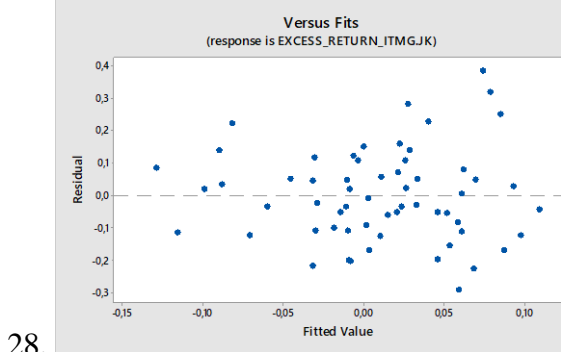
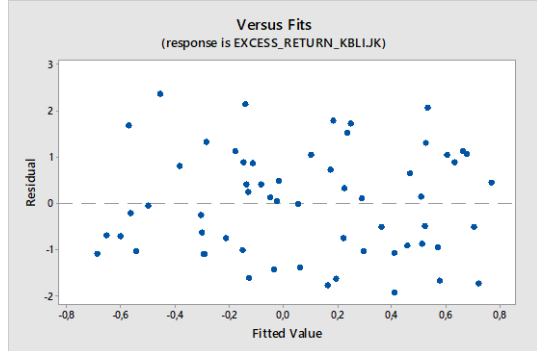
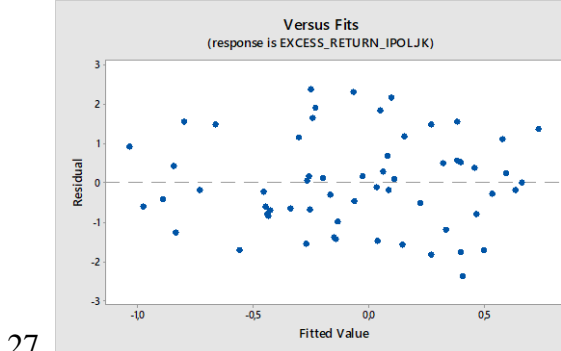
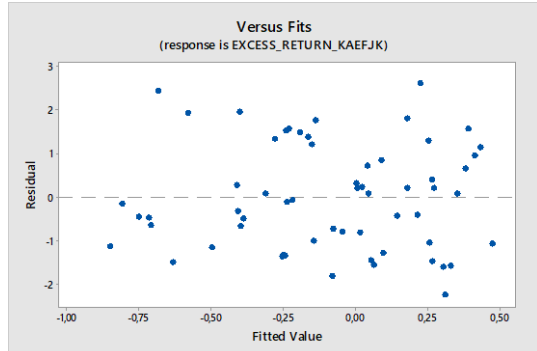
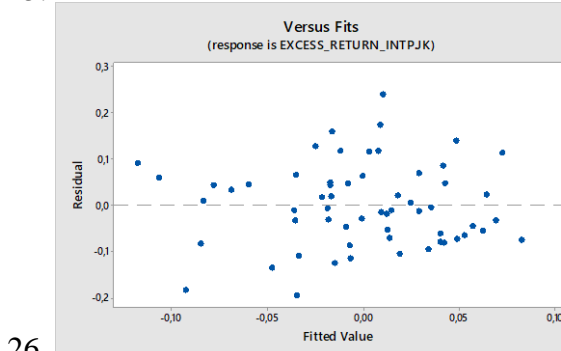
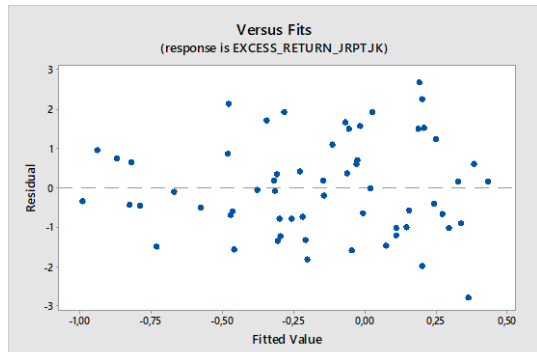
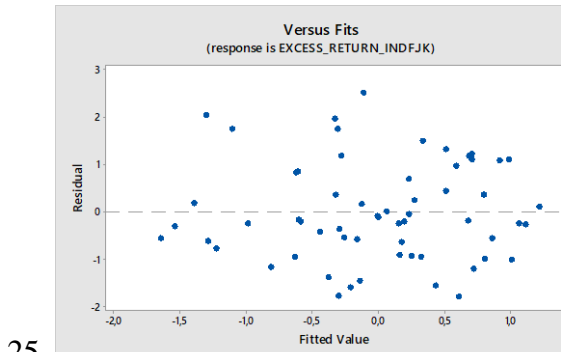


III. SCAPMS

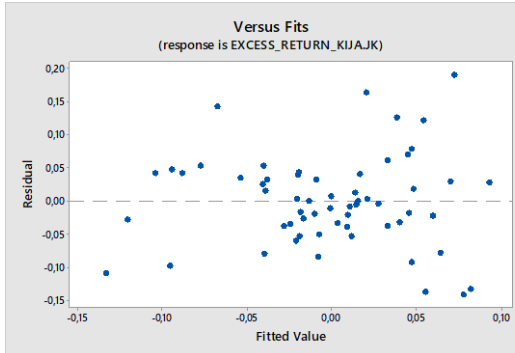




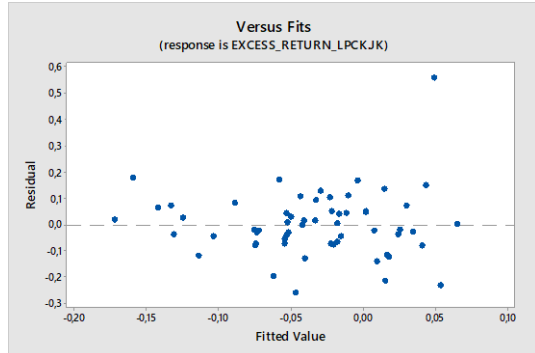




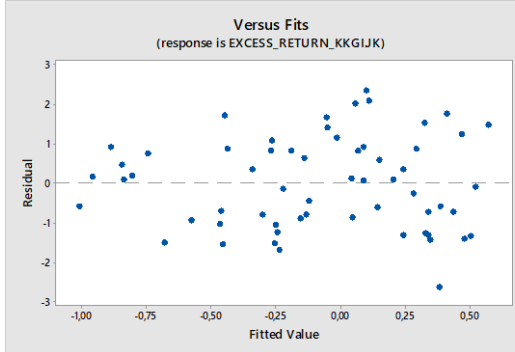
33.



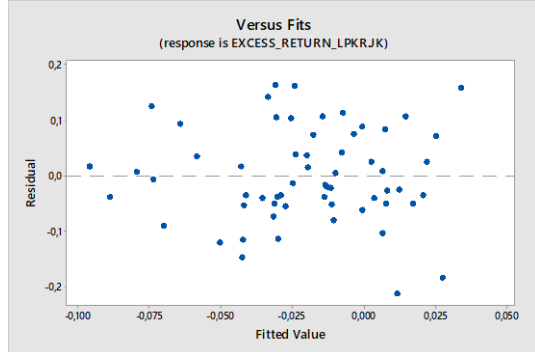
37.



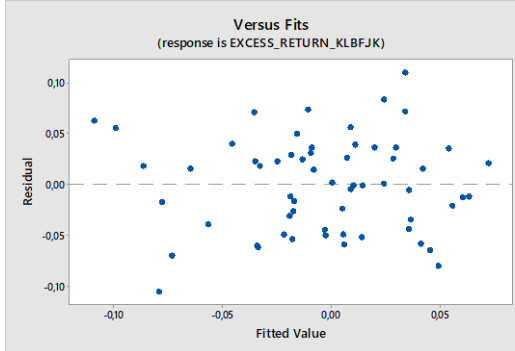
34.



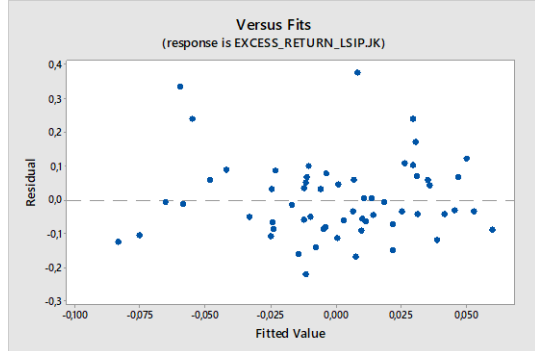
38.



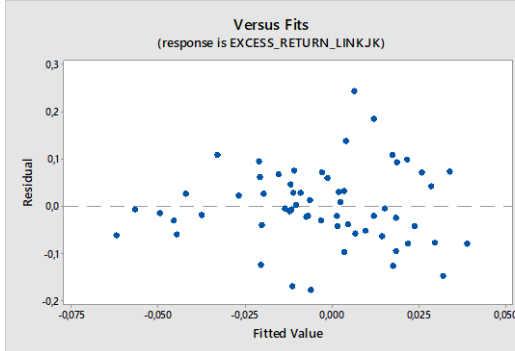
35.



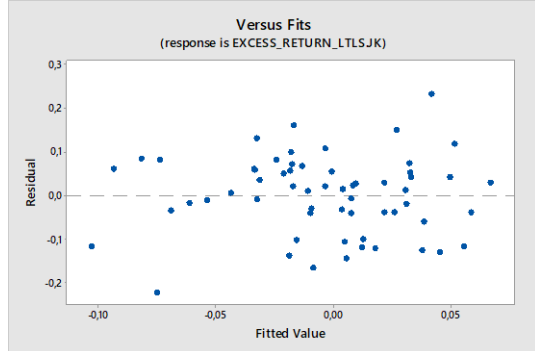
39.

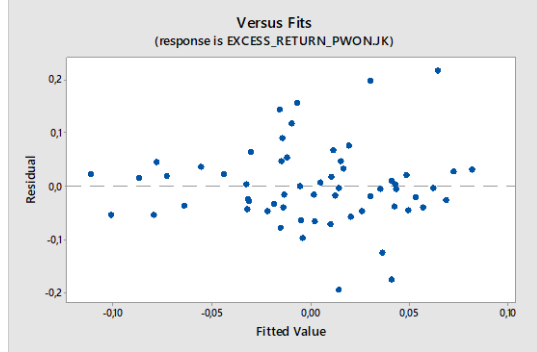
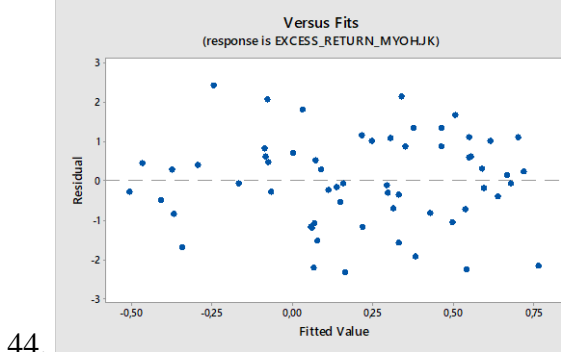
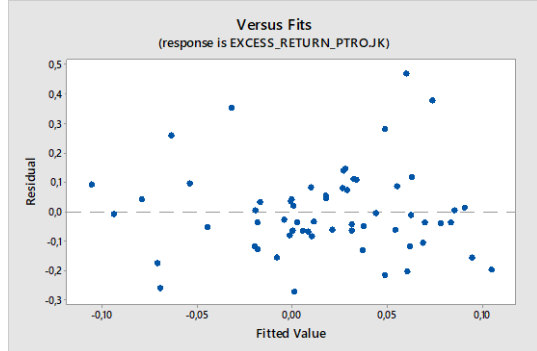
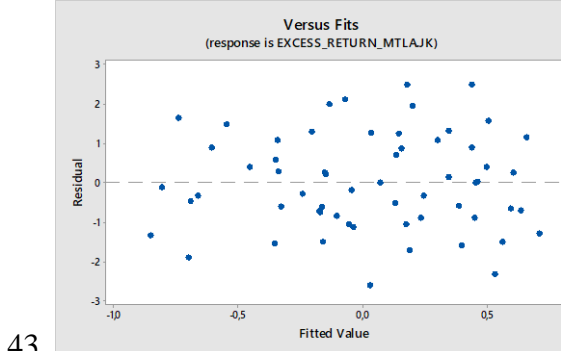
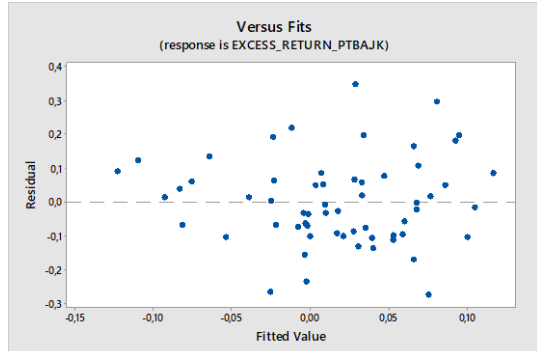
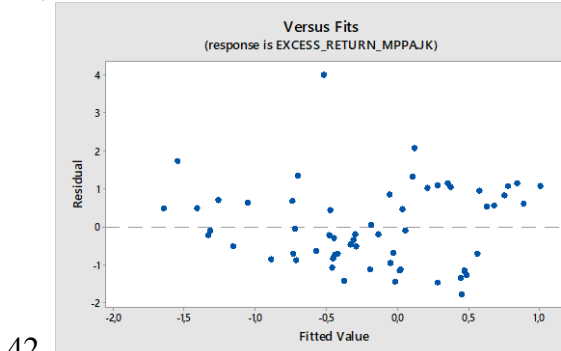
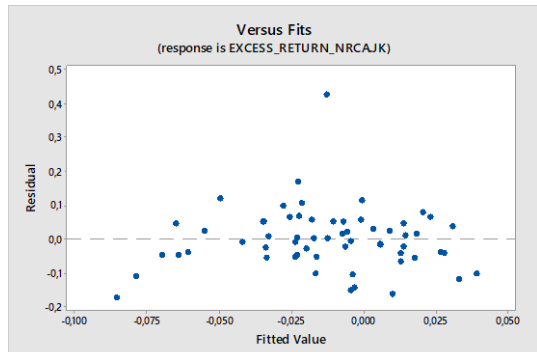
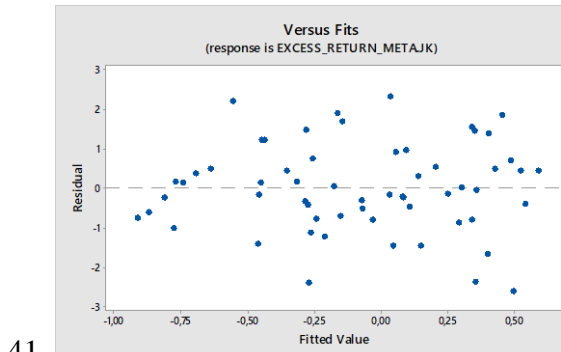


36.

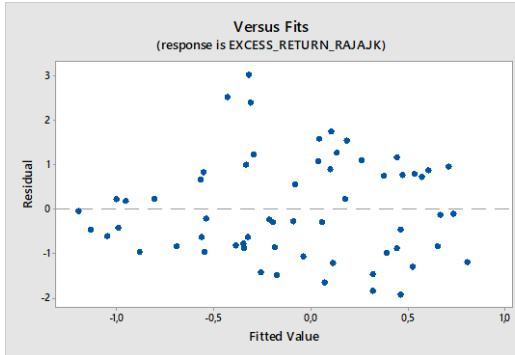


40.

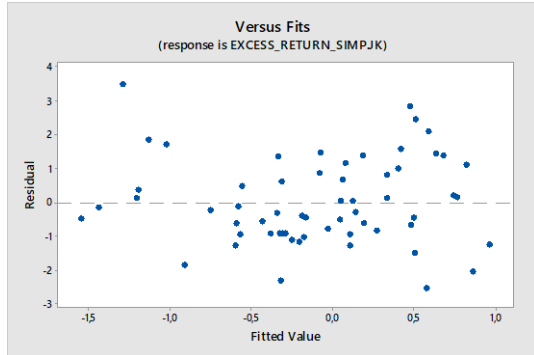




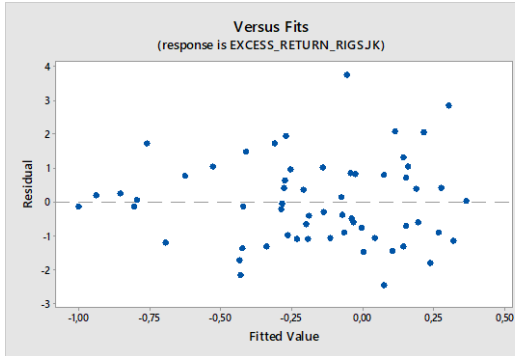
49.



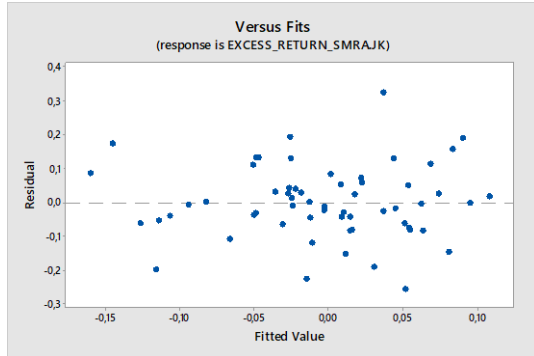
53.



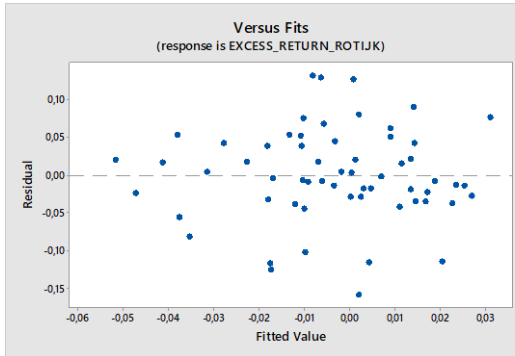
50.



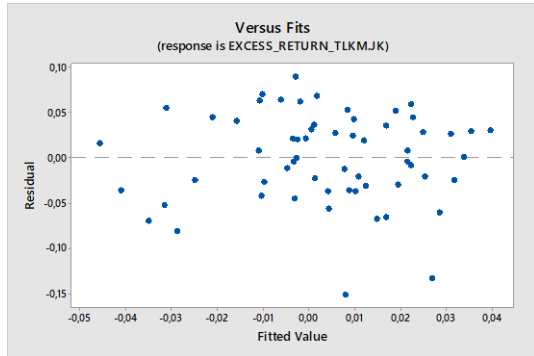
54.



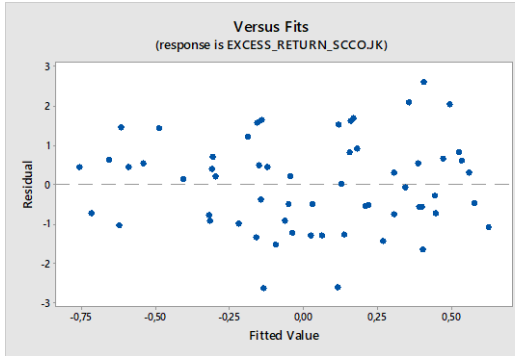
51.



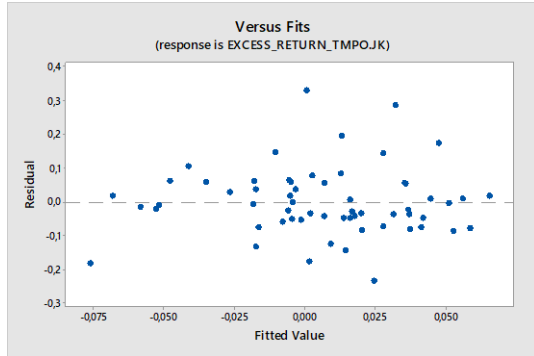
55.

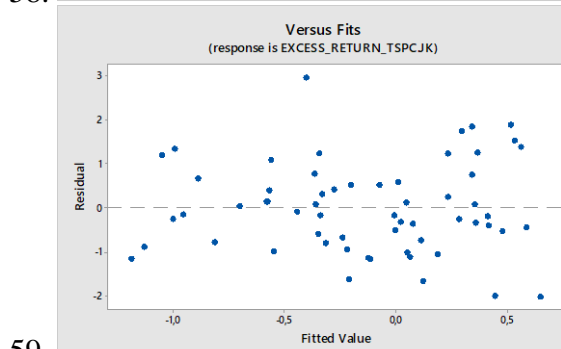
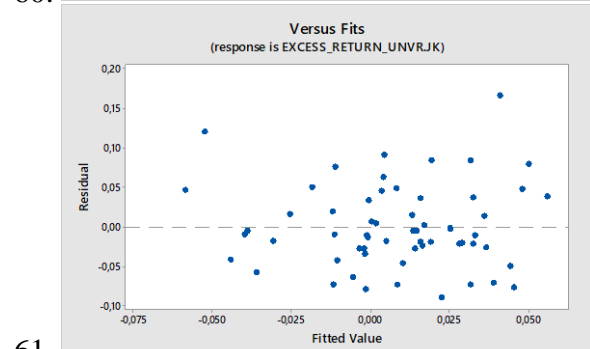
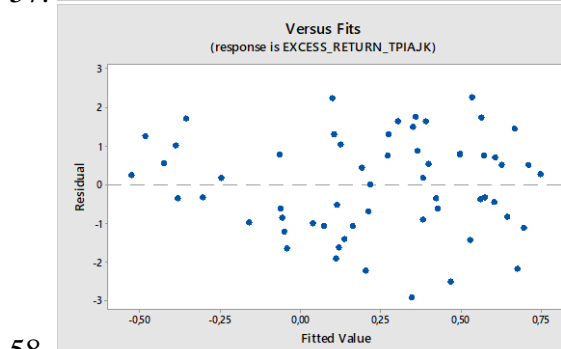
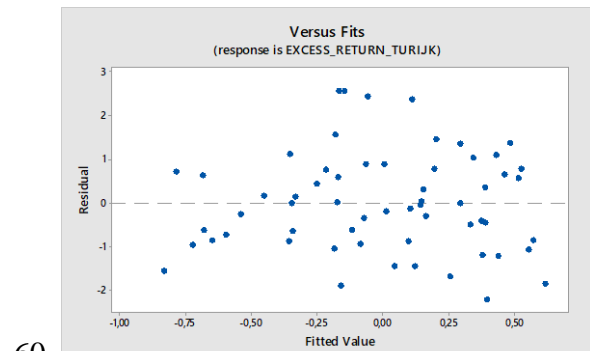
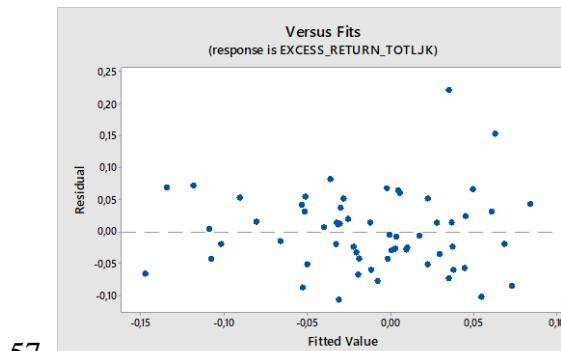


52.



56.





Lampiran 4. Nilai Hasil Uji Autokorelasi Dengan Durbin-Watson *Stastitic* Regresi Antara *Excess Return* Dengan *Market Risk Premium* dari SCAPMZ, SCAPMI, dan SCAPMS

Kode	SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
AAI.JK	2.17914	2.31345	2.17983
ACES.JK	2.27418	2.31345	2.27442
ACST.JK	1.8181	1.85322	1.81829
ADES.JK	2.35137	2.36996	2.36058
ADRO.JK	1.78104	1.78839	1.78072
AKRA.JK	1.92498	1.98802	1.92571
ANTM.JK	1.94259	1.98124	1.94327
APLN.JK	2.14767	2.06946	2.14713
ARNA.JK	2.23134	2.26185	2.23175
ASII.JK	2.09345	2.1093	2.09329

Kode	SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
AUTO.JK	1.95762	2.02065	1.95893
BEST.JK	2.17195	2.18886	2.17306
BISI.JK	1.8341	1.88645	1.83477
BMTR.JK	2.28528	2.269	2.28526
BRPT.JK	1.91189	2.06589	1.91476
BSDE.JK	1.90758	1.91299	1.90706
CLPI.JK	1.83566	1.84272	1.836
CPIN.JK	2.1067	2.11413	2.10718
CTRA.JK	2.08973	2.07645	2.08889
CTTH.JK	2.2545	2.23323	2.25392

Kode	SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
EKAD.JK	2.4177	2.46796	2.41847
FPNI.JK	2.10549	2.11857	2.10541
ICBP.JK	2.12802	2.15296	2.12869
INCO.JK	2.00644	2.04954	2.0062
INDF.JK	2.18002	2.1429	2.18353
INTP.JK	2.43805	2.45189	2.4384
IPOL.JK	1.60052	1.63334	1.60172
ITMG.JK	2.15121	2.16253	2.15225
JRPT.JK	2.31297	2.27094	2.30833
KAEF.JK	1.93278	1.94618	1.94303
KBLI.JK	1.81899	1.8154	1.81816
KDSI.JK	2.11225	2.11277	2.11184
KIJA.JK	1.96473	1.93093	1.96314
KKGI.JK	1.73523	1.7653	1.73577
KLBF.JK	2.15674	2.16256	2.15722
LINK.JK	2.3665	2.35876	2.36631
LPCK.JK	2.20515	2.16464	2.20412
LPKR.JK	1.98073	2.01917	1.9812
LSIP.JK	2.32943	2.33104	2.3295
LTLS.JK	1.76808	1.77934	1.76843
META.JK	1.27516	1.35576	1.27663

Kode	SCAPMZ	SCAPMI	SCAPMS
MPPA.JK	1.95957	1.87278	1.95514
MTLA.JK	2.19777	2.16826	2.1948
MYOH.JK	2.27434	2.29107	2.27857
NRCA.JK	2.49872	2.50088	2.49871
PTBA.JK	1.6795	1.70062	1.68007
PTRO.JK	1.88189	1.95818	1.88464
PWON.JK	2.11498	2.09172	2.11406
RAJA.JK	2.03789	2.03408	2.03784
RIGS.JK	1.95137	2.09728	1.95186
ROTI.JK	2.21366	2.17956	2.21497
SCCO.JK	2.18287	2.10774	2.18785
SIMP.JK	1.71135	1.73454	1.71289
SMRA.JK	2.25873	2.245	2.25751
TLKM.JK	2.19008	2.22478	2.19124
TMPO.JK	1.77765	1.80148	1.77843
TOTL.JK	2.24638	2.26193	2.24676
TPIA.JK	1.88956	1.95548	1.89023
TSPC.JK	1.46905	1.56314	1.47092
TURI.JK	1.7911	1.79265	1.78792
UNVR.JK	2.11968	2.17177	2.12002

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BIODATA PENULIS



Jusuf Lamirada Habibie, Lahir di Surabaya pada tanggal 21 Desember 1997. Penulis telah menempuh pendidikan formal di TK Al-Hikmah Surabaya, SD Muhammadiyah 4 Pucang Surabaya, SMP Negeri 6 Surabaya, dan SMA Negeri 5 Surabaya. Lulus pendidikan SMA pada tahun 2016, penulis melanjutkan studi di Departemen Manajemen Bisnis Institut Teknologi Sepuluh Nopember (ITS). Penulis mengambil konsentrasi manajemen keuangan.

Selama masa kuliah, penulis lebih aktif di luar kampus, yakni mengaplikasikan berbagai ilmu seputar berbisnis yang didapat selama perkuliahan. Namun, penulis tetap berkontribusi di dalam lingkungan kampus dengan turut serta menjadi panitia untuk kegiatan jurusan, fakultas maupun institut. Penulis memiliki pengalaman kerja praktik di Kantor Regional IV Otoritas Jasa Keuangan (KR IV OJK) dalam bidang Industri Keuangan Non Bank (IKNB). Penulis dapat dihubungi melalui Jusufhabibie2112@gmail.com.