

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Kajian Empiris Hasil-hasil Penelitian Terdahulu

Rachmatika (2006), dalam penelitiannya melalui Analisis pengaruh beta saham, *growth opportunities*, *ROA* dan *DER* terhadap *return* saham (Studi komparatif pada perusahaan di BEJ yang masuk LQ-45 tahun 2001-2004 periode bullish dan bearish). Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel beta saham, *ROA* dan *DER* mempunyai pengaruh yang positif dan secara parsial signifikan terhadap *return* saham sedangkan variabel *growth opportunities* tidak signifikan terhadap *return* saham.

Utomo (2007), Analisis pengaruh beta dan varian *return* saham terhadap *return* saham (Studi pada perusahaan LQ-45 di BEJ periode bulan januari-desember tahun 2005). Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel beta saham dan varian *return* saham secara parsial signifikan terhadap *return* saham.

Nur (2009), Analisis pengaruh harga saham, volume perdagangan dan varian *return* saham terhadap *bid ask spread* pada masa sebelum dan sesudah *stock split* (Studi kasus pada perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI periode 2003-2009). Hasil penelitian menunjukkan bahwa harga saham berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan, volume perdagangan berpengaruh negatif dan signifikan, Sedangkan varian *return* berpengaruh negatif dan

signifikan terhadap *bid ask spread* pada masa sebelum dan sesudah *stock split*.

Prihantini (2009), Analisis pengaruh ROA, EPS, NPM, DER dan PBV terhadap return saham (Studi kasus pada perusahaan real estate and property yang terdaftar di BEI periode 2007-2009). Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel inflasi, nilai tukar dan DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham. Sedangkan ROA dan CR berpengaruh positif terhadap return saham.

Sugiarto (2011), Analisa pengaruh beta, *size* perusahaan, *DER* dan *PBV* ratio terhadap return saham (Studi pada perusahaan indeks papan utama (*Main Board Exchange*) dan Indeks papan mengambang *Development Board Exchange* di BEI periode (2003-2005). Dari perhitungan analisis regresi menunjukkan bahwa 3 variabel independen yaitu Aset, rasio DER dan rasio PBV berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu return saham, yaitu dengan tingkat signifikansi masing-masing 0,031; 0,018 dan 0,047. Sedangkan variabel beta saham, meskipun memiliki pengaruh positif terhadap return saham, akan tetapi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel return saham, hal ini dikarenakan nilai Sig t variabel beta yakni sebesar $0,813 >$ tingkat signifikansi sebesar 0,05.

Vanny (2011), Menguji pengaruh beta saham terhadap *return* saham dengan unconditional dan conditional approach (Studi pada perusahaan yang terdaftar dalam kelompok LQ-45 di BEI periode Januari 2008-Desember 2010). Berdasarkan uji parsial untuk Unconditional Approach menunjukkan

bahwa pengaruh beta terhadap return adalah positif namun tidak signifikan. Sedangkan untuk Conditional Approach, didapat hasil pengaruh positif signifikan hanya terjadi saat risk premium positif, tetapi saat risk premium negatif, didapat hasil yang juga positif namun tidak signifikan.

Amelia (2012), Analisis pengaruh ROA, EPS, NPM, DER dan PBV terhadap return saham (Studi kasus pada perusahaan real estate and property yang terdaftar di BEI periode 2007-2009). Hasil analisis penelitian tidak ditemukan variabel yang menyimpang dari asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa variabel DER dan PBV secara parsial signifikan berpengaruh terhadap *return* saham perusahaan real estate dan property di BEI periode 2007-2009 pada level of signifikansi kurang dari 5% (masing-masing sebesar 2,3% dan 2,0%). Sedangkan secara bersama-sama terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* saham real estate dan property di BEI pada level kurang dari 5% (2,9%).

Ayu (2012), Analisis pengaruh ROA, NPM, EPS dan PER terhadap return saham (Studi kasus pada perusahaan manufaktur sektor food and beverage periode 2007-2010). Hasil analisis penelitian menunjukkan bahwa adanya peningkatan *return* saham dalam perusahaan. Untuk variabel ROA tidak mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham sedangkan NPM terdapat positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham dan EPS, PER mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Mey (2012), pengaruh EPS, DER, PBV, ROA, ROE terhadap return saham (Studi kasus pada perusahaan farmasi Tbk yang terdaftar di BEI). Hasil analisis penelitian menunjukkan bahwa variabel EPS, DER, PBV, ROA, ROE secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham sedangkan secara parsial hanya variabel ROA yang mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

Berdasarkan pada penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, penelitian ini mempunyai kesamaan dengan penelitian sebelumnya, yaitu sama-sama meneliti beta dan varian terhadap return saham. Adapun perbedaan penelitian ini dengan peneliti sebelumnya adalah terletak pada objek, periode dan penambahan variabel dependent yaitu ROA dan DER. Peneliti memilih rasio ROA karena ingin melihat seberapa efektif perusahaan dalam menggunakan keseluruhan operasi perusahaan dalam menghasilkan *return*. Sedangkan DER digunakan untuk melihat sejauh mana perusahaan dapat menanggung kerugian tanpa harus merugikan kreditor dengan pemilik perusahaan atau investor (Kasmir, 2010).

Tabel 2.1

Persamaan dan Perbedaan peneliti terdahulu dengan peneliti yang sekarang

No	Nama	Judul	Alat Analisis	Hasil
1	Dian Rachmatika (2006)	Analisis pengaruh beta saham, <i>growth opportunities</i> , <i>ROA</i> dan <i>DER</i> terhadap <i>return</i> saham (Studi komparatif pada perusahaan di BEJ yang masuk LQ-45 tahun 2001-2004 periode bullish dan bearish)	beta saham, <i>growth opportunities</i> , <i>ROA</i> dan <i>DER</i> LQ-45 melalui pendekatan single index model	Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel beta saham mempunyai pengaruh negatif akan tetapi signifikan, <i>ROA</i> dan <i>DER</i> berpengaruh positif dan secara parsial signifikan terhadap <i>return</i> perusahaan di BEJ yang masuk LQ-45 tahun 2001-2004 pada level signifikansi kurang dari 5%, sedangkan <i>growth opportunities</i> berpengaruh positif akan tetapi tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham.
2	Welly Utomo (2007)	Analisis pengaruh beta dan varian <i>return</i> saham terhadap <i>return</i> saham (Studi pada perusahaan LQ-45 di BEJ periode bulan januari-desember tahun 2005)	beta dan varian <i>return</i> saham menggunakan pendekatan single index model	Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel beta saham dan varian <i>return</i> mempunyai pengaruh positif dan secara parsial signifikan terhadap <i>return</i> saham
3	Agung Nur Isra Ciptaningsih (2010)	Analisis pengaruh harga saham, volume perdagangan dan varian <i>return</i> saham terhadap <i>bid ask spread</i> pada masa sebelum dan sesudah <i>stock</i>	harga saham, volume perdagangan dan varian <i>return</i> saham terhadap <i>bid ask spread</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa harga saham berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan, volume perdagangan berpengaruh negatif dan signifikan, Sedangkan varian <i>return</i> berpengaruh

		<i>split</i> (Studi kasus pada perusahaan manufaktur yang <i>listing</i> di BEI periode 2003-2009).		negatif dan signifikan terhadap <i>bid ask spread</i> .
4	Ratna Prihantini (2009)	Analisis pengaruh inflasi, nilai tukar, ROA, DER dan CR terhadap return saham (Studi kasus saham industri real estate and property yang terdaftar di BEI periode 2003-2006)	inflasi, nilai tukar, ROA, DER dan CR terhadap return saham	Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel inflasi, nilai tukar dan DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham. Sedangkan ROA dan CR berpengaruh positif terhadap return saham.
5	Agung Sugiarto (2011)	Analisa pengaruh beta, <i>size</i> perusahaan, <i>DER</i> dan <i>PBV</i> ratio terhadap return saham (Studi pada perusahaan indeks papan utama (<i>Main Board Exchange</i>) dan Indeks papan mengambang <i>Development Board Exchange</i> di BEI periode (2003-2005).	beta, <i>size</i> perusahaan, <i>DER</i> dan <i>PBV</i> ratio	Hasil perhitungan analisis regresi menunjukkan bahwa 3 variabel <i>independen</i> yaitu <i>size</i> berpengaruh positif, <i>DER</i> berpengaruh negatif, <i>PBV</i> berpengaruh positif dan semuanya signifikan terhadap variabel dependen yaitu <i>return</i> saham. Sedangkan variabel <i>Beta</i> saham memiliki pengaruh positif terhadap <i>return</i> saham akan tetapi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel <i>return</i> saham.
6	DioVanny (2011)	Menguji pengaruh beta saham terhadap return saham dengan unconditional dan	Beta, return, pendekatan Unconditional dan Conditional	Hasil uji secara parsial (uji t) untuk Unconditional Approach, menunjukkan bahwa

		conditional approach (studi pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI periode Januari 2008-Desember 2010)	approach	pengaruh beta terhadap return adalah positif namun tidak signifikan. Sedangkan untuk Conditional Approach, didapat hasil pengaruh positif signifikan hanya terjadi saat risk premium positif, tetapi saat risk premium negatif, didapat hasil yang juga positif namun tidak signifikan.
7	Anggun Amelia Bahar Putri (2012)	Analisis pengaruh ROA, EPS, NPM, DER dan PBV terhadap return saham (Studi kasus pada perusahaan real estate and property yang terdaftar di BEI periode 2007-2009)	ROA, EPS, NPM, DER dan PBV	Hasil analisis penelitian tidak ditemukan variabel yang menyimpang dari asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa variabel DER dan PBV berpengaruh positif dan secara parsial signifikan berpengaruh terhadap <i>return</i> saham perusahaan real estate dan property di BEI periode 2007-2009 pada level of signifikansi kurang dari 5% (masing-masing sebesar 2,3% dan 2,0%) dan secara bersama-sama terbukti signifikan.
8	Dyah Ayu Savitri (2012)	Analisis pengaruh ROA, NPM, EPS dan PER terhadap return saham (Studi kasus pada perusahaan manufaktur sektor food and beverage periode	ROA, NPM, EPS dan PER terhadap return saham.	Hasil analisis penelitian menunjukkan bahwa adanya peningkatan <i>return</i> saham dalam perusahaan. Untuk variabel ROA tidak mempunyai pengaruh positif dan tidak

		2007-2010).		signifikan terhadap <i>return</i> saham sedangkan NPM terdapat positif dan tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham dan EPS, PER mempunyai pengaruh yang positif signifikan terhadap <i>return</i> saham.
9	Susan Mey Indarwati (2012)	Pengaruh EPS, DER, PBV, ROA, ROE terhadap <i>return</i> saham (Studi kasus pada perusahaan farmasi tbk yang terdaftar di BEI).	EPS, DER, PBV, ROA, ROE terhadap <i>return</i> saham	Hasil analisis penelitian menunjukkan bahwa variabel EPS negatif, DER positif, PBV positif, ROA positif, ROE positif akan tetapi secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham. sedangkan secara parsial hanya variabel ROA yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap <i>return</i> saham.
10	Fendi Aprilia (2013)	Analisis pengaruh beta, varian, ROA dan DER terhadap <i>return</i> saham (Studi pada perusahaan Jakarta Islamic Indeks yang listing di BEI periode 2010-2012)	Beta, varian, ROA dan DER	Dari hasil analisis menunjukkan bahwa secara simultan variabel beta, varian, <i>Return On Asset</i> (ROA), dan <i>Debt Equity to Ratio</i> (DER) berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham dengan signifikansi pada tingkat 0,000 pada taraf 5% maka ($0,000 < 0,05$). Sedangkan secara parsial variabel <i>Return On Asset</i> (ROA) dan <i>Debt to</i>

				<p><i>Equity Ratio</i> (DER) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap <i>return</i> saham dengan nilai signifikansi sebesar 0,914 dan 0,857 serta koefisien regresinya bertanda positif. Variabel beta menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap <i>return</i> saham dengan nilai signifikansi sebesar 0,015 dan koefisien regresinya bertanda positif. Sedangkan untuk variabel varian juga menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap <i>return</i> saham dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 dan koefisien regresinya bertanda negatif. Variabel yang berpengaruh dominan terhadap <i>return</i> saham diantara 4 variabel (beta, varian, ROA dan DER) adalah variabel varian dengan nilai kontribusi sebesar 37,7%.</p>
--	--	--	--	---

Data di olah peneliti 2013

2.2 Kajian Teoritis

2.2.1 Investasi

A. Pengertian Investasi

Kata investasi merupakan kata adopsi dari bahasa Inggris, yaitu *investment*. Pada kata *invest* sebagai dasar dari *investment* memiliki arti menanam. Dalam *Webster's New Collegiate Dictionary*, kata *invest* didefinisikan sebagai *to make use for future benefits or advantages and to commit (money) in order to earn a finansial return*. Selanjutnya, kata *investment* diartikan sebagai *the outlay of money use for income profit*. Dalam kamus istilah Pasar Modal dan Keuangan kata investasi diartikan sebagai penanam uang atau modal dalam suatu perusahaan atau proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan.

Sedangkan pendapat lainnya investasi diartikan sebagai komitmen sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa datang. Dengan demikian, dalam pengertian yang lebih luas, kapan saja seseorang memutuskan untuk tidak menghabiskan seluruh penghasilan saat ini, maka ia akan dihadapkan pada keputusan investasi (Tandelilin, 2010:3).

Pada umumnya investasi dibedakan menjadi dua, yaitu investasi pada *finansial asset* dan investasi pada *real asset*. Investasi pada *finansial asset* dilakukan di pasar uang, misalnya berupa sertifikat deposito, *commercial paper*, Surat Berharga Pasar Uang (SPBU) dan lainnya. Investasi juga

dapat dilakukan di pasar modal, misalnya berupa saham, obligasi, *warrant*, opsi, dan yang lainnya. Sedangkan investasi pada *real asset* dapat dilakukan dengan pembelian aset produktif, pendirian pabrik, pembukaan pertambangan, perkebunan, dan yang lainnya.

Menurut Huda (2008:17), investasi merupakan suatu ajaran dari konsep Islam yang memenuhi proses *tadrij* dan *trichotomy* pengetahuan tersebut. Hal tersebut dapat dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena menggunakan norma syariah, sekaligus merupakan hakikat dari sebuah ilmu dan amal, oleh karenanya investasi sangat dianjurkan bagi setiap muslim. Hal tersebut dijelaskan dalam Al-Qur'an surat al-Hasyr ayat 18 sebagai berikut :

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ
وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ

“Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat) dan bertakwalah kepada Allah, Sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan”.

Lafal *ولتظر نفس ما قدمت لغد* ditafsirkan dengan: “hitung dan instropeksilah diri kalian sebelum diinstropeksi, dan lihatlah apa yang telah kalian simpan (*invest*) untuk diri kalian dari amal saleh (*after here investment*) sebagai bekal kalian menuju hari perhitungan amal pada hari kiamat untuk keselamatan diri di depan Allah SWT.” (Katsir, 2000 dalam

Satrio, 2005). Demikianlah Allah SWT memerintahkan kepada seluruh hamba-Nya yang beriman untuk melakukan investasi akhirat dengan melakukan amal saleh sejak dini sebagai bekal untuk menghadapi hari perhitungan.

B. Prinsip-Prinsip Umum Investasi

Adapun prinsip-prinsip umum investasi menurut Rodoni (2008:148), yaitu:

a. Prinsip halal dan thayyib

Allah SWT berfirman dalam Al-Qur'an surat al-Baqarah ayat 168

يَأْتِيهَا النَّاسُ كُلُّوا مِمَّا فِي الْأَرْضِ حَلَالًا طَيِّبًا وَلَا تَتَّبِعُوا
خُطُوتِ الشَّيْطَانِ إِنَّهُ لَكُمْ عَدُوٌّ مُبِينٌ ﴿١٦٨﴾

Artinya : “Hai sekalian manusia, makanlah yang halal lagi baik dari apa yang terdapat di bumi, dan janganlah kamu mengikuti langkah-langkah syaitan; karena Sesungguhnya syaitan itu adalah musuh yang nyata bagimu”.

Dengan dasar ayat diatas, maka pembiayaan dan investasi hanya dapat dilakukan pada aset atau kegiatan usaha yang halal, *thayyib*, tidak membahayakan, bermanfaat dan merupakan kegiatan usaha yang spesifik dan dapat dilakukan bagi hasil dari manfaat yang timbul.

b. Prinsip transparansi guna menghindari kondisi yang *gharar* (sesuatu yang tidak diketahui pasti akan kebenarannya).

Praktik *gharar* dan spekulatif dalam berinvestasi akan menimbulkan kondisi keraguan yang dapat menyebabkan kerugian, karena tidak dapat memperlihatkan secara transparan mengenai proses dan keuntungan (laba) yang diperoleh. Dengan demikian, pemilik harta

(investor) dan pemilik usaha (emiten) tidak boleh mengambil risiko yang melebihi kemampuan yang dapat menimbulkan kerugian yang sebenarnya dapat dihindari.

c. Prinsip keadilan dan persamaan

Masalah keuntungan dalam kegiatan bisnis merupakan suatu keharusan. Dalam hal ini memilih jenis investasi, kebijakan pengambilan keuntungan senantiasa diarahkan pada suatu kegiatan bisnis yang berorientasi pada pendekatan proses dan cara yang benar dalam memperoleh keuntungan, bukan pendekatan yang semata-mata mengedepankan besaran nominal hasil keuntungan yang diperoleh. Oleh karena, Islam melarang segala macam jenis usaha yang berbasis pada praktik riba, karena riba merupakan instrumen transaksi bisnis yang bersifat yang tidak adil, diskriminatif, dan eksploitatif. Hal ini sesuai dengan firman Allah SWT dalam QS. al-A'raaf ayat 29 :

قُلْ أَمَرَ رَبِّي بِالْقِسْطِ وَأَقِيمُوا وُجُوهَكُمْ عِندَ كُلِّ مَسْجِدٍ
وَادْعُوهُ مُخْلِصِينَ لَهُ الدِّينَ كَمَا بَدَأَكُمْ تَعُودُونَ ﴿٢٩﴾

Artinya: "Tuhanku menyuruh menjalankan keadilan". dan (katakanlah): "Luruskanlah mukamu (dirimu) di setiap sembahyang dan sembahlah Allah dengan mengikhlaskan ketaatanmu kepada-Nya. sebagaimana Dia telah menciptakan kamu pada permulaan (demikian pulalah kamu akan kembali kepadaNya)".

d. Dari segi penawaran (*supply*) maupun permintaan (*demand*), pemilik harta (investor) dan pemilik usaha (emiten) maupun bursa dan *self*

regulating organization lainnya tidak boleh melakukan hal-hal yang menyebabkan gangguan yang disengaja atas mekanisme pasar.

C. Tujuan Investasi

Tujuan investasi adalah mendapatkan sejumlah pendapatan keuntungan. Menurut Tandelilin (2010:8) dalam konteks keuntungan ada beberapa motif mengapa seseorang melakukan investasi, antara lain adalah:

- a. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa yang akan datang.

Kebutuhan untuk mendapatkan kehidupan yang layak merupakan keinginan setiap manusia, sehingga upaya-upaya untuk mencapai hal tersebut di masa depan akan selalu dilakukan.

- b. Mengurangi tekanan inflasi

Faktor inflasi tidak pernah dihindarkan dalam kehidupan ekonomi, yang ada adalah meminimalkan risiko akibat adanya inflasi, hal demikian karena variabel inflasi dapat mengoreksi seluruh pendapatan yang ada. Investasi dalam sejumlah bisnis tertentu dapat dikategorikan sebagai langkah mitigasi yang efektif.

- c. Sebagai usaha untuk menghemat pajak

Di beberapa negara belahan dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada usaha tertentu.

2.2.2 Pasar Modal

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang (obligasi) maupun modal sendiri (saham). Kegiatan pasar modal di Indonesia diatur dalam UU No. 8 tahun 1995 (Undang-undang Pasar Modal/UUPM). (Nasution, 2007:303)

Istilah pasar modal dipakai sebagai terjemahan dari kata *stock market*, menurut Rosenberg (1983): “*tock market is the place through which the buying and sellers of security take place*”. Dengan kata lain pasar modal merupakan tempat pembelian dan penjualan surat-surat berharga (efek) dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan bagi kedua belah pihak dari sekuritas yang diperdagangkan. (Burhanuddin, 2008:9).

Pasar modal pada hakikatnya adalah jaringan tatanan yang memungkinkan pertukaran klaim jangka panjang, penambahan *financial assets* (dan hutang) pada saat yang sama, memungkinkan investor untuk mengubah dan menyesuaikan portofolio investasi (melalui pasar sekunder). Berlangsungnya fungsi pasar modal (Bruce Lloyd, 1979), adalah meningkatkan dan menghubungkan aliran dana jangka panjang dengan “kriteria pasarnya” secara efisien yang akan menunjang pertumbuhan riil ekonomi secara keseluruhan. (Anoraga, 2001:5).

Pasar modal syariah secara resmi diluncurkan pada tanggal 14 maret 2003 dengan penandatanganan MOU dengan BAPEPAM-LK dengan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), walaupun

secara resmi diluncurkan pada tahun 2003, namun instrumen pasar modal modal syariah telah hadir di Indonesia pada tahun 1997. Hal ini ditandai dengan dikeluarkannya Danareksa syariah pada 3 juli 1997 oleh PT. Danareksa Investment Management. Selanjutnya Bursa Efek Indonesia bekerjasama dengan PT. Danareksa Investment management meluncurkan Jakarta Islamic Index (JII) pada tanggal 3 juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menanamkan dana secara syariah.

Bursa efek sebagai salah satu komponen dalam pasar dimata hukum Islam memiliki legalitas yuridis. Dewan fatwa MUI merujuk pada sejumlah ayat untuk dijadikan dasar bursa efek ini, antara lain pada surat al-Baqarah ayat 278-279. (Yuliana, 2010:51)

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ
 مُؤْمِنِينَ ۗ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۗ وَإِن
 تُبْتِغُوا فَلَئِنَّكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ



Artinya : “Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan tinggalkan sisa riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman. Maka jika kamu tidak mengerjakan (meninggalkan sisa riba), Maka ketahuilah, bahwa Allah dan Rasul-Nya akan memerangimu. dan jika kamu bertaubat (dari pengambilan riba), Maka bagimu pokok hartamu; kamu tidak Menganiaya dan tidak (pula) dianiaya”.

Dalam ayat tersebut menjelaskan bahwa dalam melakukan perdagangan di bursa efek tidak melakukan kegiatan yang berbentuk riba, karena riba

sangat dilarang Allah dan Rasul-Nya. Selain itu alam perdagangan pasar modal syariah dilarang memproduksi barang haram seperti minuman keras yang berakohol, karena prinsip kehalalan dalam transaksi pasar modal adalah syarat yang paling utama. Sifat kehati-hatian dan kehalalan dalam pemilihan saham yang selektif merupakan ciri-ciri yang ada pada pasar modal syariah sangat berbeda dengan pasar modal konvensional. Dimana transaksi dilakukan hanya pada return dan risiko saja, tanpa memperhatikan pemilihan saham yang halal.

2.2.3 Saham

Saham merupakan surat bukti kepemilikan atas sebuah perusahaan yang melakukan penawaran umum (*go public*) dalam nominal ataupun presentase tertentu. Menurut Subagyo (1997), saham merupakan tanda penyertaan modal pada suatu Perseroan Terbatas (PT). Hal yang sama juga diungkapkan oleh Alma (dalam Huda, 2008:60) yang mendefinisikan sebagai surat keterangan tanda turut serta dalam perseroan. Para pemegang andil merupakan pemilik perusahaan yang bisa menikmati keuntungan perusahaan sebanding dengan modal yang disetorkannya. Pada umumnya saham yang diterbitkan oleh sebuah perusahaan (*emiten*) yang melakukan penawaran umum (*Initial Public Offering*).

Menurut Huda (2008:65), instrumen saham belum didapati pada masa Rasulullah SAW dan para sahabat. Pada masa Rasulullah SAW dan para sahabat yang dikenal hanyalah perdagangan komoditas barang riil seperti layaknya yang terjadi pada pasar biasa. Pengakuan kepemilikan sebuah

perusahaan (*syirkah*) pada masa itu belum dipresentasikan dalam bentuk saham seperti layaknya sekarang. Dengan demikian, pada masa Rasulullah SAW dan para sahabat, bukti kepemilikan atau jual beli atas sebuah aset hanya melalui mekanisme jual beli biasa dan belum melalui *Initial Public Offering* dengan saham sebagai instrumennya. Pada saat itu yang terbentuk hanyalah pasar riil biasa yang mengadakan pertukaran dengan uang (jual beli) dan pertukaran barang dengan barang atau barter.

Dikarenakan belum adanya *nash* atau teks Al-Qur'an maupun Al-Hadis yang menghukumi secara jelas dan pasti tentang keberadaan saham, maka para ulama dan fuqaha kontemporer berusaha untuk merumuskan kesimpulan hukum sendiri untuk saham. Usaha tersebut lebih dikenal dengan istilah *ijtihad*, yaitu sebuah usaha dengan sungguh-sungguh untuk mendapatkan dan mengeluarkan hukum syariah yang belum dikemukakan secara jelas (Al-Qur'an dan Al-Hadis) dengan mangacu kepada sandaran dan dasar hukum yang diakui keabsahannya.

Adanya fatwa-fatwa ulama kontemporer tentang jual beli saham semakin memperkuat landasan akan bolehnya jual beli saham. Dalam kumpulan fatwa Dewan Syariah Nasional Saudi Arabia yang diketuai oleh Syekh Abdul Aziz Ibn Abdillah Ibn Baz jilid 13 bab jual beli (JH9) halaman 320-321 fatwa nomor 4016 dan 5149 (dalam Satrio, 2005) tentang hukum jual beli saham dinyatakan sebagai berikut:

إِذَا ذَاكَ نَتِ الْأَسْهُمَ لَا تَتَلَّ نُفُوسًا تَمْتِنُهَا كَثِيرًا أَوْ عَالِيًا، وَإِنَّمَا تُمَثَّلُ أَرْضًا أَوْ سَيَّارَاتٍ أَعْمَارَاتٍ أَوْ نَحْوِ ذَلِكَ، جَازًا يَبِيعُهَا وَشَرَاؤُهَا بِشَمَنِ حَالٍ أَوْ مُؤَجَّلٍ عَلَى دَفْعَةٍ أَوْ دَفْعَاتٍ، لِعُمُومِ أُدْلَةِ جَوَازِ الْبَيْعِ وَالشَّرَاءِ.

“jika saham yang diperjualbelikan tidak serupa dengan uang secara utuh apa adanya, akan tetapi hanya representasi dari sebuah aset seperti tanah, mobil, pabrik dan yang sejenisnya, dan hal tersebut merupakan sesuatu telah diketahui oleh penjual dan pembeli, maka dibolehkan hukumnya untuk diperjualbelikan dengan harga tunai ataupun tangguh, yang dibayarkan secara kontan ataupun beberapa kali pembayaran, berdasarkan keumuman dalil tentang bolehnya jual beli”.

Selain fatwa tersebut, fatwa Dewan Syariah Nasional Indonesia No.40/DSN-MUI/2003 juga telah memutuskan akan bolehnya jual beli saham. Terkait saham-saham yang bisa dibeli investor terdapat dalam *Jakarta Islamic Indeks (JII)* yang dilakukan evaluasi setiap enam bulan sekali, yaitu periode bulan Mei dan November yang jumlah emitennya adalah 30 emiten.

2.2.4 Return Saham

Tujuan seorang investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan return, tanpa melupakan faktor risiko investasi yang harus dihadapinya. Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor dalam berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. (Tandelilin, 2010: 9)

Menurut Tandelilin (2010:102) Sumber-sumber investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* atau *current income* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen return yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Jika kita berinvestasi pada sebuah obligasi misalnya, maka besarnya *yield*

ditunjukkan dari bunga obligasi yang dibayarkan. Demikian pula jika kita membeli saham, *yeild capital gain (loss)* sebagai komponen kedua dari return merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga (bisa saham maupun surat hutang jangka panjang), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor. Dalam kata lain *capital gain* bisa juga diartikan sebagai perubahan harga sekuritas.

Komponen dari *capital gain (loss)*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih harga jual dengan harga beli suatu instrumen investasi. Tentunya tidak semua instrumen investasi memberikan komponen *return* berupa *capital gain* atau *capital loss*. *Capital gain* sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi bersangkutan, yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut habis diperdagangkan di pasar. Karena dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan-perubahan nilai suatu investasi.

Dari kedua komponen pengembalian (*return*) tersebut, maka kita bisa menghitung *return* investasi dengan menjumlahkan *yeild* dan *capital gain* yang diperoleh dari investasi. Perlu diketahui bahwa *yeild* hanya akan berupa angka nol (0) dan positif (+), sedangkan *capital gain* atau *capital loss* bisa berupa angka minus (-), nol (0) dan positif (+). Secara matematis *return* total suatu investasi bisa dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Total pengembalian} = \text{capital gain (loss)} + \text{yeild}$$

Return saham sesungguhnya (R_{it}) dapat dirumuskan formula (Sharpe, 1995) diperoleh dari harga saham harian sekuritas i pada waktu $ke-t$ ($P_{i,t}$)

dikurangi harga saham harian sekuritas i pada waktu ke $t-1$ ($Pit-1$), dibagi harga saham harian sekuritas i pada waktu $t-1$ ($Pit-1$) atau dengan rumus:

$$Rit = \frac{Pit - Pit-1}{Pit-1}$$

Keterangan :

Rit = *return* saham i pada periode ke t

Pit = harga saham i pada periode ke t

$Pit-1$ = harga saham i pada periode ke $t-1$

Islam memandang semua perbuatan manusia dalam kehidupan sehari-harinya termasuk aktivitas ekonominya sebagai investasi yang akan mendapatkan hasil (*return*). Investasi yang melanggar syariah akan mendapatkan balasan yang setimpal, begitu pula investasi yang sesuai dengan syariah. *Return* investasi dalam islam sesuai dengan besarnya sumber daya yang dikorbankan. Hasil yang akan didapatkan manusia dari investasinya di dunia bisa berlipat-lipat ganda. Allah berfirman Q.S. Ali'Imran ayat 145 :

وَمَا كَانَ لِنَفْسٍ أَنْ تَمُوتَ إِلَّا بِإِذْنِ اللَّهِ كَتَبْنَا مُوَجَّلًا وَمَنْ يُرِدْ
ثَوَابَ الدُّنْيَا نُؤْتِهِ مِنْهَا وَمَنْ يُرِدْ ثَوَابَ الْآخِرَةِ نُؤْتِهِ مِنْهَا

وَسَنَجْزِي الشَّاكِرِينَ ﴿١٤٥﴾

Artinya: “Sesuatu yang bernyawa tidak akan mati melainkan dengan izin Allah, sebagai ketetapan yang telah ditentukan waktunya. barang siapa menghendaki pahala dunia, niscaya Kami berikan kepadanya pahala dunia itu, dan barang siapa menghendaki pahala akhirat, Kami berikan (pula) kepadanya pahala akhirat itu. dan Kami akan memberi Balasan kepada orang-orang yang bersyukur”.

Pada dasarnya semua harta yang diperoleh adalah harta milik Allah (hakiki kepemilikan), manusia hanya diberi kesempatan memilikinya sementara (derivatif dari kepemilikan Allah). Sebagaimana firman Allah dalam QS. al-Hadid ayat 7 :

ءَامِنُوا بِاللَّهِ وَرَسُولِهِ وَأَنْفِقُوا مِمَّا جَعَلَكُمْ مُسْتَخْلِفِينَ فِيهِ فَالَّذِينَ
ءَامِنُوا مِنْكُمْ وَأَنْفَقُوا لَهُمْ أَجْرٌ كَبِيرٌ

”Berimanlah kamu kepada Allah dan Rasul-Nya dan nafkahkanlah sebagian dari hartamu yang Allah telah menjadikan kamu menguasainya. Maka orang-orang yang beriman di antara kamu dan menafkahkan (sebagian) dari hartanya memperoleh pahala yang besar.”

Menurut An-Nabani (dalam Huda, 2008:6), bagi orang yang meneliti harta yang ada dalam kehidupan ini, maka setelah melakukan penelitian tersebut pasti akan menemukan bahwa harta hanya ada tiga macam, yaitu: tanah, harta yang diperoleh melalui pertukaran barang, serta harta yang diperoleh dengan cara mengubah bentuknya dari satu bentuk menjadi bentuk yang lain. Dari sinilah sesuatu yang lazim digunakan oleh orang untuk menghasilkan harta atau mengembangkannya adalah pertanian, perdagangan dan industri. Jadi, mekanisme untuk meningkatkan kepemilikan seseorang atas harta inilah yang menjadi topik pembahasan dalam sistem ekonomi. Sedangkan pertanian, perdagangan dan industri

adalah *uslub* dan faktor produksi yang digunakan untuk menghasilkan harta. Oleh karena itu, hukum-hukum yang terkait dengan pertanian, perdagangan dan industri itulah yang sebenarnya menjelaskan mekanisme yang digunakan seseorang untuk mengembangkan pemilikannya atas harta tersebut.

2.2.5 Expected Return

Expected return saham merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor. Dalam menghitung Expected return dapat diukur dengan menggunakan pendekatan (Jogiyanto: 2007:270):

a. Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Model penentuan harga aset modal atau yang populer disebut sebagai *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) merupakan model untuk menentukan harga suatu aset pada kondisi ekuilibrium. Tujuannya adalah untuk menentukan tingkat pengembalian yang diisyaratkan (*required rate of return-RRR*) minimum dari investasi yang berisiko. Dalam keadaan ekuilibrium, RRR investor untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut. Dalam hal ini risiko yang diperhitungkan hanyalah risiko sistematis atau risiko pasar yang diukur dengan beta (β). Sedangkan risiko yang tidak sistematis dianggap tidak relevan karena risiko ini dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Model CAPM yang digunakan sebagai dasar perhitungan expected return adalah sebagai berikut:

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

Dimana,

R_f = Tingkat bunga bebas risiko (risk free rate)

R_m = Return pasar

β = beta masing-masing saham yang dihitung dengan menggunakan interpolasi dengan menggunakan data return harian.

Return saham harian dan return pasar harian dihitung berdasarkan formula tradisional, yaitu prosentase selisih dari nilai periode t terhadap nilai periode $t-1$ dibagi nilai periode $t-1$ dan hasilnya dikalikan dengan seratus persen.

b. Single Index Market Model (SIMM)

Pendapatan saham yang diharapkan (expected return) adalah pendapatan yang diharapkan dari suatu saham di masa datang, yang sesuai dengan tingkat risiko dari saham tersebut. Sebelum menghitung expected return terlebih dahulu mencari besarnya koefisien nilai alfa dan beta untuk masing-masing saham dengan cara meregresikan $R_{i,t}$ dengan $R_{m,t}$ selama periode yang diteliti. Menghitung normal return dengan menggunakan alfa dan beta yang dihitung sebelumnya, sedangkan market return yang digunakan adalah market return selama periode penelitian. Dihitung dengan menggunakan Single Index Market Model (SIMM) :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \epsilon_{it}$$

Keterangan :

R_{it} = *return* saham perusahaan ke-i pada bulan ke-t

α_i = intersep dari regresi untuk masing-masing perusahaan ke-i

β_i = beta untuk masing-masing perusahaan ke-i

R_{Mt} = *return* indeks pasar pada bulan ke-t

ϵ_{it} = kesalahan residu untuk setiap persamaan regresi tiap-tiap perusahaan ke-i pada bulan ke-t

2.2.6 Varian Saham

Expected return saham digunakan untuk mengantisipasi perkiraan *return* saham dimasa yang akan datang. Sementara itu, *return* yang sesungguhnya (*realized return*) diperoleh setelah suatu periode berlalu dan *investor* menjual kembali sahamnya. *Return* yang sesungguhnya dapat lebih besar atau lebih kecil daripada *expected return*.

Risiko sering dihubungkan dengan penyimpangan atau deviasi dari outcome yang diterima dengan yang diekspektasi. Penyimpangan standar atau deviasi standar (*standard deviation*) yang mengukur absolute penyimpangan nilai-nilai yang sudah terjadi dengan nilai rata-ratanya (sebagai nilai yang diekspektasi). Jadi penyimpangan standar atau deviasi standar masih merupakan pengukuran yang digunakan untuk menghitung risiko yang berhubungan dengan return ekspektasi.

Dengan pemahaman diatas, maka besaran yang digunakan untuk mengukur risiko adalah varian dari *realized* dan *expected return* tersebut. Makin besar fluktuasi harga saham terhadap reratanya (varian), makin besar pula risikonya (Zubir, 2011: 23). Varian (variance) merupakan kuadrat dari deviasi standar.

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_{it})^2}{n - 1}$$

Dimana:

σ^2 = varian saham i

R_{it} = Return saham i pada periode t

\bar{R}_{it} = Rata-rata return saham i pada periode t

N = Jumlah pengamatan

2.2.7 Return on Asset

Return on assets (ROA) atau sering diterjemahkan ke dalam bahasa Indonesia sebagai rentabilitas ekonomi mengukur perusahaan dalam menghasilkan laba pada masa lalu. ROA merupakan salah satu rasio rentabilitas (profitabilitas) yang terpenting digunakan untuk memprediksi harga atau return saham perusahaan publik. Return on assets (ROA) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total asset (kekayaan) yang dimiliki perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk mendanai asset tersebut. ROA merupakan rasio antara laba sesudah pajak terhadap total asset. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, karena tingkat

kembalian (return) semakin besar. Return on asset (ROA) juga merupakan perkalian antara faktor net income margin dengan perputaran aktiva.

Net income margin menunjukkan kemampuan memperoleh laba dari setiap penjualan yang diciptakan oleh perusahaan, sedangkan perputaran aktiva menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan penjualan dari aktiva yang dimilikinya. Apabila salah satu dari faktor tersebut meningkat (atau keduanya), maka ROA juga akan meningkat. Apabila ROA meningkat, berarti profitabilitas perusahaan meningkat, sehingga dampak akhirnya adalah peningkatan profitabilitas yang dinikmati oleh pemegang saham (Husnan, 2005:340).

Secara matematis ROA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{NIAT}{\text{Total Asset}}$$

ROA yang semakin meningkat menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik dan para pemegang saham akan memperoleh keuntungan dari dividen yang diterima semakin meningkat. Dengan semakin meningkatkan dividen yang akan diterima oleh para pemegang saham merupakan daya tarik bagi para investor dan atau calon investor untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan tersebut. Dengan daya tarik tersebut membawa dampak pada calon investor untuk memiliki saham perusahaan semakin banyak. Jika permintaan atas saham perusahaan semakin banyak maka harga saham perusahaan tersebut di pasar modal cenderung meningkat. Dengan meningkatnya harga saham maka capital gain dari saham tersebut

juga meningkat. Hal ini disebabkan karena *actual return* merupakan selisih antara harga saham periode saat ini dengan harga saham sebelumnya.

2.2.8 Debt Equity to Ratio (DER)

Debt to equity ratio (DER) merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan Kasmir (2010:157). *Debt Equity to Ratio* untuk setiap perusahaan tentu berbeda-beda, tergantung karakteristik bisnis dan keberagaman arus kasnya. Perusahaan dengan arus kas yang stabil biasanya memiliki rasio yang lebih tinggi dari rasio kas yang kurang stabil.

Secara matematis DER dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{total shareholder' equity}}$$

2.2.9 Beta

Proses investasi meliputi pemahaman dasar-dasar keputusan investasi dan bagaimana mengorganisir aktivitas-aktivitas dalam proses keputusan investasi. Hal mendasar dalam proses keputusan investasi adalah pemahaman antara return harapan dan risiko suatu investasi. Hubungan return dan risiko merupakan dua hal yang tidak terpisahkan karena keduanya merupakan hubungan searah dan linear. Artinya, semakin besar return harapan, semakin besar pula tingkat risiko yang harus

dipertimbangkan. Hubungan seperti itulah yang menjawab pertanyaan mengapa tidak semua investor hanya berinvestasi pada asset yang menawarkan tingkat return yang paling tinggi (Tandelilin, 2010:9).

Dalam teori portofolio telah diperkenalkan bahwa risiko investasi total dipisahkan menjadi dua jenis risiko, atas dasar apakah suatu jenis risiko tertentu dapat dihilangkan dengan diversifikasi atau tidak. Kedua jenis risiko tersebut adalah risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko tidak sistematis atau yang dikenal dengan risiko spesifik (risiko perusahaan), adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Risiko perusahaan lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas dan risiko perusahaan bisa diminimalkan dengan melakukan diversifikasi aset dalam suatu portofolio. Sedangkan risiko sistematis atau dikenal dengan risiko pasar merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Perubahan pasar tersebut akan mempengaruhi variabilitas return suatu investasi. Dengan kata lain, risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasi (Tandelilin, 2010).

Oleh karena itu, risiko sistematis merupakan hal penting yang perlu dipertimbangkan investor sebelum melakukan keputusan investasi. Hal ini penting karena merupakan dasar untuk memperkirakan besarnya risiko maupun return investasi dimasa depan. Dengan memperkirakan perilaku koefisien beta dari waktu ke waktu, maka investor dapat memperkirakan besarnya risiko sistematis dimasa depan. Secara implisit dapat dikatakan

bahwa beta saham merupakan parameter kondisi keuangan suatu perusahaan, apakah perusahaan itu sehat ataukah perusahaan itu mendekati kegagalan bursa. Karena jika emiten di-delist dari bursa maka investor merupakan pihak yang paling dirugikan. Investor akan menanggung risiko jika menyusun portofolio investasinya melibatkan saham yang berpotensi gagal, sebab investor tidak dapat lagi memperjualbelikan sahamnya. Dengan kata lain dapat menimbulkan kerugian akibat salah investasi.

Ukuran relatif risiko sistematis dikenal sebagai koefisien β (Beta) yang menunjukkan ukuran risiko relatif suatu saham terhadap portofolio pasar. Menurut Tandelilin (2010), Beta adalah ukuran risiko relatif yang mencerminkan risiko relatif saham individual terhadap portofolio pasar saham secara keseluruhan. Selain itu, menurut Jogiyanto (2007), beta merupakan ukuran volatilities return saham terhadap return pasar. Semakin besar fluktuasi return saham terhadap return pasar maka semakin besar pula beta saham tersebut. Demikian pula sebaliknya, semakin kecil fluktuasi return saham terhadap return pasar, semakin kecil pula beta saham tersebut.

Dalam ajaran Islam secara etimologi risiko disebut *gharar* yang mempunyai makna kekhawatiran, dan *gharar* berarti juga menghadapi suatu kecelakaan, kerugian atau kebinasaan. Dan *taghrir* adalah melibatkan diri dalam sesuatu yang *gharar*. Dikatakan *gharara binafsihi wa maalihi taghriram*, berarti 'aradhahuma lilhalakah min ghairi an ya'rif (jika seseorang melibatkan diri dan hartanya dalam kancah *gharar*, maka itu berarti keduanya telah dihadapkan kepada suatu kebinasaan yang tidak

diketahui olehnya). *Gharar* juga dikatakan sebagai sesuatu yang bersifat tidak pasti (*uncertainly*). Jual beli *gharar* berarti sebuah jual beli yang mengandung unsur ketidaktahuan atau ketidakpastian (*jahalah*) antara dua pihak yang bertransaksi, atau jual beli sesuatu yang objek akad tidak diyakini dapat diserahkan (*Al-Mu'jam al-Wasith*, 1960 dalam Nurul Huda dan Mustofa 2008:30). Imam Sayyid Sabiq dalam *Fiqh Sunnah* halaman 53 jilid keempat mendefinisikan *gharar* sebagai :

كُلُّ بَيْعٍ إِحْتَوَى مَحَالَةً أَوْ نُضْمًا مُخَاطَرَةً أَوْ قَمَارًا

“Setiap jual beli yang mengandung sebuah ketidakpastian (*jahalah*), atau mengandung unsur risiko atau perjudian.”

Menurut Yuliana (2010:113), catatan penting bahwa kesediaan menanggung risiko merupakan hal yang tidak dapat dihindarkan, tetapi risiko yang boleh dihadapi adalah risiko yang melibatkan pengetahuan dan kejelasan informasi, adanya objek yang jelas dan dapat dikontrol. Tidak semua penjualan yang menyangkut sesuatu yang tidak pasti dilarang.

Penjualan yang dilarang adalah penjualan yang mempunyai unsur-unsur ketidakpastian yang jelas dapat menyebabkan perselisihan, konflik atau pengambilan uang orang lain secara tidak adil (Ismanto, 2009:51). Oleh karena itu, upaya pengelolaan risiko dalam manajemen investasi melalui diversifikasi dan instrumen-instrumen pasar modal dapat diteliti lebih lanjut untuk mencegah praktek *riba'*, *maysir*, dan *gharar* (Huda 2007:42) . Landasan hukum prinsip keuangan Islami dapat memberikan jalan bagi investor yang ingin secara konsisten menggunakan prinsip-prinsip keuangan Islami dalam menilai secara kritis instrumen investasi keuangan yang

tersedia di pasar modal. Ayat Al-Quran yang menjelaskan dengan cara memperoleh harta dengan cara yang salah sangat ditentang oleh Al-Quran dalam QS. Al-Maidah ayat 90-91 :

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَمُ
رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩٠﴾ إِنَّمَا
يُرِيدُ الشَّيْطَانُ أَنْ يُوقِعَ بَيْنَكُمُ الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْخَمْرِ
وَالْمَيْسِرِ وَيُصَدِّكُمْ عَنِ ذِكْرِ اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ ۗ فَهَلْ أَنْتُمْ مُنْتَهُونَ

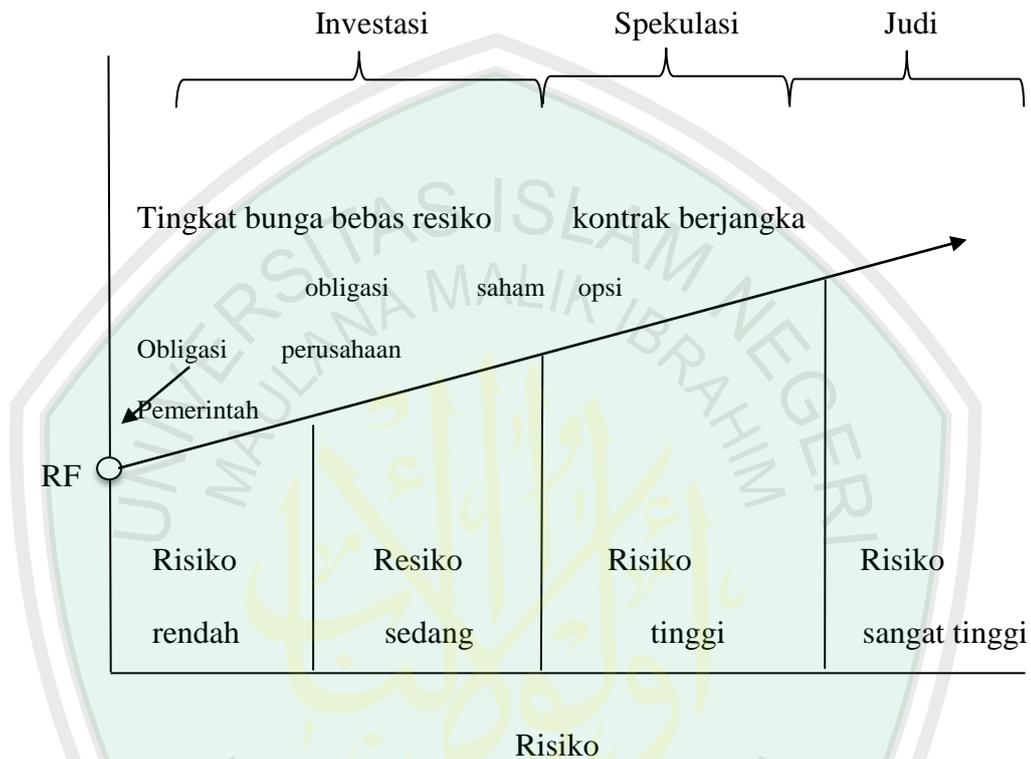


“Hai orang-orang yang beriman, Sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah adalah termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan. Sesungguhnya syaitan itu bermaksud hendak menimbulkan permusuhan dan kebencian di antara kamu lantaran (meminum) khamar dan berjudi itu, dan menghalangi kamu dari mengingat Allah dan sembahyang; Maka berhentilah kamu (dari mengerjakan pekerjaan itu)”.

Seperti yang telah disebutkan sebelumnya, risiko yang sistematis tidak dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio dalam suatu investasi karena keduanya merupakan hubungan yang searah dan linear. Oleh karena itu, bagi seorang investor risiko tersebut menjadi lebih relevan untuk dipertimbangkan dalam memilih kombinasi saham dalam portofolio yang dibentuknya. Sehingga untuk menentukan tingkat keuntungan yang disyaratkan atau diharapkan (Expected Return) terhadap suatu saham, maka harus dikaitkan dengan risiko sistematis (yang tidak terhindarkan) dari

saham yang bersangkutan. Hubungan antara risiko sistematis dengan tingkat keuntungan dapat dilihat dari gambar sebagai berikut :

2.1 Hubungan risiko dan return harapan



Sumber : Tandelilin (2010:11)

Garis vertikal pada gambar diatas menunjukkan besarnya tingkat return harapan dari masing-masing jenis aset, sedangkan garis horizontal memperlihatkan risiko yang ditanggung investor. Titik R_F menunjukkan tingkat return bebas risiko (*risk-free rate*), untuk selanjutnya akan ditulis sebagai R_F . R_F pada gambar diatas menunjukkan satu pilihan investasi yang menawarkan tingkat return harapan sebesar R_F dengan risiko sebesar nol. Selanjutnya, obligasi pemerintah terlihat mempunyai risiko yang cenderung rendah dan tingkat return yang diharapkan juga tidak terlalu tinggi.

Sedangkan disisi lain, jika kita berinvestasi pada kontrak *future* misalnya, sesuai dengan gambar diatas, terlihat bahwa risiko yang harus ditanggung tergolong sebagai risiko yang tinggi, dengan tingkat return yang diharapkan tinggi pula. Kesimpulan yang bisa ditarik dari pola hubungan antara risiko dan return harapan adalah bahwa risiko dan return harapan mempunyai hubungan yang searah dan linear. Artinya, semakin tinggi risiko suatu aset, semakin tinggi pula tingkat return harapan dari aset tersebut.

Markowitz (dalam Sunariyah, 2006:198) menyatakan bahwa resiko yang diharapkan tergantung pada keanekaragaman kemungkinan hasil yang diharapkan. Untuk mengukur resiko yang diharapkan digunakan standar deviasi. Standar deviasi dalam matematika digunakan untuk mengukur tingkat penyimpangan. Secara statistika, standar deviasi yang digunakan untuk mengukur resiko yang diharapkan adalah sebagai berikut:

$$a = P [r - E (r)]^2$$

Dimana :

a = standar deviasi hasil yang diharapkan

P = probabilitas kejadian dari setiap hasil yang diharapkan

r = kemungkinan tingkat hasil

E (r) = hasil yang diharapkan

Resiko tidak hanya tergantung pada standar deviasi dan hasil yang diharapkan seperti pada rumus tersebut di atas, tetapi juga tergantung kepada hubungan antara hasil suatu sekuritas portofolio yang diukur dari hubungan antara tiap-tiap sepasang sekuritas dan jumlah yang

diinvestasikan (koefisien korelasi). Jadi perubahan hasil suatu sekuritas mempengaruhi investasi dalam sekuritas lain. Formulasi untuk resiko lebih lanjut dapat ditulis sebagai berikut :

$$\sigma_p = \sqrt{\sum X_i^2 \sigma_j^2 + 2 \sum X_i X_j P_{ji} \sigma_i \sigma_j}$$

Dimana :

σ_p = standar deviasi hasil beberapa portofolio

σ_i = standar deviasi hasil dari sekuritas i

σ_j = standar deviasi hasil dari sekuritas j

X_i = standar jumlah portofolio dari sekuritas i

X_j = standar jumlah portofolio dari sekuritas j

P_{ji} = koefisien korelasi antara sekuritas i dan j

Standar deviasi ditentukan oleh :

- Standar deviasi untuk setiap sekuritas
- Hubungan antara sepasang sekuritas
- Jumlah investasi dalam setiap sekuritas

Kontribusi penting dari ajaran Markowitz (dalam Tandelilin, 2001:63) adalah bahwa resiko portofolio tidak boleh dihitung dari penjumlahan semua resiko asset-asset yang ada dalam portofolio, tetapi harus dihitung dari kontribusi resiko asset tersebut terhadap resiko portofolio atau diistilahkan dengan kovarian. Kovarian adalah suatu ukuran absolut yang menunjukkan sejauh mana return dari dua sekuritas dalam portofolio cenderung untuk bergerak secara bersama-sama. Dalam konteks manajemen portofolio, kovarian menunjukkan sejauh mana return dari dua sekuritas

mempunyai kecenderungan bergerak bersama-sama kovarian bisa berbentuk angka positif, negatif ataupun nol. Secara matematis, rumus untuk menghitung kovarian 2 buah sekuritas A & B adalah :

$$\sigma_{AB} = \sum_{i=1}^m [R_{A,i} - E(R_A)][R_{B,i} - E(R_B)]pr_i$$

Keterangan :

σ_{AB} = kovarians antara sekuritas A dan B

$R_{A,i}$ = return sekuritas A pada saat i

$E(R_A)$ = nilai yang diharapkan dari return sekuritas A

m = jumlah hasil sekuritas yang mungkin terjadi pada periode tertentu

pr_i = probabilitas kejadian return ke-i

Model portofolio Markowitz dengan perhitungan kovarian yang kompleks, selanjutnya dikembangkan oleh William Sharpe dengan menciptakan model indeks tunggal. Model ini mengkaitkan perhitungan return setiap asset pada return indeks pasar secara matematis, model indeks tunggal adalah sebagai berikut :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i * R_m + \epsilon_{it}$$

Dimana :

R_i = return sekuritas i

R_m = return indeks pasar *Jakarta Islamic Index*

α_i = bagian return sekuritas i yang tak dipengaruhi kinerja pasar

β_i = ukuran kepekaan return sekuritas i terhadap perubahan return pasar

ϵ_{it} = kesalahan residual

Perhitungan kovarian model Markowitz dengan model indeks tunggal mengandung perbedaan. Model Markowitz menghitung kovarians melalui penggunaan matriks hubungan varian-kovarians yang memerlukan perhitungan yang kompleks. Sedangkan dalam model indeks tunggal, risiko disederhanakan ke dalam dua komponen, yaitu risiko pasar dan risiko keunikan perusahaan secara matematis, risiko dalam model indeks tunggal bisa digambarkan sebagai berikut :

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 [r_i^2] + \sigma_{ei}$$

Persamaan perhitungan risiko sekuritas dan model indeks tunggal dalam persamaan tersebut di atas juga bisa diterapkan untuk menghitung risiko portofolio. Persamaan untuk menghitung risiko portofolio dengan model indeks tunggal akan menjadi :

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 [r_p^2] + \sigma_{ep}$$

Penyederhanaan dalam model indeks tunggal tersebut ternyata bisa menyederhanakan perhitungan risiko portofolio Markowitz yang sangat kompleks menjadi perhitungan sederhana. Varjan (1993) menyatakan bahwa model indeks tunggal Sharpe mampu mengurangi dimensi permasalahan portofolio secara dramatis dan membuat perhitungan portofolio menjadi sangat sederhana. Perhitungan komputer selama 33 menit dengan model

Markowitz ternyata hanya membutuhkan waktu 30 detik dengan menggunakan indeks tunggal (Tandelilin, 2010).

Untuk menghitung beta, pada penelitian ini digunakan model indeks tunggal, dengan persamaan sebagai berikut :

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i RM_t + \varepsilon_{it}$$

Keterangan :

r_{it} = *return* saham perusahaan ke-i pada bulan ke-t

α_i = intersep dari regresi untuk masing-masing perusahaan ke-i

β_i = beta untuk masing-masing perusahaan ke-i

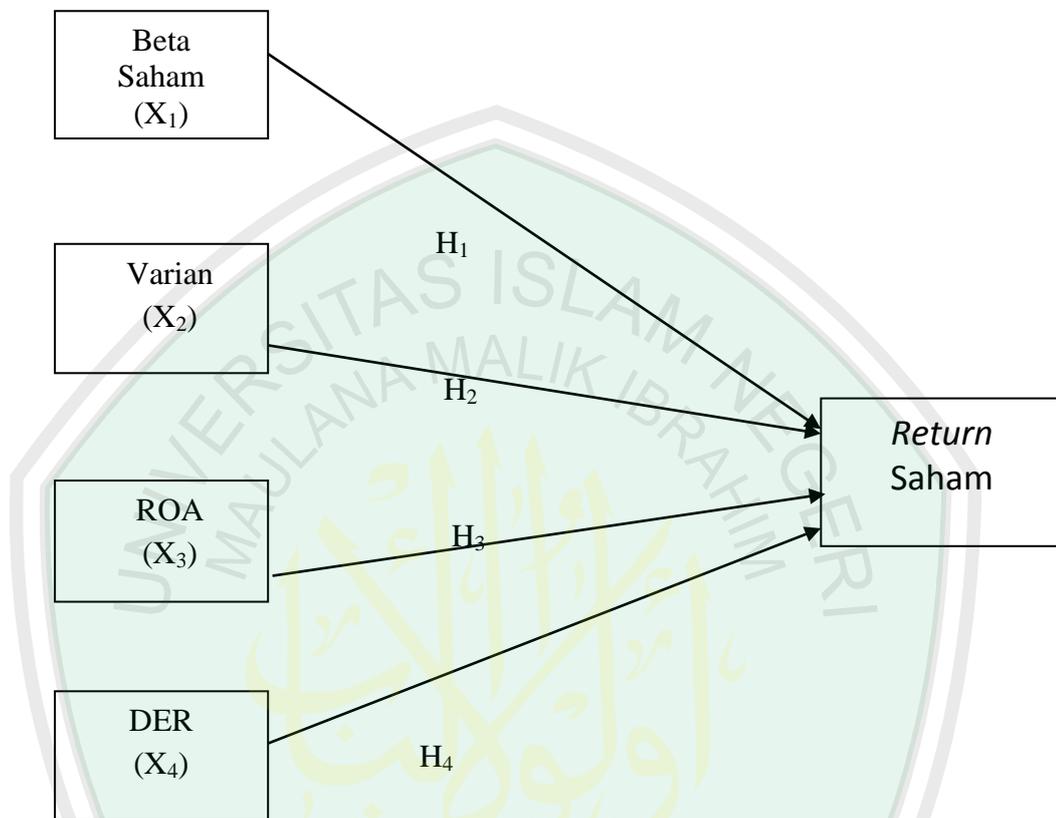
RM_t = *return* indeks pasar pada bulan ke-t

ε_{it} = kesalahan residu untuk setiap persamaan regresi tiap-tiap perusahaan ke-i pada bulan ke-t

2.3 Kerangka Berpikir

Penjelasan kerangka pikir di bawah ini dimulai dari pemilihan saham perusahaan yang termasuk ke dalam tiga puluh perusahaan *Jakarta Islamic Indeks* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2012. Dalam periode tersebut merupakan periode terbaru yang dapat dianalisis mengenai beta, varian, ROA dan DER terhadap return saham perusahaan. Sehingga dapat diketahui bagaimana arah pergerakan variabel beta saham, varian, ROA dan DER terhadap return saham perusahaan apakah menunjukkan hubungan yang positif atau negatif.

Gambar 2.2
Kerangka Berpikir



2.4 Perumusan Hipotesis

Menurut Sugiyono (2012:70) hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, di mana rumusan masalah penelitian telah dinyatakan dalam bentuk kalimat pertanyaan. Penelitian yang merumuskan hipotesis adalah penelitian yang menggunakan pendekatan kuantitatif.

Berdasarkan rumusan masalah dan kerangka berpikir di atas dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

2.4.1 Beta Saham (X_1)

Pilihan investasi juga tidak dapat hanya mengandalkan pada tingkat keuntungan yang diharapkan tetapi juga risikonya karena investasi dalam kenyataannya juga mengandung ketidakpastian atau risiko dan investor tidak tahu dengan pasti hasil yang akan diperolehnya. Dengan tingkat keuntungan yang fluktuatif, berarti dividen yang dibayarkan perusahaan kepada investor juga akan fluktuatif. Menurut Husnan teori keuangan menyatakan bahwa apabila risiko investasi meningkat maka pemodal akan mensyaratkan tingkat keuntungan yang lebih besar pula. Dengan demikian risiko merupakan faktor penting di dalam pengambilan sebuah investasi. Sehingga dapat dirumuskan hipotesis (H_1) sebagai berikut:

H_1 : *Beta* saham berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham

2.4.2 Varian (X_2)

Varian saham adalah varian *return* bulanan selama periode penelitian. Varian saham merupakan besaran yang digunakan untuk mengukur risiko dari *realized* dan *expected return*. Besar kecilnya risiko diwakili oleh besar kecilnya volatilitas *return* suatu portofolio aset atau varian portofolio aset keuangan tersebut. Menurut Zubir (2011:23) makin besar fluktuasi harga saham terhadap reratanya (varian), makin besar pula risikonya. Nur (2009) menyatakan meskipun varian berpengaruh negatif tetapi signifikan terhadap *return* saham. Dengan kata lain jika ada dua pilihan investasi yang memberikan keuntungan rasional yang berbeda maka investor yang rasional akan memilih investasi yang mempunyai risiko lebih kecil. Berarti varian

saham mempunyai pengaruh negatif terhadap *return* saham. Sehingga dapat dirumuskan hipotesis (H_1) sebagai berikut:

H_2 : Varian saham berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham

2.4.3 ROA (X_3)

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Ayu (2012) menunjukkan untuk variabel ROA tidak mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Pengaruh positif disini adalah jumlah aktiva yang digunakan untuk mengukur efektivitas dari keseluruhan operasi perusahaan. Artinya perusahaan yang dapat menghasilkan ROA yang tinggi dan disertai dengan peningkatan ROA dari periode ke periode, maka perusahaan tersebut menunjukkan kinerja yang semakin baik (Kasmir, 2010:146). Berdasarkan penelitian tersebut maka peneliti menentukan hipotesis sebagai berikut:

H_3 : ROA berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham

2.4.4 DER (X_4)

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Mey (2012) menunjukkan bahwa variabel EPS negatif, DER positif, PBV positif, ROA positif, ROE positif akan tetapi secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. sedangkan secara parsial hanya variabel ROA yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Pengaruh positif disini adalah apabila perusahaan meminjam uang (hutang) kepada peminjam dana (investor), maka dengan kondisi yang berbeda juga dapat diperoleh oleh investor dimana DER yang tinggi justru mencerminkan bahwa perusahaan sedang dalam pertumbuhan (Kasmir, 2010:157). Hutang perusahaan dapat

dijadikan sebagai pertimbangan untuk mendapatkan *return* yang diharapkan karena hutang perusahaan bukan semata-mata disebabkan oleh kinerja manajemen tetapi juga dipengaruhi faktor lainnya. Berdasarkan penelitian tersebut maka peneliti menentukan hipotesis sebagai berikut:

H₄ : DER berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham

2.4.5 Variabel Dominan

Diduga bahwa beta saham berpengaruh dominan terhadap *return* saham selama periode 2010-2012. Hal ini dikarenakan karena beta merupakan ukuran relatif risiko sistematis pasar secara keseluruhan. Menurut Tandelilin (2010:11) menyatakan bahwa semakin tinggi risiko suatu aset, semakin tinggi pula tingkat return harapan dari aset tersebut. Dengan demikian risiko merupakan faktor penting di dalam pengambilan keputusan terhadap sebuah investasi.