

PENGUJIAN VALIDITAS EMPIRIS
SHARIA COMPLIANT ASSET PRICING MODEL (SCAPM)
PADA PASAR MODAL SYARIAH DI INDONESIA
(Studi Kasus Pada Saham-Saham Syariah yang Terdaftar di *Jakarta Islamic Index (JII)*
Periode 1 Januari 2020 – 31 Desember 2021)



INDRIYATI
18106010049
STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

PROGRAM STUDI MATEMATIKA
FAKULTAS SAINS DAN TEKNOLOGI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

2024

PENGUJIAN VALIDITAS EMPIRIS
SHARIA COMPLIANT ASSET PRICING MODEL (SCAPM)
PADA PASAR MODAL SYARIAH DI INDONESIA
(Studi Kasus Pada Saham-Saham Syariah yang Terdaftar di *Jakarta Islamic Index (JII)*
Periode 1 Januari 2020 – 31 Desember 2021)

Skripsi

Untuk memenuhi sebagian persyaratan
mencapai derajat Sarjana S-1
Program Studi Matematika



STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

Diajukan oleh
INDRIYATI
18106010049

Kepada

PROGRAM STUDI MATEMATIKA
FAKULTAS SAINS DAN TEKNOLOGI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

2024



SURAT PERSETUJUAN SKRIPSI/TUGAS AKHIR

Hal : Persetujuan Skripsi / Tugas Akhir

Lamp :

Kepada

Yth. Dekan Fakultas Sains dan Teknologi

UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

di Yogyakarta

Assalamu'alaikum wr. wb.

Setelah membaca, meneliti, memberikan petunjuk dan mengoreksi serta mengadakan perbaikan seperlunya, maka kami selaku pembimbing berpendapat bahwa skripsi Saudara:

Nama : Indriyati

NIM : 18106010049

Judul Skripsi : Pengujian Validitas Empiris *Sharia Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM) Pada Pasar Modal Syariah di Indonesia

sudah dapat diajukan kembali kepada Program Studi Matematika Fakultas Sains dan Teknologi UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Strata Satu dalam Program Studi Matematika.

Dengan ini kami berharap agar skripsi/tugas akhir Saudara tersebut di atas dapat segera dimunaqsyahkan. Atas perhatiannya kami ucapkan terima kasih.

Wassalamu'alaikum wr. wb.

Yogyakarta, 22 Desember 2023

Pembimbing


M. Farhan Qudusallah, S.Si., M.Si.

NIP. 19790922 200801 1 011



PENGESAHAN TUGAS AKHIR

Nomor : B-106/Un.02/DST/PP.00.9/01/2024

Tugas Akhir dengan judul : Pengujian Validitas Empiris Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM) Pada Pasar Modal Syariah di Indonesia (Studi Kasus Pada Saham-Saham Syariah yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) Periode 1 Januari 2020 - 31 Desember 2021)

yang dipersiapkan dan disusun oleh:

Nama : INDRIYATI
Nomor Induk Mahasiswa : 18106010049
Telah diujikan pada : Jumat, 05 Januari 2024
Nilai ujian Tugas Akhir : A-

dinyatakan telah diterima oleh Fakultas Sains dan Teknologi UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta

TIM UJIAN TUGAS AKHIR



Ketua Sidang

Mohammad Farhan Qudratullah, S.Si., M.Si
SIGNED

Valid ID: 65a9e08f0910d



Penguji I

Dr. Muhammad Wakhid Musthofa, S.Si.,
M.Si.
SIGNED

Valid ID: 65a4d4da0bead



Penguji II

Dr. Sugiyanto, S.Si., ST., M.Si.
SIGNED

Valid ID: 65a90eb4f0604



Yogyakarta, 05 Januari 2024
UIN Sunan Kalijaga
Dekan Fakultas Sains dan Teknologi

Prof. Dr. Dra. Hj. Khurul Wardati, M.Si.
SIGNED

Valid ID: 65aa3d0782bc9

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN

Yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Indriyati
NIM : 18106010049
Program Studi : Matematika
Fakultas : Sains dan Teknologi

Dengan ini menyatakan bahwa isi skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar sarjana di suatu Perguruan Tinggi dan sesungguhnya skripsi ini merupakan hasil pekerjaan penulis sendiri sepanjang pengetahuan penulis, bukan duplikasi atau saduran dari karya orang lain kecuali bagian tertentu yang penulis ambil sebagai bahan acuan. Apabila terbukti pernyataan ini tidak benar, sepenuhnya menjadi tanggung jawab penulis.

Yogyakarta, 28 Desember 2023



Indriyati

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

HALAMAN PERSEMBAHAN

Karya sederhana ini penulis persembahkan untuk:

Bapak, Ibu, Adik, Keluarga, dan teman-teman tercinta,

Almamater tercinta,

Program Studi Matematika Fakultas Sains dan Teknologi
Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.



MOTTO

“Don’t be afraid of failure.

If you just do your best, there will be people who acknowledge you.”

~ JR ~

“Deep inside my heart, I trust that I’ll do well.”

~ MH ~

“Karena sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan.”

(QS. Al-Insyirah : 5)



STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

PRAKATA

Assalamu'alaikum Wr.Wb

Alhamdulillah rabbil a'lamin, segala puji bagi Allah tuhan semesta alam atas segala karunia nikmat-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan dengan judul “Pengujian Validitas Empiris Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM) Pada Pasar Modal Syariah Di Indonesia (Studi Kasus Pada Saham-Saham Syariah yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) Periode 1 Januari 2020 - 31 Desember 2021)”. Skripsi ini disusun dalam rangka menyelesaikan tugas akhir untuk mendapatkan gelar strata S-1 Program Studi Matematika, Fakultas Sains dan Teknologi, Universitas Islam Negeri Sunan Kaliaga.

Penulis juga menyadari bahwa dalam proses menyelesaikan skripsi ini tidak terlepas dari hambatan-hambatan. Namun atas doa, bimbingan, kerjasama, bantuan, serta motivasi dari berbagai pihak, akhirnya penulis dapat mengatasi hambatan tersebut. Oleh karena itu, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada:

1. Bapak Pro. Dr. Phil Al Makin, MA., selaku Rektor UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
2. Ibu Dr. Khurul Widati, M.Si., selaku Dekan Fakultas Sains dan Teknologi UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
3. Bapak Muhammad Abrori, S.Si., M.Kom., selaku Ketua Program Studi Matematika UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta sekaligus Dosen Penasihat Akademik yang telah memberikan bimbingan dan arahan akademik selama masa studi.
4. Bapak Mohammad Farhan Qudratullah, S.Si., M.Si., selaku dosen pembimbing skripsi yang telah berjasa dengan sabar dan bersungguh-sungguh membimbing penulis dalam proses penyusunan skripsi ini.
5. Bapak dan Ibu dosen Program Studi Matematika serta staff Fakultas Sains dan Teknologi yang selalu memberikan ilmu dan pelayanan

terbaik selama perkuliahan.

6. Bapak Murdiman dan Ibu Parmiyati selaku orang tua tercinta yang senantiasa memberikan kasih sayang, mendukung dan mendoakan seta menjadi motivasi besar bagi penulis. Saudara tersayang Dwi Indarto yang senantiasa memberikan dukungan dan hiburan selama ini, serta seluruh keluarga.
7. Ambar dan Afa yang selalu menemani, membantu, dan memberikan motivasi kepada penulis dari awal masuk kuliah. Teman-teman seperjuangan, teman-teman satu bimbingan, serta teman-teman mahasiswa Prodi Matematika Angkatan 2018 yang telah berbagi suka, duka dan kebersamaan selama ini,
8. Teman-teman sepermainan dan teman-teman organisasi yang telah memberikan hiburan, semangat, dan motivasinya kepada penulis.
9. Serta seluruh pihak yang ikut andil membantu penulis dalam proses penyusunan skripsi ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Penulis menyadari bahwa masih terdapat banyak kesalahan dan kekurangan dalam penulisan skripsi ini. Oleh karena itu, penulis memohon maaf dan dengan senang hati saya senantiasa menerima kritik dan saran yang bersifat membangun sehingga penelitian ini menjadi lebih baik. Akhir kata, semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi kita semua.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb.

Yogyakarta, Desember 2023

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN.....	iv
HALAMAN PERSEMBAHAN	v
HALAMAN MOTTO	vi
PRAKATA.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
DAFTAR SIMBOL	xv
INTISARI	xvi
ABSTRACT.....	xvii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Batasan Masalah.....	4
1.3. Rumusan Masalah	5
1.4. Tujuan Penelitian.....	5
1.5. Manfaat Penelitian.....	5
1.6. Tinjauan Pustaka	6
1.7. Sistematika Penulisan.....	10
BAB II DASAR TEORI.....	12
2.1. Variabel Random.....	12
2.2. Nilai Ekspektasi (Mean).....	12
2.3. Variansi	13
2.4. Kovarian	14
2.5. Fungsi Linear.....	14
2.6. Investasi.....	15

2.7.	Pasar Modal.....	16
2.7.1.	Pasar Modal Syariah.....	16
2.8.	Saham.....	17
2.8.1.	Saham Biasa.....	18
2.8.2.	Saham Preferen.....	18
2.9.	<i>Jakarta Islamic Index (JII)</i>	18
2.10.	Return Saham.....	20
2.10.1	Return Realisasi.....	21
2.10.2	Return Ekspektasi.....	21
2.11.	Risiko Saham.....	22
2.12.	Teori Portofolio.....	23
2.12.1.	Return Portofolio.....	23
2.12.2.	Risiko Portofolio.....	24
2.13.	Beta.....	24
2.14.	Penilaian Kinerja Portofolio.....	25
2.15.	<i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	26
2.16.	<i>Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)</i>	27
2.17.	Analisis Regresi Linier.....	29
BAB III	METODE PENELITIAN.....	30
3.1.	Jenis dan Sumber Data.....	30
3.2.	Populasi dan Sampel.....	30
3.2.1.	Populasi.....	30
3.2.2.	Sampel.....	31
3.3.	Alat pengolahan Data.....	33
3.4.	Metode Analisis Data.....	33
3.5.	Flowchart.....	36
BAB IV	PEMBAHASAN.....	38
4.1.	<i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	38
4.1.1.	Portofolio Pasar.....	38
4.1.2.	Garis Pasar Modal.....	39
4.1.3.	Garis Pasar Sekuritas.....	41

4.1.4. Penjabaran Model CAPM.....	43
4.2. Pengujian Empiris Terhadap CAPM.....	49
4.3. <i>Two Pass Regression</i>	51
4.3.1. <i>First Pass Regression</i>	51
4.3.2. <i>Second Pass Regression</i>	52
4.4. Uji Hipotesis.....	52
4.5. <i>Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)</i>	53
BAB V STUDI KASUS	57
5.1. Pemilihan Sampel	57
5.2. Statistika Deskriptif	59
5.3. Return Pasar	61
5.4. Perhitungan Risiko Sistematis Beta (<i>First pass regression</i>).....	61
5.5. Perhitungan Inflasi dan Risk Premium.....	63
5.6. <i>Second Pass Regression</i>	64
5.7. Pembentukan Portofolio	68
5.8. Regresi Portofolio	75
BAB VI PENUTUP	80
6.1. Kesimpulan.....	80
6.2. Saran	82
DAFTAR PUSTAKA	83
LAMPIRAN	86

DAFTAR TABEL

1.1	Kajian Pustaka	9
3.1	Populasi Perusahaan Pada Saham JII Periode Januari 2020-Desember 2021	131
3.2	Daftar Penentuan Perusahaan Sampel.....	32
3.3	Daftar Sampel Perusahaan yang Terdaftar dalam JII selama Periode Januari 2020 – Desember 2021	32
5.1	Daftar Sampel Perusahaan yang Terdaftar dalam JII selama Periode Januari 2020 – Desember 2021	58
5.2	Statistik Deskriptif Return Saham JII selama periode Januari 2020 – Desember 2021.....	59
5.3	Hasil Output <i>First Pass Regression</i>	62
5.4	Hasil Output <i>Second Pass Regression</i>	65
5.5	Model Summary <i>Second Pass Regression</i>	65
5.6	Pembentukan Portofolio Saham Berdasarkan Beta.....	69
5.7	Pembentukan Portofolio Saham Berdasarkan Return	70
5.8	Pembentukan Portofolio Saham Berdasarkan Standar Deviasi	71
5.9	Pembentukan Portofolio Saham Berdasarkan Kapitalisasi Pasar	73
5.10	Pembentukan Portofolio Saham Berdasarkan Indeks Sharpe	74
5.11	Portofolio Saham.....	75
5.12	Hasil Output <i>Second Pass Regression</i> Analisis Portofolio	77
5.13	Model Summary <i>Second Pass Regression</i> Analisis Portofolio.....	77

DAFTAR GAMBAR

Gambar 4.1 <i>Efficient set</i> dan portofolio pasar.....	39
Gambar 4.2 Garis pasar modal.....	39
Gambar 4.3 Garis Pasar sekuritas	42
Gambar 5.1 Grafik return pasar periode 2020-2021	61
Gambar 5.2 Grafik tingkat inflasi Indonesia periode 2020-2021	64



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar saham yang masuk dalam JII pada setiap periode.....	86
Lampiran 2 Input & Output Menghitung Return Saham	87
Lampiran 3 Tabel Return Harian Masing-Masing Sampel Saham	88
Lampiran 4 Input & Output Mencari Mean dan Standar Deviasi Setiap Saham.	108
Lampiran 5 Input dan Output Menghitung Return Pasar.....	110
Lampiran 6 Input dan Output First Pass Regression.....	113
Lampiran 7 Data Inflasi Indonesia Periode 2020 – 2021.....	123
Lampiran 8 Input & Output Second Pass Regression.....	124
Lampiran 9 Input & Output Second Pass Regression Portofolio.....	124
Lampiran 10 Perhitungan Model 4.18	124

DAFTAR SIMBOL

β : Risiko sistematis

ε : Error

σ^2 : Variansi

σ : Standar deviasi

γ_0 : Intercept

γ_1 : Slope

ω : Bobot saham

$E(R_i)$: Return ekspektasi saham ke-i

$E(R_M)$: Return ekspektasi pasar

$E(R_p)$: Return ekspektasi portofolio

I : Investasi

R_f : Return bebas risiko

R_M : Return pasar

SR : Indeks sharpe

X : Variabel dependen

Y : Variabel independen

INTISARI

PENGUJIAN VALIDITAS EMPIRIS

SHARIA COMPLIANT ASSET PRICING MODEL (SCAPM)

PADA PASAR MODAL SYARIAH DI INDONESIA

(Studi Kasus Pada Saham-Saham Syariah yang Terdaftar di *Jakarta Islamic Index*

(JII) Periode 1 Januari 2020 – 31 Desember 2021)

Oleh

INDRIYATI

18106010049

Penelitian ini dilakukan untuk menguji validitas empiris *Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)* dalam menilai return dan risiko pada saham-saham di pasar modal syariah Indonesia. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham-saham yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index (JII)* Periode 1 Januari 2020 sampai 31 Desember 2021. Pengujian dilakukan dengan metode *two pass regression*, yang terdiri dari regresi *time series* pada tahap pertama dan regresi *cross sectional* pada tahap kedua, diikuti oleh uji t-test dari *intercept* dan *slope*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa model SCAPM tidak valid digunakan pada saham-saham syariah yang terdaftar pada indeks JII selama periode pengamatan. Penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan linear antara risiko sistematis beta dengan return ekspektasi. Namun analisis model SCAPM pada penelitian ini tidak konsisten dan tidak dapat menemukan bukti sepenuhnya untuk mendukung model SCAPM.

Kata kunci: SCAPM, JII, *Two pass regression*, *Time series*, *Cross sectional*,
Return, Risiko, Beta

ABSTRACT

AN EMPIRICAL TEST OF VALIDITY OF THE SHARIA COMPLIANT ASSET PRICING MODEL (SCAPM) ON THE ISLAMIC CAPITAL MARKET IN INDONESIA

(Case Study on The Sharia Stocks Listed on Jakarta Islamic Index (JII) during
1 January 2020 to 31 December 2021)

By

INDRIYATI

18106010049

This research was conducted to test the empirical validity of the Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM) in assessing returns and risks on stocks in the Indonesian Islamic capital market. The sample used in this study were stocks listed on the Jakarta Islamic Index (JII) for the period 1 January 2020 to 31 December 2021. The test was carried out using the two pass regression method, which consists of time series regression for the first stage and cross sectional regression for the second stage, followed by a t-test of the intercept and slope. The results show that the SCAPM model is inaccurate because one of the CAPM assumptions is unfulfilled where the beta has no significant effect on the expected returns. This results show that the SCAPM model is not valid for sharia stocks listed on the JII index during the observation period. This study show that there is a linear relationship between the systematic risk and the expected return. However the analysis of SCAPM in this study is inconsistent and could not find complete support of the SCAPM model.

Key words: SCAPM, JII, Two pass regression, Time series, Cross sectional, Return, Risk, Beta

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Investasi merupakan aktivitas manajemen pengelolaan aset yang berupa uang dan/atau barang dengan harapan dapat memberikan manfaat atau keuntungan lebih dimasa yang akan datang. Dalam Islam, mengajarkan bahwa dengan berinvestasi aset yang dimiliki seseorang menjadi produktif dan bermanfaat bagi diri sendiri dan orang lain. Investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan karena kegiatan ini dapat mendorong pertumbuhan ekonomi serta mencegah penimbunan aset yang menganggur. Perintah anjuran untuk berinvestasi ini sesuai dengan firman Allah SWT sebagaimana tertuang dalam ayat Al-Quran yang memiliki arti *“Harta rampasan fai’ yang diberikan Allah kepada Rasul-Nya (yang berasal) dari penduduk beberapa negeri, adalah untuk Allah, Rasul, kerabat (Rasul), anak-anak yatim, orang-orang miskin dan untuk orang-orang yang dalam peralanan, agar harta itu jangan hanya beredar diantara orang-orang kaya saja diantara kamu. Apa yang diberikan Rasul kepadamu maka terimalah. Dan apa yang dilarangnya bagimu maka tinggalkanlah. Dan bertakwalah kepada Allah. Sungguh Allah sangat keras hukuman-Nya”* (QS. Al-Hasyr: 7).

Dalam melakukan kegiatan investasi, terdapat dua hal penting yang harus diperhatikan yaitu return atau keuntungan dan risiko. Berdasarkan pendapat Fahmi dan Hadi (2009) hubungan antara return dan risiko adalah linear. Arti dari hubungan yang linear tersebut adalah semakin tinggi keuntungan atau return yang diharapkan,

maka semakin tinggi pula risiko yang harus ditanggung, dan begitu juga dengan sebaliknya. Sedangkan pada dasarnya dalam kegiatan investasi, seorang investor memiliki harapan untuk memperoleh return yang setinggi-tingginya dengan tingkat risiko seminimal mungkin. Oleh karena itu diperlukannya suatu alat yang dapat membantu mengarahkan para investor pada suatu investasi saham dengan tingkat pengembalian (return) dan risiko sebagai indikator. Hal tersebut dapat dilakukan dengan cara membentuk portofolio yang berisi sejumlah aktiva dengan tujuan dapat meminimalisir risiko tanpa harus mengurangi tingkat keuntungan atau return yang diperoleh.

Portofolio adalah serangkaian kombinasi aktiva yang diinvestasikan dan dipegang oleh pemilik modal perorangan atau lembaga. Teori portofolio digunakan sebagai alat yang membantu investor dalam mengambil keputusan investasi saham pada situasi yang tidak pasti dengan tujuan mengurangi risiko. Konsep dari teori portofolio pertama kali diperkenalkan oleh Markowitz pada tahun 1952. Semenjak penemuan teori tersebut, banyak peneliti di bidang keuangan dan investasi semakin berusaha untuk mencari keterkaitan antara return ekspektasi saham atau portofolio investasi dengan risiko dari aset tersebut. Salah satu bentuk model keseimbangan harga pasar modal yang mengaitkan hubungan antara resiko dan return yang dikenal dengan model CAPM (*Capital Aset Pricing Model*).

Model CAPM merupakan suatu model keseimbangan yang menunjukkan hubungan tingkat return saham dengan aset berisiko pada kondisi equilibrium, dimana tingkat keuntungan yang diharapkan akan dipengaruhi oleh risikonya. Hal yang menarik dari CAPM adalah karena dapat menawarkan sebuah prediksi yang kuat dan intuitif dalam mengukur risiko sekuritas. Selain itu juga, model CAPM paling umum digunakan karena proses penerapannya yang sederhana dan mudah.

Pada model CAPM dijelaskan bahwa return merupakan suatu fungsi linear dari return bebas risiko ditambah dengan beta yang dikalikan dengan *risk premium*. Komponen return bebas risiko inilah yang menjadi kendala bagi investor muslim untuk mengaplikasikan model CAPM. Menurut Hanif (2011), model CAPM tidak sesuai dengan perekonomian islam karena komponen R_f didalamnya mengandung unsur riba (bunga) yang dilarang dalam ajaran Islam. Larangan ini banyak dibahas dalam Al-Quran, salah satunya ialah dalil yang memiliki arti "*Wahai orang-orang beriman! Bertakwalah pada Allah dan tinggalkan sisa riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman. Jika kamu tidak melaksanakannya, maka umumkanlah perang dari Allah dan Rosul-Nya. Tetapi jika kamu bertaubat maka kamu berhak atas pokok hartamu. Kamu tidak berbuat zalim (merugikan) serta tidak dizalimi (dirugikan)*" (QS. Al-Baqarah: 2:278-279). Dari ayat tersebut telah dijelaskan secara tegas larangan riba (bunga), oleh karena itu muslim tidak dapat menggunakan model CAPM untuk menghitung nilai return ekspektasi saham.

Larangan riba mendorong para peneliti untuk mencoba mengembangkan model CAPM supaya sesuai dengan konsep syariah. Tomkins dan Karim (1987) dalam penelitiannya mengubah model CAPM dengan menghapus variabel return bebas risiko yang kemudian dikenal sebagai *zero risk free rate*. Sementara itu, pada tahun yang sama, Askher mengganti penggunaan return bebas risiko dengan biaya zakat. Sedangkan Sheikh (2010) menggunakan Produk Domestik Bruto (PDB) dan Hanif (2011) menggunakan tingkat inflasi sebagai pengganti R_f . Pengembangan model CAPM dengan konsep syariah ini sering disebut sebagai *Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)*.

Seiring berjalannya waktu, perkembangan model SCAPM menjadi semakin pesat dan muncul beragam faktor yang digunakan untuk menggantikan komponen

R_f , yaitu diantaranya dengan menggunakan sukuk dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS). Selain itu juga semakin banyak investor, terutama para investor muslim yang menerapkan model SCAPM ini untuk mengestimasi nilai return dan risiko saham. Namun hingga saat ini masih sedikit atau bahkan belum ditemukan penelitian yang membahas tentang validitas model SCAPM, terutama apabila diterapkan di pasar modal Indonesia. Sebelumnya, telah ada beberapa peneliti yang menguji validitas model CAPM yang menjadi dasar pembentukan SCAPM, seperti Susanti dan Meifiandi (2006), Hendrawan (2010), Darma (2017) dan Sari (2017). Dari keempat penelitian tersebut diperoleh hasil yang menyatakan bahwa model CAPM yang menjadi dasar pengembangan SCAPM tidak valid digunakan di pasar modal Indonesia.

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian terkait pengujian model SCAPM dengan menggunakan objek penelitian saham syariah yang tergabung dalam JII. Dengan demikian, penelitian ini akan membahas tentang “Pengujian Validitas Empiris *Sharia Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM) di Pasar Modal Syariah Indonesia”. Hasil dari penelitian ini bertujuan untuk membuktikan apakah model SCAPM secara empiris terbukti valid digunakan khususnya pada saham-saham syariah kelompok JII.

1.2. Batasan Masalah

Mengingat masalah yang tercakup dalam penelitian ini sangat luas, maka penulis membatasinya sebagai berikut :

1. Model yang diuji validitasnya dalam penelitian ini adalah *Sharia Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM).
2. Penelitian ini dilakukan pada saham-saham yang tergabung dalam *Jakarta*

Islamic Index (JII).

3. Penelitian ini dilakukan pada saham-saham JII periode 1 Januari 2020 sampai 31 Desember 2021.

1.3. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka dirumuskan masalah yang akan dikaji dalam skripsi ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana proses pengujian validitas model *Sharia Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM)?
2. Bagaimana validitas model *Sharia Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM) terhadap saham Syariah di Indonesia?

1.4. Tujuan Penelitian

Berdasarkan masalah yang telah dirumuskan, maka dapat diketahui tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini. Adapun tujuan dari diadakannya penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui bagaimana proses pengujian validitas *Sharia Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM).
2. Untuk mengetahui bagaimana validitas *Sharia Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM) terhadap saham Syariah di Indonesia.

1.5. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat untuk berbagai pihak, diantaranya adalah sebagai berikut:

1. Bagi Peneliti

Penelitian ini disusun sebagai salah satu syarat kelulusan dan mendapatkan gelar sarjana strata satu (S1). Selain itu, melalui penelitian ini, diharapkan peneliti mampu mengaplikasikan dan mengembangkan ilmu yang telah dipelajari selama perkuliahan khususnya dalam hal Validasi Model SCAPM di Pasar Modal Syariah di Indonesia.

2. Bagi Akademik

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan sedikit masukan dan informasi yang diharapkan mampu memberikan manfaat baik dalam bidang akademik maupun dalam bidang praktisi.

3. Bagi Investor

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai referensi atau bahan pertimbangan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi yang optimal, khususnya untuk saham-saham yang tergabung dalam pasar modal syariah di Indonesia.

4. Bagi Peneliti Selanjutnya

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi maupun bahan masukan untuk peneliti selanjutnya yang akan melakukan penelitian sejenis.

1.6. Tinjauan Pustaka

Penelitian ini tentang Pengujian Validitas Empiris *Sharia Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM) menggunakan studi literatur berupa buku, jurnal, atau hasil penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan penelitian, diantaranya sebagai berikut:

1. Jurnal yang ditulis oleh Leni Susanti dan Yuri Meifiandi (2006) berjudul "Pengujian *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* di Bursa Efek Jakarta dengan Menggunakan *Two-Pass Regression*". Jurnal tersebut membahas mengenai pengujian model CAPM yang diterapkan pada saham yang terdaftar di BEJ. Pengujian dilakukan dengan menggunakan metode *two pass regresssion* yang dikembangkan oleh Lintner. Hasil dari penelitian mengindikasikan bahwa CAPM tidak berlaku di BEJ untuk periode yang diteliti.
2. Jurnal karya Bambang Hendrawan (2010) berjudul "Pengujian *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* secara Empiris terhadap Kelompok Saham Kompas 100 (K-100)". Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah model CAPM konsisten diterapkan di kelompok saham K-100 dengan menggunakan metode *two pass regression*. Dari hasil penelitian diperoleh kesimpulan bahwa model CAPM tidak berlaku di Pasar Modal Indonesia.
3. Jurnal karya Angga Adityawarman Ramdhani dan Thea H. Rahardjo (2011) yang berjudul "Pengujian Validitas Capm Berorientasi Konsumsi (CCAPM) di Bursa Efek Indonesia (BEI)". Jurnal ini meneliti tentang hubungan return ekspektasi saham dengan beta konsumsinya dan validitas Model CAPM yang berorientasi konsumsi (CCAPM) di BEI. Metode yang digunakan adalah *two pass regression*.
4. Jurnal yang ditulis oleh Yuki Dwi Darma (2017) dengan judul "Pengujian Empiris Terhadap Kekuatan Model CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) Dalam Memprediksi Retun Portofolio Saham Yang Tergabung Pada Indeks LQ45 Periode 2013 Sampai 2016". Jurnal ini membahas tentang pengujian

model CAPM dalam memprediksi return saham-saham dalam indeks LQ45. Pengujian dilakukan dengan metode *two pass regression*. Hasil penelitian ini menemukan bahwa CAPM kurang bekerja dengan baik dalam memprediksi harga saham di pasar modal Indonesia.

5. Jurnal karya Hazny, Hasim, dan Yusof (2017) yang berjudul "*Mathematical Modelling of a Shariah-compliant Capital Asset Pricing Model*" model ini membahas tentang perumusan model SCAPM dengan inflasi dan pengujian validitasnya. Penelitian ini dilakukan pada saham-saham yang terdaftar dalam Bursa Malaysia dengan metode *two pass regression*. Hasil dari penelitian menyimpulkan bahwa model SCAPM valid digunakan pada saham-saham di Bursa Malaysia.
6. Jurnal dari Cindy Mela Kurnia Sari (2017) yang berjudul "*Pengujian Capital Asset Pricing Model (CAPM) dalam Menilai Risiko & Return Saham Jakarta Islamic Index (JII) dengan Two Pass Regression*". Tujuan penelitian ini untuk menguji validitas CAPM dalam menilai risiko dan return saham JII periode 2014 sampai 2016. Penelitian ini menggunakan metode *two pass regression*. Hasil dari uji empiris yang dilakukan menjelaskan bahwa CAPM tidak akurat dalam menilai return dan risiko.

Tabel 1.1 Kajian Pustaka

Nama Peneliti	Judul	Model	Metode	Objek
Susanti dan Meifiandi (2006)	Pengujian <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM) di Bursa Efek Jakarta dengan Menggunakan <i>Two-Pass Regression Model</i>	CAPM	<i>Two-pass regression</i>	BEJ
Bambang Hendrawan (2010)	Pengujian <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM) secara Empiris terhadap Kelompok Saham Kompas 100 (K-100)	CAPM	<i>Two-pass regression</i>	K-100
Ramdhani dan Rahardjo (2011)	Pengujian Validitas Berorientasi (CCAPM) Di Bursa Efek Indonesia (BEI)	CAPM CCAPM	<i>Two-pass regression</i>	BEI
Yuki Darma (2017)	Pengujian Empiris Terhadap Kekuatan Model <i>Capital Assets Pricing Model</i> (CAPM) Dalam Memprediksi Retun Portofolio Saham Yang Tergabung Pada Indeks LQ45 Periode 2013 Sampai 2016	CAPM	<i>Two-pass regression</i>	LQ45

Hazny (2017)	dkk	<i>Mathematical Modelling of a Shariah-compliant Capital Asset Pricing Model</i>	SCAPM	<i>Two-pass regression</i>	Bursa Malaysia
Cindy Kurnia (2018)	Mela Sari	Pengujian <i>Pricing Model</i> Dalam Menilai Risiko dan Return Saham Jakarta Islamic Index (JII) Dengan <i>Two Pass Regression</i>	CAPM	<i>Two-pass regression</i>	JII
Indriyati (2022)		Pengujian Validitas Empiris SCAPM <i>Sharia Compliant Asset Pricing Model</i> (SCAPM) di Pasar Modal Syariah Indonesia	SCAPM	<i>Two-pass regression</i>	JII

1.7. Sistematika Penulisan

Bagian sistematika penulisan berisi tentang paparan yang dapat menjelaskan garis-garis besar dari setiap bab untuk mempermudah pemahaman dalam penelitian ini. Sistematika dalam penelitian ini terdiri dari:

1. Bagian Awal

Bagian awal mencakup halaman luar, halaman judul, halaman pengesahan, prakata, daftar isi, daftar tabel, daftar gambar, daftar lampiran, arti lambang dan singkatan, intisari (dalam bahasa Indonesia) serta *abstract* (dalam bahasa Inggris).

2. Bagian Utama

BAB I PENDAHULUAN

Pada bab ini membahas tentang pendahuluan dari tema penelitian yang akan diangkat yaitu meliputi latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, tinjauan pustaka, dan sistematika penulisan.

BAB II LANDASAN TEORI

Bab ini memuat dasar-dasar teori maupun teori pendukung yang digunakan dalam penelitian ini.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini menelaskan mengenai proses yang dilakukan dalam penelitian yang terdiri dari jenis dan sumber data, populasi dan sampel, alat pengolahan data, metode analisis data, dan *flowchart*.

BAB IV PEMBAHASAN

Pada bab ini akan dibahas secara lebih terperinci mengenai teori-teori yang digunakan dalam penelitian. BAB V STUDI KASUS

Bab ini merupakan bagian yang berisi tentang pengujian sampel data dengan metode penelitian yang ditentukan beserta analisis dan interpretasinya.

BAB IV PENUTUP

Bab ini terdiri atas kesimpulan yang diperoleh dari penelitian yang dilakukan serta saran-saran dari penulis untuk penelitian lebih lanjut.

3. Bagian Akhir

Bagian ini merupakan bagian akhir dari skripsi yang memuat daftar pustaka dan lampiran-lampiran penelitian.

BAB VI

PENUTUP

Pada bab ini akan diberikan kesimpulan dan saran-saran yang dapat diambil berdasarkan materi-materi yang telah dibahas pada bab-bab sebelumnya.

6.1. Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat diambil penulis setelah menyelesaikan pembuatan skripsi ini adalah sebagai berikut.

1. Pengujian validitas *Sharia Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)* pada Pasar Modal Syariah Indonesia dapat dilakukan dengan *two pass regression*. Pengujian tahap pertama yaitu regresi time series dengan data return harian masing-masing saham sebagai variabel endogen (Y) dan return harian pasar sebagai variabel eksogen (X). Dalam pengujian ini akan diperoleh output berupa nilai beta. Kemudian dilanjutkan dengan pengujian *cross sectional regression* dimana variabel endogen (Y) berupa return ekspektasi dan variabel eksogen (X) berupa beta saham hasil pengujian regresi sebelumnya dan akan menghasilkan koefisien parameter *intercept* dan *slope*. Koefisien parameter ini yang akan diuji hipotesis dan analisis berdasarkan asumsi-asumsi model SCAPM untuk menentukan kevalidan model.
2. Pengujian *Two Pass Regression* terhadap 19 saham individu JII menunjukkan bahwa secara uji statistik dua asumsi CAPM terpenuhi. Secara pengujian statistik dengan tingkat kepercayaan sebesar 95% menunjukkan bahwa tidak

ada perbedaan yang signifikan antara *intercept* hasil pengujian dengan inflasi, serta koefisien *slope* sama dengan nilai premi risiko. Namun terdapat perbedaan nilai *intercept* dan *slope* yang diperoleh dari hasil pengujian *cross sectional regression* dengan hasil perhitungan teoritis. Selain itu meskipun nilai koefisien beta hasil pengujian menyatakan nilai positif, namun uji statistik menunjukkan bahwa β tidak signifikan berpengaruh terhadap return ekspektasi. Jadi, model SCAPM tidak valid digunakan untuk saham-saham syariah di Indonesia khususnya JII.

3. Pengujian *Two Pass Regession* terhadap portofolio saham JII menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara risiko sistematis β dan return ekspektasi portofolio, namun gagal untuk memenuhi dua asumsi pengujian CAPM. Berdasarkan pengujian statistik dengan tingkat kepercayaan sebesar 95% menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara koefisien *slope* dengan nilai inflasi. Begitu pula halnya dengan asumsi kedua yang menunjukkan bahwa koefisien *slope* tidak sama dengan premi risiko. Jadi hasil menunjukkan bahwa model SCAPM tidak valid digunakan di pasar saham syariah Indonesia khususnya JII. Hal ini dapat disebabkan oleh beberapa faktor baik yang berasal dari data pengamatan maupun faktor-faktor ekonomi lain yang ada di Indonesia.

6.2. Saran

Setelah membahas dan mengimplementasikan pengujian validitas SCAPM di pasar modal syariah Indonesia, penulis ingin menyampaikan beberapa saran sebagai berikut.

1. Untuk penelitian selanjutnya hendaknya dapat menggunakan sampel saham maupun periode waktu penelitian yang berbeda dan lebih panjang sehingga dapat dilihat bagaimana kondisi dan perkembangan pasar modal khususnya untuk saham syariah di Indonesia.
2. Bagi peneliti selanjutnya dapat untuk mencoba melakukan penelitian dengan menggunakan metode lain yang berbeda dari penelitian ini sehingga dapat memberikan perbandingan yang lebih baik dari hasil penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Qur'an dan terjemahan. Kementerian Agama Republik Indonesia. 2017.
- Benninga, S. 2014. *Financial Modeling*. MIT press.
- Black, F, Jensen, M.C, dan Scholes. M. 1972. *The Capital Asset Pricing Model : Some Empirical Test*.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. 2014. *Investments*. McGraw Hill.
- Budiantara, M. 2012. Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Nilai Kurs, Dan Inflasi Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005- 2010. *Jurnal Sosiohumaniora*, 3(3).
- Darma, Y. 2017. Pengujian Empiris Terhadap Kekuatan Model CAPM (Capital Assets Pricing Model) Dalam Memprediksi Retun Portofolio Saham Yang Tergabung Pada Indeks LQ45 Periode 2013 Sampai 2016. *Jurnal Akuntansi Bisnis Pelita Bangsa*, 2(01), 43-62.
- Dumairy. 2012. *Matematika Terapan untuk Bisnis dan Ekonomi*. Yogyakarta: BPEF-Yogyakarta.
- Fabozzi, Frank J. 2008. *Managemen Investasi*. Buku dua. Jakata: Salemba Empat.
- Fahmi, I., & Hadi, Y. L. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi: Teori dan Soal Jawab*. Bandung: Alfabeta.
- Fama, Eugene F dan Kenneth R French. 2006. The Value Premium and the CAPM. *Journal of Finance*, 61(5), 2163-2185.
- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. 1973. Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of political economy*, 81(3), 607-636.
- Hanif, M. 2011. Risk And Return Under Shari'a Framework: An Attempt To Develop Shari'a Compliant Asset Pricing Model (SCAPM). *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 5(2), 283-292.
- Hazny, M.H., Hasim, H.M., & Yusof, A.Y. 2017. Mathematical Modelling of a Shariah-compliant Capital Asset Pricing Model. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*.
- Hendrawan, Bambang. 2010. Pengujian Capital Asset Pricing Model

- (CAPM) secara Empiris terhadap Kelompok Saham Kompas 100 (K-100). *Jurnal Nasional*, 2 (1):10- 17.
- Hidayat, Taufik. 2011. *Buku Pintar Investasi Syariah*. Jakarta: Media Kita.
- Hines , W., & Montgomery, D. 1990. *Probabilitas dan Statistik dalam Ilmu Rekayasa dan Manajemen*. Jakarta: UI-PRESS.
- Husnan, Suad. 2009. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta:UPP STIM YKPN.
- Irwan, A. 2018. *Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kompas Gramedia.
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Marliana, R. R. 2016. Probabilitas dan Statistika.
- Nathania, C., Siswono, G. O., & Syaiudin, W. H. 2023. Penilaian CAPM Menggunakan Metode Two Pass Regression dan Teknik Rolling Window Regression (Studi Kasus pada Saham Bursa Eek Indonesia Periode 2017-2021). *Jurnal Sains dan Seni ITS*, 12(1), D22-D29.
- Nyangara, M., Nyangara, D., Ndlovu, G., & Tyavambiza, T. 2016. An empirical test of the validity of the capital asset pricing model on the Zimbabwe Stock Exchange. *International journal of economics and financial issues*, 6(2), 365-379.
- O'Neill, M. 2021. *The validity of the Capital Asset Pricing Model, in the Modern Irish Market*. Doctoral dissertation, Dublin, National College of Ireland.
- Quadratullah, M. F. 2017. Developing Analysis Method of Optimum Portfolio with Value at Risk–Sharia'Complian Asset Pricing Model (VaR-SCAPM) Approach. *Kaunia: Integration and Interconnection Islam and Science*, 13(1), 19-24.
- Rahardjo, T. H. Pengujian Validitas CAPM Berorientasi Konsumsi (CCAPM) di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- Rochmah, K. 2020. Sharia Capital Asset Pricing Model (SCPAM) Dalam Instrumen Keuangan Islam. *JABE (Jurnal Akuntansi, Bisnis dan Ekonomi)*, 8(02), 18-32.
- Sadaf, R., & Andleeb, S. 2014. Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM). *Journal of Islamic Banking and Finance*, 2(1), 187-195.

- Sari, C. M. K., & Ryandono, N. H. 2018. Pengujian Capital Asset Pricing Model (CAPM) Dalam Menilai Risiko Dan Return Saham Jakarta Islamic Index (JII) Dengan Two Pass Regression. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 5(9), 775-790.
- Setiawan, A. 2015. Pengantar Teori Probabilitas. *Salatiga: Tisara Grafika*.
- Sharpe, William ., & et al. 2005. *Investasi*. Jakarta: Indeks.
- Shook, R. J., & Sembel, R. 2002. *Wall Street dictionary: kamus lengkap keuangan Wall Street*. Penerbit Erlangga.
- Subanar. (2013). *Statistika Matematika*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Sugiyono, P. D. 2013. *Metode Penelitian Manajemen*. Bandung: Alfabeta, CV.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Supandi, Epha Diana. 2017. *Handout Pengantar Statistika Keuangan*.
- Susanti, Leni dan Yuri Meifiandi. 2006. Pengujian Capital Asset Pricing Model (CAPM) di Bursa Efek Jakarta dengan Menggunakan Two-Pass Regression Model. *Jurnal Online*.
- Suyono. 2015. *Analisis Regresi untuk Penelitian*. Yogyakarta: Deepublish.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Verzani, J. 2011. *Getting started with RStudio*. " O'Reilly Media, Inc."
- Widyaningsih, Y. P.N. Analysis of Capital Asset Pricing Model According to Shariah Principle: Indonesia Evidence. *Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 3(03).
- Wu, M., Imran, M., Feng, Y., Zhang, L., & Abbas, M. 2017. Review and validity of capital asset pricing model: evidence from Pakistan stock exchange. *International Research in Economics and Finance*, 1(1), 21.
- www.bi.go.id diakses pada tanggal 8 April 2022.
- www.idx.co.id diakses pada tanggal 8 April 2022.
- www.yahoofinance.com diakses pada tanggal 23 April 2022.