

**SPEKULASI: MODEL MATEMATIKA, IMPLEMENTASI,
DAN DAMPAKNYA PADA KINERJA SAHAM SYARIAH
DI INDONESIA**



oleh:

MOHAMMAD FARHAN QUDRATULLAH
NIM. 22300011019

DISERTASI

STATE ISLAMIC UNIVERSITY

Diajukan kepada Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
untuk Memenuhi Salah Satu Syarat guna Memperoleh
Gelar Doktor Studi Islam

YOGYAKARTA

2026

PERNYATAAN KEASLIAN DAN BEBAS DARI PLAGIARISME

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Mohammad Farhan Qudratullah
NIM : 22300011019
Program Studi : Doktor (S3)/Studi Islam
Konsentrasi : Ekonomi Islam

menyatakan bahwa naskah disertasi ini secara keseluruhan adalah hasil penelitian/karya saya sendiri, kecuali pada bagian-bagian yang dirujuk sumbernya, dan bebas dari plagiarisme. Jika dikemudian hari terbukti bukan karya sendiri atau melakukan plagiarisme, maka saya siap ditindak sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Yogyakarta, September 2025

Saya yang menyatakan,



Mohammad Farhan Qudratullah
NIM: 22300011019

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
PASCASARJANA

Jl. Marsda Adisucipto, Yogyakarta, 55281 Telp. (0274) 519709, Faks. (0274) 557978
email: pps@uin-suka.ac.id, website: <http://pps.uin-suka.ac.id>

PENGESAHAN

Judul Disertasi : Spekulasi: Model Matematika, Implementasi, dan Dampaknya
Pada Kinerja Saham Syariah di Indonesia
Ditulis oleh : Mohammad Farhan Qudratullah
NIM : 22300011019
Program/Prodi. : Doktor (S3) / Studi Islam
Konsentrasi : Ekonomi Islam

Telah dapat diterima

**Sebagai salah satu syarat guna memperoleh gelar Doktor (Dr.)
Dalam Bidang Studi Islam**

Yogyakarta, 20 Januari 2026

An. Rektor
Ketua Sidang,



Prof. Dr. Moch. Nur Ichwan, S.Ag., M.A.
NIP. 197010242001121001

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
PASCASARJANA

Jl. Marsda Adisucipto, Yogyakarta, 55281 Telp. (0274) 519709, Faks. (0274) 557978
email: pps@uin-suka.ac.id, website: <http://pps.uin-suka.ac.id>

YUDISIUM

BISMILLĀHIRRAHMĀNIRRAHĪM

DENGAN MEMPERTIMBANGKAN JAWABAN PROMOVEDUS/
PROMOVENDA ATAS PERTANYAAN DAN KEBERATAN PARA
PENILAI DALAM UJIAN TERTUTUP PADA TANGGAL 11 Juni
2025, DAN SETELAH MENDENGAR JAWABAN
PROMOVENDUS/PROMOVENDA ATAS PERTANYAAN DAN
SANGGAHAN PARA PENGUJI DALAM SIDANG UJIAN TERBUKA,
MAKA KAMI MENYATAKAN, PROMOVEDUS/PROMOVENDA
MOHAMMAD FARHAN QUDRATULLAH, NOMOR INDUK:
22300011019 LAHIR DI **BIMA** TANGGAL **22 SEPTEMBER 1979**,

LULUS DENGAN PREDIKAT :

PUJIAN (CUM LAUDE)/SANGAT MEMUASKAN/MEMUASKAN**

KEPADA SAUDARA DIBERIKAN GELAR DOKTOR **STUDI ISLAM**
KONSENTRASI EKONOMI ISLAM DENGAN SEGALA HAK DAN
KEWAJIBAN YANG MELEKAT ATAS GELAR TERSEBUT.

***SAUDARA MERUPAKAN DOKTOR PADA PASCASARJANA UIN SUNAN
KALIJAGA YOYAKARTA KE-1060**

YOGYAKARTA, 20 JANUARI 2026

An. REKTOR /
KETUA SIDANG



Prof. Dr. Moch. Nur Ichwan, S.Ag., M.A.
NIP. 197010242001121001

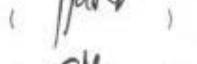
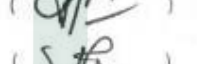
**** CORET YANG TIDAK DIPERLUKAN**



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
PASCASARJANA

Jl. Marsda Adisucipto, Yogyakarta, 55281 Telp. (0274) 516709, Faks. (0274) 557976
email: pps@uin-suka.ac.id, website: <http://pps.uin-suka.ac.id>.

**DAFTAR HADIR DEWAN PENGUJI
UJIAN TERBUKA PROMOSI DOKTOR**

Nama Promovendus	:	Mohammad Farhan Qudratullah	()
NIM	:	22300011019	
Judul Disertasi	:	Spekulasi: Model Matematika, Implementasi, dan Dampaknya Pada Kinerja Saham Syariah di Indonesia	
Ketua Sidang	:	Prof. Dr. Moch. Nur Ichwan, S.Ag., M.A.	()
Sekretaris Sidang	:	Dr. Munirul Ikhwan, Lc., M.A.	()
Anggota	:	1. Prof. Dr. H. Syafiq Mahmadah Hanafi, M.Ag. (Promotor/Penguji)	()
		2. Dr. Sunaryati, SE., M.Si. (Promotor/Penguji)	()
		3. Dr. H. Slamet Haryono, SE, M.Si (Penguji)	()
		4. Dr. Moh Mufid (Penguji)	()
		5. Dr. Abdul Qoyyum, SEI., M.Sc.Fin (Penguji)	()
		6. Danang Teguh Qoyyimi, M.Sc., Ph.D (Penguji)	()

Di Ujikan Di Yogyakarta Pada Hari Selasa Tanggal 20 Januari 2026

Tempat : Aula Lt. 1 Gd. Pascasajana UIN Sunan Kalijaga
Waktu : Pukul 10.00 WIB. S.d. Selesai
Hasil / Nilai (IPK) : 3,37
Predikat Kelulusan : Pujian (Cumlaude)/ Sangat Memuaskan/ Memuaskan



Sekretaris Sidang,

Dr. Munirul Ikhwan, Lc., M.A.

NIP: 19840620201811001



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
PASCASARJANA

Jl. Marsda Adisucipto, Yogyakarta, 55281, Tel. & Faks, (0274) 557978
email: pps@uin-suka.ac.id, website: <http://pps.uin-suka.ac.id>

PENGESAHAN PROMOTOR

Promotor :

Prof. Dr. H. Syafiq Mahmadah Hanafi, S.Ag., M.Ag. ()

Promotor :

Dr. Sunaryati, SE., M.Si. ()

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

NOTA DINAS

Kepada Yth.,
Direktur Pascasarjana
UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta

Assalamu'alaikum wr.wb.

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan bimbingan, arahan,
dan koreksi terhadap naskah disertasi berjudul:

**SPEKULASI: MODEL MATEMATIKA, IMPLEMENTASI,
DAN DAMPAKNYA PADA KINERJA SAHAM SYARIAH
DI INDONESIA**

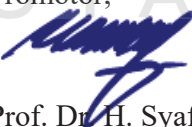
Yang ditulis oleh:

Nama : Mohammad Farhan Qudratullah
NIM : 22300011019
Program Studi : Doktor (S-3)/Studi Islam
Konsentrasi : Ekonomi Islam

saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan
kepada Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan
dalam Ujian Terbuka Program Doktor (S-3) Studi Islam Konsentrasi
Ekonomi Islam.

Wassalamu'alaikum wr.wb.

Yogyakarta, September 2025
Promotor,



Prof. Dr. H. Syafiq Mahmadah Hanafi, S.Ag., M.Ag.

NOTA DINAS

Kepada Yth.,
Direktur Pascasarjana
UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta

Assalamu'alaikum wr.wb.

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan bimbingan, arahan,
dan koreksi terhadap naskah disertasi berjudul:

**SPEKULASI: MODEL MATEMATIKA, IMPLEMENTASI,
DAN DAMPAKNYA PADA KINERJA SAHAM SYARIAH
DI INDONESIA**

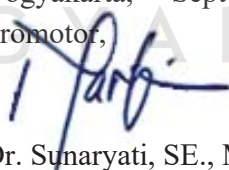
Yang ditulis oleh:

Nama : Mohammad Farhan Qudratullah
NIM : 22300011019
Program Studi : Doktor (S-3)/Studi Islam
Konsentrasi : Ekonomi Islam

saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan
kepada Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan
dalam Ujian Terbuka Program Doktor (S-3) Studi Islam Konsentrasi
Ekonomi Islam.

Wassalamu'alaikum wr.wb.

Yogyakarta, September 2025
Promotor,


Dr. Sunaryati, SE., M.Si.

NOTA DINAS

Kepada Yth.,
Direktur Pascasarjana
UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta

Assalamu'alaikum wr.wb.

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan bimbingan, arahan,
dan koreksi terhadap naskah disertasi berjudul:

SPEKULASI: MODEL MATEMATIKA, IMPLEMENTASI, DAN DAMPAKNYA PADA KINERJA SAHAM SYARIAH DI INDONESIA

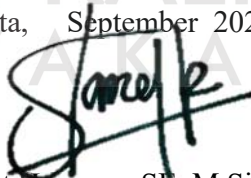
Yang ditulis oleh:

Nama : Mohammad Farhan Qudratullah
NIM : 22300011019
Program Studi : Doktor (S-3)/Studi Islam
Konsentrasi : Ekonomi Islam

saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan
kepada Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan
dalam Ujian Terbuka Program Doktor (S-3) Studi Islam Konsentrasi
Ekonomi Islam.

Wassalamu'alaikum wr.wb.

Yogyakarta, September 2025
Penguji,



Dr. Slamet Haryono, SE, M.Si., Ak., CA.

NOTA DINAS

Kepada Yth.,
Direktur Pascasarjana
UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta

Assalamu'alaikum wr.wb.

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan bimbingan, arahan,
dan koreksi terhadap naskah disertasi berjudul:

**SPEKULASI: MODEL MATEMATIKA, IMPLEMENTASI,
DAN DAMPAKNYA PADA KINERJA SAHAM SYARIAH
DI INDONESIA**

Yang ditulis oleh:

Nama : Mohammad Farhan Qudratullah
NIM : 22300011019
Program Studi : Doktor (S-3)/Studi Islam
Konsentrasi : Ekonomi Islam

saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan
kepada Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan
dalam Ujian Terbuka Program Doktor (S-3) Studi Islam Konsentrasi
Ekonomi Islam.

Wassalamu'alaikum wr.wb.

Yogyakarta, September 2025
Penguji,

Dr. Moh. Mufid

NOTA DINAS

Kepada Yth.,
Direktur Pascasarjana
UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta

Assalamu'alaikum wr.wb.

Disampaikan dengan hormat, setelah melakukan bimbingan, arahan,
dan koreksi terhadap naskah disertasi berjudul:

**SPEKULASI: MODEL MATEMATIKA, IMPLEMENTASI,
DAN DAMPAKNYA PADA KINERJA SAHAM SYARIAH
DI INDONESIA**

Yang ditulis oleh:

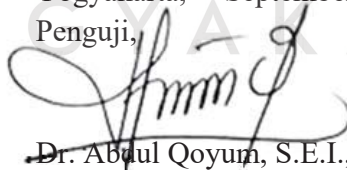
Nama : Mohammad Farhan Qudratullah
NIM : 22300011019
Program Studi : Doktor (S-3)/Studi Islam
Konsentrasi : Ekonomi Islam

saya berpendapat bahwa disertasi tersebut sudah dapat diajukan
kepada Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta untuk diujikan
dalam Ujian Terbuka Program Doktor (S-3) Studi Islam Konsentrasi
Ekonomi Islam.

Wassalamu'alaikum wr.wb.

Yogyakarta, September 2025

Penguji,



Dr. Abdul Qoyum, S.E.I., M.Sc.Fin.

SPEKULASI: MODEL MATEMATIKA, IMPLEMENTASI, DAN DAMPAKNYA PADA KINERJA SAHAM SYARIAH DI INDONESIA

Mohammad Farhan Qudratullah

Program Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
mohammad.qudratullah@uin-suka.ac.id

ABSTRAK

Terdapat tiga kriteria suatu saham dikategorikan syariah, yaitu (1) kriteria kualitatif terkait kegiatan dan jenis usaha; (2) kriteria kuantitatif terkait rasio keuangan; dan (3) cara bertransaksi sesuai prinsip syariah. Kriteria cara bertransaksi belum diterapkan dalam metode *screening*. Salah satu cara bertransaksi yang dilarang adalah praktik spekulasi. Spekulasi yang dilarang adalah spekulasi berlebihan dengan ketidakpastian dan risiko yang sangat tinggi. Terdapat beberapa cara mendeteksi adanya spekulasi, tetapi alat-alat tersebut masih terbatas mengidentifikasi suatu saham mengandung spekulasi pada periode tertentu dan berlaku khusus. Penelitian ini bertujuan mengembangkan model matematika pengukuran spekulasi yang berlaku umum berbasis perpaduan *abnormal return* dan risiko. Model spekulasi ini terinspirasi dari teori batas (*hudud*) dari Muhammad Syahrûr yang dikombinasikan dengan model perhitungan risiko (*value at risk* [VaR]) dan mengimplementasikannya pada pasar saham syariah di Indonesia. Penelitian ini juga mengeksplorasi dampak spekulasi terhadap kinerja saham dan portofolio dengan menambahkan faktor spekulasi dalam pengembangan *asset pricing model* (APM). Sampel yang digunakan adalah saham-saham kategori syariah yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index 70* (JII70) periode 2018–2023 yang dipilih dengan metode *purposive sampling*. Hasil penelitian dari implementasi model spekulasi adalah sebagai berikut. (1) Penelitian ini menemukan bahwa hanya sebagian kecil (10%) saham

dikategorikan bebas spekulasi dan 90% dikategorikan spekulasi. Saham spekulasi tersebut dapat dikelompokkan lagi menjadi tiga tingkat, yaitu spekulasi rendah (46%), spekulasi sedang (37%), dan spekulasi tinggi (7%). (2) Dampak spekulasi terhadap kinerja saham ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan *expected return* dan terdapat perbedaan risiko antara kelompok saham tersebut. Teridentifikasi juga bahwa saham spekulasi tinggi termasuk tipe risiko yang dilarang. (3) Faktor spekulasi yang ditolerir berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja portofolio. Adapun kontribusi utama dari penelitian ini adalah ditemukannya model matematika pengukuran spekulasi yang dapat direkomendasikan sebagai metode *screening* spekulasi. Ditemukan juga bahwa *holding period* yang dapat diterapkan untuk mengurangi aktivitas spekulasi pada pasar saham syariah Indonesia adalah tiga hari ($T+2$) dan faktor spekulasi dapat dipertimbangkan sebagai salah satu faktor dalam pengembangan APM.

Kata Kunci: *Asset Pricing Model* (APM), Model Matematika, Spekulasi, Teori Batas (Hudud), dan *Value at Risk* (VaR).

SPECULATION: A MATHEMATICAL MODEL, IMPLEMENTATION, AND THE EFFECT ON THE PERFORMANCE OF SHARIA SHARES IN INDONESIA

Mohammad Farhan Qudratullah

Post-Graduate Program of UIN Sunan Kalijaga of Yogyakarta
mohammad.qudratullah@uin-suka.ac.id

ABSTRACT

A sharia share must include three criteria: (1) a qualitative criterion which relates to business type and activities, (2) a quantitative criterion which deals with financial ratio, and (3) a transaction method which should follow sharia principles. The last criterion has not been adopted in the screening method. Speculation as a transaction is forbidden when applied excessively and involves extreme uncertainty and high risk. Although some speculation detectors are available, they can only identify the existence of speculation in a share at a certain period and of specific shares. This research aims to develop a mathematical model of speculation measurement which applies to any share, coalescing abnormal return and risk. This model is inspired by the combination between theory of boundary (*hudud*) of Muhammad Syahrur and Value at Risk (VaR) then applied in sharia stock market in Indonesia. The study also explores the effect of speculation on share performance and portfolio by giving a speculation factor in the Asset Pricing Model (APM) development. Sharia-considered shares which are members of Jakarta Islamic Index 70 (JII70) over the period of 2018-2023 and sorted by purpose sampling method are used. The results show as follows. (1) The study shows that only a few shares (10%) are categorized as speculation-free, while 90% are speculation. The speculation shares can be split into three levels, i.e. low speculation (46%), moderate speculation (37%) and high speculation (7%). (2) About the effect of speculation on the share performance, it is discovered that there is no difference in expected return. The risk,

however, shows a difference. It is also identified that high-speculation shares belong to the forbidden-risk type. (3) The tolerable-speculation factor has significant positive influence on portfolio performance. The research's main contribution is the invention of a speculation-measurement mathematical model which is recommended for speculation-screening method. Another finding is that the holding period to minimize speculation activities of the Indonesian sharia stock markets is three days ($T+2$), and speculation factor can be regarded as one of factors for an APM improvement.

Keywords: Asset Pricing Model (APM), Mathematical Model, Speculation, Theory of Boundary (Hudud), Value at Risk (VaR)



المضاربات المالية: النماذج الرياضية وتطبيقاتها وتأثيراتها في أداء الأسهم الشرعية في إندونيسيا

محمد فرحان قدرة الله

برنامج الدراسات العليا بجامعة سونان كاليجاكا الإسلامية الحكومية يوغياكرتا

mohammad.qudratullah@uin-suka.ac.id

ملخص

هناك ثلاثة معايير لتصنيف الأسهم على أنها متوافقة مع الأمور الشرعية، وهي: (1) المعيار النوعي المتعلق بالأنشطة التجارية وأنواعها؛ (2) المعيار الكمي المتعلق بالنسب المالية؛ و(3) أسلوب المعاملات وفقاً للمبادئ الشرعية. ولم يتم تطبيق معيار أساليب المعاملات في أسلوب الفحص. ومن أساليب المعاملات المحظورة هي الممارسات للمضاربة المالية. والمضاربة المالية المنهية هي المضاربة المالية المفرطة مع عدم اليقين والمخاطر العالية جداً. هناك الكثير من الطرق للكشف عن المضاربة المالية، ولكن هذه الأدوات لا تزال تقتصر على تحديد السهم الذي يحتوي على مضاربة في فترة معينة وتنطبق على وجه التحديد. ويهدف هذا البحث إلى تطوير نموذج رياضي قابل للتطبيق بشكل عام لقياس المضاربة المالية بناءً على مزيج من العوائد والمخاطر غير الطبيعية. كان نموذج المضاربة المالية ملهم من نظرية الحدود لمحمد شهرور مدمجا بنموذج حساب حيث يتم تنفيذه في سوق الأسهم الشرعية في (VaR) المخاطر (قيمة التعرض للمخاطرة إندونيسيا). يستكشف هذا البحث أيضاً تأثير المضاربة على أداء الأسهم والمحفظة من خلال (إن العينات APM إضافة عامل المضاربة في تطوير نموذج تسعير الأصول) للفترة (JII70) المستخدمة هي أسهم فئة الشريعة المدرجة في مؤشر جاكارتا الإسلامي 70 2018-2023، والتي تم اختيارها باستخدام أسلوب أخذ العينات المقصود. ونتائج البحث من تطبيق نموذج المضاربة المالية: (1) وجد هذا البحث أن جزءاً صغيراً فقط (10٪) من الأسهم مصنفة على أنها خالية من المضاربة المالية وأن 90٪ مصنفة على أنها مضاربة مالية. يمكن تصنيف هذه الأسهم المضاربة إلى ثلاثة مستويات، وهي: المضاربة المالية المنخفضة (46٪) والمضاربة المالية المتوسطة (37٪) والمضاربة المالية العالية (7٪). (2) وجد تأثير المضاربة المالية على أداء الأسهم أنه لا يوجد فرق في العوائد المتوقعة وكان هناك فرق في المخاطر بين مجموعات الأسهم كما تم التحديد أن أسهم المضاربة المالية العالية مدرجة في نوع المخاطر المحظورة. (3) عامل المضاربة المالية المسموح به له تأثير إيجابي وهام على أداء المحفظة. وأما المساهمة الرئيسية لهذا البحث فهي اكتشاف نموذج رياضي لقياس المضاربة المالية الذي يمكن التوصية به كطريقة لفحص المضاربة المالية، كما وجد أن فترة الاحتفاظ التي يمكن تطبيقها لتقليل النشاط المضاربي

، ويمكن اعتبار عامل $(T + 2)$ في سوق الأسهم الشرعية الإندونيسية هي ثلاثة أيام المضاربة المالية أحد العوامل في تطوير نموذج تسعير الأصول

الكلمات المفتاحية: نموذج تسعير الأصول، النموذج الرياضي، المضاربة المالية، نظرية الحدود، قيمة التعرض للمخاطرة



MOTO DAN PERSEMBAHAN

Belajarlah dimana saja dan kapanpun
Teruslah **Bermimpi** dan jangan lupa **Berdoa**

Terimalah semuanya dengan **Lapang dada**
Tersenyumlah

Pahami Kenormalan (99%) terlebih dahulu
Baru kuasai sisanya (1%)
Sesungguhnya **‘Keajaiban’** itu berada pada **1%**

Teruntuk:

Ayah Ibu **terkasih**

Istri **tercinta**

Anak-anakku **tersayang**

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN

Consonants

ع	'	ز	Z	ك	K
ا	A	س	S	ل	L
ب	B	ش	Sh	م	M
ت	T	ص	ṣ	ن	N
ث	Th	ض	ḍ	و	W
ج	J	ط	ṭ	ه	H
ح	ḥ	ظ	ẓ	ي	Y
خ	Kh	ع	'	ل ا	al and 'l
د	D	غ	Gh	ة	a (in construct state: -at)
ذ	dh	ف	F		
ر	R	ق	Q		

Vowels

Long	آ	Ā	Short	-	A
	إي	Ī		-	I
	وأ	Ū		-	U
Doubled	يْ-	iy (final form ī)			
	وْ-	uww (final form ū)			
Diphthongs	أ	ai			
	و	au			

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA

KATA PENGANTAR

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Alhamdulillah, puji syukur senantiasa kami panjatkan ke hadirat Allah Swt. yang telah memberikan taufik dan hidayah-Nya atas campur tangan-Nya yang sempurna sehingga disertasi berjudul “Spekulasi: Model Matematika, Implementasi, dan Dampaknya pada Kinerja Saham Syariah di Indonesia” ini dapat diselesaikan. Selawat dan salam teruntuk Nabi Muhammad saw. yang menjadi suri teladan, pembawa cahaya bagi seluruh umat manusia.

Disertasi ini berisi dialog antara subjektivitas perspektif Islam terkait larangan spekulatif dan objektivitas matematika dalam mengukur risiko atau ketidakpastian yang diimplementasikan pada pasar modal syariah Indonesia. Atas terselesaikannya penelitian ini tidak lepas dari dukungan dari banyak pihak mulai dari awal dan proses perkuliahan, rencana dan proses penelitian, hingga proses penulisan disertasi. Untuk itu, penulis memberikan penghormatan dan penghargaan yang sebesar-besarnya berbagai pihak berikut.

1. Prof. Noorhaidi, S.Ag., M.A., M.Phil., Ph.D. selaku Rektor UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta; Prof. Dr. Moch. Nur. Ichwan, S.Ag., M.A. selaku Direktur Program Pascasarjana; Ahmad Rafiq, S.Ag., M.Ag., M.A., Ph.D. selaku Wakil Direktur Program Pascasarjana dan Dosen Pembimbing Akademik penulis; Dr. Munirul Ikhwan, LC, M.A. selaku Ketua Program Studi Doktor; Dr. Nina Mariani Noor, SS., M.A. selaku Sekretaris Program Studi Doktor; serta seluruh jajaran pengelola Pascasarjana UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, disampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya atas kesempatan dan layanan primanya yang diberikan sehingga penulis dapat melangkah sejauh ini dalam proses menyelesaikan studi di salah satu universitas terkemuka ini.
2. Prof. Dr. H. Syafiq Mahmadah Hanafi, S.Ag., M.Ag. dan Dr. Sunaryati, SE., M.Si. selaku promotor, disampaikan terima kasih atas bimbingan, masukan, nasihat, dan dukungan yang berkaitan

dengan akademik maupun nonakademik. Dr. Slamet Haryono, SE, M.Si., Ak., CA., atas masukannya pada ujian pendahuluan dan ujian tertutup serta Dr. Moh. Mufid dan Dr. Abdul Qoyum, S.E.I., M.Sc.Fin. atas masukan dan sarannya pada ujian tertutup sehingga naskah ujian disertasi ini dapat tersusun dan dilanjutkan ke tahap berikutnya.

3. Kepada dosen pengampu matakuliah Prof. Dr. H. Muhammad Amin Abdullah dan Dr. H. Fahrudin Faiz, S.Ag., M.Ag. (Filsafat Ilmu-Ilmu Keislaman); Prof. Dr.Phil. Sahiron, M.A. dan Prof. Dr. Aziz Muslim, M.Pd. (Studi Islam: Teks, Konteks, dan Metodologi); Prof. Dr. H. Syafiq Mahmadah Hanafi, S.Ag., M.Ag. dan Najib Kailani, S.Fil.I., M.A., Ph.D. (Klinik Metodologi); Prof. Drs. Hadri Kusuma, MBA., DBA. dan Dr. Sunaryati, SE., M.Si. (Ekonometri); Akhsyim Afandi, Drs., MA., Ph.D. dan Dr. Slamet Haryono, SE, M.Si., Ak., CA. (Teori Ekonomi Mikro dan Makro Islam); serta Prof. Dr. Misnen Ardiansyah, S.E., M.Si., Ak., CA., ACPA. dan Dr. Abdul Qoyum, S.E.I., M.Sc.Fin. (Keuangan dan Perbankan Syariah), diucapkan terima kasih atas ilmu dan inspirasinya selama masa perkuliahan.
4. Prof. Dr. Dra. Hj. Khurul Wardati, M.Si. selaku Dekan Fakultas Sains dan Teknologi; Dr. Epha Diana Supandi, S.Si., M.Sc. dan Muchammad Abrori, S.Si., M.Kom sebagai pengelola Program Studi Matematika atas izin yang diberikan. Seluruh rekan Dosen Program Studi Matematika dan rekan tenaga kependidikan atas segala pengertian dan *support* yang diberikan sehingga penulis dapat melangkah sejauh ini dalam proses menyelesaikan studi.
5. Dr. Muhammad Ghafur Wibowo, S.E., M.Sc. dan Dr. Muhammad Wakhid Musthofa, S.Si., M.Si. atas rekomendasi, kepercayaan, motivasi, dan diskusinya baik sebelum penulis memulai perkuliahan maupun selama proses pendidikan S-3.
6. Kepada Ayahanda (Alm) Drs. H. Nukrah H. Idris dan Ibu Hj. Zuhra H. A. Madjid atas darah daging, kasih sayang, didikan, lantunan doa, serta atas segala pengorbanan yang telah

diberikan. Risti Fiyana S.Pd.Si., Mohammad Zhafran Al-Farizy dan Nadhira El-Farisha telah menjadi rumah dan taman belajarnya. Saudariku Anny Zuhraini yang telah menjadi tim yang kompak untuk selalu membuat Ibu 'tersenyum'.

7. Dr. Muhammad Ja'far Luthfi, M.Si.; Dr. Ir. Aulia Faqih Rifa'i, M.Kom.; Dr. Sugiyanto, S.Si., S.T., M.Si.; Kifayah Amar, S.T., M.Sc., Ph.D.; Ir. Taufiq Aji, S.T. M.T., IPM.; Win Indra Gunawan, S.Si.; Sutriyono, S.Si.; dan Riyanto, S.Si atas dorongan semangat dan diskusinya terkait pengembangan keilmuan termasuk *integrasi-interkoneksi* ilmu.
8. Seluruh teman-teman Program Doktor (Andi T, Riyadi, Melis, Hida, Muharir, Saifudin, Danu, Zahroh [semoga lekas pulih, amiin), Andi Zulfikar, Zakki, Dia, Agus, Wirmon, Angrum, Nila, Sriyati, Roby, Maksum, Huda, dan lainnya], mahasiswa Prodi Matematika UIN Sunan Kalijaga Angkatan 2021-2022 (Tim peneliti terkait analisis risiko portofolio optimum saham pada pasar modal Indonesia) dan semua pihak yang belum atau tidak dapat disebutkan satu per satu disampaikan terima kasih atas segala *support* dan bantuannya sehingga penulis dapat menyelesaikan studi S3 ini.

Akhirnya, penulis berharap disertasi ini dapat memberikan kontribusi baik secara teori, praktis, maupun kebijakan, yaitu pengembangan penelitian-penelitian yang mendialogkan studi keislaman dengan matematika (statistika) dalam pengembangan pasar modal syariah di Indonesia, khususnya pengembangan alat ukur spekulasi dalam upaya meredam praktik spekulasi pada pasar modal. Semoga Allah Swt. selalu memberikan taufik dan hidayah-Nya. Aamiin.

Yogyakarta, Desember 2025

Penulis,

(Mohammad Farhan Qudratullah)

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
PERNYATAAN KEASLIAN DAN BEBAS DARI PLAGIARISME	iii
PENGESAHAN REKTOR	iv
HASIL YUDISIUM	v
PENGESAHAN DEWAN PENGUJI	vi
PENGESAHAN PROMOTOR	vii
NOTA DINAS	viii
ABSTRAK	xiii
PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN	xxi
KATA PENGANTAR	xxii
DAFTAR ISI	xxv
DAFTAR TABEL	xxviii
DAFTAR GAMBAR	xxx
 BAB I PENDAHULUAN	 1
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah	16
C. Tujuan dan Kegunaan Penelitian	18
D. Sistematika Pembahasan	21
 BAB II KAJIAN PUSTAKA, LANDASAN TEORETIS, DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS PENELITIAN	 25
A. Tinjauan Pustaka	25
1. Penelitian terkait <i>Screening</i> Syariah dan Kinerja Portofolio	25
2. Penelitian terkait Spekulasi	42
3. Penelitian terkait Perkembangan SCAPM	58

B.	Kerangka Teoretis	64
1.	Investasi Etis Islam dan <i>Shariah</i> <i>Screening</i>	65
2.	Spekulasi, Risiko, dan Ketidakpastian	68
3.	<i>Value at Risk</i> (VaR)	75
4.	<i>Efficient Market Hypothesis</i> (EMH)	76
5.	<i>Asset Pricing Model</i> (APM)	79
6.	Teori Batas (<i>Hudud</i>) Muhammad Syahrûr	85
C.	Kerangka Konseptual	92
D.	Pengembangan Hipotesis	93
BAB III	METODE PENELITIAN	109
A.	Paradigma Penelitian	109
B.	Populasi dan Sampel	109
C.	Teknik Pengumpulan Data	113
D.	Pendefinisian Variabel	114
E.	Metode Analisis Data	118
1.	Model Matematika Spekulasi dan Implementasinya	119
2.	Dampak Spekulasi terhadap Kinerja Saham	129
3.	Dampak Spekulasi terhadap Kinerja Portofolio	133
BAB IV	HASIL DAN PEMBAHASAN	145
A.	Hasil Analisis Data	145
1.	Analisis Deskriptif Indeks	145
2.	Model Matematika Spekulasi dan Implementasinya	148
3.	Dampak Spekulasi terhadap Kinerja Saham Syariah	161
4.	Dampak Spekulasi terhadap Kinerja Portofolio	168

B.	Pembahasan	188
1.	Model Matematika Spekulasi dan Implementasinya	188
2.	Dampak Spekulasi terhadap Kinerja Saham Syariah	196
3.	Dampak Spekulasi terhadap Kinerja Portofolio	211
BAB V	PENUTUP	227
A.	Kesimpulan	227
B.	Implikasi Temuan	229
C.	Keterbatasan Penelitian	231
	DAFTAR PUSTAKA	233
	LAMPIRAN-LAMPIRAN	259
	DAFTAR RIWAYAT HIDUP	287

STATE ISLAMIC UNIVERSITY
SUNAN KALIJAGA
 YOGYAKARTA

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Penelitian Kuantitatif terkait <i>Screening</i> Syariah	33
Tabel 2.2	Penelitian Kualitatif tentang Spekulasi	42
Tabel 2.3	Penelitian Kuantitatif tentang Spekulasi	53
Tabel 2.4	Antara Spekulasi dan Risiko	72
Tabel 2.5	Teori <i>Hudud</i> Beserta Contoh Kasus	90
Tabel 3.1	Kriteria Pemilihan Sampel	110
Tabel 3.2	Daftar Sampel Saham atau Perusahaan	111
Tabel 3.3	Data dan Sumber Data	114
Tabel 3.4	Pendefinisian Variabel Penelitian	115
Tabel 3.5	Kode Portofolio dan Rumus Perhitungan Variabel FF6FM+	136
Tabel 4.1	Statistik Deskriptif <i>Return</i> JKSE, ISSI, JII70, dan JII	146
Tabel 4.2	Hasil Uji Normalitas JKSE dan ISSI	149
Tabel 4.3	Hasil Penetapan Ambang Batas (<i>Threshold</i>) dengan JKSE dan ISSI	149
Tabel 4.4	Uji Validasi Model Spekulasi dengan <i>Benchmark</i> JKSE	150
Tabel 4.5	Uji Validasi Model Spekulasi dengan <i>Benchmark</i> ISSI	151
Tabel 4.6	Pengujian Unsur Spekulasi Setiap Saham	153
Tabel 4.7	Komposisi Saham Berdasarkan Tingkat Spekulasi	157
Tabel 4.8	Komposisi Saham Berdasarkan Tingkat Spekulasi ($t = 1$ Hari)	159
Tabel 4.9	Ambang Batas (<i>Threshold</i>) Berbagai <i>Holding Period</i> (Hari)	160
Tabel 4.10	Komposisi Saham Berdasarkan Tingkat Spekulasi dan <i>Holding Period</i>	160
Tabel 4.11	Statistik Deskriptif <i>Expected Return</i> dan Volatilitas	162

Tabel 4.12	Hasil Uji Normalitas <i>Expected Return</i> dan Volatilitas	163
Tabel 4.13	Hasil Uji T <i>Expected Return</i> dan Volatilitas	163
Tabel 4.14	Statistik Deskriptif <i>Expected Return</i> dan Volatilitas Berdasarkan Tingkat Spekulasi	164
Tabel 4.15	Hasil Uji Normalitas <i>Expected Return</i> dan Volatilitas Berdasarkan Tingkat Spekulasi	165
Tabel 4.16	Hasil ANOVA <i>Return</i> dan Volatilitas	166
Tabel 4.17	Hasil Uji Lanjutan dengan Tukey HSD	167
Tabel 4.18	Statistik Deskriptif Variabel dalam FF6FM+	169
Tabel 4.19	Hasil Analisis Korelasi	174
Tabel 4.20	Ringkasan Pemodelan FF6FM+	179
Tabel 4.21	Ringkasan Pemodelan FF5FM+	183
Tabel 4.22	Uji <i>Robustness</i> FF5FM+	187
Tabel 4.23	Persentase Saham Spekulasi Tinggi Berdasarkan <i>Holding Period</i>	208
Tabel 4.24	Perbandingan Saham Individu vs. Portofolio Berdasarkan Tingkat Spekulasi	221

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	Porsi Aset Keuangan Indonesia 2022 dan 2024	2
Gambar 1.2	Total Aset Industri Keuangan Syariah Indonesia	2
Gambar 1.3	Perkembangan Pasar Modal Syariah Indonesia 2011–2024	4
Gambar 2.1	Keterkaitan Tingkat Informasi dan Tingkat Efisiensi Pasar	78
Gambar 2.2	Koordinat Matematis Teori Batas (<i>Hudud</i>) M. Syahrûr	85
Gambar 2.3	Grafik Batas Maksimum Teori <i>Hudud</i>	87
Gambar 2.4	Grafik Batas Minimum Teori <i>Hudud</i>	87
Gambar 2.5	Grafik Batas Maksimum dan Minimum Datang Bersama	88
Gambar 2.6	Grafik Batas Maksimum dan Minimum Menyatu	88
Gambar 2.7	Grafik Batas Maksimum Berupa Garis Lurus dan Tidak Sampai Menyentuh	89
Gambar 2.8	Grafik Batas Maksimum Tertutup dan Minimum Terbuka	89
Gambar 2.9	Kerangka Konseptual Penelitian	92
Gambar 2.10	Konseptual Hubungan Variabel dalam FF6FM+ (SCAPM-7FM)	106
Gambar 3.1	Grafik Ilustrasi <i>Value at Risk</i> (VaR)	119
Gambar 3.2	Inspirasi Teori Batas (<i>Hudud</i>) dalam Pemodelan Spekulasi	123
Gambar 3.3	Grafik Ilustrasi Ambang Batas Model Spekulasi	124
Gambar 3.4	Alur Pemodelan Spekulasi dan Implementasinya	129
Gambar 3.5	Tahapan Pemodelan dalam Analisis Regresi	139

Gambar 4.1	Pergerakan Indeks Terstandisasi (JKSE, ISSI, JII70, dan JII30)	145
Gambar 4.2	Fluktuasi <i>Return</i> JKSE, ISSI, JII70, dan JII30	147
Gambar 4.3	Fluktuasi <i>Return</i> JII70, JII30, dan Ambang Batas (<i>Threshold</i>)	152
Gambar 4.4	Komposisi Saham yang Bebas dan Mengandung Spekulasi	155
Gambar 4.5	Komposisi Saham Berdasarkan Tingkat Spekulasi	158
Gambar 4.6	Peta Persebaran Saham Berdasarkan <i>Expected Return</i> dan Volatilitas	167
Gambar 4.7	Grafik <i>Excess Return to Market</i> (ERM)	170
Gambar 4.8	Grafik <i>Return</i> Portofolio <i>Small Minus Big</i> (SMB)	170
Gambar 4.9	Grafik <i>Return</i> Portofolio <i>High Minus Low</i> (HML)	171
Gambar 4.10	Grafik <i>Return</i> Portofolio <i>Robust Minus Weak</i> (RMW)	172
Gambar 4.11	Grafik <i>Return</i> Portofolio <i>Conservative Minus Aggressive</i> (CMA)	172
Gambar 4.12	Grafik <i>Return</i> Portofolio <i>Up Minus Down</i> (UMD)	173
Gambar 4.13	Grafik <i>Return</i> Portofolio <i>High Minus Low Volatility</i> (VHL)	174
Gambar 4.14	Deteksi Adanya <i>Outlier</i>	181
Gambar 4.15	Nilai <i>Expected Return</i> Saham Berdasarkan Tingkat Spekulasi	197
Gambar 4.16	Nilai Risiko Saham Berdasarkan Tingkat Spekulasinya	199
Gambar 4.17	Hubungan Tingkat Spekulasi dengan Tipe Risiko	202
Gambar 4.18	<i>Holding Period</i> vs. Saham Spekulasi Tinggi	210

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Seiring berkembangnya ilmu pengetahuan teknologi dan makin tingginya intensitas interaksi antara manusia, perusahaan, dan negara, globalisasi adalah suatu fenomena yang tidak dapat dihindarkan. Informasi datang begitu cepat, dunia seakan tanpa sekat, dan interaksi dapat dilakukan di mana saja dan kapan saja tanpa mengenal ruang dan waktu. Keadaan yang demikian melahirkan banyak peluang sekaligus tantangan termasuk dalam upaya pengembangan ekonomi Islam, khususnya aspek yang paling dinamis, yaitu keuangan Islam.¹ Praktik keuangan Islam mendapatkan sambutan yang baik di berbagai benua dan wilayah, seperti di Asia, Afrika, Australia, Amerika dan Kanada, dan Timur Tengah.²

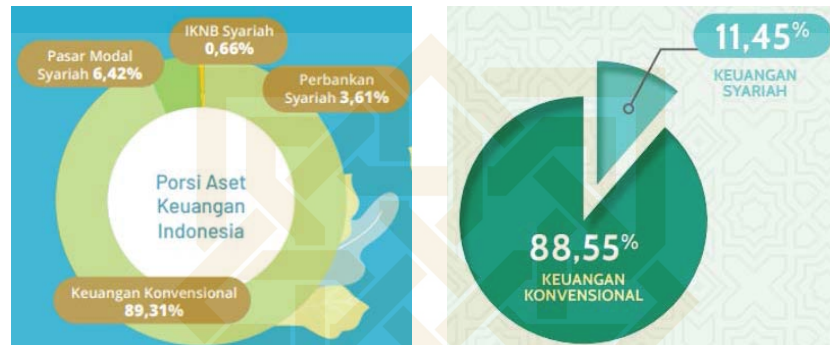
Perkembangan industri keuangan Islam dunia begitu pesat dari tahun ke tahun. Berdasarkan data dari *State of the Global Islamic Economy Report* (SGIER), aset keuangan Islam selalu tumbuh signifikan. Aset keuangan Islam pada tahun 2015 mencapai \$2 triliun, meningkat menjadi \$2,88 triliun pada tahun 2018, \$3,958 triliun pada tahun 2021/22, dan diperkirakan akan mencapai \$7,528 triliun pada tahun 2028. Pertumbuhan ini juga terjadi pada industri keuangan Islam di Indonesia. Pada tahun 2015, asetnya menempati posisi 10 terbesar di dunia dengan angka mencapai \$23 miliar, meningkat menjadi \$86 miliar tahun 2018, \$119,5 miliar tahun 2021, \$139 miliar tahun 2022, \$148 miliar tahun 2023, \$162 miliar tahun 2024 dan menempati posisi 6 di dunia.³

¹ Nur Kholis, "Potret of Islamic Financial Development and Practice in the World," *Millah* 17, no. 1 (Agustus 2017): 2–3.

² Ahmad Alharbi, "Development of the Islamic Banking System," *Journal of Islamic Banking and Finance* 3, no. 1 (2015): 12–25, <https://doi.org/10.15640/jibf.v3n1a2>.

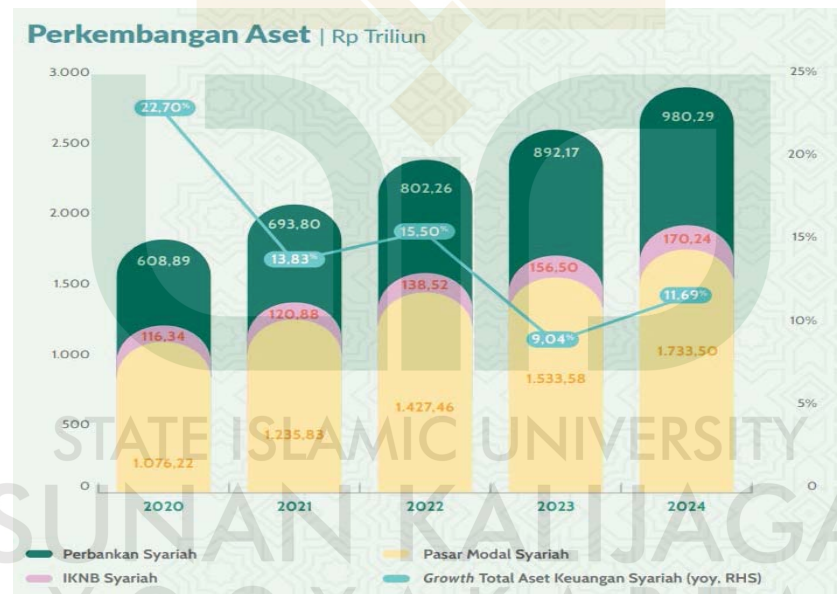
³ State of the Global Islamic Economy Report (SGIER) 2016/2017, 2019/2020, 2021/2022, 2022/2023. <https://www.salaamgateway.com/>.

Gambar 1.1 Porsi Aset Keuangan Indonesia 2022 dan 2024



Sumber: OJK, 2022&2024

Gambar 1.2 Total Aset Industri Keuangan Syariah Indonesia



Sumber: OJK, 2024

Berdasarkan *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2022 dan 2024* dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK),⁴ porsi aset keuangan syariah di Indonesia meningkat dari 10,69% pada tahun 2022 menjadi 11,45% dari total aset keuangan Indonesia. Adapun total aset industri keuangan syariah di Indonesia pada 2024 mencapai 2.884 T dengan 1.733 T atau 60% pada pasar modal syariah, 980 T atau 34% pada perbankan syariah, dan sisanya 170 T atau 6% pada industri keuangan nonbank (IKNB) syariah. Tampak bahwa aset industri keuangan Islam di Indonesia sebagian besar berada di pasar modal syariah yang 55,33% di antaranya berasal dari produk saham.

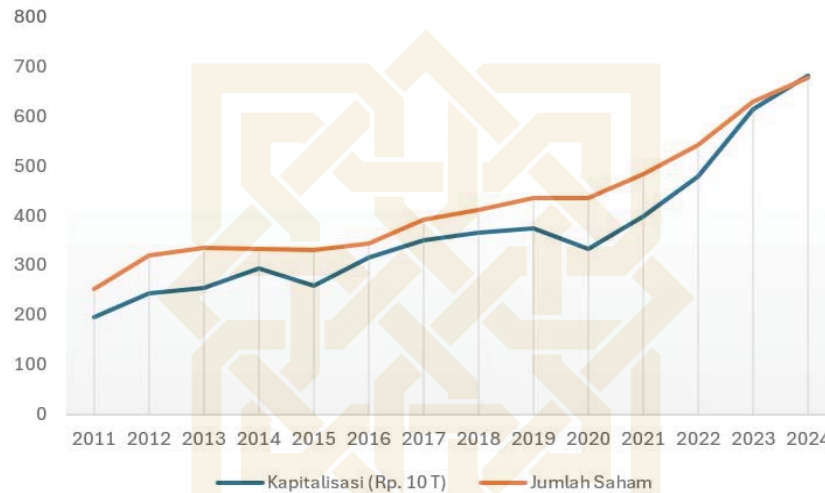
Sejarah pasar modal syariah Indonesia dimulai pada 3 Juli 2000 ketika Bursa Efek Jakarta (BEJ) menerbitkan daftar reksa dana, saham, dan obligasi syariah yang disebut *Jakarta Islamic Index* (JII). Sejak saat itu, pasar modal syariah di Indonesia mengalami pertumbuhan yang signifikan dan menunjukkan potensi terus berkembang dari tahun ke tahun. Hampir 13 tahun terakhir, kapitalisasi saham syariah di Indonesia tumbuh sekitar 247% dari Rp1968 T pada tahun 2011 menjadi Rp6825 T pada tahun 2024. Jumlah saham syariah tumbuh sekitar 168% dari 253 saham pada tahun 2011 menjadi 679 saham pada tahun 2024.⁵ Berdasarkan berita pers PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), tercatat bahwa investor di pasar modal Indonesia telah tembus 14,8 juta investor tahun 2024, yaitu meningkat dari sekitar 2,5 juta tahun 2019, lalu 3,9 juta tahun 2020 dan sekitar 7,5 juta pada tahun 2021, 10,3 juta tahun 2022, 12,1 juta tahun 2023, dan 14,8 juta tahun 2024.⁶ Hampir 15 juta investor tersebut, mayoritas adalah investor muda berusia 30 tahun ke bawah (54,83%) dengan total aset 2,5% dan pendidikan SMA ke bawah (49,79%) dengan total aset 14,3%.

⁴ Ibid, 14. <https://ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/laporan-perkembangan-keuangansyariahindonesia/Documents/Laporan%20perkembangan%20keuangan%20syariah%20indonesia%202022.pdf>.

⁵ <https://ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/saham-syariah/>.

⁶ https://www.ksei.co.id/files/Statistik_Publik_Januari_2025_final.pdf.

**Gambar 1.3 Perkembangan Pasar Modal Syariah Indonesia
2011–2024**



Sumber: Diolah dari data OJK, 2024

Prinsip utama dalam pasar modal syariah adalah pelarangan riba; pelarangan *garar*; pelarangan *maisir*; dan perusahaan tersebut memiliki usaha yang tidak dilarang oleh syariah.⁷ Derigs dan Marzban berpendapat bahwa saham harus diseleksi terlebih dahulu untuk memberikan jaminan tentang saham perusahaan telah sesuai syariah atau belum. Proses ini dikenal dengan istilah *shariah screening*.⁸ Proses *shariah screening* setiap negara berbeda-beda.⁹ Namun, secara umum dapat dibedakan menjadi dua, yaitu kriteria kualitatif terkait jenis bisnis perusahaan dan kriteria kuantitatif

⁷ Misnen Ardiansyah dan Abdul Qoyum, "Testing the Semi-Strong Form Efficiency of Islamic Capital Market with Response to Information Content of Dividend Announcement: A Study in Jakarta Islamic Index," *Journal of Modern Accounting and Auditing* 8, no. 7 (2012): 1025–1041.

⁸ Ulrich Derigs dan Shehab Marzban, "Review and Analysis of Current Shariah-Compliant Equity Screening Practices," *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 1, no. 4 (2008): 285–303.

⁹ Syafiq M. Hanafi, "Perbandingan Kriteria Syari'ah pada Indeks Saham Syari'ah Indonesia, Malaysia, dan Dow Jones," *Asy-Syir'ah: Jurnal Ilmu Syariah dan Hukum* 45, no. 11 (2011).

(akuntansi) berdasarkan rasio keuangan.¹⁰ Misnen Ardiansyah, Ibnu Qizam, dan Abdul Qoyum mengatakan bahwa proses *screening* terhadap saham-saham syariah memiliki beberapa implikasi, yaitu (1) saham yang telah lolos dalam proses *screening* akan dapat dikategorikan sebagai Daftar Efek Syariah (DES) atau *Shariah Compliance Securities*; (2) *screening* pada sisi kinerja keuangan akan menghasilkan saham syariah yang memiliki kinerja terbaik dibandingkan yang lain; (3) saham syariah akan memiliki probabilitas volatilitas cukup rendah dan lebih tahan terhadap guncangan yang terjadi (misalnya krisis keuangan).¹¹

Salah satu karakteristik pasar modal, termasuk pasar modal syariah, adalah memiliki volatilitas yang tinggi sebagai akibat adanya informasi dari faktor fundamental ekonomi, baik yang berasal dari fundamental perusahaan maupun faktor makroekonomi, harga saham cenderung berfluktuatif yang biasa dimanfaatkan pelaku spekulasi untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek.¹² John M. Keynes mengungkapkan bahwa spekulasi mengakibatkan adanya misalokasi sumber daya dan berdampak negatif pada perekonomian karena spekulasi tidak akan memberikan kontribusi yang nyata pada sektor riil.¹³ James Chen menyebutkan bahwa spekulasi sebagai perdagangan dengan risiko tinggi dan potensi *return* yang tinggi pula.¹⁴

Kegiatan spekulasi pada dasarnya tidak berbeda dengan aktivitas mengambil risiko yang dilakukan oleh pelaku bisnis atau investor. Untuk membedakan antara spekulasi dan investor dapat dilihat dari

¹⁰ Jeihan Ali Azhar dan Resti Wulandari, "Stock Performance Based on Sharia Stock Screening: Comparasion between Syariah Stock Indices of Indonesia and Malaysia," *Asian Management and Business Review* 1, no. 1 (2021): 14–26.

¹¹ Misnen Ardiansyah, Ibnu Qizam, dan Abdul Qoyum, "Telaah Kritis Model *Screening* Saham Syariah Menuju Pasar Tunggal ASEAN," *IJTIHAD: Jurnal Wacana Hukum Islam dan Kemanusiaan* 16, no. 2 (2016): 197, <https://doi.org/10.18326/ijtihead.v16i2.197-216>.

¹² M. Umar Chapra, *Towards a Just Monetary System* (Yogyakarta: PT Dana Bhakti Prima Yasa, 1997): 71–76.

¹³ John M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (St. Martin's Street, London: Macmillan and Co., Limited, 1936), 159.

¹⁴ <https://www.investopedia.com/terms/s/speculation.asp>

ketidakpastian yang dihadapi. Spekulasi cenderung berani mengambil keputusan pada derajat ketidakpastian yang tinggi tanpa adanya perhitungan yang matang, sedangkan investor mempertimbangkan *return* yang diterima serta risiko yang menyertainya. Habib mengungkapkan bahwa salah satu perhatian utama kajian perspektif hukum Islam adalah aktivitas spekulasi di pasar modal.¹⁵

Spekulasi tidak dapat dihindari terkait usaha manusia mendapatkan hasil yang lebih baik pada masa yang akan datang karena hidup penuh dengan ketidakpastian. Hussin bin Salamon, Mansoureh Ebrahimi, dan Kamurazaman Yusoff mengungkapkan bahwa spekulasi yang dilarang dalam Islam adalah harapan buta, untung-untungan, atau mencari keuntungan dengan mengabaikan faktor fundamental; kegiatan ini disamakan dengan perjudian (*maysir*) di pasar saham.¹⁶ Kanwal mengatakan bahwa spekulasi menyebabkan terjadinya manipulasi pasar dan pasar menjadi tidak efisien. Islam melarang spekulasi dalam rangka melindungi investor dari ketidakadilan.¹⁷ Ayub mengungkapkan bahwa spekulatif dalam perspektif Islam merupakan bentuk transaksi tidak sah berbasiskan *garar*.¹⁸

Saad al-Harran berpendapat bahwa Islam tidak menentang adanya spekulasi yang dibuat berdasarkan kerja keras, analisis mikro dan makroekonomi, dasar-dasar keuangan dan dilakukan saat bursa saham sangat kondusif (*rational speculative* atau investor). Sebenarnya, yang ditentang oleh Islam adalah transaksi yang melibatkan orang dalam (*insider trading*) dan menggunakan rumor

¹⁵ Farrukh Habib, "The Issue of Speculation in the Islamic Capital Market," *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance* 13, no. 2 (April–Juni 2017): 89–101.

¹⁶ Hussin bin Salamon, Mansoureh Ebrahimi, dan Kamurazaman Yusoff, "Speculation: The Islamic Perspective; A Study on Al-Maisir (Gambling)," *Mediterranean Journal of Social Sciences* 6, no. 1 (2015): 371–378, <https://doi.org/10.5901/mjss.2015.v6n1s1p371>.

¹⁷ Aneeka Kanwal, "The Prohibition of Speculation in Islamic Finance: Fairness and Framing," *IMEFM: International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 15, no. 1 (2022): 146–157, DOI: 10.1108/IMEFM-01-2021-0034.

¹⁸ Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance* (The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex, England: John Wiley & Sons Ltd., 2009), 173.

(*blind speculation*).¹⁹ El-Ashkar mengungkapkan bahwa investasi saham syariah tidak akan sepenuhnya bebas dari spekulasi karena tingkat spekulasi yang wajar dibutuhkan jika pasar ingin aktif dan beroperasi.²⁰

Di Indonesia, kriteria *screening* saham syariah diatur dalam Keputusan DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/ 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Keputusan tersebut dipertegas dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 35/ POJK.04/ 2017 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah tanggal 10 Juli 2017 sebagaimana kutipan Pasal 2 ayat (1b) terkait kriteria efek dalam daftar efek syariah di atas.

Berdasarkan peraturan tersebut, terdapat tiga poin saham digolongkan saham syariah: poin 1, terkait kegiatan dan jenis usaha; poin 2, terkait cara melakukan transaksi; dan poin 3, terkait rasio keuangan. Poin 1 merupakan kriteria kualitatif dan poin 3 merupakan kriteria kuantitatif, sedangkan poin 2 belum diterapkan dalam proses *screening* saham syariah. Menurut peraturan tersebut, transaksi yang bertentangan dengan prinsip syariah mencakup (a) perdagangan atau transaksi dengan penawaran dan/atau permintaan palsu, (b) perdagangan atau transaksi yang tidak disertai dengan menyerahkan barang dan jasa, (c) perdagangan atas barang yang belum dimiliki, (d) pembelian atau penjualan yang menggunakan atau memanfaatkan informasi orang dalam, (e) transaksi margin yang mengandung unsur bunga (*riba*), (f) perdagangan atau transaksi dengan tujuan penimbunan (*ihtikar*), (g) perdagangan atau transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*), dan (h) transaksi lain yang mengandung unsur spekulasi (*garar*), penipuan (*tadlis*) termasuk menyembunyikan kecacatan (*ghisysy*), dan upaya untuk memengaruhi pihak lain yang mengandung kebohongan (*taghrir*).

¹⁹ Saad Al-Harran (ed.), *Lending Issues in Islamic Banking and Finance* (Selangor, Malaysia: Pelanduk Publications, 1995), 150.

²⁰ Ahmad Abdel Fattah El-Ashkar, "Towards an Islamic Stock Exchange in a Transitional Stage," *Islamic Economic Studies* 3, no. 1 (1995): 79–112.

1. Tidak melakukan kegiatan dan jenis usaha yang bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal yang meliputi
 - a) perjudian dan permainan yang tergolong judi;
 - b) jasa keuangan ribawi;
 - c) jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*garar*) dan/atau judi (*maisir*);
 - d) memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan
 - 1) barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*);
 - 2) barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia;
 - 3) barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat; dan/atau
 - 4) barang atau jasa lainnya yang bertentangan dengan prinsip syariah berdasarkan ketetapan dari Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia;
 - e) melakukan kegiatan lain yang bertentangan dengan prinsip syariah berdasarkan ketetapan dari Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia.
2. Tidak melakukan transaksi yang bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal.
3. Memenuhi rasio keuangan sebagai berikut.
 - a) Total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% (empat puluh lima persen).
 - b) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10% (sepuluh persen).

Sumber: POJK No. 35/ POJK.04/ 2017

Khatkhatay dan Nisar mengungkapkan bahwa sangat sulit dan langka untuk menemukan saham yang sepenuhnya murni syariah.²¹ Derigs dan Marzban dengan tegas mengatakan bahwa hampir mustahil dapat menemukan kegiatan yang sepenuhnya memenuhi kriteria kepatuhan syariah karena sebagian besar negara memiliki lembaga keuangan konvensional.²² Alhabsyi berpendapat bahwa perdagangan saham harus terlepas dari unsur spekulasi adalah suatu keharusan, tetapi pada situasi sekarang ini tidak memungkinkan untuk dilarang dan terbebas dalam proses *screening*.²³

Secara umum, para ahli keuangan Islam cenderung sepakat bahwa praktik spekulasi yang berlebihan dilarang karena mengandung ketidakpastian dan risiko yang sangat tinggi serta diidentikkan dengan perjudian yang dilarang keras dalam Al-Qur'an.²⁴ Spekulasi (*blind speculation*) pada pasar modal syariah dilarang termasuk di Indonesia, meskipun sampai saat ini belum ada regulasi yang secara khusus menangani masalah tersebut. Pada tahun 1995, Metwally pernah merekomendasikan pentingnya menetapkan batas minimum *holding period* untuk mencegah praktik spekulasi, garar, dan maisir, yaitu satu minggu atau 7 hari.²⁵ Kia menganjurkan pemerintah untuk membuat mekanisme penilaian aset yang transparan dan jelas setiap perusahaan, memastikan investor memiliki pengetahuan yang komprehensif tentang mekanisme pasar saham dan menerapkan pajak yang tinggi, yaitu minimal 20% setiap

²¹ M. H. Khatkhatay dan Shariq Nisar, "Investment in Stocks: A Critical Review of Dow Jones Shariah Screening Norms," Paper dipresentasikan dalam acara *The International Conference on Islamic Capital Markets*, Jakarta, Indonesia, 27–29 Agustus 2007.

²² Derigs dan Marzban, "Review and Analysis," 285–303.

²³ S. Y. Al-Habsyi, "Stock Screening Process," *Islamic Finance Bulletin*, Juni 2008, 24–30.

²⁴ Abdullah M. AlAwadhi, "The Effect of Religiosity on Stock Market Speculation," *Emerging Markets Finance & Trade* 57, no. 3 (2021): 839–858, <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1601079>. Hasil yang diperoleh adalah religiositas berpengaruh negatif terhadap spekulasi.

²⁵ M. M. Metwally, *Teori dan Model Ekonomi Islam*, terj. M. Husein Sawit (Jakarta: PT Bangkit Daya Insana, 1995).

bulan pada pendapatan *capital gain* positif²⁶ dan tidak dikenakan pajak untuk *return* negatif.²⁷

Razali Haron mengatakan bahwa penyimpangan harga (*mispricing*) menunjukkan adanya aktivitas spekulasi.²⁸ Dou mengungkapkan bahwa spekulasi merupakan kecenderungan investor untuk memperoleh *abnormal return* yang berdampak pada meningkatnya kemungkinan terjadinya *crash*.²⁹ Beberapa ahli telah mencoba mengidentifikasi adanya spekulasi (*speculative bubble*) pada pasar modal syariah menggunakan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) *test*, seperti Turkhan Ali Abdul Manap dan Mohd Azmi Omar yang menggunakan *GSADF test* pada negara-negara GCC (*Gulf Cooperation Council*) periode 2000–2013.³⁰ Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri, Hadri Kusuma, dan Sunaryati menggunakan *Right Tailed ADF* (RTADF) untuk mengidentifikasi adanya spekulasi pada pasar modal syariah Indonesia (*Jakarta Islamic Index* (JII)) periode 2003–2020.³¹ Sumar'in menyelidiki praktik spekulasi pada pasar modal syariah di Indonesia periode 2008–2012 menggunakan *abnormal return* saat pembagian dividen perusahaan.³²

Waemustafa dan Sukri mengaitkan kegiatan spekulasi dengan ketidakpastian. Mereka juga mengatakan bahwa beberapa penelitian keuangan Islam mendefinisikan risiko sebagai ketidakpastian, di

²⁶ Amir Kia, "Speculative Activities, Efficiency and Normative Stock Exchange," *J.KAU: Islamic Economics* 13 (2001): 48. Angka 20% disandarkan pada Q.S. Al-Anfal [8]: 41.

²⁷ Amir Kia, "Islamic Economics Rules and the Stock Market: Evidence from the United States," *International Journal of Business* 20, no. 3 (2015): 197.

²⁸ Razali Haron, "Gharar and Mispricing of Equity Warrants: Malaysian Evidence," *Islamic Banking and Finance Conference*, Paper ID 182 (2014): 1–13.

²⁹ Sumar'in, "Speculative Behaviour in Islamic Capital Market," *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law* 9, no. 1 (2016): 10.

³⁰ Turkhan Ali Abdul Manap dan Mohd Azmi Omar, "Speculative Rational Bubbles: Asset Prices in GCC Equity Markets," *Journal of Islamic Finance* 3, no. 1 (2014): 1–12.

³¹ Aula Ahmad Hafidh Saiful Fikri, Hadri Kusuma, dan Sunaryati, "Detecting an Existence of Bubble Price in Indonesian Islamic Stock," *International Journal of Business and Economics Research* 11, no. 2 (2022): 81–90.

³² Sumar'in, "Speculative Behaviour," 4–13.

mana ketidakpastian ini mengacu pada garar.³³ D'Alvia menegaskan bahwa ketidakpastian dan risiko selalu terkait dengan garar.³⁴ Abdul Rahim Al-Saati mengungkapkan bahwa para ahli hukum Islam mengenali garar sebagai suatu ketidakpastian, risiko, atau bahaya.³⁵ Tampak bahwa spekulasi, garar, dan risiko selalu dikaitkan dengan ketidakpastian. Ketidakpastian dapat diukur dengan berbagai proksi. Di antaranya yang paling banyak digunakan pada pasar keuangan adalah VIX (*volatility index*).³⁶ Abeer R. Elhessi, Amr Youssef, dan Mohamed Ragheb menambahkan bahwa para ahli hukum terkemuka mengidentifikasi *garar* sebagai ketidakpastian harga (fluktuasi harga) yang mirip dengan definisi volatilitas.³⁷ Lebih lanjut, dalam penelitian empirisnya, Elhessi, Youssef, dan Ragheb mengidentifikasi *garar* untuk perdagangan saham dan kontrak berjangka syariah di USA dan Malaysia menggunakan berbagai alat ukur volatilitas.³⁸ Selain volatilitas, alat ukur yang dapat digunakan untuk mengukur risiko pasar adalah *value at risk* (VaR).³⁹

Sebagai instrumen investasi yang bersifat *high risk-high return*, investasi di pasar modal, termasuk saham syariah, memerlukan

³³ Waeibrorheem Waemustafaa dan Suriani Sukri, "Theory of Gharar and its Interpretation of Risk and Uncertainty from the Perspectives of Authentic Hadith and the Holy Quran, Review of Literatures," *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance* 113, no. 5741 (2016): 1–17, DOI:10.6084/M9.FIGSHARE.4042998.V1.

³⁴ Daniele D'Alvia, "Risk, Uncertainty and the Market: A Rethinking of Islamic and Western Finance," *International Journal of Law in Context* 16, no. 4 (2020): 339–352, <https://doi.org/10.1017/S1744552320000154>.

³⁵ Abdul Rahim Al-Saati, "The Permissible Gharar (Risk) in Classical Islamic Jurisprudence," *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics* 16, no. 2 (2003): 6.

³⁶ Fatma Alahouel dan Nadia Loukil, "Financial Uncertainty Valuation: Does Shariah Compliant Screening Matter?" *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 14, no. 1 (2021): 57–76, DOI 10.1108/IMEFM-04-2019-0137.

³⁷ Abeer R. Elhessi, Amr Youssef, dan Mohamed Ragheb, "Gharar in Futures Contracts from Islamic Perspective: A Case Study of USA & Malaysia," *Journal of Governance & Regulation* 7, no. 3 (2018): 18–30, http://doi.org/10.22495/jgr_v7_i3_p3.

³⁸ *Ibid.*, 23.

³⁹ Mahmud M. Hanafi, *Manajemen Risiko* (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2006), 11.

kehati-hatian, pertimbangan, dan proses analisis yang matang, khususnya terkait *return* dan risiko sebelum memutuskan untuk berinvestasi.⁴⁰ *Capital asset pricing model* (CAPM) merupakan salah satu pilar keuangan modern yang menjawab pertanyaan mendasar di sektor keuangan, yaitu bagaimana risiko memengaruhi *return*.⁴¹ Zvi Bodie, Alex Kane, dan Alan J. Marcus menyatakan bahwa CAPM merupakan hasil utama dari teori keuangan modern.⁴² Minwir Al-Shammari, Mohammad O. Farooq, dan M. Hatem Masri berpendapat bahwa CAPM merupakan salah satu model yang paling banyak digunakan untuk mengestimasi *return* saham konvensional.⁴³

Namun, beberapa penelitian meragukan CAPM dan menemukan variabel lain yang berpengaruh terhadap *return*, seperti Stantman dengan rasio nilai buku perusahaan,⁴⁴ Banz dengan ukuran perusahaan,⁴⁵ Basu dengan *earning per price* (E/P),⁴⁶ dan Bhandari dengan *leverage*.⁴⁷ Tahun 1992, Fama dan French menggabungkan empat faktor tersebut dengan beta dan menemukan bahwa nilai buku dan ukuran perusahaan memiliki hubungan paling kuat dengan *return*.⁴⁸ Pada 1993, Fama dan French memperkenalkan model tiga

⁴⁰ Mohammad F. Qudratullah, "Measuring Islamic Stock Performance in Indonesia with A Modified Sharpe Ratio," *Share: Jurnal Ekonomi dan Keuangan Islam* 10, no. 2 (2021): 155–175.

⁴¹ Andre F. Perold, "The Capital Asset Pricing Model," *Journal of Economic Perspectives* 18, no. 3 (2004): 3–24.

⁴² Zvi Bodie, Alex Kane, dan Alan J. Marcus, *Essential of Investment*, ed. ke-6 (Berkshire: The McGraw-Hill Companies. Inc., 2007).

⁴³ Minwir Al-Shammari, Mohammad O. Farooq, dan M. Hatem Masri, "Multiple Criteria in Islamic Portfolio Selection," dalam *Multiple Criteria Decision Making in Finance, Insurance and Investment*, ed. M. Al-Shammari dan H. Masri (Springer International Publishing, 2015), 1–7.

⁴⁴ Dennis Stantman, "Book Values and Stock Returns," *The Chicago MBA: A Journal of Selected Paper* 4 (1980): 1111–1121.

⁴⁵ Rolf W. Banz, "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks," *Journal of Financial Economics* 9 (1981): 3–18.

⁴⁶ S. Basu, "The Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis," *Journal of Finance* 32 (1977): 663–682.

⁴⁷ Laxmi Chand Bhandari, "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence," *The Journal of Finance* 43, no. 2 (1988): 507–528.

⁴⁸ Eugene F. Fama dan Kenneth R. French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance* 47, no. 2 (1992): 427–465.

faktor yang memengaruhi *return* dengan menambahkan ukuran perusahaan dan nilai buku dalam model CAPM. Model ini dikenal dengan nama *Fama French three factor pricing model* (FF3FM).⁴⁹ Pada tahun 1997, Carhart memperkenalkan *Carhart four factor pricing model* (C4FM) dengan menambahkan faktor momentum dalam FF3FM.⁵⁰ Pada tahun 2015, Fama dan French memperkenalkan model lima faktor yang dikenal dengan *Fama French five factor pricing model* (FF5FM) dengan menambahkan faktor profit dan faktor investasi dalam model FF3FM.⁵¹ Kemudian pada 2018, Fama dan French melengkapi modelnya menjadi *Fama French six factor pricing model* (FF6FM) dengan menambahkan faktor momentum pada FF5FM.⁵²

Salah satu komponen dalam CAPM dan model pengembangannya adalah *return* bebas risiko yang biasanya diukur menggunakan suku bunga. Adapun konsep suku bunga dalam Islam digolongkan sebagai riba yang dengan tegas dilarang dalam konsep keuangan syariah. Jobst berpendapat bahwa instrumen keuangan Islam dan konvensional itu berbeda sehingga sangat penting untuk merancang CAPM yang dapat diterapkan pada instrumen keuangan Islam.⁵³

Usaha merancang CAPM yang sesuai dengan syariah telah dilakukan dengan cara menghapus atau mengganti variabel *return* bebas risiko yang biasa diukur dengan suku bunga tersebut dengan variabel lain. Tomkin dan Karim menghilangkan *return* bebas risiko

⁴⁹ Eugene F. Fama dan Kenneth R. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics* 33 (1993): 3–56.

⁵⁰ Mark M. Carhart, "On Persistence in Mutual Fund Performance," *Journal of Finance* 52 (1997): 57–82.

⁵¹ Eugene F. Fama dan Kenneth R. French, "A Five-Factor Asset Pricing Model," *Journal of Financial Economics* 116, no. 1 (2015): 1–22, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>.

⁵² Eugene F. Fama dan Kenneth R. French, "Choosing Factors," *Journal of Financial Economics* 128 (2018): 234–252.

⁵³ Andreas A. Jobst, "The Economics of Islamic Finance and Securitization," *The Journal of Structured Finance* 13, no. 1 (2007): 6–27.

dari CAPM;⁵⁴ El-Askhar mengganti *return* bebas risiko dengan *zakat-rate* (nilainya setara 2,5%);⁵⁵ Sheikh menggantinya dengan *gross domestic product* (GDP);⁵⁶ Hanif menggantinya dengan inflasi;⁵⁷ dan Shabir A. Hakim, Zarinah Hamid, dan Ahmed K. M. Meera juga mengupayakan dengan menggantikannya dengan tingkat sukuk.⁵⁸ Kelima pendekatan tersebut dikenal dengan *shariah compliant asset pricing model* (SCAPM) atau *Islamic capital asset pricing model* (ICAPM).

Beberapa penelitian telah membandingkan efektivitas CAPM dan SCAPM. Beberapa penelitian lainnya telah menerapkan atau membandingkan FF3FM, C4FM, FF5FM, dan FF6FM pada pasar modal syariah pada beberapa tahun terakhir ini. Misalnya, Abd-Alla dan Sobh menemukan FF3FM tidak berlaku pada pasar modal Mesir (EGX).⁵⁹ Sultan Zein Malian, Suikai Gao, dan Ira Fachira menemukan sebaliknya bahwa FF3FM berpengaruh signifikan pada pasar modal Indonesia.⁶⁰ Feyyaz Zeren, Tayfun Yilman, dan Murat Belke menerapkan FF5FM pada *Istanbul Stock Market Sustainability*

⁵⁴ Cyril Tomkins dan Rifat A. A. Karim, "The Shari'ah and Its Implications for Islamic Financial Analysis: An Opportunity to Study Interactions among Society, Organization and Accounting," *The American Journal of Islamic Social Sciences* 4, no. 1 (1987): 101–115.

⁵⁵ Ahmad Abdel Fattah El-Ashkar, *The Islamic Business Enterprise* (London: Croom Helm, 1987).

⁵⁶ Salman Ahmed A. Sheikh, "Corporate Finance in an Interest Free Economy: An Alternate Approach to Practiced Islamic Corporate Finance," *MPRA: Munich Personal RePEc Archive*, (2009).

⁵⁷ Muhammad Hanif, "Risk and Return under Shari'a Framework: An Attempt to Develop Shari'a Compliant Asset Pricing Model SCAPM," *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences* 5, no. 2 (2011).

⁵⁸ Shabir A. Hakim, Zarinah Hamid, dan Ahmed K. M. Meera, "Capital Asset Pricing Model and Pricing of Islamic Financial Instruments," *JKAU: Islamic Economics* 29, no. 1 (2016): 21–39.

⁵⁹ Mustafa Hussein Abd-Alla dan Mahmoud Sobh, "Empirical Test of Fama and French Three-Factor Model in the Egyptian Stock Exchange," *Muni Journal: Financial Assets and Investing* 11, no. 2 (2020): 5–18, <https://doi.org/10.5817/FAI2020-2-1>.

⁶⁰ Sultan Zein Malian, Suikai Gao, dan Ira Fachira, "Effectiveness of Fama and French Three Factor Models in Indonesian Stock Exchange," *Proceeding Book of the 4th ICMEM 2019 and the 11th IICIES 2019* (7–9 Agustus 2019, Bali, Indonesia), 611–614.

Index dan menemukan bahwa belum ada cukup bukti model tersebut efisien.⁶¹ Berikutnya, Mesut Doğan, Mustafa Kevser, dan Bilge Leyli Demirel mengungkapkan bahwa FF6FM adalah model yang paling efektif dibanding FF3FM, C4FM, dan FF5FM pada Bursa Istanbul.⁶²

Saat mengevaluasi FF5FM, Fama dan French menemukan bahwa faktor profitabilitas dan faktor investasi mungkin berlebihan dan faktor tersebut dapat berubah tergantung kepada negaranya.⁶³ Lebih lanjut, Dirkx dan Peter mengungkapkan bahwa untuk kasus internasional setiap negara dapat memiliki faktor penjelas yang berbeda-beda.⁶⁴ Hal ini sesuai dengan pernyataan Abdulaziz Aldaarmi, Maysam Abbod, dan Hussein Salameh bahwa terdapat variabel lain yang konsisten dengan budaya Arab Saudi yang berpengaruh terhadap *return*.⁶⁵ Usaha penambahan faktor lain pada FF5FM telah dilakukan Akbas dan Güçlü dengan menambahkan faktor *participation index* pada pasar modal Turki.⁶⁶ Rahul Roy menambahkan faktor *human capital* sebagai faktor keenam (6FM) dan model ini lebih unggul dari FF3FM, C4FM, dan FF5FM.⁶⁷

⁶¹ Feyyaz Zeren, Tayfun Yilman, dan Murat Belke, "Testing the Validity Fama French Five Factor Asset Pricing Model: Evidence from Turkey," *Financial Studies* 2 (2019): 97–115. This paper is extended version of presented report at the 22nd Finance Symposium on 10–13 October 2018, Yanisli, Mersin, Turkey.

⁶² Mesut Doğan, Mustafa Kevser, dan Bilge Leyli Demirel, "Testing the Augmented Fama–French Six-Factor Asset Pricing Model with Momentum Factor for Borsa Istanbul," *Hindawi: Discrete Dynamics in Nature and Society* (2022): 1–9, <https://doi.org/10.1155/2022/3392984>.

⁶³ Eugene F. Fama dan Kenneth R. French, "International Tests of a Five-Factor Asset Pricing Model," *Journal of Financial Economics* 123 (2017): 441–463, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.11.004>.

⁶⁴ Philipp Dirkx dan Franziska J. Peter, "The Fama-French Five-Factor Model Plus Momentum: Evidence for the German Market," *Schmalenbach Bus Rev* 72 (2020): 661–684.

⁶⁵ Abdulaziz Aldaarmi, Maysam Abbod, dan Hussein Salameh, "Implement Fama and French and Capital Asset Pricing Models in Saudi Arabia Stock Market," *The Journal of Applied Business Research* 31, no. 3 (May/June 2015): 953–968.

⁶⁶ Y. Akbas dan F. Güçlü, "Testing the Validity Fama French 5 Factor Model for Islamic Stock Indices: Evidence from Turkey," dalam *A Book Based on the Proceedings of the 11th Global Islamic Marketing Conference (GIMAC-11): Advances in Islamic Business*, ed. B. A. Alserhan dkk. (6–8 April 2021), 39.

⁶⁷ Rahul Roy, "A Six-Factor Asset Pricing Model: The Japanese Evidence," *Financial Planning Review* 4, no. 1 (2021), <https://doi.org/10.1002/cfp2.1109>.

Dengan demikian, terbuka kemungkinan untuk menambahkan faktor lain, seperti penambahan faktor spekulasi atau volatilitas sebagai faktor ketujuh dalam FF6FM sebagai upaya pengembangan dari *asset pricing model*, khususnya pada pasar modal syariah.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian di atas, saham atau efek pada pasar modal syariah harus melalui proses *screening* syariah agar dapat dikategorikan DES. Secara umum, terdapat tiga kriteria yang digunakan. *Pertama*, terkait kegiatan dan jenis usaha yang dilakukan disebut kriteria kualitatif. *Kedua*, terkait pemenuhan rasio keuangan baik terkait utang maupun pendapatan *nonhalal* disebut kriteria kuantitatif. *Ketiga*, terkait cara bertransaksi sesuai dengan prinsip syariah. Salah satu cara bertransaksi yang dilarang adalah praktik spekulasi.⁶⁸

Para ahli keuangan Islam sepakat bahwa spekulasi yang berlebihan dengan ketidakpastian dan risiko yang sangat tinggilah yang dilarang.⁶⁹ Terdapat beberapa alat yang dapat digunakan untuk mengidentifikasi spekulasi, seperti *ADF test*, *abnormal return*, dan volatilitas. Alat-alat tersebut hanya terbatas mengidentifikasi spekulasi pada satu instrumen tertentu secara individual dan hanya

⁶⁸ Penjelasan POJK No. 35/ POJK.04/ 2017 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah Pasal 2 ayat (1b).

⁶⁹ AlAwadhi (2021) mengutip beberapa ahli yang mengatakan bahwa spekulasi dilarang karena memiliki ketidakpastian yang tinggi yang mirip perjudian yang dilarang dalam Al-Qur'an. Hussein Hamid Hassan (2009) menyatakan risiko yang dilarang adalah risiko yang berlebihan (*garar*). Hussin bin Salamon, Mansoureh Ebrahimi, dan Kamurazaman Yusoff (2015) menyebutkan spekulasi yang dilarang adalah harapan buta atau untung-untungan. Saad Al-Harran (1995) menyebutkan *blind speculation* (rumor) merupakan spekulasi yang dilarang, sedangkan Abdullah M. Al-Awadhi (2021) dan Azlin Alisa Ahmad, Mohd Hafiz Mohd Dasar, dan Nik Abdul Rahim Nik Abd Ghani (2021) mengungkapkan spekulasi yang dilarang karena mirip atau memiliki ciri-ciri seperti perjudian. Sementara itu, beberapa lainnya menyatakan spekulasi dilarang karena dampak negatif yang ditimbulkan. Misalnya, Ildus Rafikov dan Buerhan Saiti (2017) menyatakan spekulasi bertentangan dengan *maqasid syariah*; Ahmad Azizi dan Muhammad Syarif Hidayatullah (2020) menyatakan spekulasi merusak likuiditas dan harga saham; dan Aneeka Kanwal (2022) berpendapat spekulasi mengarah kepada ketidakadilan dan menyebabkan pasar menjadi tidak efisien.

digunakan sebagai pembanding. Misalnya, untuk volatilitas, cara untuk mengidentifikasi suatu instrumen keuangan atau saham terindikasi unsur spekulasi adalah hanya terbatas dengan melihat tinggi atau rendahnya nilai volatilitas yang dihasilkan. Jika suatu instrumen keuangan atau saham memiliki volatilitas yang tinggi, tinggi pula indikasi spekulasi dalam instrumen keuangan atau saham tersebut. Seperti: membandingkan volatilitas pasar saham syariah dan kontrak berjangka, membandingkan volatilitas saham syariah dan saham konvensional, membandingkan volatilitas saham syariah beberapa negara, atau membandingkan volatilitas saham yang satu dengan yang lainnya. *Abnormal return* digunakan untuk mengidentifikasi spekulasi instrumen keuangan tertentu pada momen tertentu, seperti momen pembagian dividen dan saat terjadi krisis. Adapun *ADF-test* digunakan untuk melihat aktivitas spekulasi pada periode tertentu. Penelitian ini membuat model matematika dengan memadukan pendekatan *abnormal return* dan volatilitas (risiko) untuk mengidentifikasi suatu saham dikatakan memiliki risiko berlebihan dan dikategorikan mengandung unsur spekulasi atau tidak. Model matematika spekulasi ini dapat berlaku secara umum dan mengandung *holding period* sehingga dapat digunakan untuk menentukan *holding period* terbaik yang dapat diterapkan untuk meredam spekulasi.⁷⁰

Untuk itu, penelitian ini akan mengembangkan model matematika pengukuran spekulasi yang menetapkan ambang batas (*threshold*) suatu saham dikategorikan spekulasi yang dapat berlaku secara umum dan mengandung *holding period*. Penelitian ini juga akan menyelidiki dampak spekulasi terhadap kinerja saham berdasarkan nilai *return* dan risiko. Lebih lanjut, penelitian ini juga akan menyelidiki kinerja portofolio dengan menambahkan faktor spekulasi tersebut dalam FF6FM (FF6FM+). Model spekulasi tersebut akan diimplementasikan pada pasar modal syariah di

⁷⁰ Metwally (1995) mengungkapkan bahwa batas minimal *holding period* untuk mencegah praktik spekulasi pada pasar modal adalah 7 hari (1 minggu).

Indonesia. Berikut disajikan tiga rumusan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini.

1. Apakah model matematika pengukuran spekulasi mampu menentukan ambang batas (*threshold*) fluktuasi suatu saham mengandung unsur spekulasi saat diimplementasikan pada saham syariah di Indonesia?
2. Apakah faktor spekulasi berdampak terhadap kinerja saham syariah di Indonesia?
3. Apakah faktor spekulasi berpengaruh terhadap kinerja portofolio saham syariah menggunakan model pengembangan *asset pricing model* (APM) di Indonesia?

C. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Dari rumusan masalah di atas, berikut disajikan tiga tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini.

1. Menguji dan menjelaskan model matematika pengukuran spekulasi yang mampu menentukan ambang batas (*threshold*) fluktuasi suatu saham mengandung unsur spekulasi saat diimplementasikan pada saham syariah Indonesia.
2. Menguji dan menjelaskan dampak faktor spekulasi terhadap kinerja saham syariah Indonesia.
3. Menguji dan menjelaskan pengaruh faktor spekulasi terhadap kinerja portofolio saham syariah menggunakan pengembangan *asset pricing model* (APM) di Indonesia.

Adapun kegunaan penelitian ini dapat dikelompokkan menjadi tiga aspek, yaitu aspek teoretis, aspek praktis, dan aspek kebijakan.

Berikut penjelasannya.

1. Aspek Teoretis

Sejauh ini, penelitian terkait spekulasi dari perspektif Islam cenderung menggunakan pendekatan kualitatif dan bersifat normatif. Penelitian kuantitatif terkait spekulatif masih relatif terbatas. Beberapa penelitian mengkaji tentang identifikasi spekulasi dan beberapa lainnya cenderung membandingkan adanya indikasi spekulasi antarinstrumen keuangan atau

antarnegara berdasarkan ADF-test, *abnormal return*, atau volatilitasnya. Penelitian ini mengembangkan model matematika untuk identifikasi aktivitas spekulasi pada pasar saham yang dilengkapi dengan ambang batas (*threshold*) yang terukur secara kuantitatif dan melewati proses pengujian (uji hipotesis). Dengan kata lain, model ini mampu menjawab apakah suatu instrumen keuangan (saham) dikategorikan mengandung unsur spekulasi atau tidak? Model ini memiliki ambang batas (*threshold*) yang sama untuk semua saham sehingga dapat berlaku secara umum dan sangat dimungkinkan untuk dapat diterapkan sebagai salah satu metode *screening* syariah untuk kriteria cara bertransaksi, yaitu *screening* spekulasi. Kelebihan lain model ini adalah mengandung *holding period* dalam model matematikanya sehingga dapat digunakan untuk menentukan *holding period* yang dapat ditetapkan untuk mengurangi aktivitas spekulasi pada pasar modal, khususnya pasar saham syariah. Untuk mengetahui dampak kinerja portofolio, penelitian ini juga menyelidiki dampak spekulasi pada kinerja saham dan kinerja portofolio. Penelitian ini menambahkan faktor spekulasi dalam FF6FM (FF6FM+). Jadi, penelitian ini akan mengevaluasi salah satu hasil utama dari teori keuangan modern (CAPM) dan mengembangkan model tersebut. Untuk itu, penelitian ini berpotensi menghasilkan model pengembangan CAPM atau APM dengan faktor spekulasi sebagai faktor tambahan.

2. Aspek Praktis

Penelitian ini akan memberikan bukti empiris terkait aktivitas spekulasi di pasar modal dan mengetahui dampaknya pada kinerja saham dan portofolio, khususnya pasar modal syariah di Indonesia. Penelitian ini juga akan mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi kinerja portofolio saham syariah, yaitu risiko sistematis, ukuran perusahaan, *book to market*, profitabilitas, investasi, dan momentum, termasuk faktor spekulasi. Karena itu, hasil penelitian ini dapat dijadikan panduan bagi investor atau manajer investasi, khususnya yang berkecimpung dalam aliran

investasi etis atau investasi syariah dalam memilih kelompok saham atau portofolio yang akan diinvestasikan.

Dari segi metodologi, penelitian ini membuat model pengukuran spekulasi dan menambahkan faktor spekulasi dalam FF6FM sehingga metodologi penelitian yang digunakan dapat dijadikan panduan praktis bagi penelitian selanjutnya yang ingin mengeksplorasi tentang spekulasi pada pasar saham secara kuantitatif atau pengembangan APM menggunakan faktor lain.

3. Aspek Kebijakan

Telah disebutkan bahwa prinsip utama dalam pasar modal syariah adalah pelarangan *riba*; *garar*; *maisir*; dan perusahaan tersebut memiliki usaha sesuai syariah. Untuk itu dilakukanlah *shariah screening* terhadap saham-saham yang ada. Di Indonesia, kriteria *screening* syariah diatur dalam Keputusan DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/2003 dan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 35/POJK.04/2017. Terdapat tiga kriteria saham digolongkan saham syariah dalam peraturan tersebut, yaitu terkait kegiatan dan jenis usaha, terkait cara melakukan transaksi, dan terkait rasio keuangan. Secara umum, negara-negara di dunia menerapkan kriteria pertama dan yang ketiga, sedangkan kriteria kedua terkait cara bertransaksi belum diterapkan dan salah satu cara bertransaksi yang dilarang adalah praktik spekulasi.

Hasil penelitian ini memberikan gambaran terkait praktik spekulasi, mulai dari proses pengukuran, identifikasi, sampai dengan mengeksplorasi dampaknya terhadap kinerja saham dan portofolio di Indonesia. Atas dasar itu, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan diskusi bagi pihak-pihak yang berkepentingan, seperti MUI atau OJK dalam merumuskan kebijakan terkait peningkatan kualitas saham syariah, khususnya terkait dengan pembatasan praktik spekulasi pada pasar modal syariah Indonesia.

Setidaknya, terdapat dua hal yang dapat dipertimbangkan untuk diterapkan pada pasar modal syariah untuk mengurangi aktivitas spekulasi berdasarkan hasil penelitian ini, yaitu *pertama*, penerapan model pengukuran spekulasi ini dalam proses

*screening syariah dan kedua, penetapan minimum holding period dalam Shariah Online Trading System (SOTS).*⁷¹

D. Sistematika Pembahasan

Sistematika pembahasan penelitian ini dibagi menjadi lima bab yang dimulai dari pendahuluan, kajian pustaka, metodologi penelitian, hasil dan pembahasan, dan terakhir penutup.

Bab pertama adalah pendahuluan. Pada bab ini akan dibahas latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, termasuk kontribusi penelitian baik dari aspek teoretis, praktis, dan kebijakan. Pada bab ini juga dibahas sistematika penulisan disertasi ini.

Bab kedua membahas kajian pustaka, kerangka teoretis, dan pengembangan hipotesis penelitian. Kajian pustaka membahas penelitian-penelitian sebelumnya untuk mengetahui posisi penelitian ini. Tinjauan pustaka dibahas secara tematik, meliputi penelitian terkait *screening syariah* dan kinerja portofolio, penelitian terkait spekulasi, dan penelitian terkait perkembangan SCAPM. Berikutnya dibahas kerangka teori yang berisi teori-teori atau konsep yang digunakan untuk memecahkan masalah-masalah dalam penelitian ini. Beberapa konsep di antaranya adalah konsep investasi etis Islam dan *screening syariah*, konsep spekulasi, risiko, dan ketidakpastian termasuk manajemen risiko, *value at risk* (VaR), *efficient market hypothesis* (EMH), *asset pricing model* (APM): CAPM dan SCAPM, serta teori batas (*hudud*) Muhammad Syahrûr. Pada bab ini juga disajikan konseptual penelitian untuk memberikan gambaran penelitian ini secara keseluruhan. Terakhir, pada bab ini membahas

⁷¹ SOTS disertifikasi DSN-MUI yang merupakan pengaktualisasian Fatwa DSN-MUI No. 80 Tahun 2011 tentang penerapan prinsip syariah dalam mekanisme perdagangan efek bersifat ekuitas di pasar reguler bursa efek. Fitur utama SOTS adalah (1) hanya saham syariah yang dapat ditransaksikan; (2) transaksi beli saham syariah hanya dapat dilakukan secara tunai (*cash-basic transaction*); (3) tidak dapat melakukan transaksi membeli saham dengan dana pinjaman dari securitas (margin trading); (4) tidak dapat melakukan transaksi jual saham syariah yang belum dimiliki (*short selling*); (5) portofolio saham syariah terpisah (<https://idxislamic.idx.co.id>).

pengembangan atau perumusan hipotesis penelitian yang dilakukan berdasarkan pertanyaan penelitian yang ingin dijawab.

Bab ketiga adalah metodologi penelitian. Pembahasan bab ini dimulai dengan landasan filosofi penelitian, jenis penelitian, populasi dan sampel termasuk cara pengumpulan data, definisi operasional variabel penelitian. Berikutnya adalah penjelasan langkah pemecahan tiga permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini, yaitu proses pembentukan model matematika pengukuran spekulasi dalam menentukan ambang batas (*threshold*) untuk mengidentifikasi suatu saham mengandung spekulasi atau tidak, termasuk proses pengujian model. Kemudian disajikan langkah-langkah untuk mengetahui dampak faktor spekulasi terhadap kinerja saham (*return* dan risiko). Dilanjutkan dengan langkah-langkah untuk mengetahui dampak faktor spekulasi terhadap kinerja portofolio dengan mengimplementasikan model pengembangan APM (FF6FM+). Pada langkah terakhir ini akan diketahui juga pengaruh risiko sistematis, ukuran perusahaan, *book to market*, profitabilitas, investasi, dan momentum terhadap kinerja portofolio saham syariah.

Bab empat membahas hasil temuan dari penelitian yang terdiri atas hasil analisis data dan pembahasan. Pembahasan dapat dimulai dengan hasil analisis data yang pertama-tama menyajikan analisis deskriptif terkait indeks (JKSE, ISSI, JII70, dan JII) untuk mengetahui gambaran umum dari pasar saham Indonesia, termasuk saham syariah. Berikutnya adalah pemodelan spekulasi dan implementasinya yang meliputi penetapan ambang batas (*threshold*) spekulasi, pengujian ambang batas (*threshold*) spekulasi, identifikasi saham-saham yang mengandung spekulasi, evaluasi hasil identifikasi saham-saham mengandung spekulasi, dan implementasi model spekulasi untuk data harian. Kemudian menyelidiki dampak spekulasi terhadap kinerja saham (*return* dan risiko). Selanjutnya menyelidiki dampak spekulasi terhadap kinerja portofolio saham syariah menggunakan model pengembangan APM (FF6FM+). Adapun strategi pembobotan portofolio pada penelitian ini adalah setiap saham dalam portofolio memiliki bobot sama. Pada bagian ini juga dianalisis pengaruh risiko sistematis, ukuran perusahaan, *book*

to market, profitabilitas, investasi, dan momentum terhadap kinerja portofolio. Terakhir adalah disajikan pembahasan atau diskusi dengan cara mengaitkan hasil yang diperoleh dengan hasil-hasil penemuan sebelumnya, teori-teori yang telah ada, realitas di lapangan, proyeksi dan rekomendasi ke depan untuk memajukan pasar modal syariah di Indonesia.

Bab lima atau yang terakhir adalah penutup. Pada bagian ini disajikan kesimpulan yang dilanjutkan dengan implikasi teoretis, praktis, dan kebijakan dari penelitian ini. Pada bagian akhir disajikan juga keterbatasan dan beberapa topik penelitian lanjutan yang dapat dilakukan pada masa yang akan datang.

BAB V PENUTUP

A. Kesimpulan

Berikut adalah kesimpulan dari penelitian ini yang disusun untuk menjawab rumusan masalah yang telah diajukan. Adapun kesimpulan yang dapat disusun dari penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Penelitian ini berhasil menyusun model matematika pengukuran spekulasi berbasis perpaduan abnormal *return* dan volatilitas yang terinspirasi dari teori batas (*hudud*) dari Muhammad Syahrûr yang dikombinasikan dengan teori pengukuran risiko keuangan (*value at risk* [VaR]). Hasil implementasi model ini pada pasar saham syariah di Indonesia diperoleh bahwa ambang batas (*threshold*) yang mengandung unsur spekulasi dengan *benchmark* ISSI periode 2018–2023 adalah $\pm 14,95\%$ untuk data bulanan. Teridentifikasi bahwa hanya 10% saham tergolong bebas spekulasi dan 90% mengandung spekulasi. Untuk saham-saham kelompok spekulasi dapat dikelompokkan lagi menjadi tiga kelompok berdasarkan jumlah persentase *return* yang melewati ambang batas (*threshold*) yang telah ditetapkan dan diperoleh 10% saham masuk kelompok bebas spekulasi, 46% saham masuk kelompok spekulasi rendah, 37% saham masuk kelompok spekulasi sedang, serta 4% saham masuk kelompok spekulasi tinggi. Ketika diimplementasikan untuk data harian, ditemukan bahwa aturan T+2 atau *holding period* 3 hari mampu menurunkan aktivitas spekulasi tinggi dari 46% menjadi 6% dan akan menjadi 0% jika *holding period* diperpanjang menjadi 6 hari (T+5).
2. Terdapat dua indikator kinerja saham yang digunakan, yaitu *expected return* dan risiko, untuk mengetahui dampak spekulasi terhadap kinerja saham. Penelitian ini menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan *expected return* antara saham-

saham yang masuk kelompok bebas spekulasi dan saham-saham yang masuk kelompok spekulasi. Hasil yang sama juga ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan *expected return* antara saham-saham berdasarkan tingkat spekulasinya. Namun, terdapat pola *expected return* saham dari bebas spekulasi, spekulasi rendah, sampai spekulasi sedang dan *expected return* cenderung turun untuk kelompok saham spekulasi tinggi. Berdasarkan indikator risiko (volatilitas) ditemukan bahwa risiko saham-saham kelompok spekulasi lebih tinggi dari saham bebas spekulasi. Hasil yang sama juga diperoleh bahwa terdapat perbedaan risiko kelompok saham berdasarkan tingkat spekulasinya dan ditemukan pola bahwa makin tinggi tingkat spekulasi suatu saham maka makin tinggi pula risikonya. Pada penelitian ini ditemukan juga bahwa kelompok saham spekulasi tinggi tidak memenuhi hukum investasi umumnya dan bersifat *high risk-low return* sehingga kelompok saham spekulasi tinggi dapat dikategorikan kelompok memiliki tipe risiko yang dilarang dan perlu dihindari oleh investor.

3. Untuk mengetahui dampak faktor spekulasi terhadap kinerja portofolio saham syariah di Indonesia menggunakan model pengembangan APM (FF5FM+). Penelitian ini menemukan bahwa faktor spekulasi (risiko yang dapat ditolerir) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* portofolio dan faktor spekulasi dapat menjadi salah satu faktor yang dapat dipertimbangkan dalam pengembangan APM. Selain faktor spekulasi, risiko sistematis atau *excess return* pasar dan faktor investasi merupakan dua faktor yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* portofolio pada pasar saham syariah di Indonesia, sedangkan tiga faktor lainnya, ukuran perusahaan, *book to market value* B|M), dan profitabilitas, tidak berpengaruh terhadap *excess return* portofolio.

B. Implikasi Temuan

Hasil temuan penelitian ini menghasilkan beberapa implikasi yang dapat dibagi menjadi tiga aspek, yaitu aspek teoretis, aspek praktis, dan aspek kebijakan. Berikut uraiannya.

1. Aspek Teoretis

Terdapat dua poin implikasi teoretis dari hasil penelitian ini. *Pertama*, penelitian ini menghasilkan model matematika pengukuran spekulasi yang menentukan ambang batas (*threshold*) dalam mengidentifikasi saham-saham mengandung spekulasi atau tidak. Lebih lanjut, penelitian ini memberikan prosedur pengelompokan saham yang mengandung spekulasi menjadi beberapa kelompok berdasarkan persentase jumlah *faillurs*-nya (jumlah *return* di luar ambang batas), yaitu saham spekulasi rendah, saham spekulasi sedang, dan saham spekulasi tinggi. Model ini setidaknya memiliki tiga kelebihan, yaitu (1) dapat digunakan secara umum karena ambang batas (*threshold*) yang ditentukan hanya satu dan dipergunakan untuk semua saham; (2) salah satu variabel dalam model ini adalah *holding period* sehingga model ini dapat digunakan untuk menentukan “berapa lama *holding period* yang dapat ditetapkan untuk mengurangi aktivitas spekulasi pada pasar saham?”; (3) model ini memiliki peluang yang sangat besar untuk dikembangkan lebih lanjut baik secara teoretis maupun terapan. *Kedua*, penelitian ini memperkenalkan faktor spekulasi yang diukur dengan VHL (selisih *return* portofolio saham yang memiliki volatilitas tinggi dengan *return* portofolio saham yang memiliki volatilitas rendah). Penelitian ini menemukan bahwa faktor spekulasi berpengaruh positif, signifikan, dan efektif menjelaskan *excess return* portofolio pada FF5FM+. Dengan demikian, hasil temuan ini dapat digunakan landasan pengembangan dari APM dengan mempertimbangkan faktor spekulasi sebagai salah satu faktor yang signifikan memengaruhi *excess return* portofolio.

2. Aspek Praktis

Dari aspek praktis, hasil penelitian ini memberi bukti empiris bahwa masih adanya unsur spekulasi yang melekat pada sebagian

besar saham syariah di pasar modal Indonesia dan masih terdapat beberapa saham dikategorikan kelompok spekulasi tinggi. Saham kategori spekulasi tinggi ini tidak menjamin akan memberikan *return* yang tinggi, seperti sifat investasi secara umum “*high risk-high return*”. Pada penelitian ini, saham kategori spekulasi tinggi memiliki *return* terendah, bahkan negatif, dibanding kelompok saham lainnya, sedangkan nilai volatilitasnya tertinggi (*high risk-low return*). Untuk itu, investor perlu hati-hati dalam memilih saham yang akan diinvestasikan termasuk saat berinvestasi pada saham syariah. Salah satunya dengan cara menghindari saham-saham kelompok spekulasi tinggi.

Penelitian ini juga menemukan bahwa selain faktor spekulasi dan *excess return* pasar, salah satu faktor yang signifikan memengaruhi *excess return* portofolio pada pasar saham syariah Indonesia adalah faktor investasi dan ditemukan bahwa portofolio yang berisi saham-saham yang konservatif dalam melakukan investasi cenderung memberikan *return* yang lebih tinggi dibanding portofolio yang berisi saham-saham yang cenderung agresif dalam melakukan investasi.

3. Aspek Kebijakan

Berdasarkan Keputusan DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/ 2003 dan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 35/ POJK.04/ 2017, terdapat tiga kriteria saham digolongkan saham syariah, yaitu terkait kegiatan dan jenis usaha, terkait cara melakukan transaksi, dan terkait rasio keuangan. Secara umum, negara-negara di dunia, termasuk Indonesia, telah menerapkan kriteria pertama dan yang ketiga tersebut, sedangkan kriteria kedua belum diterapkan. Salah satu cara bertransaksi yang dilarang dan tidak sesuai dengan prinsip syariah adalah praktik spekulasi. Model matematika pengukuran spekulasi yang dikembangkan dalam penelitian ini dapat dipertimbangkan sebagai salah satu kriteria *screening* terkait cara bertransaksi sesuai syariah, yaitu mengeliminasi saham-saham yang mengandung unsur spekulasi tinggi. Kriteria cara bertransaksi ini dapat melengkapi dua kriteria *screening* yang telah diterapkan sebelumnya. Selain itu, penelitian ini menemukan bahwa *holding*

period tiga hari atau aturan $T+2$ dapat digunakan untuk mengurangi aktivitas spekulasi di pasar saham syariah di Indonesia. Jadi, hasil penelitian ini dapat digunakan MUI atau OJK sebagai bahan diskusi atau merumuskan kebijakan terkait peningkatan kualitas saham syariah, khususnya terkait dengan pembatasan praktik spekulasi pada pasar modal Indonesia.

C. Keterbatasan Penelitian

Terdapat beberapa keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini yang dapat dijadikan bahan evaluasi dan perbaikan untuk penelitian selanjutnya, berikut di antaranya.

1. Model matematika pengukuran spekulasi dalam penelitian ini diproyeksikan menggunakan konsep pengukuran VaR dengan metode varian kovarian, sangat dimungkinkan untuk dilakukan metode yang lain, seperti metode simulasi Monte-Carlo dan metode historis. Bahkan dapat dikembangkan lebih lanjut menggunakan VaR-GARCH (*generalized autoregressive conditional heteroscedasticity*), VaR-EVT (*extreme value theory*), atau metode pengukuran risiko lainnya. Pengembangan model juga dapat dilakukan dengan mengombinasikan dengan analisis fundamental perusahaan, termasuk faktor-faktor kuantitatif dalam kriteria *screening* syariah.
2. Pada penelitian ini, teori batas (*hudud*) terbatas digunakan sebagai inspirasi bahwa konsep matematika dapat digunakan memahami kandungan Al-Qur'an dan penetapan hukum Islam. Ambang batas model spekulasi dalam penelitian ini dihasilkan oleh data *return* indeks yang dijadikan *benchmark*. Karena itu, butuh penelitian lebih lanjut (penelitian kualitatif) terkait pengembangan teori *hudud* Syahrûr yang sumber batasannya bukan hanya dari ayat-ayat Al-Qur'an dan tidak terbatas hanya 6 batasan yang telah dibuat. Kajian kualitatif lain juga dapat dilakukan hubungan antara spekulasi dan *garar*.

3. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham-saham yang tergabung dalam JII70, yaitu saham-saham yang dipilih berdasarkan kapitalisasi terbesar dan likuiditas tertinggi, sehingga sampel dari penelitian ini belum mampu menjangkau semua saham syariah yang tergabung dalam DES, baik saham-saham dengan kapitalisasi yang relatif kecil maupun likuiditas relatif rendah. Karena itu, butuh penelitian tersendiri terkait hal ini karena saham dengan kapitalisasi kecil, saham dengan harga minim, dan saham dengan likuiditas sangat tipis dibutuhkan pendekatan khusus.
4. Beberapa keterbatasan penelitian ini yang lain di antaranya adalah penelitian ini belum mempertimbangkan adanya krisis (Covid-19); faktor spekulasi dalam FF5FM+ dalam penelitian ini masih terbatas pada kelompok saham spekulatif yang ditolerir dan belum menjangkau spekulasi yang dilarang; penelitian hanya menggunakan satu strategi pembobotan portofolio (pembobotan sama) dan sangat dimungkinkan untuk dikembangkan untuk strategi pembobotan portofolio lainnya termasuk portofolio optimum; pengembangan juga dapat dilakukan dari sisi alat ukur kinerja, baik saham maupun portofolio; dan masih ada keterbatasan lainnya.

Keterbatasan-keterbatasan penelitian di atas sangat dimungkinkan untuk dapat dilakukan penelitian lanjutan baik dalam jangka pendek (1–2 tahun), jangka menengah (3–5 tahun), maupun jangka panjang (di atas 5 tahun). Pemodelan spekulasi pada penelitian ini masih merupakan model dasar (awal) dan masih memberikan ruang yang sangat luas untuk dikembangkan baik secara teoretis maupun terapan sehingga mengkaji topik ini adalah pekerjaan yang tidak akan pernah selesai.

DAFTAR PUSTAKA

- Abd-Alla, Mustafa Hussein, dan Mahmoud Sobh. "Empirical Test of Fama and French Three-Factor Model in the Egyptian Stock Exchange." *Muni Journal: Financial Assets and Investing* 11, no. 2 (2020): 5–18. <https://doi.org/10.5817/FAI2020-2-1>.
- Ahmad, Azlin A., Mohd Hafiz Mohd Dasar, dan Nik Abdul Rahim Nik Abd Ghani. "Derivative Instruments: Criteria for Speculation in Islamic Finance." *Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues* 24, no. 5 (2021): 1–6.
- Adhikari, R., dan Kyle J. Putnam. "Macroeconomic Conditions, Speculation, and Commodity Futures Returns." *International Journal of Financial Studies*, 13, no. 1 (2015): 1–26. <https://doi.org/10.3390/ijfs13010005>.
- Adnan, A.T.M. "Asian Perspective of Capital Market Performance amid the COVID 19 Pandemic." *Asian Journal of Accounting Research* 8, no. 3 (2023): 210–235. DOI 10.1108/AJAR-10-2021-0223.
- Ainiah, Pocut. "Kajian Trading Saham Syariah di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam* 9, no. 01 (2023): 1322–1328. doi: <http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v9i1.6920>.
- Akbas, Y., dan F. Güçlü. "Testing the Validity Fama French 5 Factor Model for Islamic Stock Indices: Evidence from Turkey." Dalam *A Book Based on the Proceedings of the 11th Global Islamic Marketing Conference (GIMAC-11): Advances in Islamic Business*, ed. B. A. Alserhan dkk. 6–8 April 2021.
- Akkizidis, Ioannis, dan Sunil Kumar Khandelwal. *Financial Risk Management for Islamic Banking and Finance*. New York, NY: Palgrave Macmillan, 2008.
- AlAwadhi, Abdullah M. "The Effect of Religiosity on Stock Market Speculation." *Emerging Markets Finance & Trade* 57, no. 3 (2021): 839–858. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1601079>.

- Aldaarmi, A. Maysam Abbod, dan Hussein Salameh. "Implement Fama and French and Capital Asset Pricing Models in Saudi Arabia Stock Market." *The Journal of Applied Business Research* 31, no. 3 (May/June 2015): 953–968.
- Al-Habsyi, S. Y. "Stock Screening Process." *Islamic Finance Bulletin*, Juni 2008, 24–30.
- Alahouel, Fatma, dan Nadia Loukil. "Financial Uncertainty Valuation: Does Shariah Compliant Screening Matter?" *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 14, no. 1 (2021): 57–76. DOI 10.1108/IMEFM-04-2019-0137
- Alharbi, Ahmad. "Development of the Islamic Banking System." *Journal of Islamic Banking and Finance* 3, no. 1 (2015): 12–25. <https://doi.org/10.15640/jibf.v3n1a2>.
- Al-Harran, Saad. *Lending Issues in Islamic Banking and Finance*. Selangor, Malaysia: Pelanduk Publication, 1995.
- Al-Saati, Abdul Rahim. "The Permissible Gharar (Risk) in Classical Islamic Jurisprudence." *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics* 16, no. 2 (2003).
- Al-Shammari, Minwir, Mohammad O. Farooq, dan M. Hatem Masri. "Multiple Criteria in Islamic Portfolio Selection." Dalam *Multiple Criteria Decision Making in Finance, Insurance and Investment*, ed. M. Al-Shammari dan H. Masri, 1–7. Springer International Publishing, 2015.
- Ardiansyah, Misnen, dan Abdul Qoyum. "Testing the Semi-Strong Form Efficiency of Islamic Capital Market with Response to Information Content of Dividend Announcement: A Study in Jakarta Islamic Index." *Journal of Modern Accounting and Auditing* 8, no. 7 (2012): 1025–1041.
- Ardiansyah, Misnen, Ibnu Qizam, dan Abdul Qoyum. "Telaah Kritis Model Screening Saham Syariah Menuju Pasar Tunggal ASEAN." *IJTIHAD: Jurnal Wacana Hukum Islam dan*

Kemanusiaan 16, no. 2 (2016).
<https://doi.org/10.18326/ijtihad.v16i2.197-216>.

Al-Tirmidhi, M. *Al-Jami' Al-Kabir*. Beirut: Dar Al-Gharb Al-Islami, 1998.

Amelia dan Wasti Reviandani. "Pengaruh Profitabilitas, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2021)." *Jurnal Mirai Management* 7, no. 2 (2022): 467–483.

As'at Sa, Moch. "Teori Batas Hukuman terhadap Tindak Pidana Pencurian dalam Pemikiran Muhammad Syahrûr." *IN RIGHT: Jurnal Agama dan Hak Azazi Manusia* 1, no. 2 (Mei 2012): 495–516.

Ashraf, Dawood. "Performance Evaluation of Islamic Mutual Funds Relative to Conventional Funds Empirical Evidence from Saudi Arabia." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 6, no. 2 (2013): 105–121.

Ashraf, Dawood, dan Mohsin Khawaja. "Does the Shariah Screening Process Matter? Evidence from Shariah Compliant Portfolios." *Journal of Economic Behavior & Organization* 132 (December 2016): 77–92.

Asutay, Mehmet, Yumeng Wang, dan Alija Avdukic. "Examining the Performance of Islamic and Conventional Stock Indices: A Comparative Analysis." *Asia-Pacific Financial Markets* 29 (2022): 327–355. <https://doi.org/10.1007/s10690-021-09351-7>.

Ayedh, Abdullah Muhammad A., Muhammad Iqmal Hisham Kamaruddin, dan Amir Shahrudin. "Challenging the Current Shariah Screening Methodology Assessments in Kuala Lumpur Shariah Index (KLSI)." *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences* 9, no. 4 (2019): 253–268.

- Ayub, Muhammad. *Understanding Islamic Finance*. The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex, England: John Wiley & Sons Ltd., 2009.
- Azhar, Jeiham Ali, dan Resti Wulandari. "Stock Performance Based on Sharia Stock Screening: Comparasion between Syariah Stock Indices of Indonesia and Malaysia." *Asian Management and Business Review* 1, no. 1 (2021): 14–26.
- Azizi, Ahmad, dan Muhammad Syarif Hidayatullah. "Spekulasi dalam Transaksi Pasar Modal Syariah (Potensi Keberadaan dan Solusi Penanganan)." *Yurisprudencia: Jurnal Hukum Ekonomi* 6, no. 2 (Desember 2020): 189–209.
- Bahdar. "Hadist Sa'ad Ibn Abi Waqash tentang Wasiat Sepertiga Harta Kekayaan." *Jurnal Hunafa* 2, no. 1 (April 2005): 1–14.
- Balgis, Putri D., Tettet Fitrijanti, dan Citra Sukmadilaga. "Perbedaan Penerapan Standar Islamic Stock Screening dan *Social Environment Index* terhadap Kinerja Portofolio Saham BEI." *ApAR: APSSAI Accounting Review* 1, no. 1 (2021): 1–19.
- Banz, Rolf W. "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks." *Journal of Financial Economics* 9 (1981): 3–18.
- Basu, S. "The Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis." *Journal of Finance* 32 (1977): 663–682.
- Basuki, Agus T., dan Nano Prawoto. *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis: Dilengkapi Aplikasi SPSS & EVIEWS*. Depok: PT Rajagrafindo Persada, 2017.
- Best, Philip. *Implementing Value at Risk*. England: John Wiley & Sons Ltd., 1998.

- Bhandari, L. Chand. "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence." *The Journal of Finance* 43, no. 2 (1988): 507–528.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, dan Alan J Marcus. *Essential of Investment*. Ed. ke-6. Berkshire: The McGraw-Hill Companies. Inc., 2007.
- Bohdalová, Mária, dan Michal Greguš. "Estimating Value-at-Risk Based on Non-Normal Distributions." *CBU International Conference on Innovation, Technology Transfer and Education* (Prague, Czech Republic March 25-27, 2015), 188–195.
- Bollerslev, Tim. "Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity." *Journal of Econometrics* 31, no. 3 (1986): 307–27.
- Brigham, Eugene F., dan M. C. Erhardt. *Financial Management Theory & Practice*. Canada: Cengage Learning, 2015.
- Bumi, Oviar Candra. "Volatilitas Return Saham di Indonesia: Pola dan Perbandingan dengan Malaysia dan Singapura." *Jurnal BPPK* 6, no. 1 (2013): 61–74.
- Caginalp, G., Vladimira Ilieva, David Porter, dan Vernon Smith. "Do Speculative Stocks Lower Prices and Increase Volatility of Value Stocks?" *Journal of Psychology and Financial Markets* 3, no. 2 (2002): 118–132. DOI: 10.1207/S15327760JPFM0302_07.
- Carhart, Mark M. "On Persistence in Mutual Fund Performance." *Journal of Finance* 52 (1997): 57–82.
- Caspi, Itamar. "Rtadf: Testing for Bubbles with EViews." *Journal of Statistical Software* 81, no. 1 (2017): 1–16. <https://doi.org/10.18637/jss.v081.c01>.
- Chapra, M. Umar. *Towards a Just Monetary System*. Yogyakarta: PT Dana Bhakti Prima Yasa, 1997.

- Chen, Long, Robert Novy-Marx, dan Lu Zhang. "An Alternative Three-Factor Model." *SSRN Electronic Journal* (2011). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1418117>.
- Chen, D. S. Y., dan Venus Khim-Sen Liew. "Impacts of Unusual Market Activity Announcement on Stock Return: Evidence from the Ace Market in Malaysia." *Asian Journal of Finance & Accounting* 11, no. 2 (2019): 169–185. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v11i2.15234>.
- Chiah, M., D. Chai, A. Zhong, dan Song Li. "A Better Model? An Empirical Investigation of the Fama-French Five-Factor Model in Australia." *International Review of Finance* 16, no. 4 (2016): 595–638.
- Claesson, Henrik. "The Fama-French Asset Pricing Models: Emerging Markets." *Tesis*, Uppsala University, 2021.
- Consolacion, Aldryn G. *Comparative Analysis of Value at Risk, Stressed VaR, and Expected Shortfall Using Philippine Data*. Bangko Sentral Review, 2016. https://www.bsp.gov.ph/Media_And_Research/Publications/BS2016_01.pdf.
- D'Alvia, Daniele. "Risk, Uncertainty and the Market: A Rethinking of Islamic and Western Finance." *International Journal of Law in Context* 16, no. 4 (2020): 339–352. <https://doi.org/10.1017/S1744552320000154>.
- Daniel, W. W. *Statistik Nonparametrik Terapan*. Jakarta: Penerbit PT Gramedia, 1989.
- Dar, Abubakar Javaid and Muhammad Hanif. "Comparative Testing of Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Shari'a Compliant Asset Pricing Model (SCAPM): Evidence from Karachi Stock Exchange Pakistan." Paper dipresentasikan dalam acara *4th South Asian International conference (SAICON-2012)*, Pearl Continental Hotel, Bhurban, Pakistan, 05–07 December 2012, 1–14. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1961660>.

- Darma, Yuki D., Petiana Indriati, Pujihearta, Nani Hartati, dan Meika Indriani. "Mampukah Model Enam Faktor Fama and French Mengungguli Model Tiga Faktor Fama and French dengan Proksi Indeks Kompas 100." *JRAP (Jurnal Riset Akuntansi dan Perpajakan)* 11, no. 1 (Januari–Juni 2024): 89–104.
- Derigs, Ulrich dan Shehab Marzban. "Review and Analysis of Current Shariah-Compliant Equity Screening Practices." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 1, no. 4 (2008): 285–303.
- Diba, Behzad T., dan Herschel I. Grossman. "Rational Inflationary Bubbles." *Journal of Monetary Economics* 21, no. 1 (1988): 35–46. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(88\)90044-X](https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90044-X).
- Dirkx, Philipp, dan Franziska J. Peter. "The Fama-French Five-Factor Model Plus Momentum: Evidence for the German Market." *Schmalenbach Bus Rev* 72 (2020): 661–684. <https://doi.org/10.1007/s41464-020-00105-y>.
- Djohanputro, Bramantyo. *Manajemen Risiko Korporat Terintegrasi*. Jakarta: Penerbit PPM, 2006.
- Doğan, Mesut, Mustafa Kevser, dan Bilge Leyli Demirel. "Testing the Augmented Fama–French Six-Factor Asset Pricing Model with Momentum Factor for Borsa Istanbul." *Hindawi: Discrete Dynamics in Nature and Society* (2022). <https://doi.org/10.1155/2022/3392984>.
- Dowd, Kevin. "Retrospective Assessment of Value-at-Risk." Dalam *Risk Management: A Modern Perspective*. San Diego: Elsevier 2006, 183–202.
- Effendi, Kharisya Ayu. "Optimalisasi Shari'a Compliant Asset Pricing Model terhadap Rate of Return pada Jakarta Islamic Index." *Jurnal Manajemen* 20, no. 3 (2016): 370–386.
- El-Ashkar, A. A. F. *The Islamic Business Enterprise*. London: Croom Helm, 1987.

- _____. "Towards an Islamic Stock Exchange in a Transitional Stage." *Islamic Economic Studies* 3, no. 1 (1995): 79–112.
- Elhessi, Abeer R., Amr Youssef, dan Mohamed Ragheb. "Gharar in Futures Contracts from Islamic Perspective: A Case Study of USA & Malaysia." *Journal of Governance & Regulation* 7, no. 3 (2018): 18–30. http://doi.org/10.22495/jgr_v7_i3_p3.
- Engle, Robert F. "Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation." *Econometrica* 50, no. 4 (1982): 987–1007.
- Errais, E., dan Dhikra Bahri. "Is Standard Deviation a Good Measure of Volatility? The Case of African Markets with Price Limits." *Annals of Economics and Finance* 17, no. 1 (2016): 145–165. DOI: 10.13140/RG.2.1.2553.8086.
- Evans, George W. "Pitfalls in Testing for Explosive Bubbles in Asset Prices." *The American Economic Review* 81, no. 4 (1991): 922–930.
- Fahmi, Irham. *Manajemen Keuangan Perusahaan dan Pasar Modal*. Jakarta: Mitra Wacana Media, 2014.
- Fajri, M. Hasan. "Pengujian Fama-French Five Factor Model (FF5FM) terhadap Excess Return pada Saham yang Terdaftar di Indeks JII-70 sebelum dan pada Masa Pandemi Covid-19." *Skripsi*, Universitas Gadjadara, 2023.
- Fama, Eugene F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *The Journal of Finance* 25, no. 2 (1970): 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>.
- Fama, Eugene F., dan Kenneth R. French. "The Cross-Section of Expected Stock Returns." *Journal of Finance* 47, no. 2 (1992): 427–465.
- _____. "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds." *Journal of Financial Economics* 33 (1993): 3–56.

- _____. "Profitability, Investment and Average Returns." *Journal of Financial Economics* 82, no. 3 (December 2006): 491–518. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.09.009>.
- _____. "A Five-Factor Asset Pricing Model." *Journal of Financial Economics* 116, no. 1 (2015): 1–22. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>.
- _____. "International Tests of a Five-Factor Asset Pricing Model." *Journal of Financial Economics* 123 (2017): 441–463. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.11.004>.
- _____. "Choosing Factors." *Journal of Financial Economics* 128 (2018): 234–252.
- _____. "Size and Book Market Factors in Earnings and Returns." *Journal of Finance* 50 (1996): 131–155.
- Fanani, Muhyar. "Pemikiran Muhammad Stahrul dalam Ilmu Usul Fikih (Teori Hudud sebagai Alternatif Pengembangan Ilmu Usul Fikih)." *Disertasi*, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, 2005.
- Farooq, Mohammad Omar. "Rent-Seeking Behavior and Zulm (Injustice/Exploitation) beyond Riba-Interest Equation." *ISRA International Journal of Islamic Finance* 11, no. 1 (2019): 110–123. DOI 10.1108/IJIF-07-2018-0073.
- Fatwa DSN-MUI No. 80 Tahun 2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek. Diakses 15 April 2024. https://www.idx.co.id/media/euumuepw/80-prinsip_syariah_bursa_efek.pdf.
- Fawziah, S. A., dan N. Margasari. "Pengaruh Fama French Three Factor Model terhadap Return Saham." *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia* 5, no. 2 (2016): 434–442.

- Febrianto, Igo, dan Artie Arditha Rachman. "Islamic Capital Asset Pricing Model: A Comparative Analysis." *Jurnal Ilmiah ESAI* 10, no. 1 (2016): 14–21.
- Feng, Hao. "Testing for Explosive Bubbles in the Presence of non-Gaussian Conditions." *Economics Letters* 233 (December 2023). <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2023.111391>.
- Foye, J., dan Aljoša Valentinčič. "Testing Factor Models in Indonesia." *Emerging Markets Review* 42 (March 2020). <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.100628>.
- Gamaleldin, Farid M. "Shariah-Compliant Stocks Screening and Purification." University of Liverpool, 2015. <https://www.researchgate.net/publication/280561876>.
- Gan, C., Gilbert V. Nartea, Dou Ling Ling, dan Baiding Hu. "Duration Dependence Test of Rational Speculative Bubbles: A Case Study of Hong Kong Stock Market." *Investment Management & Financial Innovations* 9, no. 2 (2012): 37–48.
- Gumanti, Tatang A., dan E. Sri Utami. "Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya." *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 4, no. 1 (2002): 54–68.
- Habib, Farrukh, dan Abu Umar Faruq Ahmad. "Revisiting the AAOIFI Shariah Standards' Stock Screening Criteria." *International Journal of Business and Society* 18 S1 (2017): 151–166.
- Habib, Farrukh. "The Issue of Speculation in the Islamic Capital Market." *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance* 13, no. 2 (April–Juni 2017): 89–101.
- Hairul. *Manajemen Risiko*. Yogyakarta: Penerbit Depublish, 2020.
- Hakim, Shabir A., Zarinah Hamid, dan Ahmed K. M. Meera. "Capital Asset Pricing Model and Pricing of Islamic

- Financial Instruments." *JKAU: Islamic Economics* 29, no. 1 (2016): 21–39.
- Hamdani, Ahmad. "Korelasi Riba, Zakat dan Shodaqoh dalam Teori Batas Muhammad Syahrûr." *MALIA* 1 (2017): 129–143.
- Hanafî, Mahmud M. *Manajemen Risiko*. UPP STIM YKPN, 2006.
- Hanafî, Syafiq M. "Perbandingan Kriteria Syari'ah pada Indeks Saham Syari'ah Indonesia, Malaysia, dan Dow Jones." *Asy-Syir'ah Jurnal Ilmu Syariah dan Hukum* 45, no. 11 (2011): 1404: 1430.
- . "Investasi Etis Islam: Apakah Dapat Menjadi Pilihan Investasi Religius dan Investasi Rasional?" Pidato Pengukuhan Guru Besar. UIN Sunan Kalijaga, 2023.
- Hanif, Muhammad. "Risk and Return under Shari'a Framework: An Attempt to Develop Shari'a Compliant Asset Pricing Model SCAPM." *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences* 5, no. 2 (2011).
- Hanif, Muhammad, Abdullah Iqbal, dan Zulfikar Ali Shah. "Risk and Returns of Shari'ah Compliant Stocks on the Karachi Stock Exchange: A CAPM and SCAPM Approach." *JKAU: Islamic Economics* 29, no. 2 (2016): 37–54.
- Harman, Yvette S., dan Thomas W. Zuehlke. "Duration Dependence Testing for Speculative Bubbles." *Journal of Economics and Finance* 28, no. 2 (2004): 147–154.
- Haron, Razali. "Gharar and Mispricing Of Equity Warrants: Malaysian Evidence." *Islamic Banking and Finance 2014 Conference*, Paper ID 182 (2014): 1–13.
- Harrison, J. Michael, dan David M. Kreps. "Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectations." *The Quarterly Journal of Economics* 92, no. 2 (May 1978): 323–336.

- Harsha, S., dan Bahadou Ismail. "Improved Test for Detecting Explosive Bubbles." *Journal of Data Science* 16 (2017): 495–508.
- Hartono, Jogiyanto. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Ed. ke-11. Yogyakarta: BPFE Universitas Gadjah Mada, 2017.
- Haugen, Rober A. *Modern Portfolio Theory*. Ed. ke-5. New Jersey: Prentice Hall, 1998.
- Hendra, Reynaldi K., Werner Ria Murhadi, dan Liliana Inggrit Wijaya. "Analisis Pengaruh Model Fama and French Three Factor Model dan Momentum terhadap Return di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014." *Calyptra* 6, no. 1 (2017): 688–707.
- Ho, Catherine S. F., Omar Masood, Asma Abdul Rehman, dan Mondher Bellalah. "Syariah Accounting and Compliant Screening Practices." *Qualitative Research in Financial Markets* 4, no. 2/3 (2012): 240–254.
- Ho, Catherine S. F., Nurul Afifah Abd Rahman, Noor Hafizha Muhamad Yusuf dan Zaminor Zamzamin. "Performance of Global Islamic versus Conventional Share Indices: International Evidence." *Pacific-Basin Finance Journal* 28 (June 2014): 110–121.
- Horowitz, Joel L., Tim Loughran, dan N.E Savin. "Three Analyses of the Firm Size Premium." *Journal of Empirical Finance* 7, no. 2 (August 2000): 143–153. [https://doi.org/10.1016/S0927-5398\(00\)00008-6](https://doi.org/10.1016/S0927-5398(00)00008-6).
- How, C. Chun, dan Wong Hock Tsen. "The Effects of Stock Split Announcements on the Stock Returns in Bursa Malaysia." *Jurnal Ekonomi Malaysia* 53, no. 2 (2019): 41–53. <http://dx.doi.org/10.17576/JEM-2019-5302-4>.
- Htay, Sheila Nu N., Zafar Abedeen, dan Syed Ahmed Salman. "Towards Standardization of Shari'ah Screening Norms and

Practices." *International Journal of Humanities and Social Science Invention* 2, no. 11 (November 2013): 23–30.

Huda, Eva Nurul, dan Priyonggo Suseno. "Comparative Analysis of Sharia Stock Screening Methods in Indonesia, Malaysia, and the United States." *Maliki Islamic Economics Journal (M-IEC Journal)* 3, no. 1 (June 2023): 1–18.

Indriantoro, Nur, dan Bambang Supomo. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Manajemen dan Akuntansi*. Yogyakarta: BPFE, 2012.

International Shariah Research Academy for Islamic Finance. *Islamic Financial System: Principles & Operations*. Kuala Lumpur: Pearson Custom Publishing, 2012.

Jabeen, Munazza, dan Saba Kausar. "Performance Comparison between Islamic and Conventional Stocks: Evidence from Pakistan's Equity Market." *ISRA: International Journal of Islamic Finance* 14, no. 1 (2022): 59–72.

Jawadi, F., Nabila Jawadi, dan Waël Louhichi. "Conventional and Islamic Stock Price Performance: An Empirical Investigation." *International Economics* 137 (May 2014): 73–87.

Jegadeesh, Narasimhan, dan Sheridan Titman. "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency." *The Journal of Finance* 48, no. 1 (Maret 1993): 65–91. <https://doi.org/10.2307/2328882>.

Jobst, Andreas A. "The Economics of Islamic Finance and Securitization." *The Journal of Structured Finance* 13, no. 1 (2007): 6–27.

Jorion, Philippe. *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk*. New York: Mc.Graw Hill, 2006.

Kamari, F., Farhad Shahveisi, dan Mohammad Moradi. "Studying the Relation of Indices and Duration Dependence Test in

- Tehran Stock Exchange." *International Research Journal of Applied and Basic Sciences* 4, no. 9 (2013): 2494–2500.
- Kanwal, Aneeka. "The Prohibition of Speculation in Islamic Finance: Fairness and Framing." *IMEFM: International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 15, no. 1 (2022): 146–157. DOI: 10.1108/IMEFM-01-2021-0034.
- Kemala Sari, Putri R. "The Nature of Risk in Islamic Financial Institutions." *JEBI: Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 02, no. 01 (2017): 17–24.
- Keputusan DSN-MUI No. 40/DSN-MUI/X/ 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Diakses 27 Juni 2024. https://www.idx.co.id/media/njofsjwu/40-pasar_modal_syariah.pdf.
- Keynes, John. M. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. St. Martin's Street, London: Macmillan and Co., Limited, 1936.
- Khatkhatay, M. H., dan Shariq Nisar. "Investment in Stocks: A Critical Review of Dow Jones Shariah Screening Norms." Paper dipresentasikan dalam acara *The International Conference on Islamic Capital Markets*, Jakarta, Indonesia, 27–29 Agustus 2007.
- Khatkhatay, M. H., dan Shariq Nisar. "Shariah Compliant Equity Investments: An Assessment of Current Screening Norms." *Islamic Economic Studies* 15, no. 1 (2007): 48–76.
- Kholis, Nur. "Potret of Islamic Financial Development and Practice in the World." *Millah* 17, no. 1 (Agustus 2017).
- Kia, Amir. "Speculative Activities, Efficiency and Normative Stock Exchange." *J.KAU: Islamic Economics* 13 (2001): 31–50.

- _____. "Islamic Economics Rules and the Stock Market: Evidence from the United States." *International Journal of Business* 20, no. 3 (2015): 181–201.
- Kumar, Alok. "Who Gambles in the Stock Market?" *The Journal of Finance* 64, no. 4 (2009): 1889–1933. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01483.x.
- Kupiec, Paul. "Techniques for Verifying the Accuracy of Risk Management Models." *Journal of Derivatives* 3 (1995): 73–84.
- Lehkonen, Heikki. "Bubbles in China." *International Review of Financial Analysis* 19, no. 2 (March 2010): 113–117. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2010.01.005>.
- Levy, Haim. *Introduction to Investment*. Ohio: South Western Publishing, 1996.
- Leybourne, S. J. "Testing for Unit Roots Using forward and Reverse Dickey-Fuller Regressions." *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 57, no. 4 (1995): 559–571. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.1995.tb00040.x>.
- Li, L., dan S. Wu. "Analysis of Meal Industry in U.S. Stock Market during COVID-19 Based on Fama-French Five Factor Model." *Advances in Economics, Business and Management Research* 648 (2022): 1856–1860.
- Lintner, John. "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets." *Review of Economics and Statistics* 47 (1965): 13–37.
- Lordemann, Javier A., Claudio Mora-García, dan Nanno Mulder. *Speculation and Price Volatility in the Coffee Market*. Santiago: United Nations Publication, 2021.
- Lu, Xun, dan Halbert White. "Robustness Checks and Robustness Tests in Applied Economics." *Journal of Econometrics* 178,

- no. 1 (2014): 194–206.
<https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2013.08.016>.
- Mahfooz, Saeed, dan Habib Ahmed. "Sharī'ah Investment Screening Criteria: A Critical Review." *JKAU: Islamic Economics* 27, no. 1 (January 2014): 3–38.
- Mahrar, Sahar M. R., dan Nesma A. Heshmat. "Evaluate Multifactor Asset Pricing Models to Explain Market Anomalies: Applicable Test in the Saudi Stock Market." *Arab Journal of Administration* 36, no. 1 (June 2016): 491–512.
- Malian, Sultan Z., Suikai Gao, dan Ira Fachira. "Effectiveness of Fama and French Three Factor Models in Indonesian Stock Exchange." *Proceeding Book of The 4th ICMEM 2019 and The 11th IICIES 2019*, 7–9 Agustus 2019, Bali, Indonesia, 611–614.
- Malim, Nurhafiza Abdul Kader. "Islamic Banking and Risk Management: Issues and Challenges." *Journal of Islamic Banking and Finance* (October-December 2015): 64–71.
- Manap, T. Ali Abdul, dan Mohd Azmi Omar. "Speculative Rational Bubbles: Asset Prices in GCC Equity Markets." *Journal of Islamic Finance* 3, no. 1 (2014): 1–12.
- Maruddani, Di Asih I, dan Ari Purbowati. "Pengukuran Value at Risk pada Aset Tunggal dan Portofolio dengan Simulasi Monte Carlo." *Media Statistika* 2, no. 2 (Desember 2009): 93–104.
- Markowitz, Harry M. "Portfolio Selection." *Journal of Finance* 7 (1952): 77–91.
- Maskur, Ali. "Volatilitas Harga Saham antara Saham Konvensional dan Syariah." *Dinamika Keuangan dan Perbankan* 1, no. 2 (Agustus 2009): 82–94.
- Metwally, M. M. *Teori dan Model Ekonomi Islam*. Terj. M. Husein Sawit. Jakarta: PT Bangkit Daya Insana, 1995.

- Miller, Merton H. "The History of Finance." *The Journal of Portfolio Management* 25, no. 4 (1999): 95–101. DOI: 10.3905/jpm.1999.319752.
- Mohd Noor, Nurul S., Abdul Ghafar Ismail, dan Muhammad Hakimi Mohd. Shafiai. "Shariah Risk: Its Origin, Definition, and Application in Islamic Finance." *SAGE Open* 8, no. 2 (April-June 2018): 1–12. <https://doi.org/10.1177/2158244018770237>.
- Moosin, Jan. "Security Price and Investment Criteria in Competitive Markets." *American Economic Review* (1969): 749–756.
- Muhammad bin Shalih Al-Utsaimin. *Syarah Shahih Al.Bukhari*. Jilid 4. Jakarta Timur: Darus Sunnah Press, 2010.
- Muhammadi, A. A. R., Edo Segara Gustanto, Januariansyah Arfaizar, dan Ali Asghar Fadlullah Muhammadi. "Mitigating Gharar in Sharia Capital Market Volatility: Governance, Regulation, and Technology." *Az-Zarqa: Jurnal Hukum Bisnis Islam* 16, no. 1 (June 2024): 58–74. <https://doi.org/10.14421/yxqd6f17>.
- Munawaroh, Ummu, dan Sunarsih. "The Effects of Fama-French Five Factor and Momentum Factor on Islamic Stock Portfolio Excess Return Listed in ISSI." *Jurnal Ekonomi & Keuangan Islam* 6, no. 2 (2020): 119–133. <https://doi.org/10.20885/jeki.vol6.iss2.art4>.
- Mussafi, Noor S. M., dan Zuhaimy Ismail. "A Review on Shariah Stock Portfolio Optimization." *DLSU Bus. Econ. Rev.* 31, no. 1 (2021): 142–157.
- Mustafida, Rifka, dan Najim Nur Fauziah. "Implementing ESG Concept in Sharia Stock Screening Process." *Hasanuddin Economics and Business Review* 05, no. 1 (2021): 1–7.
- Mustaqim, Abdul. *Epistemologi Tafsir Kontemporer*. Yogyakarta: LKIS, 2012.

- Nartea, Gilbert V., Bert D. Ward, dan Hadrian G. Djajadikerta. "Size, BM, and Momentum Effects and the Robustness of the Fama-French Three-Factor Model Evidence from New Zealand." *International Journal of Managerial Finance* 5, no. 2 (2009): 179–200.
- Nelson, Daniel B. "Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach." *Econometrica* 59, no. 2 (1991): 347–370.
- Nieppola, Olli. "Backtesting Value-at-Risk Models." *Thesis*, Helsinki School of Economics, 2009.
- Noh, Mohd Shahid Mohd., Suffian Haqiem Nor Azelan, dan Muhammad Izzul Syahmi Zulkepli. "A Review on Gharar Dimension in Modern Islamic Finance Transactions." *Journal of Islamic Accounting and Business Research* (2020): 1759-0817. DOI 10.1108/JIABR-01-2023-0006.
- Novy-Marx, Robert. "Is Momentum Really Momentum?" *Journal of Financial Economics* 103, no. 3 (2012): 429–453. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.003>.
- Nugraha, F., Nurmatias, dan Wahyudi, "Analisis Fama French 5 Factors Model dalam Mempengaruhi Excess Return Saham pada LQ45." *IKRAITH-EKONOMIKA* 5, no. 1 (Maret 2022): 89–102.
- Özer, N., Mehmet Akif Öncü, Ali Özer, dan İstemi Çömlekçi. "Fama French 5 Factor Model versus Alternative Fama French 5 Factor Model: Evidence from Selected Islamic Countries." *Bilimname* 45 (2021): 428–461.
- Pan, Li., Ya Tang, dan Jianguo Xu. "Speculative Trading and Stock Returns." *Review of Finance* 20, no. 5 (August 2016): 1835–1865. <https://doi.org/10.1093/rof/rfv059>.
- Paranque, Bernard, dan Elias Erragragui. "Islamic Investment versus Socially Responsible Investment: Lessons from Comparison." *Critical Studies on Corporate Responsibility*,

Governance and Sustainability 10 (2016): 355–383.
doi:10.1108/S2043-905920160000010034.

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 35/POJK.04/2017 Tahun 2017 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah. Diakses 27 Juni 2024. <https://peraturan.bpk.go.id/Details/129687/peraturan-ojk-no-35poj042017-tahun-2017>.

Perold, Andre F. "The Capital Asset Pricing Model." *Journal of Economic Perspectives* 18, no. 3 (2004): 3–24.

Phillips, P., dan J. Yu. "Dating the Timeline of Financial Bubbles during the Subprime Crisis." *Quantitative Economics* 2 (2011): 455–491.

Phillips, Peter C. B., Shu-Ping Shi, dan Jun Yu. "Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P 500." *International Economic Review* 56, no. 4 (2015): 1043–1078. <https://doi.org/10.1111/iere.12132>.

Phillips, Peter C. B., Yangru Wu, dan Jun Yu. "Explosive Behaviour in the 1990s NASDAQ: When Did Exuberance Escalate Asset Values?" *International Economic Review* 52, no. 1 (2011): 201–226. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2354.2010.00625.x>.

Putranto, Hanafi Adi. "Kelayakan Finansial Ekonomi Mahasiswa dalam Investasi Saham di Galeri Investasi Syariah UIN Sunan Ampel Surabaya." *Oeconomicus Journal of Economics* 1, no. 1 (2016): 1–20.

Qatrunnada, Z. Shafira. "Faktor yang Mempengaruhi Volatilitas Return Saham di Indonesia: Perusahaan LQ45." *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi* 8, no. 3 (2024): 2441–2451. DOI: 10.33395/owner.v8i3.2121.

Qomaruzaman, Rizki. "Model Lima Faktor Fama-French dan Faktor Momentum: Pengujian *Excess Return* Portofolio di Bursa

- Efek Indonesia." *Tesis*, Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, 2022.
- Qudratullah, Mohammad F. "Measuring Islamic Stock Performance in Indonesia with A Modified Sharpe Ratio." *Share: Jurnal Ekonomi dan Keuangan Islam* 10, no. 2 (2021): 155–175.
- _____. *Statistika: Teori, Contoh Kasus, dan Aplikasi dengan IBM SPSS*. Yogyakarta: Penerbit ANDI, 2014.
- _____. *Statistik Nonparametrik Terapan: Teori, Contoh Kasus, dan Aplikasi dengan IBM SPSS*. Yogyakarta: Penerbit ANDI, 2017.
- Rahmarisa, Faty. "Investasi Pasar Modal Syariah." *Jurnal Ekonomi Keuangan dan Kebijakan Publik* 1, no. 2 (Desember 2019): 79–84.
- Rafikov, Ildus, dan Buerhan Saiti. "An Analysis of Financial Speculation: From the Maqasid Al-Shari'ah Perspective." *Humanomics* 33, no. 1 (2017): 2–14. <https://doi.org/10.1108/H-10-2016-0077>.
- Rehan, Raja, I. U. Chapra, S. Mithani, dan A. Q. Patoli. "Capital Asset Pricing Model and Shariah-Compliant Capital Asset Pricing Model: Evidence from Pakistan Stock Exchange." *Journal of Contemporary Issues in Business and Government* 27, no. 1 (2021): 2074–2089.
- Rifqiawan, Raden A. "Analisis Rasionalitas Investor dalam Pemilihan dan Penentuan Portofolio Optimal pada Saham-Saham Jakarta Islamic Index." *Economica* 2, no. 2 (2012).
- Rijadi, Puti Khairani. "Norma Ekonomi Syariah dari Nash sampai ke Qanun: Perbankan Syariah." *Jurnal Taraadin* 3, no. 2 (Maret 2023): 46–54.
- Rizaldy, Muhamad R., dan Habib Ahmed. "Islamic Legal Methodologies and Shariah Screening Standards: Application in the Indonesian Stock Market." *Thunderbird International*

- Business Review* 61, no. 5 (2019): 793–805.
<https://doi.org/10.1002/tie.22042>.
- Rosenberg, B., Kenneth Reid, dan Ronald Lanstein. "Persuasive Evidence of Market Inefficiency." *Journal of Portfolio Management* 11, no. 3 (1985): 9–16.
- Ross, Stephen. A. "The Arbitrage Theory of Assets Pricing." *Journal of Economic Theory* 13 (1976): 342–362.
- Roy, Rahul. "A Six-Factor Asset Pricing Model: The Japanese Evidence." *Financial Planning Review* 4, no. 1 (2021). DOI: 10.1002/cfp2.1109.
- Sadaf, Rabeea, dan Sumera Andleeb. "Islamic Capital Asset Pricing Model (ICAPM)." *Journal of Islamic Banking and Finance* 2, no. 1 (2014): 187–195.
- Sahdiah, Fitri Halimatus, dan Esi Fitriani Komara. "The Use of Arbitrage Pricing Theory to Analise Return Stock at the Registered Sub-Sector Banking Corporation in the Indonesian Stock Exchange at 2015-2021)." *Reviu Akuntansi, Manajemen, dan Bisnis (RAMBIS)* 2, no 1 (2022): 1–13.
<https://doi.org/10.35912/rambis.v2i1.956>.
- Saiful Fikri, A. A. H., Hadri Kusuma, dan Sunaryati. "Detecting an Existence of Bubble Price in Indonesian Islamic Stock." *International Journal of Business and Economics Research* 11, no. 2 (2022): 81–90.
- Salamon, Hussin bin, Mansourch Ebrahimi, dan Kamurazaman Yusoff. "Speculation : The Islamic Perspective; A Study on Al -Maisir (Gambling)." *Mediterranean Journal of Social Sciences* 6, no. 1 (2015): 371–378.
<https://doi.org/10.5901/mjss.2015.v6n1s1p371>.
- Saunders, Mark N. K., Pilip Lewis, dan Adrian Thornhill. *Research Methods for Business Students*. Ed. ke-8. Harlow: Pearson, 2019.

- Sharpe, William, F. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *The Journal of Finance* 19, no. 3 (1964): 425–442.
- Shear, Falik. "Speculation and Returns' Volatility: Evidence from Pakistan Mercantile Exchange." *Business Review* 15, no. 2 (2021): 75–85. <https://doi.org/10.54784/1990-6587.1061>.
- Sheikh, Salman A. A. "Corporate Finance in an Interest Free Economy: An Alternate Approach to Practiced Islamic Corporate Finance." *MPRA: Munich Personal RePEc Archive* (2009).
- Sheng Tai, Chu. "Are Fama–French and Momentum Factors Really Priced?" *Journal of Multinational Financial Management* 13, no. 4–5 (December 2003): 359–384. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(03\)000161](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(03)000161).
- Shi, Zhanqian. "Fama-French Five-Factor Model under Liquidity Adjustment—An Empirical Study Based on China's A-share Market." Dalam *Proceedings of the 2022 International Conference on Mathematical Statistics and Economic Analysis (MSEA 2022)*, ed. G. Vilas Bhau dkk., 200–205. Atlantis Press, 2023. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-042-8_30.
- Shofawati, Atina. "Islamic Screening Mechanism of Islamic Capital Market—A Comparison between the Fatwa—DSNMUI, the Kuala Lumpur Stock Exchange Islamic Index and the Dow Jones Islamic Market Index." Dalam *The 2018 International Conference of Organizational Innovation, KnE Social Sciences* (2018): 1141–1151. DOI 10.18502/kss.v3i10.3456.
- Sholihah, Siti M., Nanda Yoga Aditiya, Elsa Saphira Evani, dan Siti Maghfiroh. "Konsep Uji Asumsi Klasik pada Regresi Linier Berganda." *Jurnal Riset Akuntansi Soedirman (JRAS)* 2, no. 2 (Desember 2023): 102–110.
- Siahaan, Hinsa. *Manajemen Risiko: Konsep, Kasus, dan Implementasi*. Jakarta: PT Alex Media Komputindo, 2007.

- Smith, Clifford W. "The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview." Dalam *The Modern Theory of Corporate Finance*, ed. C. W. Smith. New York: North Holland Publishing Company, 1990.
- Stantman, Dennis. "Book Values and Stock Returns." *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers* 4 (1980): 1111–1121.
- Staugaitis, Algirdas Justinas, dan Česlovas Christauskas. "The Impact of Financial Speculation on Futures Contracts Price Movements: A Study of the US Markets for Dairy Commodities." *Equilibrium: Quarterly Journal of Economics and Economic Policy* 18, no. 3 (2023): 661–686.
- Sugiono, Arief, dan Edy Untung. *Panduan Praktis Dasar Analisa Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Grasindo, 2008.
- Sujana, I Nyoman. "Pasar Modal yang Efisien." *Ekuitas – Jurnal Pendidikan Ekonomi* 5, no. 2 (2017).
- Suliyanto. *Ekonomika Terapan: Teori & Aplikasi dengan SPSS*. Yogyakarta: Penerbit ANDI, 2011.
- Sumar'in. "Speculative Behaviour in Islamic Capital Market." *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law* 9, no. 1 (2016): 4–13.
- Surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia Nomor: Kep-00061/BEI/07-2021. Diakses 15 April 2024. https://www.idx.co.id/media/10022/peraturan_ii_a_perdagangan_efek_bersifat_ekuitas.pdf.
- Sutedja, Michael D. S., dan Liliana Inggrit Wijaya. "Does Including Momentum Factor into Fama-French Five-Factor Model Predict Better Return in Indonesia?" *Syntax Literate: Jurnal Ilmiah Indonesia* 7, no. 2 (2022): 852–860.
- Sutrisno, Edi. *Manajemen Sumber Daya Manusia*. Ed. ke-1. Jakarta: Kencana Prenada Media Group, 2009.

- Sutrisno, Bambang, dan Irwan Adi Ekaputra. "Uji Empiris Model Asset Pricing Lima Faktor Fama-French di Indonesia." *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 20, no. 3 (September 2016): 343–357.
- Suzuki, Yasushi. "A Post-Keynesian Perspective on Islamic Prohibition of Gharar." *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management* 6, no. 3 (2013): 200–210.
- Syahrûr, Muhammad. *Prinsip dan Dasar Hermeneutika Hukum Islam Kontemporer*. Cet. ke-3. Terj. Sahiron Syamsuddin dan Burhanudin Dzikri. Yogyakarta: Kalimedia, 2021.
- Tandelilin, Eduardus. *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: PT Kanisius, 2017.
- Tajuddin, Tabrani, dan Neny Muthiatul Awwaliyyah. "Pemikiran Hermeneutika Muhammad Syahrûr tentang Konsep Jilbab dalam Al-Qur'an." *Ishlah: Jurnal Ilmu Ushuluddin, Adab dan Dakwah* 1, no. 2 (Desember 2019): 213–239.
- Tomkins, Cyril, dan Rifat A. A. Karim. "The Shari'ah and Its Implications for Islamic Financial Analysis: An Opportunity to Study Interactions among Society, Organization and Accounting." *The American Journal of Islamic Social Sciences* 4, no. 1 (1987): 101–115.
- Treynor, Jack, L. "Toward a Theory of Market Value of Risky Assets." *Unpublished manuscript. Final version in Asset Pricing and Portfolio Performance, 1999*, ed. Robert A. Korajczyk, 15–22. London: Risk Books, 1992.
- Triyanta, Agus. "Gharar; Konsep dan Penghindarannya pada Regulasi Terkait Screening Criteria di Jakarta Islamic Index." *Jurnal Hukum IUS QUIA IUSTUM* 17, no. 4 (2010): 615–632. <https://doi.org/10.20885/iustum.vol17.iss4.art6>.
- Ullah Agha, Syed E., dan Ruslan Sabirzyanov. "Risk Management in Islamic Finance: An Analysis from Objectives off Shari'ah

Perspective." *International Journal of Business, Economics and Law* 7, no. 3 (August 2015): 46–52.

- Urbański, Stanisław. "The Impact of Speculation on the Pricing of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange in Light of the ICAPM." *Managerial Economics* 16, no. 1 (2015): 91–111.
- Urbański, Stanisław, dan Iwona Skalna. "CAPM Applications for Appropriate Stock Pricing–Impact of Speculation Companies." *Managerial Economics* 18, no. 2 (2017): 227–245. <http://dx.doi.org/10.7494/manage.2017.18.2.227>.
- Waemustafaa, Waeibrorheem, dan Suriani Sukri. "Theory of Gharar and its Interpretation of Risk and Uncertainty from the Perspectives of Authentic Hadith and the Holy Quran, Review of Literatures." *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance* 113, no. 5741 (2016): 1–17. DOI:10.6084/M9.FIGSHARE.4042998.V1.
- Wellenreuther, Claudia, dan Jan Voelzke. "Speculation and Volatility–A Time-Varying Approach Applied on Chinese Commodity Futures Markets." *The Journal of Futures Markets* 39, no. 4 (2019): 405–417, <https://doi.org/10.1002/fut.21984>.
- Widianingsih, Yuni Pristiwati Noer. "Analysis of Capital Asset Pricing Model According to Shariah Principle: Indonesian Evidence." *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)* 3, no. 3 (2019): 171–184.
- Widarjono, Agus. *Ekonometri: Pengantar dan Aplikasinya Disertai E-Views*. Yogyakarta: UPP STM YKPN, 2018.
- Wijaya, Liliana I, Randy Kennardi Irawan, dan Putu Anom Mahadwartha, "Test of Fama & French Five Factor-Model on Indonesian Stock Market." *Advances in Social Science, Education and Humanities Research (ASSEHR)* 186 (INSYMA 2018): 48–50.

- Wilson, Rodney. "Islamic Finance and Ethical Investment." *International Social Economics* 24, no. 11 (1997): 1325–1342.
- Yildirim, Ramazan, dan Bilal Ilhan. "Shari'ah Screening Methodology-New Shari'ah Compliant Approach." *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance* 14, no. 1 (April 2018): 168–190.
- Zandi, Gholamreza, Dzuljastri Abdul Razak, dan Nur Hidayah Hussin. "Stock Market Screening: An Analogical Study on Conventional and Shariah-Compliant Stock Markets." *Asian Social Science* 10, no. 22 (2014): 270–279.
- Zeren, Feyyaz, Tayfun Yilmaz, dan Murat Belke. "Testing the Validity Fama French Five Factor Asset Pricing Model: Evidence from Turkey." *Financial Studies* 2 (2019): 97–115.
- Zhang, T., Jiaqi Li, dan Zhiwei Xu. "Speculative Trading, Stock Returns and Asset Pricing Anomalies." *Emerging Markets Review* 61 (July 2024): 101165. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101165>.
- Zubir, Zalmi. *Manajemen Portofolio*. Jakarta: Salemba Empat, 2011.