

ANALISIS MARKET PERFORMANCE DENGAN PENDEKATAN CAPM DAN APPRAISAL RATIO SERTA PENGARUHNYA TERHADAP VARIASI HARGA SAHAM SYARIAH

Oleh

Esy Nur Aisyah

Dosen Akuntansi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim

Abstract

The success of Jakarta Islamic Index as an index that has the largest market capitalization that is visible from the aggregate value of shares JII significantly compared to the capitalization of all shares diperdagangkan. Namun active in a market, there are always investors who do not agree with the market consensus due to stock market performance is not always walk in the same direction with high market capitalization. For companies that go public stock prices is an indicator of the value perusahaan. Oleh Therefore, this study aimed to examine the determinants of stock prices in the Indonesian sharia (JII) over a period of four years from 2011 to 2014.

The regression analysis of six independent variables associated with the use of data from shares of sharia (JII) listed on the Stock Exchange. Based on the analysis of CAPM, there are 5 stocks undervalued, and 8 shares were overvalued. Then based on the analysis appraisal ratio, the stock with the top three rankings are; SMGR, ASRI, and CPIN. Adjusted R-square value (0.833) indicates that the stock prices of sharia nearly 83% depending on the independent variables are EVA, EPS, DPS, ROE, PER, DER, Indonesian Interest Rate, Composite Index, and Inflation. Significance test showed that EPS and PER is an important determinant of stock prices sharia in Indonesia. On the other hand, the research also found that variables EVA, DER, DPS, ROE, Indonesian Interest Rate, and Inflation is not powerful explanatory variables to determine the price of shares of sharia in Indonesia.

Keywords: *Stock Price, Market and Financial Performance, JII*

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pendanaan (*financing*) merupakan hal penting yang sering dihadapi oleh perusahaan. Sebagaimana yang diungkapkan oleh Brigham dan Houston (2001:4) bahwa perusahaan yang sedang berkembang memerlukan modal yang dapat berasal dari utang maupun ekuitas.

Dalam struktur permodalan perusahaan, modal perusahaan bisa diperoleh dari modal perusahaan itu sendiri dan juga bisa memperoleh sumber dana perusahaan dengan cara menarik dana dari luar perusahaan. Dana dari luar ini, salah satunya dapat diperoleh dari pasar modal, yaitu suatu mekanisme pasar yang mempertemukan pihak-pihak yang kelebihan dana atau *surplus* dana dengan pihak-pihak yang kekurangan dana. Dari pasar modal ini perusahaan harus berusaha agar investor bersedia menanamkan modalnya kedalam perusahaan. Dengan kata lain agar dapat menghimpun dana tersebut maka perusahaan harus dapat meyakinkan pihak investor bahwa mereka akan memperoleh *return* atas investasinya.

Sebagai indeks percontohan syariah, *Jakarta Islamic Index* (JII) mengandung informasi tentang sekumpulan saham syariah bagi investor yang ingin menginvestasikan dananya pada saham-saham yang sesuai prinsip syariah. Dalam arti yang lain, untuk mempertimbangkan portofolionya, investor bisa memanfaatkan informasi yang terkandung dalam kedua indeks tersebut sebelum akhirnya memutuskan di saham mana dananya akan ditempatkan agar *return* yang dihasilkannya maksimal. Penempatan dana ini akan sangat tergantung kepada penilaian investor terhadap kinerja suatu saham.

Kehadiran dari indeks islam ini selain untuk menggairahkan pasar modal, setelah banyak bermunculan bank-bank yang menerapkan prinsip syariah, juga diharapkan mampu menarik pemodal dan masyarakat Islam yang ingin bermain di lantai bursa. Mereka bukan hanya para pemodal yang telah menanamkan modalnya di pasar modal namun juga investor yang masih ragu-ragu untuk melepas dananya untuk membeli saham karena tidak mengetahui secara mendalam aturan syariah.

Keberhasilan *Jakarta Islamic Indeks* sebagai indeks yang memiliki kapitalisasi pasar terbesar yang terlihat dari nilai agregat saham-saham JII cukup signifikan dibandingkan kapitalisasi seluruh saham yang aktif

diperdagangkan. Kecenderungan ini mudah sekali dimengerti bahwa masyarakat yang semakin terdidik akan semakin tidak suka menanamkan dana mereka di bank komersial karena bank komersial memberikan *return* yang lebih kecil, risikonya juga relatif lebih kecil. Masyarakat yang semakin paham akan pasar keuangan, semakin mengerti akan penilaian dan pengendalian risiko investasi.

Jika kita melihat jumlah efek syariah sampai pada pertengahan tahun 2014 kita dapat melihat trend peningkatan efek syariah baik saham syariah maupun surat berharga syariah negara (SBSN). Berikut adalah daftar jumlah dan nilai seluruh jenis efek di Indonesia per Juli 2014.

Tabel 1: Jumlah Nilai Seluruh Jenis Efek di Indonesia Per Juli 2014

Jenis Efek	Jumlah Efek Per Juli 2013	Aset per juli 2013 (Rp Miliar)	Jumlah Efek Per Juli 2014	Aset per juli 2014 (Rp Miliar)
Saham	517	4.134.000	616	4.992.000
Obligasi Korporasi	343	211.000	228	219.000
Obligasi Pemerintah	37	924.000	56	1.113.000
Waran	31	106	36	106
Medium Term Notes	90	20.450	39	5.600
Sukuk Korporasi	33	6.974	33	6.958
Surat Berharga Syariah Negara	10	166.050	17	204.165
Efek Beragun Aset	5	1.661	6	1.661
Reksadana	72	192.544	86	212.924

Sumber: *Sharia Economic Outlook* (2014: 25)

Menurut Tandelilin (2001) dalam Nurul dan Mustafa (2007:8) terdapat beberapa motif mengapa seseorang melakukan investasi, yaitu: *Pertama*, untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa yang akan datang, *kedua*, mengurangi tekanan inflasi, dan yang *ketiga* adalah sebagai usaha untuk menghemat pajak. Sehingga untuk mencapai tujuan investasi, investasi membutuhkan suatu proses dalam pengambilan keputusan, sehingga keputusan tersebut sudah mempertimbangkan ekspektasi *return* yang didapatkan dan juga risiko yang akan dihadapi. Menurut Sharpe (1995) dalam Nurul dan Mustafa (2007:9) ada beberapa tahapan dalam pengambilan keputusan investasi yaitu; pertama, menentukan kebijakan investasi, kedua; analisis sekuritas, ketiga; pembentukan portofolio, keempat; melakukan revisi portofolio, dan kelima; evaluasi kinerja portofolio.

Pergerakan harga saham dalam kenyataannya akan dipengaruhi oleh faktor fundamental dan faktor teknikal. Dalam jangka pendek, maka faktor-faktor yang bersifat teknikal biasanya akan mempengaruhi fluktuasi harga saham. Sementara dalam jangka panjang maka biasanya faktor-faktor fundamental yang sesungguhnya akan menentukan harga saham (Wijayanti, 2010:71).

Didorong oleh ketidakpuasan atas kelemahan dari metode penilaian yang biasa digunakan (konvensional) oleh perusahaan dan investor (rasio keuangan) dan juga kelemahan-kelemahan lain yang disebabkan oleh mitos pasar serta ukuran-ukuran akuntansi yang seringkali menyesatkan maka Stewart dan Stern, analis keuangan dari Stern Stewart & Co. of New York City mencetuskan konsep yang disebut dengan *Economic Value Added* (EVA).

Konsep EVA merupakan pendekatan baru dalam menilai kinerja keuangan perusahaan dengan memperhatikan secara adil ekspektasi para penyandang dana. Di Amerika Serikat konsep EVA ini sangat dikenal secara luas, semakin meluasnya penggunaan EVA ini sangat terkait dengan semakin meningkatnya kesadaran manajer bahwa tugas mereka adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan serta meningkatkan nilai pemegang saham dan bukannya untuk mencapai tujuan lain. Penilaian kinerja dengan menggunakan pendekatan EVA menyebabkan perhatian manajemen sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Dengan EVA para manajer berpikir dan juga bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.

Noer dan Nila (2006:67) menganalisis pengaruh EVA dan rasio-rasio profitabilitas terhadap harga saham. Hasil penelitian mengungkapkan hasil uji parsial menunjukkan bahwa *Earning Per Share* (EPS) berpengaruh terhadap harga saham. Agus Harjito dan Rangga (2009:20) menganalisis pengaruh EVA, ROA, ROE, dan NPM terhadap *return* saham perusahaan Manufaktur. Hasil penelitiannya mengungkapkan bahwa variabel-variabel tersebut tidak memberikan pengaruh yang signifikan.

Menike dan Prabath (2014:134) Hasil penelitiannya menunjukkan terdapat pengaruh antara EPS, DPS, dan BVPS terhadap harga saham perusahaan yang *go public* di *Colombo Stock Exchange* (CSE) dengan nilai R^2 adalah 31%.

1.2 Tujuan Penelitian

Berdasarkan pada latar belakang penelitian maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Menganalisis *market performance* saham-saham syariah dengan pendekatan CAPM dan *Appraisal Ratio*.
2. Menganalisis pengaruh karakteristik keuangan perusahaan (EVA, EPS, DPS, ROE, PER, dan DER) terhadap variasi harga saham syariah.
3. Mengetahui sensitivitas saham-saham syariah terhadap variabel makro ekonomi, yang diukur dari *rate of risk free asset* (SBI), *composite index* (IHSG) dan inflasi.

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Keterkaitan Antara Pasar Modal Dengan Analisa Kinerja Keuangan

Menurut Sunariyah (2006:185) bentuk efisien pasar ditentukan oleh informasi yang tersedia. Informasi yang tercermin dalam harga saham akan menentukan bentuk pasar efisien yang dapat dicapai. Tentu saja tingkatan efisiensi ini, tidak semata-mata merupakan kinerja suatu perusahaan sendiri, atau kinerja lembaga keuangan, Bapepam, Pemerintah, ataupun kinerja lembaga lainnya, akan tetapi kinerja keseluruhan pelaku pasar modal yang secara bersama-sama mendukung rekayasa sistem guna menciptakan pasar efisien.

Dari kedua pendapat diatas dapat disimpulkan bahwa harga saham pasar modal dapat dijadikan sebagai input untuk mengukur kinerja keuangan. Ini berarti bahwa perusahaan dengan prospek yang bagus akan mempunyai harga saham yang tinggi, sebaliknya perusahaan dengan prospek yang kurang baik sahamnya akan dinilai pada harga yang rendah. Tinggi rendahnya harga saham mencerminkan keyakinan investor pada perusahaan

2.2 Market Performance

Untuk melakukan penilaian terhadap kinerja pasar suatu saham (*market performance*), banyak metode yang dapat digunakan. Salah satu contoh dari beberapa metode konvensional yang sering digunakan untuk menghitung *market performance* adalah dengan menggunakan *Sharpe's measure*.

Sharpe's measure dikembangkan oleh William Sharpe dan sering juga disebut dengan *reward-to-variability ratio*. *Sharpe's measure* merupakan ukuran kinerja yang berdasarkan risiko (*risk-adjusted performance*) dari suatu investasi, dan mendasarkan perhitungannya pada konsep CAPM sebagai tolak ukur pendugaan. Dalam *Sharpe's measure*, kinerja portofolio dihitung dengan membagi rata-rata *excess return* dengan standar deviasi return. *Sharpe's measure* dirumuskan sebagai berikut (Samsul, 2006:365).

$$S = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\sigma_p}$$

Dimana:

\bar{r}_p = Return rata-rata portofolio selama periode penelitian

\bar{r}_f = Rata-rata *risk free* selama periode penelitian

σ_p = Standard deviasi return selama periode penelitian

2.3 Prosedur Perhitungan EVA

Langkah-langkah dalam perhitungan EVA (nilai tambah ekonomi / NITAMI) menurut Gatot Widayanto (1993), yaitu :

1. Menghitung / menaksir ongkos modal hutang (*cost of debt*).
2. Menaksir ongkos modal saham (*cost of equity*).
3. Menghitung struktur permodalan (dari neraca).
4. Menghitung ongkos modal tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC).
5. Menghitung NITAMI atau EVA.

Langkah- langkah dalam penghitungan EVA menurut Gatot Widayanto, digambarkan dalam penghitungan EVA sebagai berikut :

Tabel 2.1

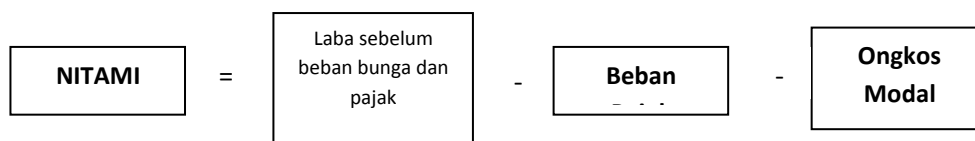
Langkah-langkah Penghitungan EVA

Langkah	Keterangan
1. Ongkos modal hutang (kD)	
a. Beban bunga.	Lap laba / rugi
b. Juml. Hutang jangka panjang.	Lihat neraca
c. Bunga (%)	(1a) : (1b)
d. Tingkat pj. Perusahaan (t)	Diketahui
e. Faktor koreksi (1-t)	(1-(1d))
f. Ongkos modal hutang (kD)	(1e) x (1c)
2. Ongkos modal saham (kE)	
a. rf (tanpa resiko)	Diketahui
b. Beta	Diketahui
c. rm (tingkat bunga pasar)	Diketahui
d. Ongkos modal saham (kE)	(2a+(2bx(2c-2a)))
3. Struktur Modal.	
a. Hutang jk. Panjang.	Lihat neraca
b. Modal saham.	Lihat neraca
c. Juml. modal.	(3a)+(3b)
d. Komposisi hutang	(3a)+(3c)
e. Komposisi modal saham.	(1-(3d))
4. Ongkos modal rata – rata tertimbang(WACC)	
a. WACC	(3dx1f)+(3ex2d)
5. NITAMI	
a. Laba sebelum pajak.	Lihat lap. Laba/rugi
b. Beban bunga.	Lihat lap. Laba/rugi
c. Laba sebelum pajak dan bunga	(5a)+(5b)
d. Beban pajak.	40% x(5c)
e. Ongkos modal tertimbang.	(4a)x(3c)
f. NITAMI	

Sumber : Gatot Widayanto(1993)

Atau secara sederhana dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 2.1
Penghitungan EVA Secara Sederhana.



(Gatot Widayanto,1993)

2.4 Keterkaitan Antar Variabel

2.4.1 Hubungan / Keterkaitan Antara EVA dan Kinerja Keuangan Dengan Harga Saham

Untuk menentukan saham perusahaan apa yang akan dipilih, pemodal biasanya dibantu oleh pialang sekuritas. Pialang sekuritas akan merekomendasikan saham yang layak untuk dipilih berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria yang umum dipergunakan adalah aktif diperdagangkan dan fundamentalnya bagus. Selain mereka, analis sekuritas juga mengamati kinerja fundamental keuangan dalam mengevaluasi dan proyeksi harga saham perusahaan. Dalam kolom *polling* saham unggulan sepekan di harian Media Indonesia dengan narasumber perusahaan sekuritas, pialang dan pemodal, salah satu variabel yang turut mempengaruhi hasil *polling* adalah isu kinerja individu dari setiap emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indoensia (BEI). Raminya kegiatan pertukaran portofolio dilantai bursa menurut para analis investasi dan sekuritas sedikit banyak juga dilhami oleh isu kinerja fundamental keuangan emiten. Kasus – kasus tersebut menunjukkan bahwa perubahan harga saham perusahaan memberikan indikasi terjadinya perubahan prestasi perusahaan selama periode tertentu, setidaknya pada tingkat agregat. Prestasi perusahaan adalah kemampuan perusahaan dalam mengelola kekayaan yang dimiliki dari sumber dana tertentu untuk menghasilkan keuntungan. Prestasi perusahaan bisa dikaji dari kinerja keuangan perusahaan yang diolah dari laporan keuangan yang dikeluarkan secara periodik.

Economic Value Added (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) mencoba mengukur nilai tambah yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi beban biaya modal (*cost of capital*) yang timbul akibat adanya investasi yang dilakukan. Metode *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) berusaha mengukur nilai tambah yang dihasilkan perusahaan dengan memperhatikan biaya modal yang meningkat, karena biaya modal menggambarkan suatu resiko bagi perusahaan. Oleh karena itu, manajer berusaha untuk berfikir dan bertindak seperti para investor, yaitu memaksimalkan tingkat pengembalian (*return*) dan meminimumkan tingkat biaya modal (*cost of capital*) sehingga nilai tambah perusahaan dapat dimaksimalkan. *Economic Value Added* (EVA) merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi, sedangkan *Market Value Added* (MVA) merupakan perbedaan antara nilai modal yang ditanamkan di perusahaan sepanjang waktu dari investasi modal, pinjaman, laba ditahan, dan uang yang bisa diambil sekarang atau sama dengan selisih antara nilai buku dengan nilai pasar perusahaan (Rahayu, 2007:13).

2.4.2 Makro Ekonomi dan Hubungannya dengan Kinerja Saham

Faktor makro merupakan lingkungan dimana seluruh perusahaan beroperasi. Ia merupakan faktor di luar perusahaan, tetapi mempunyai pengaruh terhadap kenaikan atau penurunan kinerja perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Faktor makro terdiri dari faktor makro ekonomi dan nonekonomi. Faktor makro ekonomi yang secara langsung dapat mempengaruhi kinerja saham antara lain (Samsul, 2006:200):

- a. Makro ekonomi global
- b. Tingkat bunga umum domestik
- c. Tingkat Inflasi
- d. Nilai tukar (kurs valuta asing)
- e. Peredaran uang
- f. Produk Domestik Bruto
- g. Siklus ekonomi
- h. Fahaman ekonomi
- i. Peraturan perpajakan, dan lain-lain.

Bagi perusahaan, faktor makro ekonomi akan mempengaruhi kinerja secara perlahan dan dalam jangka panjang. Tetapi bagi harga saham, faktor makro ekonomi akan terpengaruh dengan seketika karena para investor umumnya bereaksi dengan cepat (Samsul, 2006:200). Namun begitu, sensitivitas saham terhadap perubahan variabel makro ekonomi tidak sama antara satu saham dengan saham lainnya. Saham tertentu bisa sangat sensitif terhadap perubahan nilai tukar akibat besarnya penggunaan utang dalam bentuk valuta asing dan operasionalitasnya yang berhubungan dengan ekspor dan impor. Hal sebaliknya bisa terjadi pada saham-saham yang modalnya tidak bersumber dari utang valuta asing dan operasionalitasnya tidak berhubungan dengan ekspor dan impor.

2.4.3 Prinsip dan Kaidah Investasi Menurut Syariah

Dalam ajaran Islam, kegiatan investasi dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang termasuk ke dalam kegiatan muamalah, yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan antar manusia dengan manusia lainnya. Sementara itu, dalam kaidah *fiqhiyah* disebutkan bahwa hukum asal dari kegiatan muamalah adalah mubah (boleh), kecuali yang jelas ada larangannya dalam Al-Qur'an dan Al-Hadits. Ini berarti bahwa ketika suatu kegiatan muamalah baru muncul dan belum dikenal sebelumnya dalam ajaran Islam, maka kegiatan tersebut dianggap dapat diterima kecuali terdapat indikasi dari Al Qur'an dan Hadist yang melarangnya secara implisit maupun eksplisit (Badan Pengawas Pasar Modal, 2004:11).

Dalam beberapa literatur Islam klasik memang tidak ditemukan adanya terminologi investasi maupun pasar modal, akan tetapi sebagai suatu kegiatan ekonomi, kegiatan tersebut dapat dikategorikan sebagai kegiatan jual beli (*al-Bay*). Oleh karena itu, untuk mengetahui apakah kegiatan investasi di pasar modal merupakan sesuatu yang dibolehkan atau tidak dalam Islam, kita perlu mengetahui hal-hal yang dilarang atau diharamkan oleh ajaran Islam dalam hubungan jual beli.

Apabila kita merujuk kepada ajaran Al-Qur'an dan Al-Hadits, maka terdapat beberapa ayat Al-Qur'an dan juga Hadits yang bisa kita jadikan dasar hukum berinvestasi sebagai salah satu kegiatan *al-bay*. Berikut ini adalah beberapa di antaranya:

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ
الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ
اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا
سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا
خَالِدُونَ ﴿٢٧٥﴾

Artinya: “Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya” (QS Al-Baqarah; 275).

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ
بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَتْ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا
أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ﴿٢٩﴾

Artinya: “Hai orang-orang yang beriman, jaunganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka diantara kamu...” (QS An-Nisa’: 29).

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ أُحِلَّتْ لَكُمْ بَهِيمَةُ الْأَنْعَامِ
إِلَّا مَا يَتَلَبَّسَ عَلَيْكُمْ غَيْرُ مُحِلِّي الصَّيْدِ وَأَنْتُمْ حُرْمٌ إِنَّ اللَّهَ يَحْكُمُ مَا
يُرِيدُ ﴿١﴾

Artinya: “Hai orang-orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu. Dihalalkan bagimu binatang ternak, kecuali yang akan dibacakan kepadamu. (Yang demikian itu) dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang mengerjakan haji. Sesungguhnya Allah menetapkan hukum-hukum menurut yang dikehendaki-Nya” (QS Al-Maidah; 1)

Dalam sebuah hadits yang diriwayatkan Ahmad, seseorang bertanya kepada nabi tentang jenis penghasilan mana yang terbaik, dan nabi menjawab:

إِنَّ خَيْرَ الْكَسْبِ كَسْبُ يَدَيَّ عَامِلٍ إِذَا نَصَحَ ❁

Artinya: “Hasil Kerja seseorang dengan tangannya sendiri dari setiap transaksi perdagangan yang disetujui” (HR. Ahmad; 8337).

Berdasarkan ayat Al-Qur’an serta kandungan hadits di atas, dapat ditarik kesimpulan bahwa pada prinsipnya investasi adalah kegiatan muamalah yang diperbolehkan, malah dianjurkan. Investasi merupakan bagian dari pemenuhan akad (transaksi muamalah) sebagaimana yang dianjurkan dalam Surat Al-Maidah ayat 1 di atas.

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham-saham syariah yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) yaitu sebanyak 30 perusahaan. Dari populasi tersebut selanjutnya diambil beberapa sampel. Sampel dipilih berdasarkan teknik *judgement sampling* dengan kriteria-kriteria sebagai berikut:

- Perusahaan terdaftar di BEI dan termasuk ke dalam JII selama periode pengamatan.
- Perusahaan (saham) masuk ke dalam *shariah compliant securities*, selama delapan kali evaluasi atau setara dengan empat tahun berturut-turut, yaitu mulai dari semester kedua tahun 2010 sampai semester kedua tahun 2014. Kriteria ini diambil sebagai bentuk konsistensi saham-saham tersebut terhadap prinsip dan kriteria syariah yang telah ditetapkan oleh lembaga syariah yang berwenang di Indonesia.
- Perusahaan tidak melakukan *stock split* pada periode pengamatan, yakni 1 Januari 2011 – 31 Desember 2014. Kriteria ini ditetapkan untuk menghindari adanya bias yang disebabkan berubahnya harga saham, meskipun secara riil nilai perusahaan tidak berubah dengan adanya *stock split*.

Berdasarkan kriteria tersebut maka sampel dalam penelitian adalah sebanyak 14 perusahaan selama 4 tahun (AALI, ASII, ASRI, CPIN, INTP, ITMG, KLBFI, LPKR, LSIP, PTBA, SMGR, TLKM, UNTR, dan UNVR).

3.2 Jenis dan sumber data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berbentuk panel (*time series* sekaligus *cross sectional*). Di bawah ini adalah rincian data yang digunakan berikut sumbernya:

- Data rasio keuangan perusahaan (EVA, EPS, DPS, ROE, PER dan DER) per tanggal 31 Desember 2011-2014; Data rasio keuangan saham di Indonesia diperoleh secara online dari laporan keuangan perusahaan yang diterbitkan BEI dengan *homepage* <http://www.idx.co.id/>.
- Data harga penutupan saham tahunan dan nilai IHSG periode Desember 2011-2014. Data diperoleh secara online melalui *market highlight* emiten yang diterbitkan BEI dalam situsnya <http://www.idx.co.id/>.
- Data tingkat suku bunga Indonesia dan inflasi periode desember 2011-2014. Data diperoleh secara online melalui <http://www.bi.go.id/>.

3.3 Identifikasi Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini terdapat dua variabel yang digunakan, yaitu variabel dependen (Y) dan variabel independen (X).

Variabel dependen (Y) dalam penelitian ini adalah harga saham syariah yaitu harga penutupan (*closing price*).

Sedangkan variabel independennya (X) terdapat 6 (enam) variabel, yaitu:

X_1 = EVA (*Economic Value Added*/Nilai Tambah Ekonomi), suatu konsep yang menyatakan bahwa dalam pengukuran laba suatu perusahaan harus dengan adil mempertimbangkan harapan-harapan setiap penyedia dana (kreditur dan pemegang saham). Derajat keadilan itu dinyatakan dengan ukuran tertimbang (*weighted*) dari struktur modal yang ada.

Sebagaimana digambarkan dalam gambar 1, maka EVA dapat dihitung sebagai berikut :

NITAMI = Laba Sebelum Beban Bunga dan Pajak – Beban Pajak – Ongkos Modal

X_2 = EPS (*Earning per Share*), rasio ini menunjukkan laba bersih yang berhasil diperoleh oleh perusahaan untuk setiap unit saham selama periode tertentu.

$$EPS = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Saham}}$$

X_3 = DPS (*Deviden per Share*), menjelaskan besarnya deviden yang diterima oleh pemodal dari setiap lembar saham.

$$DPS = \frac{\text{Deviden}}{\text{Jumlah Saham}}$$

X_4 = ROE (*Return on Equity*), menerangkan laba bersih yang dihasilkan untuk setiap ekuitas.

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Ekuitas}}$$

X_5 = PER (*Price to Earning Ratio*), menerangkan perbandingan harga pasar dari setiap lembar saham terhadap EPS.

$$PER = \frac{\text{Harga Pasar Saham}}{\text{EPS}}$$

X₆ = DER (*Debt to Equity Ratio*), membandingkan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha.

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Ekuitas}}$$

X₇ = Tingkat bunga SBI, *Rate of Risk Free Asset* adalah tingkat suku bunga untuk investasi asset bebas risiko. *Risk free Asset* dalam penelitian ini adalah surat atau sertifikat utang yang diterbitkan Pemerintah. Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan *treasury bills* merupakan surat atau sertifikat utang jangka pendek yang diterbitkan Pemerintah untuk investor.

X₈ = IHSG, *Composite Index* merupakan indek harga saham gabungan dalam suatu bursa efek yang umumnya digunakan untuk merefleksikan kinerja saham di bursa secara keseluruhan. Di Indonesia, *composite index*-nya dikenal dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

$$IHSG = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

X₉ = Inflasi, Inflasi adalah indikator makro ekonomi yang mengukur fluktuasi pergerakan harga barang dan jasa pada periode waktu tertentu. Inflasi dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Inflasi} = \frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}} \times 100$$

3.4 Alat Pengujian

Dalam menganalisis *market performance* saham syariah menggunakan analisis CAPM dan *appraisal ratio*.

$$CAPM = E(R_i) = \bar{R}_f + \beta_i(\bar{R}_m - \bar{R}_f)$$

$$\text{Appraisal Ratio} = \frac{\alpha_i}{\sigma^2(ei)}$$

Sedangkan alat pengujian yang digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen, yaitu EVA (*Economic Value Added*), EPS (*earning per share*), DPS (*dividen per share*), ROE (*return on equity*), PER (*price to earning ratio*), DER (*debt to equity ratio*), SBI, IHSG, dan Inflasi terhadap variabel harga saham syariah adalah analisis regresi berganda.

Analisis regresi berganda berkenaan dengan studi ketergantungan dari satu variabel yang disebut variabel tak bebas, pada lebih dari satu variabel, yaitu variabel yang menerangkan, dengan tujuan untuk memperkirakan dan atau meramalkan nilai rata-rata dari variabel tak bebas apabila nilai variabel yang menerangkan sudah diketahui. Variabel yang menerangkan disebut variabel bebas (*independent variable*) atau *explanatory variable* sedangkan variabel yang tidak diterangkan disebut sebagai variabel terikat (*dependen variabel*).

Model regresi berganda yang digunakan pada penelitian ini memiliki formula sebagai berikut:

$$Y = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + b_7X_7 + b_8X_8 + b_9X_9 + e$$

Dimana : Y = Harga saham syariah.

a = Nilai intersep (konstan),

b₁..b₉ = Koefisien arah regresi,

X₁ = Variabel EVA.

X₂ = Variabel EPS.

X₃ = Variabel DPS.

X₄ = Variabel ROE.

X₅ = Variabel PER.

X₆ = Variabel DER.

- X_7 = Variabel SBI
 X_8 = Variabel IHSG
 X_9 = Variabel INFLASI
 e = Error (variabel lain yang tidak dijelaskan dalam model).

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. CAPM

CAPM merupakan salah satu cara untuk memilih saham yang akan dibeli atau akan dijual dengan cara berupaya mengetahui saham yang sudah "harga murah" (*undervalued*) atau yang sudah "harga mahal" (*overvalued*). Suatu saham dikatakan *undervalued* apabila *returnnya* berada di atas *minimum return*, dan dikatakan *overvalued* apabila *returnnya* berada di bawah *minimum return*. Istilah lain yang digunakan untuk *minimum return* adalah *expected return* atau *required return*.

Tabel 4.1

Nilai CAPM Saham Syariah

No	Ket	Return Saham	Beta Saham	Return Market	Risk Free (Rf)	E(R)	Ket
1	AALI	0.002754	0.190671	0.006000	0.051000	0.042420	Overvalue
2	ASII	-0.011533	0.742021	0.006000	0.051000	0.017609	Overvalue
3	ASRI	0.021692	1.879861	0.006000	0.051000	-0.033594	Undervalue
4	CPIN	0.022362	1.776977	0.006000	0.051000	-0.028964	Undervalue
5	INTP	0.012961	1.166898	0.006000	0.051000	-0.001510	Undervalue
6	ITMG	-0.019178	0.898970	0.006000	0.051000	0.010546	Overvalue
7	KLBF	0.006866	0.686130	0.006000	0.051000	0.020124	Overvalue
8	LPKR	0.015256	1.258157	0.006000	0.051000	-0.005617	Undervalue
9	LSIP	-0.012672	0.404290	0.006000	0.051000	0.032807	Overvalue
10	PTBA	-0.007910	1.135883	0.006000	0.051000	-0.018540	Undervalue
11	SMGR	0.014590	1.545336	0.006000	0.051000	-0.000115	Overvalue
12	TLKM	-0.001245	1.061727	0.006000	0.051000	0.003222	Overvalue
13	UNTR	-0.002977	1.168511	0.006000	0.051000	-0.001583	Overvalue
14	UNVR	0.016334	0.255057	0.006000	0.051000	0.039522	Overvalue

Sumber: Data Diolah, 2015

4.2. Appraisal Ratio

Appraisal Ratio untuk mempertimbangkan risiko spesifik setiap jenis saham. Untuk memeringkat saham yang akan kita pilih, maka *alpha* harus dibagi dengan risiko spesifik. Perbandingan ini disebut *appraisal ratio*.

Tabel 4.2

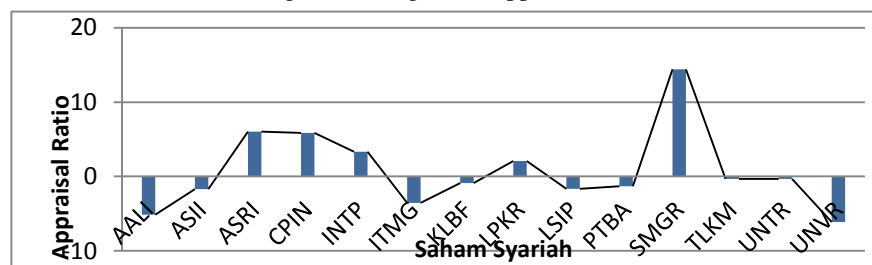
Nilai *Appraisal Ratio* Saham Syariah

No	Ket	Alpha	Varian Saham	Varian pasar	Beta saham Kuadrat	Risiko Spesifik	Appraisal Ratio	Peringkat
1	AALI	-0.039665	0.007746	0.001470	0.036356	0.007693	-5.16	13
2	ASII	-0.029142	0.017861	0.001470	0.550596	0.017053	-1.71	11
3	ASRI	0.055286	0.014376	0.001470	3.533876	0.009185	6.02	2
4	CPIN	0.051326	0.013395	0.001470	3.157649	0.008757	5.86	3
5	INTP	0.014472	0.006348	0.001470	1.361652	0.004348	3.33	4
6	ITMG	-0.029724	0.009548	0.001470	0.808148	0.008361	-3.55	12
7	KLBF	-0.013258	0.015999	0.001470	0.470774	0.015308	-0.87	8

8	LPKR	0.020873	0.012393	0.001470	1.582959	0.010067	2.07	5
9	LSIP	-0.045479	0.027293	0.001470	0.163451	0.027053	-1.68	10
10	PTBA	-0.007795	0.007853	0.001470	1.290230	0.005958	-1.31	9
11	SMGR	0.033130	0.005807	0.001470	2.388064	0.002299	14.41	1
12	TLKM	-0.004468	0.015457	0.001470	1.127264	0.013801	-0.32	6
13	UNTR	-0.001394	0.006101	0.001470	1.365418	0.004095	-0.34	7
14	UNVR	-0.023188	0.003885	0.001470	0.065054	0.003790	-6.12	14

Sumber: Data Diolah, 2015

Gambar 4.1
Diagram Batang Nilai Appraisal Ratio



Sumber: Data Diolah, 2015

4.3. Asumsi klasik

4.3.1 Normalitas

Tabel 4.3
Hasil Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		56
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	5088.17224544
	Absolute	.143
Most Extreme Differences	Positive	.140
	Negative	-.143
Kolmogorov-Smirnov Z		1.070
Asymp. Sig. (2-tailed)		.203

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Dari hasil pengujian di atas, diperoleh nilai signifikansi sebesar $0,203 > 0,05$, maka asumsi normalitas terpenuhi.

4.3.3 Uji Multikolinieritas

Pada tabel 4.4 di bawah ini, terlihat bahwa pada bagian *Coefficient* tidak ada *Coefficient VIF* yang lebih dari 5, dan *coefficient tolerance* mendekati 1. Dengan demikian dapat disimpulkan pada model regresi tersebut tidak ada multikolinieritas.

Tabel 4.4
Hasil Uji Multikolinieritas
Coefficients^a

Model	Collinearity Statistics
-------	-------------------------

	Tolerance	VIF
(Constant)		
EVA	.631	1.584
EPS	.589	1.697
DPS	.737	1.356
ROE	.413	2.420
PER	.543	1.842
DER	.617	1.622
SBI	.366	2.733
IHSG	.647	1.547
INFLASI	.356	2.806

Sumber: hasil perhitungan SPSS 21

4.3.4 Uji Autokorelasi

Berdasarkan tabel 4.5 dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi pada variabel independen yang ditunjukkan dengan $4-du < dw < 4-dl$ ($1.990 < 2.251 < 2.830$).

Tabel 4.5

Hasil Uji Autokorelasi

No		dl	Du	4-du	4-dl	dw	Interprestasi
1	Nilai	1.170	2.010	1.990	2.830	2.251	Tidak ada autokorelasi

Sumber: hasil perhitungan SPSS 21

4.3 Uji Heteroskedasitas

Berdasarkan tabel 4.6 tampak hasil signifikansi korelasi lebih besar dari 0.05 (5%), maka persamaan regresi tersebut tidak mengandung *heteroskedastisitas* (*Homoskedastisitas*). Artinya tidak ada korelasi antara besarnya data dengan residual sehingga bila data diperbesar tidak menyebabkan residual (kesalahan) semakin besar pula.

Tabel 4.6

Hasil Uji Heteroskedasitas

Variabel Bebas	R	Sig	Keterangan
EVA	-0.101	0.457	Homoskedastisitas
DPS	0.163	0.230	Homoskedastisitas
EPS	-0.017	0.902	Homoskedastisitas
ROE	0.084	0.539	Homoskedastisitas
PER	0.180	0.184	Homoskedastisitas
DER	-0.316	0.068	Homoskedastisitas
SBI	0.291	0.060	Homoskedastisitas
IHSG	0.025	0.857	Homoskedastisitas
INFLASI	0.072	0.597	Homoskedastisitas

Sumber: hasil perhitungan SPSS 21

4.4 Analisis Regresi

Berdasarkan uji regresi Linear, tabel 9 menunjukkan nilai korelasi dan determinasi variabel:

Tabel 4.7

Nilai Korelasi dan Determinasi

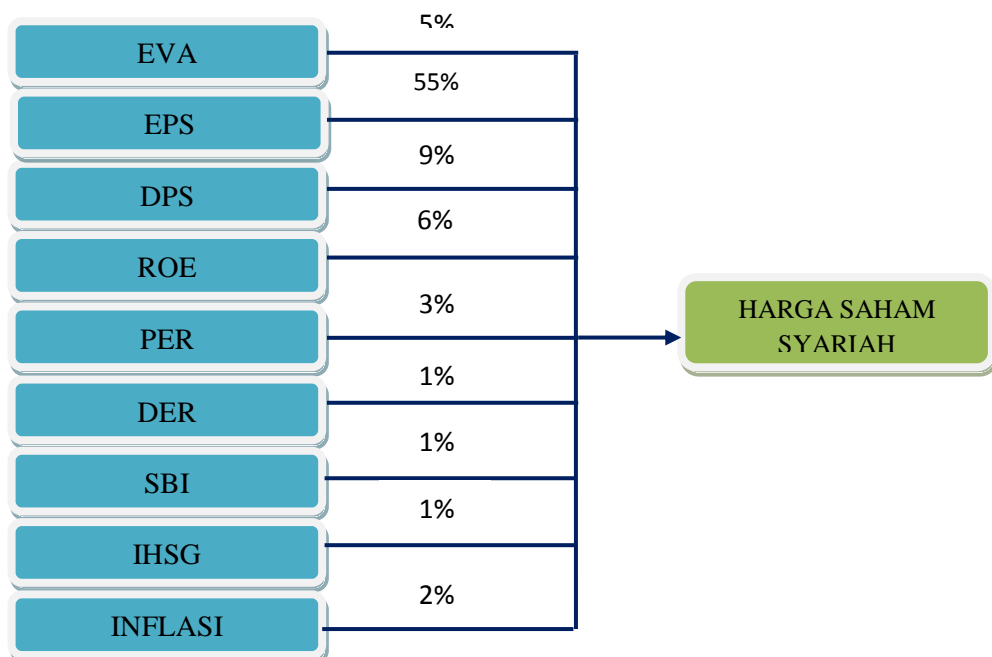
Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.928 ^a	.861	.833	5563.70678

a. Predictors: (Constant), INFLASI, IHSG, DPS, ROE, EVA, EPS, DER, PER, SBI

Tabel 4.7 melaporkan hasil analisis regresi dari sembilan variabel independen yang dihubungkan dengan menggunakan data dari saham-saham syariah yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014. Nilai *adjusted R square* (0.833) pada tabel 9 menunjukkan bahwa harga saham-saham syariah hampir 83% tergantung pada variabel independen yaitu *EVA*, *EPS*, *DPS*, *ROE*, *PER*, dan *DER* yang dimiliki perusahaan serta kondisi variabel makro ekonomi yaitu variabel *SBI*, *IHSG*, dan *Inflasi*. Jadi harga saham-saham syariah di Indoensia selama 4 tahun hanya dipengaruhi oleh ke sepuluh variabel tersebut, sedangkan 17% dipengaruhi oleh variabel lain.

Gambar4.2
: Nilai *Adjusted R Square* Masing-masing Variabel



Sumber: Data diolah Peneliti, 2015

Tabel 4.8
Uji Simultan
ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	8797612475.594	9	977512497.288	31.579	.000 ^b
Residual	1423922323.960	46	30954833.130		
Total	10221534799.554	55			

a. Dependent Variable: HARGA SAHAM

b. Predictors: (Constant), INFLASI, IHSG, DPS, ROE, EVA, EPS, DER, PER, SBI

Berdasarkan tabel 4.8, analisis pengaruh secara simultan diketahui dengan menentukan tingkat kepercayaan 5% dan derajat $df_1 = 9$ dan $df_2 = 46$ variabel yaitu *EVA*, *EPS*, *DPS*, *ROE*, *PER*, *DER*, *SBI*, *IHSG*, dan *Inflasi* mempunyai nilai $F_{hitung} = 31.579$ dengan tingkat signifikansi F sebesar 0,000 dan memiliki nilai $F_{tabel} = 2.09$ Probabilitas sebesar 0,000 jauh lebih kecil dari 0,05 dan $F_{hitung} > F_{tabel}$ sehingga dapat disimpulkan bahwa

EVA, EPS, DPS, ROE, PER, DER, SBI, IHSG, dan Inflasi berpengaruh simultan secara signifikan terhadap Harga Saham Syariah.

Tabel 4.9
Uji Parsial
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-420.129	12500.641		-.034	.973
EVA	133.401	311.510	.030	.428	.670
EPS	12.626	.948	.954	13.312	.000
DPS	-.269	.458	-.038	-.587	.560
ROE	46.028	47.302	.083	.973	.336
PER	416.434	107.693	.289	3.867	.000
DER	264.576	1008.584	.018	.262	.794
SBI	-173927.262	203454.574	-.078	-.855	.397
IHSG	40232.209	143842.366	.019	.280	.781
INFLASI	6296.912	7148.509	.081	.881	.383

a. Dependent Variable: HARGA SAHAM

Hasil koefisien regresi adalah sebagai berikut:

$$Y = -420.129 + 133.401 \text{ EVA} + 12.626 \text{ EPS} - 0.269 \text{ DPS} + 46.028 \text{ ROE} + 416.434 \text{ PER} + 264.576 \text{ DER} - 173.927,262 \text{ SBI} + 40.232,209 \text{ IHSG} + 6.296,912 \text{ INFLASI}$$

Tabel 4.9 melaporkan bahwa nilai koefisien variabel EVA, ROE, DER, IHSG dan Inflasi memiliki koefisien positif. Tetapi variabel-variabel tersebut memiliki nilai signifikansi di atas 0,05 yang artinya memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap harga saham syariah. Oleh karena itu, variabel EVA, ROE, DER, IHSG dan Inflasi tidak dianggap variabel penjelas yang kuat untuk menentukan harga saham-saham syariah di Indonesia selama empat tahun.

Di sisi lain, nilai koefisien variabel DPS dan SBI adalah negatif. Nilai signifikansi variabel DPS dan SBI di atas 0,05 yang artinya memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap harga saham syariah. Oleh karena itu, variabel DPS dan SBI juga tidak dianggap variabel penjelas yang kuat untuk menentukan harga saham-saham syariah di Indonesia selama empat tahun.

EPS dan PER memiliki koefisien positif dan signifikan berhubungan dengan harga saham-saham syariah, ini memprediksi bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di JII memiliki harga saham yang lebih tinggi dengan peningkatan EPS dan PER.

4.5 Pembahasan

Dari hasil penelitian di atas, terlihat nilai EVA saham syariah di Indonesia hampir seluruh perusahaan yang diteliti menghasilkan EVA yang positif. EVA yang positif menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai (*create value*) bagi pemilik modal, konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Kenyataan bahwa EVA tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham syariah di pasar modal atau harga saham tidak merupakan pencerminan dari EVA yang membuktikan pasar modal syariah di Indonesia bersifat *Weak Form Efficient*, yaitu bahwa harga saham di pasar modal syariah tidak mencerminkan seluruh informasi yang ada.

Nilai koefisien regresi EPS sebesar 12.626 menunjukkan bahwa ketika EPS mengalami peningkatan sebesar 1 persen (*ceteris paribus*), maka akan menyebabkan kenaikan nilai harga saham sebesar 12.626%. Pada umumnya manajemen perusahaan, pemegang saham biasa, dan calon pemegang saham sangat tertarik akan *earning per share* (EPS), karena hal ini menggambarkan jumlah rupiah yang diperoleh untuk setiap lembar saham. Para calon pemegang saham tertarik dengan EPS yang besar, karena hal ini merupakan salah satu indikator keberhasilan suatu perusahaan. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi akan berpengaruh terhadap tingkat EPS. EPS yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut mampu memberikan tingkat kesejahteraan yang lebih baik kepada pemegang saham.

Nilai koefisien regresi DPS sebesar -0,269, artinya jika DPS mengalami peningkatan sebesar 1 persen (*ceteris paribus*), maka akan menyebabkan penurunan nilai harga saham sebesar 0.269%. Koefisien negatif *dividend per share* ini tidak sejalan dengan teori sebelumnya, karena hasil penelitian *dividend per share* tidak berpengaruh terhadap harga saham. Hal ini berarti bahwa informasi DPS perusahaan yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan bukan merupakan hal yang utama diperhatikan oleh investor dalam membuat keputusan investasinya, karena tidak selamanya laba bersih yang diperoleh perusahaan dialokasikan sebagai dividen, bisa saja perusahaan mengalokasikan laba bersih yang didapatnya untuk perluasan/ekspansi usaha, atau melakukan investasi aktiva tetap, investasi jangka panjang dan lain-lain.

Nilai koefisien regresi ROE sebesar 46.028, artinya jika ROE mengalami peningkatan sebesar 1 persen (*ceteris paribus*), maka akan meningkatkan nilai harga saham sebesar 46.028%. Hal ini terjadi karena perolehan laba besar yang *sustainable* (berkesinambungan).

Nilai koefisien PER sebesar 416.434 menunjukkan bahwa ketika PER mengalami peningkatan sebesar 1 persen (*ceteris paribus*), maka akan menyebabkan kenaikan nilai harga saham sebesar 416.343%. Rasio PER ini mengindikasikan suatu tingkat pertumbuhan perusahaan. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, maka akan semakin tinggi pula PER-nya. Nilai PER juga menunjukkan laba yang dihasilkan perusahaan. Jadi nilai PER yang positif memberikan indikasi yang sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Weston & Copeland (1997), bahwa pertumbuhan laba mempunyai pengaruh positif terhadap perkembangan harga saham. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka akan semakin baik perkembangan harga sahamnya.

Nilai koefisien DER sebesar 264.576 menunjukkan bahwa ketika PER mengalami peningkatan sebesar 1 persen (*ceteris paribus*), maka akan menyebabkan kenaikan nilai harga saham sebesar 264.576 %. DER menunjukkan komposisi total hutang (jangka pendek maupun jangka panjang) semakin besar dengan total modal sendiri. Sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). meningkatnya beban terhadap kreditur menunjukkan sumber modal perusahaan tergantung pada pihak luar sehingga mengurangi minat investor untuk menanamkan dananya ke perusahaan. Menurunnya minat investor berdampak pada penurunan harga saham yang berakibat pula pada penurunan return saham.

Nilai koefisien regresi SBI sebesar -173.927,262, artinya jika SBI mengalami peningkatan sebesar 1 persen (*ceteris paribus*), maka akan menyebabkan penurunan nilai harga saham sebesar 173.927,262%. Koefisien negatif SBI ini memberikan informasi bahwa setiap kenaikan suku bunga Indonesia berdampak pada keputusan para investor untuk melakukan pengalihan investasi dalam bentuk deposito.

Nilai koefisien IHSG sebesar 40.232,209 menunjukkan bahwa ketika IHSG mengalami peningkatan sebesar 1 persen (*ceteris paribus*), maka akan menyebabkan kenaikan nilai harga saham sebesar 40.232,209 %. IHSG mencerminkan fluktuasi harga saham secara keseluruhan yang terdaftar di BEI. Sehingga setiap pergerakan dalam indeks harga saham gabungan memberikan sinyal positif akan naiknya harga saham syariah.

Nilai koefisien Inflasi sebesar 6.296,912 menunjukkan bahwa ketika PER mengalami peningkatan sebesar 1 persen (*ceteris paribus*), maka akan menyebabkan kenaikan nilai harga saham sebesar 6.296,912 %. Dampak positif dari inflasi ini adalah dapat mendorong perekonomian lebih baik, yaitu meningkatkan pendapatan nasional dan membuat orang bergairah untuk bekerja, menabung dan mengadakan investasi.

4.5.1 Sensitivitas Saham Syariah Terhadap Variabel Makro Ekonomi

Hasil pengujian terhadap sensitivitas saham syariah menghasilkan kesimpulan yang melalui uji t diketahui bahwa secara parsial model regresi yang terbentuk dari variabel prediktor tidak signifikan untuk memprediksi harga saham. Artinya, perubahan harga saham syariah di Indonesia tidak sensitif atau tidak terpengaruh secara signifikan oleh perubahan yang terjadi pada SBI, IHSG, dan inflasi. Hal ini berarti bahwa informasi yang dipergunakan investor dalam menjual dan membeli saham sudah lebih komplit dan variatif sehingga informasi periodik yang disampaikan Pemerintah sudah menjadi informasi publik yang diketahui semua investor dan diserap pasar dengan cepat.

4.5.2 Prospek Saham Syariah: Tinjauan Empiris Hasil Penelitian

Dari keseluruhan sampel yang diuji, prosentase saham syariah yang *undervalued* di Indonesia hanya sebesar 36% dan yang *overvalued* sebesar 64%. Sementara *sharpe's measure* pasar untuk Indonesia bernilai positif dengan *expected return* lebih tinggi dibandingkan CAPM-nya (*undervalued*). Berdasarkan nilai *Appraisal ratio*, terdapat lima saham unggulan (SMGR, ASRI, CPIN, INTP, dan LPKR) yang memiliki nilai positif yang

mencerminkan atas *return* yang dapat diberikan oleh perusahaan-perusahaan tersebut dengan mempertimbangkan resiko-resiko spesifik atas keputusan investasi.

Hasil pengamatan tersebut menjelaskan adanya hubungan tidak searah antara kinerja pasar saham secara keseluruhan dengan saham syariah yang diamati di Indonesia. Hasil ini mengindikasikan bahwa respon investor (baca: animo masyarakat) terhadap saham syariah di Indonesia masih. Hal ini kemungkinan masih disebabkan oleh beberapa kendala yang diidentifikasi Tim Studi Investasi Syariah BAPEPAM dan sampai saat ini masih belum mendapatkan pembenahan yang berarti. Kendala-kendala tersebut secara berurutan terletak pada:

- a. Tingkat pengetahuan dan pemahaman tentang pasar modal syariah;
- b. Ketersediaan informasi tentang pasar modal syariah;
- c. Penggunaan dana hasil emisi yang harus sesuai juga dengan prinsip syariah;
- d. Minat pemodal atas efek syariah yang diterbitkan;
- e. Kerangka peraturan tentang penerbitan efek syariah;
- f. Tingkat kemampuan penjamin emisi efek tentang pasar modal syariah;
- g. Pola pengawasan yang sesuai syariah oleh lembaga terkait.

Saham syariah sebagai salah satu instrumen pasar modal syariah bagaimanapun tidak akan terlepas dari pergerakan dan perubahan-perubahan yang terjadi di pasar karena transaksi perdagangannya sendiri menggunakan sistem konvensional. Karena itu, selain tergantung pada preferensi investor, kesuksesan saham syariah sebagai salah satu penggerak modal secara islami juga sangat tergantung pada ekspektasi investor terhadap *return*, rasa nyaman dan rasa aman dalam berinvestasi. Dalam hal ini, peranan Pemerintah untuk mendukung hal tersebut menjadi sangat penting sebagai pengambil kebijakan. Nabi SAW pernah bersabda bahwa pemimpin adalah perisai dimana masyarakat berlindung di belakangnya.

إِنَّمَا الْإِمَامُ جُنَّةٌ يُقَاتِلُ مِنْ وَرَائِهِ وَيُتَّقَى بِهِ فَإِنْ أَمَرَ بِتَقْوَى اللَّهِ عَزَّ وَجَلَّ وَعَدَلَ كَانَ لَهُ بِذَلِكَ أَجْرٌ
وَإِنْ أَمَرَ بِغَيْرِهِ كَانَ عَلَيْهِ مِنْهُ ❁

Artinya: "Sesungguhnya seorang pemimpin itu merupakan perisai, rakyat akan berperang di belakang serta berlindung dengannya. Bila ia memerintah untuk takwa kepada Allah azza wa jalla serta bertindak adil, maka ia akan memperoleh pahala. Namun bila ia memerintah dengan selainnya, maka ia akan mendapatkan akibatnya". (Shahih Muslim No.3428)

إِذَا بَعَثَ أَحَدًا مِنْ أَصْحَابِهِ فِي بَعْضِ أَمْرِهِ قَالَ بَشِّرُوا وَلَا تُنْفَرُوا وَيَسِّرُوا وَلَا تُعَسِّرُوا ❁

Artinya: "Ketika Rasulullah saw. mengutus salah seorang sahabatnya untuk melaksanakan suatu urusan, beliau akan bersabda: Sampaikanlah kabar gembira dan janganlah menakut-nakuti serta permudahlah dan janganlah mempersulit". (Shahih Muslim No.3262)

Berdasarkan laporan *Islamic Finance Development Report 2014* (IFDR 2014) yang dikeluarkan oleh ICD-IDB yang bekerja sama dengan Thomson Reuters, dalam skala internasional, perkembangan aset keuangan syariah Indonesia berada dalam posisi menengah. Laporan yang dikeluarkan lembaga konsultan bisnis anggota IDB grup ini menempatkan Indonesia pada peringkat ke-9, baik secara industri keuangan syariah keseluruhan maupun khusus aset perbankan syariah (lihat tabel 12). Posisi tersebut menempatkan Indonesia di bawah negara-negara utama industri keuangan syariah seperti Malaysia, Saudi Arabia, Iran, dan Kuwait. Indonesia hanya lebih baik dari negara-negara Islam seperti Bangladesh dan Pakistan.

Jika dilihat dari jumlah institusi keuangan syariah, peringkat Indonesia memang dapat dikatakan sangat baik, yaitu berada pada peringkat ke-3. Indonesia ada dalam posisi lebih tinggi dari Malaysia, Iran, Qatar maupun Bahrain. Tetapi, kondisi bertolak belakang antara jumlah aset dan jumlah institusi menunjukkan bahwa institusi keuangan syariah di Indonesia adalah "pemain kelas kecil" dibandingkan dengan jenis institusi sejenis di negara lainnya. Bahkan perkembangan jumlah aset yang ada dapat dikatakan bergerak sangat lambat dibandingkan dengan negara-negara pusat keuangan syariah lainnya sehingga secara peringkat, harus ada *effort* lebih keras untuk bisa "naik kelas". Jumlah institusi pun harusnya bisa jauh lebih banyak mengingat luasnya wilayah geografis Indonesia dan besarnya populasi nasional. Kemudian jika kita melihat jumlah efek syariah sampai pada pertengahan tahun 2014 kita dapat melihat trend peningkatan efek syariah baik saham syariah maupun surat berharga syariah negara (SBSN). Namun jumlah efek tersebut masih relatif kecil dibandingkan dengan jumlah efek non-syariah. Untuk itu diperlukan inovasi dalam penciptaan produk investasi yang ada di pasar modal Indonesia.

Salah satu hal yang mungkin dapat dilakukan adalah dengan mengikutkan pertimbangan ekspektasi *return* dan risiko periodik saham dalam menentukan saham mana yang berhak atau tidak berhak masuk indeks syariah. Selain itu, kerjasama internasional dalam mensosialisasikan saham syariah seperti yang dilakukan Bursa Malaysia terhadap FTSE London sepertinya patut dijadikan pertimbangan.

Tabel 12: Top 15 *Largest Islamic Finance Economic*

<i>Rank</i>	<i>Country</i>	<i>Islamic Finance Assets (\$ Million)</i>	<i>Islamic Financial Institutions</i>	<i>Islamic Banking Assets ((\$ Million)</i>
	<i>Global</i>	1.657.998	993	1.214.274
1	Malaysia	423.285 (411,5)	76	170.280
2	Saudi Arabia	338.106 (279,7)	99	264.345
3	Iran	323.300 (185,3)	54	319.008
4	United Arab Emirates	140.289 (118,4)	73	113.102
5	Kuwait	92.403 (81,45)	92	82.911
6	Qatar	81.027 (71,06)	38	59.047
7	Bahrain	64.644 (47,2)	57	59.807
8	Turkey	51.161 (37,6)	5	44.730
9	Indonesia	35.629 (33,15)	78	19.169
10	Bangladesh	18.938 (17,5)	38	18.676
11	Pakistan	14.647 (13,5)	54	9.605
12	Egypt	12.086 (12,1)	26	11.499
13	Sudan	8.034 (8,01)	44	7.904
14	Jordan	7.430 (5,4)	12	7.052
15	Switzerland	6.575 (6,57)	3	-

Sumber: *Sharia Economic Outlook* (2014: 2)

SIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian mengeksplorasi faktor penentu harga saham-saham syariah di Indonesia selama empat tahun dari 2011 sampai 2014. Hasil penelitian menunjukkan bahwa EPS dan PER adalah faktor penentu penting harga saham-saham syariah di Indonesia. Di sisi lain, hasil penelitian juga menemukan bahwa variabel penjelas *EVA*, *DER*, *DPS*, *ROE*, *SBI*, *IHSG*, dan *Inflasi* bukan variabel penjelas yang kuat untuk menentukan harga saham-saham syariah di Indonesia selama empat tahun.

5.2. Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan beberapa keterbatasan penelitian di atas, maka penulis memberikan saran untuk penelitian lebih lanjut sebagai berikut:

1. Pendekatan analisis *market performance* dalam penelitian ini hanya menggunakan teknik analisis fundamental. Untuk penelitian selanjutnya disarankan juga untuk menggunakan analisis teknikal dengan menganalisis volatilitas saham.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah sampel, karena dalam penelitian ini sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kategori saham syariah (JII), untuk selanjutnya bisa menambah sampel lain yaitu perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kategori saham LQ45 (saham konvensional). Sehingga kedua jenis saham tersebut dapat diperbandingkan.

DAFTAR PUSTAKA

- Amin Widjaja Tunggal. 2001. *Memahami Konsep Economic Value Added (EVA) Dan Value Based Management (VBM)*. Jakarta: Harvarindo.
- Anthony Robert N, Vijay Govindarajan, 2005. *Management Control System. Sistem Pengendalian Manajemen*. Diterjemahkan Oleh Kurniawan Tjakrawala, Edisi Sebelas, Salemba Empat : Jakarta.
- Badan Pengawas Pasar Modal, 2004, *Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia*, www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/kajian_pm/studi_pm_syariah.pdf, diakses 9 September 2014

- Brigham, Eugene dan Joel F Houston, 2001. *Manajemen Keuangan Buku II*. Jakarta: Erlangga
- Gatot Widayanto, 1993, *EVA / NITAMI : Suatu Terobosan Baru Dalam Pengukuran Kinerja Perusahaan*, No. 12 Desember, Manajemen Usahawan Indonesia.
- Harjito, Agus dan Aryayoga, 2009, Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan dan Return Saham di Bursa Efek Indonesia, *FENOMENA* ISSN 1693-4296 Vol. 7 No 1 Maret 2009 13-21
- Menike dan Prabath, 2014, *The Impact of Accounting Variables on Stock Price: Evidence from the Colombo Stock Exchange*, Sri Lank. International Journal of Business and Management; Vol. 9, No. 5; 2014
- Masyarakat Ekonomi Syariah (MES), 2014, *Shariah Economic Outlook 2014*.
- N. Mulyamah Wignyadisastira, 2000, *Gambaran Sekilas Tentang Hubungan Nilai, Kinerja Perusahaan dan Nilai Tambah Ekonomis (EVA)*, JEB's, Vol. No. 1, Juli 2000.
- Noer Sasongko dan Nila Wulandari (2006, Pengaruh Eva dan Rasio-rasio Profitabilitas terhadap Harga Saham, *Empirika* Vol. 19 No.1 Juni 2006, 64-80
- Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, 2007, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, Jakarta: Kencana
- O'Byrne, F. Stephen dan S. David Young. 2001. *Economic Value Added dan Manajemen Berdasarkan Nilai Panduan Praktis untuk Implementasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Rahayu, Mariana Sri. 2007. Analisis Pengaruh EVA dan MVA terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Skripsi. Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia.
- R. Agus Sartono, 1994, *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*, Edisi Ketiga, BPFE, Yogyakarta:.
- Samsul, Mohamad, 2006, *Pasar Modal dengan Manajemen Portofolio*. Surabaya: Erlangga.
- Suad Husnan, 2003, *Dasar – Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi ke 2,, Yogyakarta: BPFE.
- Sunariyah, 2007, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Teuku Mirza dan Imbuh S, 1999, Konsep EVA : *Pendekatan Untuk Menentukan Nilai Riil Perausahaan dan Kinerja Riil Manajemen*, No. 01, Januari, Usahawan.
- Weston, J.F., & Copeland, T.E., 1997, *Manajemen Keuangan*, Terjemahan Oleh Jaka Wasana & Kibrandoko, Edisi Kesembilan Jilid I, Binarupa Aksara, Jakarta
- Wijayanti, 2110, Analisis Kinerja Keuangan dan Harga Saham Perbankan di Bursa Efek Indoensia (BEI), *Journal of Indonesian Applied Economics*, vol 4 No.1 Mei 2010, 71-80