

# **TESIS**

**ANALISIS METODE CAPM DAN SCAPM DALAM  
MEMPREDIKSI RETURN SAHAM PERUSAHAAN DI JAKARTA  
ISLAMIC INDEX (JII)**

***ANALYSIS OF CAPM AND SCAPM TO PREDICTING COMPANY'S  
STOCK RETURN IN JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)***

**ACHMAD FADLAN  
A062181018**



**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS HASANUDDIN  
MAKASSAR  
2022**

# TESIS

## **ANALISIS METODE CAPM DAN SCAPM DALAM MEMREDIKSI RETURN SAHAM PERUSAHAAN DI JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)**

### ***ANALYSIS OF CAPM AND SCAPM TO PREDICTING COMPANY'S STOCK RETURN IN JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)***

disusun dan dilakukan oleh

**ACHMAD FADLAN  
A062181018**



Kepada

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS HASANUDDIN  
MAKASSAR  
2022**

# TESIS

## ANALISIS METODE CAPM DAN SCAPM DALAM MEMPREDIKSI RETURN SAHAM PERUSAHAAN DI JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)

disusun dan diajukan oleh

**ACHMAD FADLAN**

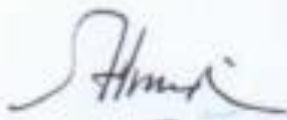
**A062181018**

telah dipertahankan dalam sidang ujian tesis  
pada tanggal 24 Agustus 2021 dan  
dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan


Menyetujui  
Komisi Penasihat

Ketua

Anggota



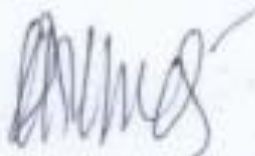
Prof. Dr. Abdul Hamid, S.E., M.Si.  
NIP. 196305151992031003



Dr. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si.  
NIP. 1965030719940310003

Ketua Program Studi  
Magister Akuntansi

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
Universitas Hasanuddin



Dr. Aini Indriawati, SE., M.Si., Ak., CA  
NIP 196811251994122002



Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, SE., M.Si  
NIP 196402051988101001

## PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini,

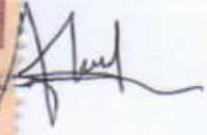
Nama : Achmad Fadlan  
NIM : A062181018  
Jurusan/program studi : Magister Akuntansi

Menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa tesis yang berjudul:

### **ANALISIS METODE CAPM DAN SCAPM DALAM MEMPREDIKSI RETURN SAHAM PERUSAHAAN DI JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)**

merupakan karya ilmiah saya sendiri dan berdasarkan pengetahuan saya di dalam naskah tesis ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan/ditulis/diterbitkan, terkecuali secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila dikemudian hari pada naskah ini terdapat unsur-unsur plagiarisme dan dapat dibuktikan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Makassar, 13 Oktober 2022  
Yang membuat pernyataan,  
  
10000  
METERAI  
TEMPEL  
648FDAJX814994395  
Achmad Fadlan

## PRAKATA



**Assalamu'alaikum wr. wb.**

Alhamdulillah Rabbil'alamin, puji dan syukur kehadiran Allah SWT atas limpahan rahmat hidayahnya sehingga saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penyusunan tesis ini merupakan tugas akhir mahasiswa dan salah satu syarat dalam memperoleh gelar Magister Akuntansi (M.Ak) pada Program Pascasarjana Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.

Saya menyadari bahwa dalam penyusunan hasil penelitian ini, tidak terlepas dari adanya hambatan maupun tantangan. Tetapi berkat ketekunan, dukungan maupun bantuan dari berbagai pihak, maka tesis ini dapat diselesaikan sebagai mana mestinya. Namun demikian tidak berarti bahwa tesis ini sudah merupakan suatu karya yang sempurna, oleh karena itu saya masih mengharapkan saran perbaikan dari pembaca yang sifatnya konstruktif.

Saya juga menyadari dan mengucapkan banyak terima kasih serta penghargaan yang setulus-tulusnya kepada kedua orang tua saya yakni Ayahanda tercinta Nirwan Nawawi dan Ibunda tersayang Hj. Asni Kadir, SH., yang telah mendidik dan membesarkan dengan kasih sayang tulus serta memberikan doa restu kepada saya sehingga dapat menyelesaikan studi.


Teriring rasa hormat dan terima kasih yang tulus kepada BapakProf. Dr. Abdul Hamid Habbe, SE., M.Si., selaku pembimbing I dan Ibu Dr. Syarifuddin Rasyid, SE., M.Si., selaku pembimbing II, yang telah banyak bersabar dalam memberikan arahan maupun bimbingan, serta banyak meluangkan waktunya, tenaga, pikiran, dukungan maupun bantuan kepada penulis dalam menyelesaikan tesis ini sehingga dapat terselesaikan. Rasa hormat dan terima kasih yang tulus kepada Ibu Dr. R. A. Damayanti, SE., Ak., M.Soc.Sc., CA, Bapak Dr. Darwis Said, SE., Ak., M.SA dan Bapak Dr. Amiruddin, SE., Ak., M.Si., CA selaku tim penguji, yang telah banyak memberikan kritik serta saran dalam penelitian saya, mulai dari usulan tesis hingga sampai akhir penyelesaian tesis ini.

Selanjutnya penulis juga menyampaikan terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, SE., M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
2. Ibu Dr. Aini, SE., Ak., M.Si., CA selaku KetuaProgram Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
3. Bapak dan Ibu dosen Magister Akuntansi atas semua ilmu pengetahuan yang diberikan kepada saya selama proses perkuliahan.
4. Segenap pegawai akademik pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin khususnya Pak Hatta, yang telah banyak membantu saya dalam menyelesaikan proses perkuliahan serta kelancaran administrasi.
5. Spesial kepada kepada saudaraku Achmad Faiz Fanzuri terima kasih telah banyak membantu saya.

6. Teman-teman saya, khususnya : Nindy, Dade, Arman, Ferli, Haikal, Wawan, Dekur, Agung, Rii, Sartika, Fahmi, dan Eko, ucapan terima kasih untuk kalian semua atas bantuan dan dukungannya dalam menyelesaikan studi magister di Universitas Hasanuddin serta penyelesaian tesis ini.
7. Teman-teman saya pada Program Magister Akuntansi Angkatan 2018, khususnya : Dewi Mustianti, Fitri Rahmawati, Salsabila, Maryam, Anti, Adit, Arsyad, Febri, Desi, Dwi Utami, dan Melati, saya ucapkan terima kasih atas kebersamaan serta dukungan selama perkuliahan sampai dengan penyelesaian tesis ini.
8. Kepada kalian semua pihak yang tidak dapat saya sebutkan satu per satu, saya ucapkan terima kasih atas dukungannya yang telah diberikan selama ini.

Tiada yang dapat penulis berikan kecuali memohon kepada Allah SWT, semoga segala bantuan dan segala andil yang telah diberikan dari semua pihak selama ini mendapat berkah dari Allah SWT. Akhir kata penulis mengharapkan semoga karya ini dapat menambah ilmu pengetahuan serta dapat bermanfaat bagi kita semua, Amin. **Wassalamu'alaikum wr.wb.**

Makassar, 13 Oktober 2022  
Penulis,  
  
**Achmad Fadlan**

## ABSTRAK

**Achmad Fadlan**, Analisis Metode CAPM dan SCAPM Dalam Memprediksi *Return* Saham Perusahaan Di Jakarta Islamic Index (JII) (dibimbing oleh Bapak **Prof. Abdul Hamid** dan Bapak **Syarifuddin Rasyid**)

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis akurasi CAPM dan SCAPM dalam memprediksi return saham. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah purposive sampling dan diperoleh 15 saham yang terdaftar di Jakarta Islamic Index tahun 2017-2019. Keakuratan model CAPM dan SCAPM diukur dengan standar deviasi dan uji-t digunakan untuk membandingkan presisi antara model CAPM dan SCAPM. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan akurasi yang signifikan antara model CAPM dan SCAPM.

Kata Kunci: CAPM, SCAPM, *Return*, Saham

*This study aims to analyze the accuracy of CAPM and SCAPM in predicting stock returns. The sampling technique used was purposive sampling and obtained 15 shares, which are listed at Jakarta Islamic Index in 2017-2019. The accuracy of CAPM and SCAPM models is measured by standard deviation and t-tests are utilized to compare precision between CAPM and SCAPM models. The results of this study show that there is a significant difference in accuracy between capm and SCAPM models.*

*Keywords: CAPM, SCAPM, Return, Stock*



## DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL .....	i
HALAMAN JUDUL .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iii
DAFTAR ISI.....	iv
DAFTAR TABEL.....	vi
DAFTAR GAMBAR.....	vii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1.    LATAR BELAKANG.....	1
1.2.    RUMUSAN MASALAH .....	5
1.3.    TUJUAN PENELITIAN.....	5
1.4.    MANFAAT PENELITIAN.....	6
1.5.    SISTEMATIKA PENULISAN.....	6
BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....	8
2.1.    TINJAUAN TEORI DAN KONSEP .....	8
2.1.1.    Teori Portfolio Modern .....	8
2.1.2    Return .....	10
2.1.3    Capital Asset Pricing Model (CAPM) .....	11
2.1.4    Shari'a Compliant Asset Pricing Model (SCAPM) .....	14
2.2    TINJAUAN EMPIRIS .....	18
2.2.1    Penelitian Terdahulu .....	18
BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS.....	20
3.1    KERANGKA KONSEPTUAL.....	20
3.2    PERUMUSAN HIPOTESIS.....	21
3.2.1    Metode CAPM dalam Mengestimasi <i>Return</i> Saham .....	21
3.2.2    Metode SCAPM dalam Mengestimasi <i>Return</i> Saham.....	22
3.2.3    Perbedaan Akurasi Antara Metode CAPM dan Metode SCAPM dalam Mengestimasi <i>Return</i> Saham .....	22
BAB IV METODE PENELITIAN .....	24
4.1.    RANCANGAN PENELITIAN .....	24
4.2.    WAKTU DAN LOKASI PENELITIAN.....	24
4.3    JENIS DAN SUMBER DATA .....	24
4.4    TEKNIK PENGUMPULAN DATA.....	25
4.5    POPULASI DAN SAMPEL.....	25

4.6	DEFINISI OPERASIONAL DAN PENGUKURAN VARIABEL .....	25
4.6.1	Metode CAPM .....	25
4.6.2	Metode SCAPM.....	26
4.7	TEKNIK ANALISIS DATA .....	27
4.7.1	Uji Normalitas .....	27
4.7.2	Pengukuran Variabilitas (Standar Deviasi).....	27
4.7.3	Uji <i>One Sample T Test</i> .....	27
4.7.4	Uji <i>t-test</i> .....	28
4.7.5	Analisis Deskriptif Komparatif .....	28
4.7.6	Simulasi Perhitungan CAPM dan SCAPM .....	29
BAB V HASIL PENELITIAN .....		30
5.1	Deskripsi Data .....	30
5.1.1	Data Penelitian.....	30
5.1.2	Statistik Deskriptif.....	31
5.2	Teknik Analisis Data .....	33
5.2.1	Uji Normalitas.....	33
5.2.2	Pengukuran Variabilitas (Standar Deviasi) .....	34
5.2.3	Uji <i>One Sample T Test</i> .....	35
5.2.4	Uji <i>t-test</i> .....	36
5.2.5	Analisis Deskriptif Komparatif.....	36
5.2.6	Analisis Deskriptif Komparatif.....	43
5.3	Portofolio Optimal .....	44
5.4	Pengujian Hipotesis.....	45
BAB VI PEMBAHASAN .....		47
6.1	Metode CAPM Akurat Dalam Memprediksi <i>Return</i> Saham .....	47
6.2	Metode SCAPM Akurat Dalam Memprediksi <i>Return</i> Saham.....	49
6.3	Terdapat perbedaan akurasi yang signifikan antara metode CAPM dan metode SCAPM dalam mengestimasi <i>return</i> saham .....	50
BAB VII PENUTUP .....		51
7.1	Kesimpulan .....	51
7.2	Implikasi Penelitian .....	53
7.2	Keterbatasan Penelitian .....	53
7.4	Saran .....	54
DAFTAR PUSTAKA		

## DAFTAR TABEL

<b>Tabel 5.1</b>	Jumlah sampel untuk periode 2017-2019.....	30
<b>Tabel 5.2</b>	Hasil statistik deskriptif CAPM.....	31
<b>Tabel 5.3</b>	Hasil statistik deskriptif SCAPM.....	32
<b>Tabel 5.4</b>	Hasil Uji Kolmogrov-Smirnov.....	33
<b>Tabel 5.5</b>	Hasil standar deviasi CAPM dan SCAPM.....	34
<b>Tabel 5.6</b>	Hasil uji <i>one sample t test</i> CAPM .....	35
<b>Tabel 5.7</b>	Hasil uji <i>one sample t test</i> SCAPM.....	35
<b>Tabel 5.8</b>	Hasil uji <i>paired sample t test</i> .....	36
<b>Tabel 5.9</b>	Hasil perhitungan <i>Abnormal Return</i> Tahun 2017.....	37
<b>Tabel 5.10</b>	Hasil perhitungan <i>Abnormal Return</i> Januari 2017 .....	38
<b>Tabel 5.11</b>	Hasil perhitungan <i>Abnormal Return</i> Tahun 2018.....	39
<b>Tabel 5.12</b>	Hasil perhitungan <i>Abnormal Return</i> Januari 2018 .....	40
<b>Tabel 5.13</b>	Hasil perhitungan <i>Abnormal Return</i> Tahun 2019.....	41
<b>Tabel 5.14</b>	Hasil perhitungan <i>Abnormal Return</i> Januari 2019 .....	42
<b>Tabel 5.15</b>	Hasil perhitungan simulasi tahap 1.....	43
<b>Tabel 5.15</b>	Hasil perhitungan simulasi tahap 2.....	43
<b>Tabel 6.1</b>	Ringkasan hasil penelitian.....	46

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
<b>Gambar 1.1</b> Kapitalisasi pasar saham syariah .....	3
<b>Gambar 3.2</b> Kerangka konseptual penelitian .....	21

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. LATAR BELAKANG

Investasi merupakan kegiatan penundaan konsumsi saat ini demi mendapatkan keuntungan di kemudian hari. Lebih lanjut, Hartono (2017:5) menjelaskan bahwa investasi merupakan penundaan konsumsi saat ini untuk dimasukkan ke asset produktif. Dengan adanya asset produktif, penundaan konsumsi saat ini yang diinvestasikan ke asset produktif tersebut akan meningkatkan *utility* total.

Salah satu bentuk investasi ialah pembelian saham suatu sekuritas. Dalam investasi saham, semua investor yang melakukan investasi tentu mengharapkan tingkat pengembalian (*return*) yang melebihi dari dana yang diinvestasikan. Tetapi *return* yang diharapkan investor kadangkala tidak sesuai dengan *return* aktual yang didapat. Ini menandakan bahwa investor berhadapan dengan risiko dalam berinvestasi. Sehingga investor harus memperkirakan seberapa besar risiko yang dihadapinya.

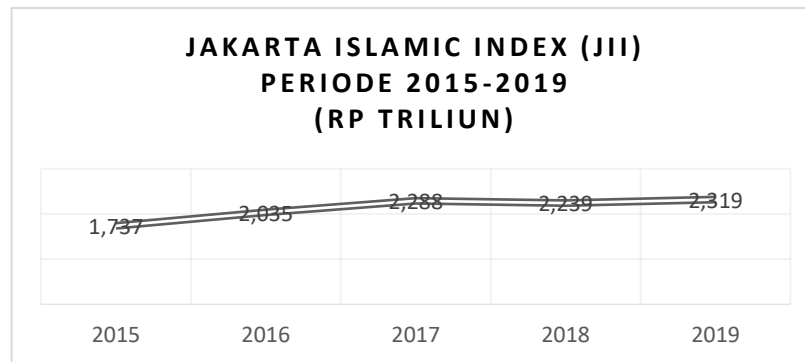
Setiap investor pasti menyukai investasi yang minim risiko. Karena itu investor memerlukan informasi tentang seberapa besar risiko dan *return* yang didapatnya dalam berinvestasi. Kemampuan dalam mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah hal yang sangat penting dan diperlukan oleh investor.

Fondasi untuk pengembangan CAPM diletakkan oleh Markowitz (1952) dan Tobin (1958). Teori awal atau teori portfolio modern menyatakan bahwa risiko sekuritas individu adalah standar deviasi *return* (ukuran volatilitas *return*). Karena itu, semakin besar standar deviasi *return* sekuritas maka semakin besar risikonya.

Teori ini menghasilkan batas efisien portofolio dan investor diharapkan untuk memilih portofolio yang paling sesuai untuk mereka dari set portofolio efisien yang tersedia untuk mereka. Tobin (1958) menyarankan untuk mengidentifikasi portofolio yang tepat di antara set efisien. Melalui karya Markowitz (1952) sebelumnya, Sharpe (1964) mengembangkan CAPM untuk menilai aset berisiko; Lintner (1965), Mossin (1966), Fama dan French (1992), dan semuanya memberikan kontribusi dengan memperluas model.

Sejak munculnya pasar modal Syariah, timbul pertanyaan utama, apakah tepat menggunakan metode CAPM dalam menentukan harga asset di pasar modal Syariah? Karena, salah satu variabel dalam CAPM adalah suku bunga. Usmani (2007:141) menjelaskan bahwa term Syariah tidak memperbolehkan adanya *interest*. Jadi dalam praktiknya setiap sekuritas harus bebas dari *interest*. Qizam *et al.*, (2020) menjelaskan bahwa pasar modal Syariah ialah pasar modal yang mematuhi prinsip-prinsip Islam dalam menjalankan kegiatan usaha sehingga hal-hal yang dilarang Islam tidak boleh dilakukan semisal riba, perjudian (*maysir*), dan spekulasi (*gharar*).

**Gambar 1.1 Kapitalisasi pasar saham syariah**



Sumber: Statistik saham syariah, <https://www.ojk.go.id/>

Mengacu pada statistik saham Syariah terkhusus di Jakarta Islamic Index (JII) yang ditunjukkan pada gambar 1.1 terlihat mengalami fluktuasi. Misalnya pada tahun 2017 mengalami peningkatan sekitar Rp. 253triliun dibanding tahun sebelumnya, lalu pada tahun 2018 mengalami penurunan sekitar Rp. 49triliun. Tetapi secara keseluruhan para investor masih tertarik untuk berinvestasi di pasar modal Syariah. Berkaca dari tren pasar saham Syariah tersebut, ada kebutuhan untuk menggunakan CAPM yang sesuai dengan Syariah.

Hanif (2011) menyatakan *risk free return* tidak ada di dalam sistem keuangan Islam, sehingga perlu ada modifikasi CAPM konvensional untuk diubah menjadi *Shari'a Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)*. Usulan untuk memodifikasi CAPM ke SCAPM telah terjadi sebelumnya, Cyril and Ri'fat (1987) merekomendasikan untuk menghilangkan *risk free* dari CAPM untuk mengubahnya menjadi SCAPM. Mereka menganggap bahwa tingkat risiko dapat diturunkan tanpa menggunakan konsep bunga dan dalam ekonomi Islam tidak ada hutang bunga. Selim (2008) membandingkan risiko dan *return* Islam dengan risiko konvensional. Penelitian ini memodifikasi CAPM dengan memakai *musyarakah* langsung (kemitraan investasi langsung tanpa bunga tetap yang

telah ditentukan dengan perjanjian *profit/loss sharing*) sebagai pengganti suku bunga. Temuan dari penelitian tersebut bahwa *musyarakah* langsung sangat berpengaruh dalam mengurangi risiko investasi. Namun *musyarakah* langsung kurang tepat dipakai sebagai pengganti variabel suku bunga dalam dalam mengestimasi risiko pasar. Selanjutnya, Hakim *et al.*, (2016) meneliti tentang perbandingan keakuratan antara CAPM dan SCAPM di bursa saham Malaysia dan mengubah variabel suku bunga dalam CAPM dengan sukuk form AAA agar sesuai syariah. Penelitian ini menyimpulkan SCAPM bisa mengukur tingkat *risk-return* dari saham seperti CAPM Konvensional.

Penelitian yang terkait dengan SCAPM sangat jarang di Indonesia, karena dari hasil penelusuran prosiding Simposium Nasional Akuntansi tidak adanya jurnal yang mengangkat topik SCAPM. Quthbi (2017) meneliti tentang SCAPM dalam menganalisis saham Syariah efisien dan mengganti variabel komponen bebas resiko dengan imbalan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS). Dari hasil penelitian tersebut menggambarkan ada hubungan yang linear antara risiko sistematis dengan *return* yang diisyaratkan. Husein and Hasanah (2017) juga mengganti variabel komponen bebas risiko dengan proksi SBIS dan menemukan SCAPM dapat menjelaskan keadaan risiko dan *return* dalam jangka pendek. Senada dengan kedua penelitian sebelumnya, Hasanah dan Maspupah (2017) juga merekomendasikan proksi SBIS sebagai pengganti proksi suku bunga karena sesuai dengan instrumen moneter Syariah di Indonesia.

Belakangan ini, beberapa peneliti telah mengembangkan model matematika baru CAPM yang sesuai dengan kepatuhan *Syariah*. Derbali *et al.*, (2017) mengembangkan model matematika baru SCAPM, proksi *risk free* diganti dengan tingkat sukuk dan mengintegrasikan zakat, pemurnian *return*, dan



pengecualian *short sale*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa SCAPM yang diusulkan sesuai dan relevan dalam menyelidiki keterkaitan antara risiko dan *return* di pasar saham Syariah meskipun tingkat *return* yang diharapkan dan deviasi standar dari portofolio varian minimum untuk SCAPM lebih rendah daripada CAPM Konvensional. Penelitian tersebut didukung oleh Hazny *et al.*, (2017) yang menemukan bahwa SCAPM sesuai dan dapat diterapkan dalam menguji hubungan antara risiko dan *return* di pasar saham syariah. Kedua penelitian ini akan menjadi landasan utama dalam menyusun penelitian yang dilakukan oleh penulis dengan objek yang berbeda yaitu Jakarta Islamic Index. Berdasarkan uraian sebelumnya, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian yang berjudul “Analisis Metode CAPM dan SCAPM Dalam Memprediksi *Return* Saham Perusahaan di Jakarta Islamic Index (JII)”.

## 1.2. RUMUSAN MASALAH

Berdasarkan ringkasan latar belakang di atas, maka penelitian ini merumuskan pokok permasalahan sebagai berikut:

1. Apakah metode CAPM akurat dalam memprediksi *return* saham perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index?
2. Apakah metode SCAPM akurat dalam memprediksi *return* saham perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index?
3. Metode manakah yang lebih tepat dalam memprediksi *return* saham perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index?

## 1.3. TUJUAN PENELITIAN

Adapun tujuan dilakukannya penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui keakuratan metode CAPM dalam memprediksi *return* saham perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index.
2. Untuk mengetahui keakuratan metode SCAPM dalam memprediksi *return* saham perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index.
3. Untuk mengetahui metode yang lebih tepat dalam memprediksi *return* saham perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index.

#### **1.4. MANFAAT PENELITIAN**

##### **1.4.1 Manfaat Teoritis**

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi bagi pengembangan pengetahuan tentang CAPM dalam kerangka Syariah dan dapat menjadi referensi untuk penelitian selanjutnya.

##### **1.4.2 Manfaat praktis**

Penelitian ini diharapkan membantu investor dalam menganalisis saham Syariah dengan menggunakan metode analisis yang sesuai Syariah.

#### **1.5. SISTEMATIKA PENULISAN**

Penulisan penelitian ini secara garis besar dibagi sebagai berikut:

##### **BAB I PENDAHULUAN**

Pada bab I telah disajikan mengenai latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

##### **BAB II TINJAUAN PUSTAKA**

Pada bab II akan disajikan mengenai tinjauan literatur serta teori-teori yang berkaitan dengan relevansi nilai laporan keuangan.

### BAB III KERANGKA PENELITIAN DAN HIPOTESIS

Pada bab III akan disajikan mengenai penelitian terdahulu, pengembangan hipotesis, kerangka konsep serta variabel penelitian.

### BAB IV METODE PENELITIAN

Pada bab IV akan disajikan informasi tentang data penelitian, desain penelitian serta metode analisis data.

### BAB V HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada bab V akan disajikan hasil analisis data, interpretasi dari hasil dan argumentasi terhadap hasil penelitian.

### BAB VI PENUTUP

Pada bab VI akan disajikan mengenai kesimpulan akhir penelitian, keterbatasan dalam penelitian, dan saran-saran untuk penelitian selanjutnya.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1. TINJAUAN TEORI DAN KONSEP

##### 2.1.1. Teori Portfolio Modern

Teori portfolio modern pertama kali dikenal melalui karya akademis Markowitz (1952, 1959), melalui karya tersebut Markowitz kemudian dijuluki sebagai bapak teori portfolio modern. Markowitz (1952) menyatakan bahwa proses pemilihan portofolio diawali dari keyakinan yang relevan tentang masa depan dan diakhiri dengan pemilihan portofolio. Teori portfolio modern didirikan dari pengamatan bahwa investor tidak hanya mempunyai satu investasi saja, tetapi membuat portfolio yang berdasarkan dari sejumlah investasi pribadi. Vaclavik dan Jablonsky (2012) menyatakan bahwa pada jumlah risiko tertentu, model Markowitz dapat membantu dalam memilih portfolio dengan hasil *expected return* setinggi mungkin atau memilih portfolio dengan tingkat risiko serendah mungkin. Tobin (1958) menyarankan tindakan untuk mengidentifikasi portofolio yang tepat di antara set efisien.

Shipway (2009) menjelaskan bahwa teori portfolio modern memiliki dua asumsi utama:

- a) Investor adalah pribadi rasional dan ingin mendapatkan *return* yang sepadan dengan risiko.
- b) Setiap investor menghindari risiko. Dalam artian bahwa investor tidak mau mengambil risiko, hanya saja investor akan lebih memilih asset yang kurang berisiko saat menghadapi dua asset yang menawarkan *expected return* yang sama. Sebaliknya, investor akan mengambil risiko

yang tinggi apabila dikompensasikan dengan *expected return* yang lebih tinggi.

Jones (2012) menyatakan bahwa *expected return* dari setiap portfolio  $p$  bisa dihitung rata-rata tertimbang dari *expected return* sekuritas individu dengan rumus sebagai berikut:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n w_i E(R_i)$$

Di mana:

$E(R_p)$  : *Expected return* dari portofolio

$W_i$  : Bobot portofolio untuk sekuritas ke- $i$

$\sum w_i$  : Bobot portofolio gabungan diasumsikan berjumlah 100 persen dari total dana yang dapat diinvestasikan atau 1.0

$E(R_i)$  : *Expected return* pada sekuritas ke- $i$

$n$  : Jumlah sekuritas yang berbeda dalam portofolio

Fabozzi *et al.*, (2002) menerangkan bahwa melalui teori portofolio modern, portofolio sekuritas dapat dibentuk sedemikian rupa sehingga tingkat risiko berada pada tingkat minimum untuk tingkat *expected return* yang ditentukan. Lebih jauh, portofolio ini memiliki sifat unik sehingga tidak ada kombinasi sekuritas lain dapat menghasilkan tingkat risiko lebih rendah pada tingkat *expected return* yang ditentukan. Portofolio unik ini dikenal sebagai efisiensi

*mean-variance*. Teori portofolio modern mengembangkan metode CAPM dengan dasar efisiensi *mean-variance*.

### 2.1.2 Return

*Return* merupakan motivasi dalam melakukan investasi (Jones, 2012). Hartono (2015) juga menjelaskan bahwa *return* adalah hasil yang didapatkan dari kegiatan investasi. Dengan kata lain bahwa *return* bisa menjadi sebuah keuntungan atau kerugian dari hasil investasi.

Jones (2012) membagi tipikal *return* investasi menjadi dua komponen:

- a) *Yield*: *Return* investasi ini merupakan *cash flows* (atau pendapatan) atas investasi, yang terdiri dari bunga (dari obligasi) atau dividen (dari saham)
- b) *Capital Gain (Loss)*: Ini merupakan kenaikan atau penurunan dari harga asset yang telah diinvestasikan. Ketika mengalami kenaikan harga disebut *capital gain*, sebaliknya bila mengalami penurunan disebut *capital loss*.

*Yield* dan *capital gain (loss)* bisa disebut sebagai *return* total atau *return*.

Berikut fungsi dasarnya (Hartono, 2015):

$$\text{Return} = \text{Capital Gain (Loss)} + \text{Yield}$$

Hartono (2015) membagi *return* menjadi dua macam, yaitu *realized return* (return realisasian) dan *expected return* (return ekspektasian). *Realized return* ialah selisih antara harga saham periode berjalan dengan harga saham periode sebelumnya. Maka dari itu rumus *realized return* sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Di mana:

$R_{it}$  : *return* saham i pada bulan ke-t

$P_{it}$  : harga saham i pada bulan ke-t

$P_{it-1}$  : harga saham i sebulan sebelum bulan ke-t

Sedangkan, *expected return* adalah tingkat *return* yang diharapkan oleh investor di masa depan. *Expected return* dinilai lebih penting karena menjadi tolak ukur investor dalam keberhasilan investasi sahamnya di masa mendatang. Adapun rumus *expected return* menurut Hartono (2015) sebagai berikut:

$$E(R_i) = \sum_{1}^n \frac{R_{it}}{n}$$

Di mana:

$E(R_i)$  : *Expected return* saham i

$R_{it}$  : *Return* saham i

n : Jumlah dari hasil masa depan

### 2.1.3 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

CAPM dikembangkan oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1965) dari Teori Portofolio Modern Markowitz (1952) dan Tobin (1958). Brigham and Houston (2009) mendefinisikan CAPM sebagai model yang didasarkan pada proposisi bahwa setiap saham wajib memiliki tingkat *return* sama dengan tingkat *return* bebas risiko ditambah premi risiko yang hanya mencerminkan risiko yang tersisa

setelah diversifikasi. Teori awal menjelaskan bahwa semakin besar deviasi standar sekuritas semakin besar risikonya. Markowitz (1952) mengamati dua hal: (i) saat dua asset berisiko digabungkan maka standar deviasinya tidak aditif, asalkan *return* dari dua asset tidak berkolerasi positif sempurna dan (ii) saat portofolio asset berisiko dibentuk, standar risiko deviasi portofolio lebih kecil dari jumlah deviasi standar dari konstituennya.

Model Markowitz mengemukakan bahwa portofolio yang dipilih pada waktu  $t_1$  akan menghasilkan pengembalian acak pada waktu  $t$ . Asumsi yang mendasari model ini adalah bahwa investor menghindari risiko dan hanya peduli dengan mean dan varians dari *return* investasi periode tunggal mereka.

Sharpe (1964) mengembangkan metode yang efisien secara komputasi, model indeks tunggal, di mana *return* pada sekuritas individu terkait dengan *return* pada indeks umum. Model indeks tunggal dapat diperluas ke portofolio juga, hal ini dimungkinkan karena *expected return* pada portofolio adalah rata-rata dari *expected return* pada sekuritas individual. Laubscher (2002) menjelaskan bahwa prinsip yang mendasari CAPM adalah bahwa ada hubungan linier antara risiko sistematis yang diukur dengan beta dan *return* saham yang diharapkan. CAPM mencoba menggambarkan hubungan ini dengan menggunakan beta untuk menerangkan perbedaan antara *return* yang diharapkan pada berbagai saham dan portofolio saham.

McDonald (2003) menerangkan asumsi standar yang dipakai dalam pengembangan CAPM sebagai berikut:

- a) Ada pasar modal yang sempurna. Informasi tersedia untuk semua tanpa biaya, tidak ada biaya transaksi, dan aset dapat dibagi tanpa



batas dan tetap tersedia. setiap investor bisa meminjam dan meminjamkan sejumlah modalnya dengan tingkat bunga yang sama. Risiko gagal bayar terkait dengan peminjaman dapat diabaikan.

- b) Investor menghindari risiko dan memaksimalkan utilitas kekayaan yang diharapkan di akhir cakrawala perencanaan, yang lama waktunya satu periode. Portofolio dinilai hanya dengan tingkat *return* yang diharapkan dan deviasi standar *return*.
- c) Cakrawala perencanaan sama untuk semua investor, dan semua keputusan portofolio dibuat pada saat yang bersamaan.
- d) Semua investor memiliki perkiraan yang identik tentang tingkat *return* yang diharapkan dan deviasi standar *return*.

Bila CAPM menjelaskan secara akurat tentang pasar modal, maka itu menjadi masalah sederhana dalam membangun hubungan *risk-return* untuk strategi pasar yang efisien (Laubscher, 2002). Berikut adalah fungsi dari persamaan CAPM:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Di mana:

R = Expected return on the share/portfolio

R<sub>f</sub> = Risk-free rate of return.

β = Beta (volatility of the share/portfolio relative to the market portfolio)

R<sub>m</sub> = Expected return on the market portfolio.

R<sub>m</sub>-R<sub>f</sub>= Market risk premium.

#### 2.1.4 Shari'a Compliant Asset Pricing Model (SCAPM)

Hanif (2011) mengungkapkan bahwa ada kebutuhan dalam menganalisis model penetapan harga aset sekuritas yang sesuai dengan kepatuhan Syariah. Hukum Islam melarang pengembalian bebas risiko karena terdapat pembebanan bunga. Jadi perlu ada perubahan CAPM yang sesuai dengan kerangka Syariah.

Derbali *et al.*, (2017) dan Hazny *et al.*, (2017) merumuskan beberapa asumsi yang mendasari untuk memodifikasi model matematika CAPM yang sesuai dengan Syariah. Beberapa asumsi tersebut adalah sebagai berikut:

- a) Tanpa biaya transaksi. CAPM mengasumsikan 'tanpa biaya transaksi' untuk mengurangi kompleksitas model (Elton *et al.*, 2014). Asumsi 'tanpa biaya transaksi' tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip keuangan Islam dan syariah. Namun, merupakan hal logis untuk menunjukkan bahwa dimasukkannya biaya transaksi menyebabkan kesalahan serius ketika banyak transaksi dilakukan dalam model waktu kontinu (Steinbach, 2001). Dalam konteks syariah, kesalahan-kesalahan ini mungkin dapat mengarah pada pelanggaran prinsip-prinsip keuangan Islam di mana hasil dari model tersebut dapat menyesatkan, atau memberikan hasil spekulatif (*maysir*) dan ketidakpastian ekstrim (*gharar*) yang tidak diinginkan.
- b) Tidak ada pajak penghasilan pribadi. Di bawah CAPM, diasumsikan bahwa tidak ada pajak penghasilan pribadi. Asumsi ini tidak berbeda dengan prinsip-prinsip keuangan Islam dan syariah karena tidak ada konsep pajak penghasilan dalam Islam. Sebaliknya, Islam memiliki konsep zakat sebagai pajak agama untuk semua Muslim yang

memenuhi kriteria aset penting, yang hanya dikenakan pada kelebihan kekayaan dan bukan pada pendapatan.

- c) Asetnya bisa dibagi dan dijual. CAPM mengasumsikan bahwa aset tidak dapat dibagi dan dipasarkan. Dalam praktiknya, tidak selalu mungkin untuk membeli hanya satu unit aset dan investor tidak terus-menerus dalam posisi likuiditas ideal. Tetapi, asumsi ini dimaksudkan untuk menyederhanakan model dan sesuai dengan prinsip-prinsip keuangan Islam dan Syariah
- d) Keputusan investor semata-mata dalam hal pengembalian yang diharapkan dan varians (risiko). Semua pengembalian yang diharapkan, varians dan kovarians harus diidentifikasi sehingga investor dapat membuat keputusan hanya berdasarkan pengembalian yang diharapkan dan varians. Berdasarkan Rosly (2005), ini, pada kenyataannya, sejalan dengan prinsip-prinsip Islam *al-ghunm bil ghurm* (tidak ada pengembalian tanpa risiko) dan *al-kharaj bil damam* (laba disertai dengan tanggung jawab). Bahkan, pepatah syariah *al-ghorm bil ghnom* diminta untuk mengundang investor untuk berpartisipasi dalam usaha yang melibatkan risiko dan pengembalian seperti *al-bay* (perdagangan), *al-ijarah* (menyewa, menyewakan atau menyewakan), *salam* (kontrak berjangka), *mudarabah* (kemitraan diam-diam, di mana salah satu pihak memberikan modal dan keahlian lainnya memberikan kontribusi untuk melakukan bisnis yang menuntut, dan musyarakah (usaha patungan).
- e) *Short sale* tidak diizinkan. Asumsi *short sale* membuat CAPM disederhanakan untuk derivasi matematisnya. Asumsi ini berarti bahwa

aset dapat disimpan dalam jumlah arbitrer positif dan negatif. Dusuki and Abozaid (2008) mempelajari masalah penjualan kecil, yaitu menjual aset yang tidak dimiliki oleh investor, dan itu jelas melanggar prinsip keuangan Islam, *bay'ma'dum* (menjual apa yang tidak dimiliki oleh penjual). Setiap pendapatan dari aktivitas ini dianggap riba dan karenanya tidak sesuai dengan hukum syariah. Konstituen spekulasi (*maysir*) yang terlibat dalam penjualan kecil lebih lanjut menunjukkan bahwa *short sale* tidak dapat ditoleransi dalam keuangan Islam.

- f) Meminjam dan pinjaman tanpa batas pada tingkat tanpa risiko. Asumsi ini sangat signifikan dalam mengembangkan CAPM karena asumsi ini mengarah pada hubungan linear bertahap antara pengembalian yang diharapkan dan beta untuk portofolio yang efisien. Dari perspektif keuangan Islam, larangan bunga mengarah pada tidak adanya aset bebas risiko, dan penghapusan risiko bebas risiko. Tetapi, ada beberapa kasus di mana asumsi ini dapat digunakan dalam perjanjian dengan syariah, misalnya, penggunaan aset keuangan Islam yang dapat menyerupai aset bebas risiko seperti sukuk (obligasi Islam). Omar et al., (2010) mengembangkan pemanfaatan tagihan *treasury* 3-bulan Islam sebagai proksi untuk aset bebas risiko.
- g) Homogenitas harapan. CAPM mengasumsikan semua investor memiliki ekspektasi homogen tentang pengembalian yang diharapkan, varian (risiko) aset, dan koefisien korelasi antar aset. Dengan adanya harapan yang homogen, investor memegang portofolio optimal yang identik. Oleh karena itu, masuk akal untuk mengharapkan investor untuk menegaskan harapan homogen di pasar. Sehingga, setiap aset

akan memiliki harga pasar dan itu harus dianggap sebagai harga ketika investor memiliki ekspektasi yang homogen. Selain itu, syariah memungkinkan penandaan harga sesuai dengan harga pasar (Omar *et al.*, 2010), dan ini akan mengarah pada kesepakatan bersama, dan pada akhirnya homogenitas harapan.

- h) Seorang investor tidak dapat mempengaruhi harga suatu saham dengan tindakan jual beli. Homogenitas antisipasi menyiratkan bahwa investor adalah pengambil harga (tidak ada investor tunggal yang dapat memengaruhi harga suatu saham dengan tindakan membeli dan menjual). Dalam keuangan Islam, investor tidak dapat memengaruhi harga melalui transaksi mereka. Dengan demikian, asumsi ekspektasi homogen dalam CAPM dipertahankan dan investor akan terus-menerus memilih portofolio yang paling menguntungkan.

Berdasarkan beberapa asumsi di atas, Derbali *et al.*, (2017) dan Hazny *et al.*, (2017) memakai CAPM sebagai landasan untuk mengembangkan model matematis penetapan harga asset keuangan Islam dengan beberapa modifikasi, yaitu mengintegrasikan zakat, pemurnian *return*, dan menghilangkan penjualan pendek.

SCAPM yang diusulkan oleh Derbali *et al.*, (2017) dan Hazny *et al.*, (2017) persamaan berikut:

$$E(R_i) = R_{St} + \beta_{im} \left\{ E(R_m) - \frac{R_{St}}{1 - \partial m} \right\}$$

$$\partial m: 1 - \frac{\theta' \sigma_m + (1 - z)R_s}{(1 - z)R_m}$$

Di mana:

$E(R_i)$  : Return harapan asset ke-i

$E(R_m)$  : Rata-rata indeks harga saham JII

$R_{St}$  : SBIS

$\left\{E(R_m) - \frac{R_{St}}{1 - \partial m}\right\}$  : Premi risiko pasar

$\beta_{im}$  : Beta pasar aset i

$\partial m$  : persamaan tingkat pemurnian pasar

$\theta'$  : harga risiko pasar yang diamati

$\sigma_m$  : Variance portofolio pasar

Z: Tingkat zakat

## 2.2 TINJAUAN EMPIRIS

### 2.2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian Derbali *et al.*, (2017) dengan judul *Shariah-compliant Capital Asset Pricing Model: new mathematical modelling* bertujuan untuk mengusulkan pendekatan baru dalam menentukan harga asset keuangan Islam yang sesuai Syariah, yang didasari oleh teori investasi kontemporer Markowitz yaitu teori portofolio modern dan CAPM. Penelitian ini dilakukan di bursa Malaysia dengan periode sampel 2003-2015. Hasil empiris menemukan bahwa CAPM dan SCAPM yang diusulkan sesuai dan dapat diterapkan dalam menyelidiki keterkaitan antara risiko dan *return* di pasar saham Islam. Peneliti juga mengklaim bahwa penelitiannya berkontribusi pada pengetahuan yang ada dengan menghadirkan algoritma dan pemodelan matematika CAPM yang sesuai dengan syariah yang kurang dalam literatur keuangan Islam.

Penelitian Hazny *et al.*, (2017) dengan judul *Mathematical modelling of Shariah-compliant Capital Asset Pricing Model* bertujuan untuk membahas dasar-

dasar utama CAPM dan serangkaian asumsi yang mendasari model dalam hal konsistensi dengan prinsip-prinsip keuangan Islam. Berdasarkan CAPM, penelitian ini kemudian menyajikan model matematis dari penetapan harga aset keuangan Islam. Penelitian ini juga dilakukan di bursa Malaysia dengan periode 2002-2015. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa metode CAPM dan SCAPM yang diusulkan valid ketika dilakukan pengujian.

Penelitian Quthbi (2017) dengan judul Analisis saham Syariah efisien dengan pendekatan *Shari'a Compliant Asset Pricing Model* (SCAPM) pada Jakarta Islamic Index (JII). Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis saham Syariah yang tergolong efisien untuk keputusan investasi dengan menggunakan SCAPM. Penelitian ini dilakukan di JII dengan periode sampel 2013-2016. Hasil dari penelitian menunjukkan terdapat sembilan saham syariah yang tergolong efisien dan empat sisanya tidak efisien.

Penelitian Adistyningrum *et al.*, (2020) dengan judul *Comparative Analysis of SCAPM*. Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan model SCAPM dengan proksi Inflasi, Zakat dan SBIS sehingga model yang paling optimal dan *explanatory power* yang lebih baik dalam memprediksi *return* saham. Penelitian ini dilakukan di JII dengan periode sampel 2013-2018. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa model SCAPM yaitu SCAPMI, SCAPMZ dan SCAPMSBIS sama-sama akurat dan optimal dalam memprediksi return saham. Sehingga ketiga investor tersebut dapat dipilih dalam menentukan investasi yang optimal dan SCAPM yang memiliki *explanatory power* tertinggi adalah SCAPMZ serta melampaui CAPM.





## BAB III

### KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

#### 3.1 KERANGKA KONSEPTUAL

CAPM merupakan model yang didasarkan pada proposisi bahwa setiap saham wajib memiliki tingkat *return* sama dengan tingkat *return* bebas risiko ditambah premi risiko yang hanya mencerminkan risiko yang tersisa setelah diversifikasi (Brigham dan Houston, 2009). Jika CAPM dapat menjelaskan secara akurat tentang pasar modal, maka itu menjadi masalah sederhana dalam membangun hubungan *risk-return* untuk strategi pasar yang efisien (Laubscher, 2002). Sehingga metode CAPM dapat digunakan sebagai metode analisis untuk mengukur *expected return*.

Dua penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa CAPM merupakan model yang relevan digunakan untuk menganalisis saham Syariah. Mayoritas asumsi yang mendasari teori portofolio modern tidak bertentangan dengan prinsip Syariah. Proksi yang digunakan di kedua penelitian tersebut ialah suku bunga, indeks bulanan bursa saham, serta harga saham bulanan. (Derbali *et al.*, 2017; Huzny *et al.*, 2017).

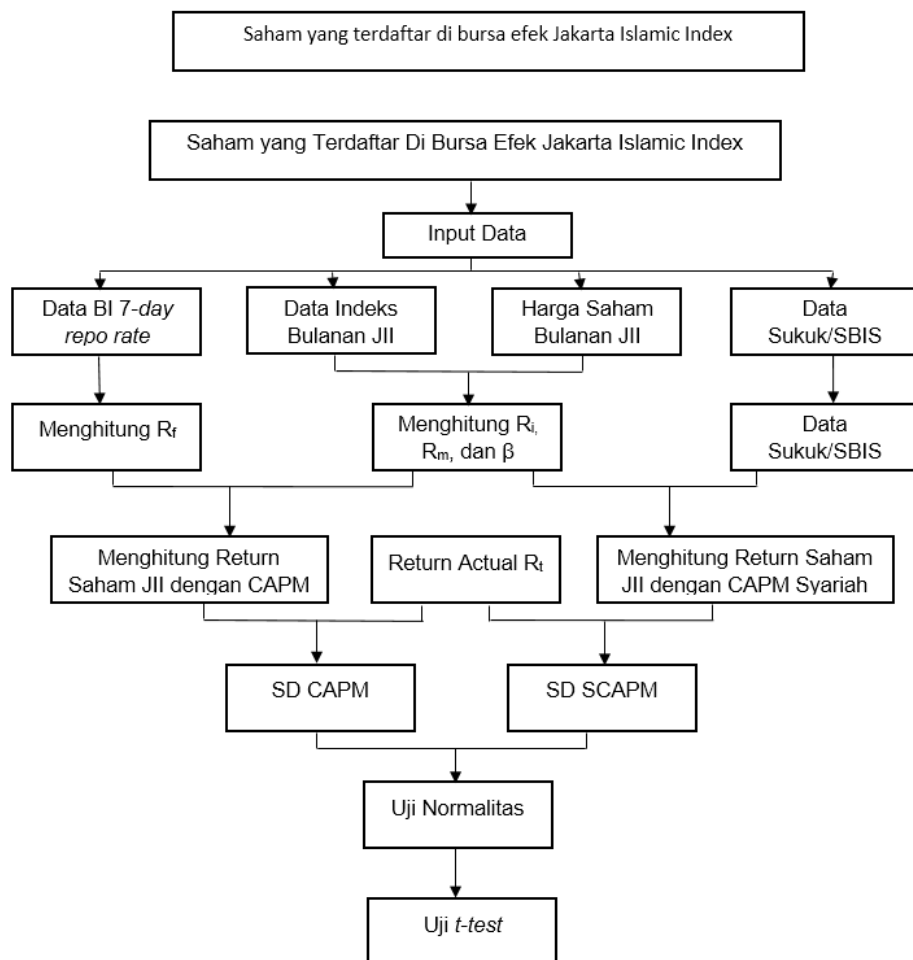
SCAPM merupakan pengembangan dari CAPM dengan beberapa perubahan (Derbali *et al.*, 2017). Dalam pengembangan model matematika penetapan harga aset keuangan Islam menggunakan CAPM tradisional, beberapa asumsi tetap dibiarkan untuk penyederhanaan model (Huzny *et al.*, 2017). Salah satu modifikasi SCAPM ialah mengintegrasikan zakat.

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa SCAPM dapat diterapkan dalam menguji tingkat *return* dalam pasar saham Islam. SCAPM dengan beberapa

modifikasi didukung oleh teori portofolio modern dan CAPM (Derbali *et al.*, 2017; Huzny *et al.*, 2017; Quthby, 2017; Adistyningrum *et al.*, 2020).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka kerangka konseptual penelitian ini sebagai berikut:

**Gambar 3.2 Kerangka konseptual penelitian**



## 3.2 PERUMUSAN HIPOTESIS

### 3.2.1 Metode CAPM dalam Mengestimasi *Return* Saham

Tujuan utama metode CAPM ialah mengukur tingkat *return* saham sehingga dapat meminimalisir risiko yang ada. Penelitian Derbali *et al.*,

(2017) menguji CAPM pada bursa saham Malaysia dan hasilnya dapat digunakan untuk mengestimasi tingkat *return* saham. Begitu juga hasil penelitian yang dilakukan oleh Hazny *et al.*, (2017) pada bursa saham Malaysia mendapatkan hasil yang serupa. CAPM yang didasari dari teori portofolio modern tidak bertentangan dengan prinsip Syariah, sehingga relevan digunakan untuk menganalisis bursa saham Syariah.

H1: *Metode CAPM akurat dalam memprediksi return saham.*

### **3.2.2 Metode SCAPM dalam Mengestimasi Return Saham**

Pada dasarnya tujuan SCAPM dan CAPM adalah sama. Beberapa asumsi dari teori portofolio modern tidak digunakan, salah satunya ialah diperbolehkan *short sale*. Tetapi, SCAPM mengubah beberapa variabel di dalam CAPM sehingga menghasilkan model matematika baru (Derbali *et al.*, 2017; Hazny *et al.*, 2017; Quthby, 2017). Keseluruhan hasil penelitian mendapatkan bahwa SCAPM valid dan dapat digunakan untuk mengukur tingkat *return* saham.

H2: *Metode SCAPM akurat dalam memprediksi return saham.*

### **3.2.3 Perbedaan Akurasi Antara Metode CAPM dan Metode SCAPM dalam Mengestimasi Return Saham**

Derbali *et al.*, (2017) menemukan tingkat *return* yang diharapkan dan deviasi standar dari portofolio varians minimum untuk SCAPM lebih rendah daripada CAPM. Pada risiko yang lebih rendah, batas efisien untuk SCAPM mengungguli batas efisien untuk CAPM dan akibatnya berkinerja buruk pada risiko yang tinggi.

Hazny *et al.*, (2017) juga menemukan bahwa tingkat *return* yang diharapkan dan deviasi standar dari portofolio varians minimum untuk SCAPM sedikit lebih rendah daripada CAPM. Pada tingkat risiko yang lebih rendah, batas efisien untuk CAPM yang sesuai dengan syariah mengungguli batas efisien untuk CAPM tradisional. Pada tingkat risiko yang lebih tinggi, kedua batas efisien hampir saling tumpang tindih.

Penelitian Adistyningrum *et al.*, (2020) menjelaskan bahwa *explanatory power* SCAPM lebih tinggi dari CAPM. Karena, semakin tinggi *explanatory power* semakin baik dalam memprediksi *return* saham. Bila perbedaan *explanatory power* selisih nilainya sedikit antara SCAPM dan CAPM dapat membuat penilaian investor menjadi bias dan berakibat investor tidak mau beralih ke metode SCAPM

H3: *Terdapat perbedaan akurasi yang signifikan antara CAPM dan SCAPM dalam mengestimasi return saham.*