ANALISIS PENGARUH VARIABEL FUNDAMENTAL PERUSAHAAN DAN MAKRO EKONOMI TERHADAP RISIKO SISTEMATIS PASAR MODAL KONVENSIONAL DAN SYARIAH

JURNAL ILMIAH

Disusun oleh :

Yolla Fara Ardwita

145020401111018

JURUSAN ILMU EKONOMI

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

MALANG

2018

LEMBAR PENGESAHAN PENULISAN ARTIKEL JURNAL

Artikel Jurnal dengan judul :

ANALISIS PENGARUH VARIABEL FUNDAMENTAL PERUSAHAAN DAN MAKRO EKONOMI TERHADAP RISIKO SISTEMATIS PASAR MODAL KONVENSIONAL DAN SYARIAH

Yang disusun oleh :

Nama	:	Yolla Fara Ardwita
NIM	:	145020401111018
Fakultas	:	Ekonomi dan Bisnis
Jurusan	:	S1-Ilmu Ekonomi

Bahwa artikel Jurnal tersebut dibuat sebagai ***persyaratan ujian skripsi*** yang dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 21 Mei 2018

Malang, 21 Mei 2018

Dosen Pembimbing,

Prof. Dr. Ghozali Maski, SE., MS

NIP. 195809271986011002

ANALISIS PENGARUH VARIABEL FUNDAMENTAL PERUSAHAAN DAN MAKRO EKONOMI TERHADAP RISIKO SISTEMATIS PASAR MODAL KONVENSIONAL DAN SYARIAH

Yolla Fara Ardwita, Ghozali

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya

Email: farayolla@gmail.com

ABSTRAK

Kegiatan investasi baik di pasar modal konvensional maupun syariah tidak dapat terlepas dari risiko. Ketidaksesuaian return yang diharapkan dengan return yang diperoleh menyebabkan investor menanggung risiko dalam berinvestasi. Return dan risiko merupakan hal yang saling berkaitan dalam kegiatan investasi. Return dan risiko memiliki hubungan yang positif, dimana semakin besar risiko yang dihadapi maka semakin besar juga return yang akan diperoleh investor. Salah satu risiko yang dihadapi oleh investor adalah risiko sistematis. Risiko sistematis merupakan risiko yang berkaitan dengan kondisi pasar secara umum sehingga tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel fundamental perusahaan dan makro ekonomi terhadap risiko sistematis di pasar modal konvensional dan syariah. Variabel fundamental perusahaan diwakili oleh rasio keuangan yaitu Debt to Equity Ratio (DER), Dividend Payout Ratio (DPR), Current Ratio (CR), Net Profit Margin (NPM) dan Return On Asset (ROA). Sedangkan variabel makro ekonomi diwakili oleh nilai inflasi dan kurs. Beta saham digunakan sebagai proxy dari risiko sistematis. Metode yang digunakan adalah metode regresi data panel. Dari hasil analisis menunjukkan bahwa pada pasar modal konvensional CR, NPM, inflasi dan kurs berpengaruh signifikan terhadap beta saham. Pada pasar modal syariah rasio DER, NPM, dan ROA berpengaruh signifikan terhadap beta saham.

Kata kunci: investasi, pasar modal konvensional, pasar modal syariah, risiko sistematis, beta saham, fundamental perusahaan, makro ekonomi

---

A. PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal baik dari segi kapitalisasi pasar maupun jumlah investor yang terus mengalami yang terus mengalami pertumbuhan signifikan merupakan salah satu pencapaian dari upaya yang telah dilakukan oleh regulator pasar modal. Berbagai kebijakan dilaksanakan untuk memberikan kenyamanan dan kemudahan dalam berinvestasi melalui pengembangan infrastruktur, pelaksanaan edukasi dan sosialisasi di berbagai daerah dan kerja sama antara pihak pelaku transaksi di pasar modal. Dengan perkembangan teknologi saat ini, masyarakat semakin dimudahkan dalam proses menginvestasikan kelebihan dananya. Bahkan proses investasi saham kini dapat dilakukan melalui internet dengan berbagai aplikasi yang telah tersedia. Berbagai program kerja dilaksanakan untuk mengenalkan pasar modal bagi semua kalangan masyarakat Indonesia, tidak hanya investor yang bermodal besar saja.

Kegiatan investasi baik di pasar modal konvensional maupun syariah tidak dapat terlepas dari risiko. *Return* dan risiko merupakan hal yang berkaitan dalam kegiatan investasi. Investor tidak dapat mengetahui hasl yang diperoleh dari investasi tersebut. *Return* dan risiko mempunyai

hubungan yang positif, dimana semakin besar risiko yang dihadapi oleh investor maka semakin besar juga *return* yang akan diperoleh. Ketidaksesuain *return* yang diharapkan dengan *return* yang diperoleh, menyebabkan investor menanggung risiko dalam berinvestasi (Jogiyanto, 1998).

Risiko dari sekuritas berupa risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko tidak sistematis merupakan risiko yang terjadi karena faktor-faktor internal perusahaan, sehingga antara satu saham dengan saham lain akan memiliki tingkat risiko yang berbeda. Risiko tidak sistematis dapat diminimalkan dengan membentuk diversifikasi pada portofolio. Dengan diversifikasi maka suatu saham yang sedang mengalami penurunan tingkat keuntungan karena faktor internal perusahaan dapat digantikan dengan keuntungan dari saham perusahaan lain yang tingkat keuntungannya stabil atau mengalami kenaikan. Risiko sistematis tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi portofolio, dikarenakan tingkat risiko tersebut dipengaruhi oleh faktor makro ekonomi yang berkaitan terhadap pasar secara keseluruhan.

Dalam melakukan analisis keputusan investasi, setiap perubahan berbagai kondisi fundamental perusahaan dan makro ekonomi akan menjadi dasar dalam menentukan strategi yang ditetapkan agar memperoleh *return* yang maksimal. Analisis fundamental perusahaan penting dilakukan supaya investor mengetahui bahwa perusahaan yang dijadikan sarana investasi memiliki prospek yang baik. Kinerja perusahaan tercermin dari tingkat likuiditas, profitabilitas dan aktivitas perdagangan sahamnya. Penilaian kinerja perusahaan dapat dilakukan dengan menggunakan rasio keuangan. Pada penelitian ini, rasio yang digunakan untuk mewakili kondisi fundamental perusahaan yaitu DER, DPR, CR, NPM dan ROA. DER dan CR digunakan untuk menilai tingkat likuiditas perusahaan dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang. NPM dan ROA digunakan untuk menilai tingkat profitabilitas perusahaan. DPR digunakan untuk menilai aktivitas perdagangan saham karena rasio ini mencerminkan perolehan dividend investor dan akan berpengaruh terhadap nilai saham perusahaan tersebut di pasar modal.

Analisis makro ekonomi juga penting dilakukan oleh investor karena sangat berpengaruh terhadap saham yang berada dalam bursa yang sama. Pertumbuhan ekonomi yang baik menunjukkan tingkat perbaikan kesejahteraan masyarakat dan diikuti dengan kondisi pasar modal yang semakin membaik. Sebaliknya kondisi ekonomi yang melemah akan berdampak terhadap kegiatan pasar modal yang melemah. Indikator yang dapat digunakan untuk analisis makro ekonomi adalah inflasi dan kurs. Kenaikan inflasi akan meningkatkan biaya produksi perusahaan. Peningkatan biaya produksi akan mengurangi laba perusahaan yang dibagikan kepada investor. Sedangkan kurs merupakan nilai mata uang suatu negara terhadap negara lain. Penurunan nilai mata uang maka akan menimbulkan kerugian pada perubahan harga yang terjadi.

Variabel yang berperan untuk menggambarkan risiko sistematis adalah beta saham. Beta merupakan ukuran angka koefisien yang dapat menjelaskan kecenderungan respon saham. Karena koefisien beta diperoleh dari fungsi *return* saham suatu perusahaan terhadap *return* pasar (Tjiptono dan Hendy, 2011). *Return* yang diperoleh ketika berinvestasi saham berupa dividend dan *capital gain*. Dividend diperoleh investor di setiap akhir periode tutup buku perusahaan yaitu ketika perusahaan mengalokasikan sejumlah laba usaha sebagai bentuk imbal hasil kepada pemegang saham yang telah menanamkan dananya di perusahaan tersebut. Sedangkan *capital gain* diperoleh ketika terjadi selisih harga pembelian dan harga penjualan saham. Harga penjualan saham yang lebih tinggi akan memberikan keuntungan bagi investor. Pada penelitian ini, *return* yang dipilih untuk penghitungan risiko sistematis adalah *return* yang berasal dari *capital gain*. *Return capital gain* merupakan fluktuasi dari harga saham. Fluktuasi yang terjadi dicerminkan oleh pergerakan indeks harga saham. Harga saham yang berubah sewaktu-waktu menjadi risiko besar yang harus dihadapi oleh investor. Sehingga *return capital gain* dinilai dapat menggambarkan risiko daripada *return* dividend.

Penelitian terdahulu mengenai analisis fundamental perusahaan dan makro ekonomi terhadap risiko sistematis menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda. Bambang Sudiyatno dan Cahyani Nuswandhari (2009) menyimpulkan bahwa variabel kurs dan inflasi berpengaruh signifikan negatif terhadap risiko sistematis. Anggi Mashita (2014) meneliti tentang pengaruh faktor fundamental dan variabel makro ekonomi terhadap beta saham syariah menyimpulkan bahwa kurs dan inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap beta saham syariah. Sedangkan faktor fundamental dengan variabel EPS, *total growth* dan *accounting beta* berpengaruh namun *leverage* tidak berpengaruh terhadap beta saham.

B. TINJAUAN PUSTAKA

Model Keseimbangan Capital Asset Pricing Model (CAPM)

CAPM pertama kali dikenalkan oleh Sharpe, Litner dan Mossin. CAPM merupakan suatu model yang menghubungkan tingkat return yang diharapkan dari suatu aset beresiko dengan risiko dari aset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang. CAPM didasari oleh teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz. Pada modal CAPM, portofolio optimal diperoleh ketika investor memilih portofolio yang terdiri dari aset-aset beresiko. Karena terdiri dari semua aset yang beresiko, maka portofolio tersebut merupakan portofolio yang telah terdiversifikasi dengan baik. Dengan demikian risiko portofolio pasar hanya akan berasal dari risiko sistematis saja yaitu risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Risiko sistematis terdiri dari berbagai variabel ekonomi makro yang bisa mempengaruhi semua sekuritas yang ada.

Portofolio optimal dengan saham yang telah didiversifikasi dengan baik berarti tidak diperlukan analisis mengenai seberapa besar risiko saham tersebut apabila dimiliki secara terpisah. Namun memerlukan analisis mengenai risiko pasar dengan mengukur kepekaan saham tersebut terhadap perubahan pasar. Tingkat kepekaan suatu saham terhadap perubahan pasar disebut dengan beta. Karena beta diperoleh dari koefisien regresi antara tingkat keuntungan portofolio pasar dengan tingkat keuntungan suatu saham. Fungsi model CAPM yang menggambarkan hubungan tingkat *return* dengan risiko adalah sebagai berikut :

$$Rj = Rf + (Rm - Rf\ )\ \beta j$$

Fungsi di atas menyatakan bahwa tingkat keuntungan yang diharapkan sama dengan tingkat keuntungan bebas risiko ditambah dengan premi risiko (yaitu $(Rm - Rf\ )\ \beta j$). Dari fungsi tersebut, diketahui bahwa harapan investor dapat memperoleh kompensasi atas dua hal yaitu nilai waktu uang dan risiko atas investasi. Nilai waktu uang digambarkan melalui keuntungan bebas risiko. Sedangkan risiko digambarkan melalui beta yang dibandingkan dengan tingkat pengembalian aset terhadap tingkat pengembalian pasar selama periode tertentu. Fungsi CAPM mengungkapkan bahwa tingkat keuntungan yang diharapkan atas suatu saham atau portofolio setara dengan tingkat bunga bebas risiko suatu aset ditambah premium risiko. Semakin besar risiko saham tersebut (yaitu betanya), semakin tinggi premi risiko yng diharapkan dari saham tersebut. Dengan demikian semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang diharapkan untuk saham tersebut.

Pengaruh DER, DPR, CR, NPM, ROA, Inflasi dan Kurs Terhadap Risiko

Pengaruh DER Terhadap Risiko

DER mampu menunjukkan kekuatan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek atau jangka panjangnya (Sartono, 2001). DER menjelaskan hubungan perbandingan total hutang terhadap total modal sendiri. Tingginya DER menunjukkan proporsi modal sendiri yang rendah untuk membiayai aktivanya. Tingginya DER yang dimiliki perusahaan menyebabkan laba perusahaan banyak terserap untuk memenuhi kewajiban yang membuat dana untuk investor menjadi semakin sedikit DER yang kecil lebih disukai karena semakin kecil rasio maka semakin besar jumlah aktiva yang didanai pemilik perusahaan sehingga makin besar penyangga risiko kreditor. Apabila DER tinggi, maka dapat menunjukkan risiko finansial atau risiko kegagalan perusahaan untuk mengembalikan pinjaman akan semakin tinggi, begitu pula sebaliknya. Jadi penggunaan hutang yang semakin besar akan mengakibatkan semakin tingginya risiko untuk tidak terbayar. Dengan pertimbangan bahwa investor biasanya menghindari risiko, maka apabila DER suatu perusahaan semakin tinggi para investor akan menghindari saham perusahaan tersebut karena risiko yang dihadapi juga akan tinggi.

Pengaruh DPR Terhadap Risiko

Perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mempunyai rasio pembayaran dividen yang rendah, sebaliknya perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah akan mempunyai rasio yang tinggi. Pembayaran dividen merupakan bagian dari kebijakan dividen perusahaan. (Hanafi dan Halim, 1995). Menurut Lintner (1956) memberikan alasan rasional bahwa perusahaan-perusahaan enggan untuk menurunkan dividen. Jika perusahaan memotong dividen, maka akan dianggap sebagai sinyal yang buruk karena dianggap perusahaan membutuhkan dana. Oleh karena itu perusahaan yang mempunyai risiko tinggi cenderung membayar rasio pembayaran dividen lebih kecil supaya nanti tidak memotong dividen jika laba yang diperoleh turun. Untuk perusahaan yang berisiko tinggi, probabilitas mengalami laba yang menurun adalah tinggi. Dari

hasil pemikiran ini, maka dapat disimpulkan adanya hubungan yang negatif antara risiko dan *dividend payout*. Alasan lain yang menyatakan hubungan negatif antara risiko dengan rasio pembayaran dividen adalah bahwa dividen dianggap lebih kecil risikonya dibandingkan dengan *capital gains* (Elton dan Gruber,1994). Dengan demikian perusahaan yang membayar rasio dividen yang tinggi akan mempunyai risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan yang menahannya dalam bentuk laba ditahan (Jogiyanto, 1998)

Pengaruh CR Terhadap Risiko

Apabila perusahaan mampu dengan segera memenuhi kewajiban finansialnya, maka perusahaan tersebut dapat dikatakan likuid. Nilai rasio yang tinggi, menandakan bahwa risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangkan pendeknya juga semakin kecil. Sedangkan nilai rasio yang rendah menunjukkan risiko likuiditas yang tinggi. Sehingga jika nilai rasio CR tinggi maka risiko yang ditanggung perusahaan juga akan semakin kecil (Ang 1997). Dengan semakin kecilnya risiko yang ditanggung perusahaan, maka risiko yang ditanggung investor yang menanamkan modalnya di perusahaan tersebut juga akan semakin kecil karena perusahaan sedang berada dalam kondisi yang baik.

Pengaruh NPM Terhadap Risiko

Rasio NPM yang tinggi menandakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tinggi pada tingkat penjualan tertentu. Sedangkan rasio NPM yang rendah menandakan penjualan terlalu rendah untuk tingkat biaya tertentu atau biaya yang paling tinggi pada tingkat penjualan tertentu atau bahkan kombinasi dari kedua hal tersebut. Oleh karena itu, secara tidak langsung rasio NPM dapat menunjukkan tingkat efisiensi manajemen. Dengan kinerja perusahaan yang efisien, maka perolehan laba yang dibagikan ke investor akan sesuai dengan harapan investor bahkan dapat memperoleh nilai yang lebih tinggi. Sehingga risiko investor mengalami kerugian akan menurun.

Pengaruh ROA Terhadap Risiko

Nilai rasio yang tinggi menandakan laba bersih yang dihasilkan tinggi dengan aset yang dimiliki perusahaan. Sehingga perusahaan mampu mengelola asetnya dengan baik. Oleh karena itu, rasio ROA yang tinggi dapat diartikan bahwa perusahaan telah melakukan efisiensi manajemen. Hal ini menandakan kepastian *return* yang diperoleh investor dan menyebabkan risiko tidak memperoleh *return* atau mengalami kerugian investasi kecil.

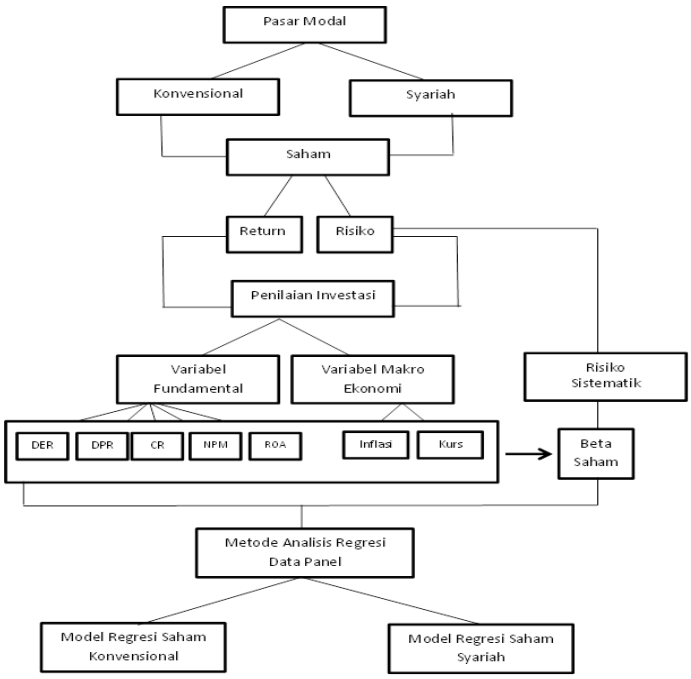
Pengaruh Inflasi Terhadap Risiko

Menurut Hooker (2004) dalam penelitian Simanjuntak (2016), tingkat inflasi mempengaruhi secara signifikan terhadap *return* saham. Terjadinya peningkatan inflasi akan menimbulkan sinyal negatif bagi investor di pasar modal. Inflasi akan meningkatkan biaya produksi perusahaan. Jika peningkatan biaya produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dapat dinikmati oleh perusahaan maka profitabilitas perusahaan akan turun. Penurunan profit akan menyebabkan perusahaan mengalami penurunan modal untuk proses produksi periode selanjutnya. Selain itu penurunan profit juga dapat menyebabkan berkurangnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Hal ini dapat menyebabkan menanggung risiko yang besar karena *return* yang didapatkan tidak sesuai dengan yang diharapkan. Oleh karena itu kenaikan inflasi akan berpengaruh positif terhadap risiko yang ditanggung investor.

Pengaruh Kurs Terhadap Risiko

Dalam transaksi tukar menukar uang tersebut, ada kemungkinan investor mengalami kerugian. Di negara-negara dimana pemerintah tidak melakukan intervensi dalam tukar menukar uang asing, kerugian tersebut dapat juga terjadi karena adanya perubahan nilai mata uang. Sebagai contoh, seorang investor Indonesia membeli surat berharga berdasar dollar Singapura. Apabila nilai mata uang dollar Singapura turun, maka nilai surat berharga yang dimiliki oleh investor tersebut juga mengalami penurunan. Kerugian yang timbul dari perubahan nilai mata uang asing tersebut risiko nilai mata uang. Sehingga nilai kurs akan berpengaruh positif terhadap risiko.

Kerangka Pikir dan Hipotesis
Gambar 1.1 Kerangka Pikir



Hipotesis yang dapat diajukan dalam penelitian ini adalah :
H1 : *Debt to equity ratio* berpengaruh signifikan positif terhadap risiko
H2 : *Dividend payout ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap risiko
H3 : *Current ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap risiko
H4 : *Net profit margin* berpengaruh signifikan negatif terhadap risiko
H5 : *Return on asset* berpengaruh signifikan negatif terhadap risiko
H6 : Inflasi berpengaruh siginfikan positif terhadap risiko
H7 : Kurs berpengaruh signifikan positif terhadap risiko

C. METODE PENELITIAN

Definisi Operasional dan Variabel Penelitian
Tabel 1.1 **Definisi Operasional Variabel**

No.	Variabel	Pengukuran	Skala Pengukur
1	Beta	$Ri = \alpha i + \beta iRm + ei$	Koefisien Rm (βi)
2	*Debt to Equity Ratio* (DER)	$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$	Rasio
3	*Dividend Payout Ratio* (DPR)	$\frac{\text{dividen per lembar}}{\text{earning per lembar}}$	Rasio
4	*Current Ratio* (CR)	$\frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Utang Lancar}}$	Rasio
5	*Net Profit Margin* (NPM)	$\frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan}}$	Rasio
6	*Return On Asset* (ROA)	$\frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$	Rasio
7	Inflasi	-	Persentase
8	Kurs Tengah Rp/USD	$\frac{\text{Kurs Jual} + \text{Kurs Beli}}{2}$	Rupiah

Sumber : Penulis, 2017.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis dalam penelitian menggunakan teknik data panel dengan menggunakan program eviews untuk pengolahan data.

Estimasi Model Regresi Panel

Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen maka digunakan model regresi panel data yang dirumuskan sebagai berikut :

$$\mathbf{Y\ it = \alpha + \beta 1X1it + \beta 2X2it + \beta 3X3it + \beta 4X4it + \beta 5X5it + \beta 6X6it + \beta 7X7it + e}$$

Keterangan :

Y	= Risiko Sistematik
α	= Konstanta
β1, β2, β3, β4, β5, β6, β7	= Koefisien Regresi
X1	= *Debt to Equity Ratio* (DER)
X2	= *Dividend Payout Ratio* (DPR)
X3	= *Current Ratio* (CR)
X4	= *Net Profit Margin* (NPM)
X5	= *Return On Assets* (ROA)
X6	= Inflasi
X7	= Kurs Rupiah/USD
e	= error term

Akan dilakukan dua tahap regresi, yaitu regresi dengan variabel dependen menggunakan beta saham syariah untuk saham syariah dan regresi dengan variabel dependen menggunakan beta saham konvensional untuk saham konvensional.

Uji Spesifikasi Model

Data panel adalah data yang merupakan hasil dari pengamatan pada beberapa individu atau *(unit cross-sectional)* yang merupakan masing-masing diamati dalam beberapa periode waktu yang berurutan (unit waktu). Dengan menggunakan data panel terdapat keuntungan yang diperoleh. Data panel merupakan gabungan data *time series* dan *cross section* yang mampu menyediakan data lebih banyak sehingga mengatasi masalah penelitian dengan data terbatas diganti dengan memperbanyak wilayah penelitian. Secara umum terdapat dua pendekatan yang digunakan dalam menduga model dari data panel yaitu model tanpa pengaruh individu *(common effect)* dan model dengan pengaruh individu *(fixed effect* dan *random effect)*.

1. *Pooled Least Square (Common Effect)*

   Model *common effect* menggabungkan data *cross section* dengan *time series* dan menggunakan metode OLS untuk mengestimasi model data panel tersebut. Model ini merupakan model paling sederhana dibandingkan dengan kedua model lainnya. Dalam model common effect tidak dapat dilihat perbedaan antar individu dan waktu. Diasumsikan bahwa perilaku data antar perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu.

2. Pendekatan Efek Tetap *(Fixed Effect)*

   Pengertian model *fixed effect* adalah model dengan *intercept* berbeda-beda untuk setiap subjek *(cross section)*, tetapi *slope* setiap subjek tidak berubah seiring waktu. Model ini mengasumsikan bahwa *intercept* adalah berbeda setiap subjek sedangkan *slope* tetap sama antar subjek. Dalam membedakan satu subjek dengan subjek lainnya digunakan variabel dummy. Model ini sering disebut dengan model *Least Square Dummy Variables (LSDV)*.

3. Pendekatan Efek Random *(Random Effect)*

   Random effect disebabkan variasi dalam nilai dan arah hubungan antar subjek diasumsikan random yang dispesifikasikan dalam bentuk residual. Model ini mengestimasi data panel yang variabel residual diduga memiliki hubungan antar waktu dan antar subjek. Model *random effect* digunakan untuk mengatasi kelemahan model *fixed effect* yang menggunakan variabel dummy. Metode analisis data panel dengan model *random effect* harus memenuhi persyaratan yaitu jumlah *cross section* harus lebih besar daripada jumlah variabel penelitian.

   Penentuan model terbaik antara *common effect, fixed effect*, dan *random effect* digunakan dalam regresi data panel untuk memperoleh model yang tepat dalam mengestimasi regresi data panel. Uji spesifikasi model dilakukan dengan dua uji, yaitu :

1. Uji Chow

   Uji chow digunakan untuk menguji model terbaik antara model *common effect* dan *fixed effect* (Widarjono, 2009). Hipotesis yang diigunakan dalam uji chow adalah :

   Ho : Model yang paling efisien adalah *common effect*

   H1 : Model yang paling efisien adalah *fixed effect*

   Ho diterima apabila angka probabilitas *chi square* lebih besar dari tingkat signfikansi α= 5%. Apabila demikian, maka model yang efisien adalah *common effect*.

2. Uji Hausman

   Uji Hausman digunakan untuk model terbaik antara *fixed effect* dan *random effect* (Gujarati, 2012). Hipotesis yang dibentuk dalam uji hausman adalah sebagai berikut :

   Ho : Model yang paling efisien adalah *random effect*

   H1 : Model yang paling efisien adalah *fixed effect*

   Ho diterima apabila nilai probabilitas lebih besar dari tingkat signfikansi α= 5%, apabila demikian maka model terbaik adalah *random effect*.

Pengujian Hipotesis

Dalam model regresi data panel yang perlu diperhatikan adalah nilai dari probabilitas t, probabilitas F dan koefisien determinasi *(Goodness of Fit)* yang dinotasikan dengan R^2.

1. Uji F

   Uji F diperuntukkan guna melakukan uji hipotesis koefisien *(slope)* regresi secara bersamaan. Sehingga uji F digunakan untuk memastikan bahwa model yang dipilih layak atau tidak untuk menginterpretasikan pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama (Kuncoro, 2011). Kelayakan model dapat dilihat dari nilai probabilitas F kurang dari taraf signifikansi yaitu < 5%. Apabila nilai probabilitas F < 5% maka variabel bebas berpengaruh secara simultan terhadap variabel terikat.

2. Uji t

   Uji t digunakan untuk menguji koefisien regresi secara individu. Dengan uji t dapat diketahui pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial (individu) terhadap variabel dependen. Untuk variabel DER, inflasi dan kurs hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut :

   Ho:$\beta \leq 0$, berarti bahwa tidak ada pengaruh positif signifikan dari masing-masing variabel independen secara parsial

   Ha:$\beta > 0$, berarti bahwa ada pengaruh positif signifikan dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial.

   Untuk variabel DPR, CR, NPM dan ROA hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut :

   Ho:$\beta \geq 0$, berarti bahwa tidak ada pengaruh negatif signifikan dari masing-masing variabel independen secara parsial

   Ha:$\beta < 0$, berarti bahwa ada pengaruh positif signifikan dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial.

   Tingkat kepercayaan yang digunakan adalah 95% atau taraf signifikansi 5% dengan kriteria penilaian yaitu membandingkan nilai |t hitung| dengan t tabel sebagai berikut :

   |t hitung| > t tabel, maka Ho ditolak dan Ha diterima yang berarti bahwa ada pengaruh positif atau negatif signifikan dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial.

   |t hitung| ≤ t tabel, maka Ho diterima dan Ha ditolak yang berarti bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial.

3. Nilai Koefisien Determinasi

   Nilai R^2 merupakan suatu ukuran yang penting dalam regresi karena dapat menginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang diestimasi. Nilai koefisien determinasi mencerminkan seberapa besar variabel dari variabel terikat dapat diterangkan oleh variabel – variabel bebasnya (Widarjono, 2009).

   Jika nilai koefisien determinasi R^2 sama dengan 0, berarti variasi dari variabel terikat tidak dapat diterangkan oleh variabel-variabel bebasnya sama sekali. Sementara bila nilai koefisien determinasi sama dengan 1 berarti variasi variabel terikat secara keseluruhan dapat diterangkan oleh variabel-variabel bebasnya. Dengan demikian baik atau buruknya suatu persamaan regresi ditentukan oleh R^2 yang memiliki nilai antara nol dan satu.

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Hasil Uji

Untuk mendapatkan hasil interpretasi dari data yang telah dikumpulkan, maka dilakukan teknik analisis data panel dari saham konvensional maupun saham syariah. Berikut adalah hasil uji data yang telah dilakukan :

Hasil Uji Spesifikasi Model

Uji spesifikasi model dilakukan untuk pemilihan model yang paling digunakan dan diestimasi. Uji model terdiri dari uji chow dan uji hausman. Namun apabila hasil uji chow telah menunjukkan model yang terbaik adalah *common effect*, maka tidak perlu dilakukan uji hausman.

a. Uji Chow

Tabel 1.2 **Hasil Uji Chow Saham Konvensional**

Redundant Fixed Effects Tests
Pool: KONVENSIONAL
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	0.503353	(9,13)	0.8473

Sumber : data diolah *output eviews*, 2018

Dari hasil uji diketahui nilai probabilitas sebesar 0,8473 lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 (5%) oleh karena itu Ho diterima, jadi model terbaik yang digunakan adalah *common effect*.

Tabel 1.3 **Hasil Uji Chow Saham Syariah**

Redundant Fixed Effects Tests
Pool: SYARIAH
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	19.241890	(9,13)	0.0000

Sumber : data diolah *output eviews*, 2018

Hasil uji chow untuk saham syariah diketahui nilai probabilitas sebesar 0,0000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 (5%) oleh karena itu Ho ditolak dan menerima H1, jadi model terbaik yang digunakan adalah *fixed effect*.

b. Uji Hausman

Tabel 1.4 **Hasil Uji Hausman Saham Syariah**

Correlated Random Effects - Hausman Test
Pool: SYARIAH
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	7	1.0000

Sumber : data diolah *output eviews*, 2018

Pada tabel di atas diketahui bahwa nilai probabiltias adalah 1,0000 lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 (5%). Dari hasil tersebut, maka Ho diterima dan model terbaik yang digunakan adalah model *fixed effect*. Dari uji chow dan uji hausman yang telah dilakukan, maka diperoleh hasil bahwa model *common effect* merupakan model yang tepat digunakan dalam analisis regresi konvensional. Sedangkan model *fixed effect* lebih efisien untuk analisis regresi syariah.

Hasil Pengujian Hipotesis

a. Uji F

Tabel 1.7 **Hasil Uji F**

Hasil Uji F	Konvensional	Syariah
F-statistic	8.298177	12.71875
Prob (F-Statistic)	0.000057	0.000019

Sumber : data diolah *output eviews*, 2018

Hasil dari pengujian hipotesis secara simultan diperoleh nilai probabilitas dari saham konvensional maupun syariah sebesar 0.000057 da 0.000019. Dari hasil tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa DER, DPR, CR, NPM, ROA, inflasi dan kurs secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap beta saham. Hal ini dapat dilihat melalui nilai probabilitas yang dimiliki lebih kecil dari tingkat signifikansi yaitu 0.05 (5%).

b. Uji t

Tabel 1.8 **Hasil Uji t**

Variabel	Konvensional				Syariah			
	Koefisien Regresi	t-Hitung	t-Tabel	Keterangan	Koefisien Regresi	t-Hitung	t-Tabel	Keterangan
DER	-0.02936	-0.37332	1.652	Tidak Signifikan	0.71046	2.3157	1.652	Signifikan
DPR	0.19433	0.44785	1.652	Tidak Signifikan	-0.20411	-0.9085	1.652	Tidak Signifikan
CR	-0.00277	-4.07859	1.652	Signifikan	-0.28546	-1.8880	1.652	Tidak Signifikan
NPM	2.27823	2.15521	1.652	Signifikan	-9.09921	-3.7673	1.652	Signifikan
ROA	1.41953	0.63467	1.652	Tidak Signifikan	16.3991	2.7469	1.652	Signifikan
Inflasi	-110.554	-4.49151	1.652	Signifikan	10.0801	1.4044	1.652	Tidak Signifikan
Kurs	286.673	5.22854	1.652	Signifikan	-20.8472	-1.2504	1.652	Tidak Signifikan

Sumber : data diolah *output eviews*, 2018

Hubungan masing-masing variabel dinyatakan signifikan apabila nilai t hitung absolut lebih besar daripada nilai t tabel. Apabila nilai t hitung absolut > t tabel maka variabel independen berpengaruh secara parsial terhadap variabel dependen. Tanda negatif dan positif menunjukkan arah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil uji t diketahui bahwa variabel yang berpengaruh signifikan terhadap beta saham pada saham konvensional adalah CR, NPM, inflasi dan kurs. Sedangkan untuk saham syariah variabel yang berpengaruh signfikan terhadap beta saham adalah DER, NPM dan ROA.

c. Uji Koefisien Determinasi

Tabel 1.9 **Hasil Uji Koefisien Determinasi**

Hasil Uji Koefisien Determinasi	Konvensional	Syariah
Nilai R^2	0.725300	0.939954

Sumber : data diolah *output eviews*, 2018

Dari hasil uji koefesien determinasi yang telah dilakukan, nilai R^2 untuk model regresi saham konvensional sebesar 0.725300 atau 72,53%. Sedangkan nilai R^2 untuk model regresi saham syariah sebesar 0.939954 atau 93,99%. Dari hasil tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa kemampuan variabel independen yaitu DER, DPR, CR, NPM, ROA, inflasi dan kurs dapat menjelaskan variabel dependen yaitu beta saham konvensional sebesar 72,53% dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk ke dalam model estimasi sebesar 27,47%.

Untuk model regresi saham syariah variabel independen yaitu DER, DPR, CR, NPM, ROA, inflasi dan kurs dapat menjelaskan variabel dependen yaitu beta saham syariah sebesar 93,99% dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk ke dalam model estimasi sebesar 6,01%.

Pembahasan

Pengaruh *Debt to Equity Ratio* Terhadap Risiko Sistematik

Berdasarkan hasil pengujian diketahui bahwa DER berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap beta saham konvensional. Dengan demikian dapat diketahui bahwa naik maupun turunnya nilai DER dianggap tidak mempengaruhi risiko yang akan dihadapi oleh investor di pasar modal konvensional. Perusahaan yang terdaftar di LQ45 merupakan perusahaan berlikuiditas tinggi maka nilai DER yang mencerminkan optimalisasi struktur modal oleh perusahaan akan selalu dijaga dalam batas wajar oleh perusahaan. Selain itu perusahaan di indeks LQ45 selalu memiliki prospek kinerja yang baik. Hal ini akan memberikan kepercayaan kepada investor bahwa perusahaan mampu mengatur penggunaan modal dan membayar kewajiban perusahaan tanpa harus mengurangi return yang diperoleh investor.

Pada pasar modal syariah, menunjukkan hasil penelitian yang berbeda. Berdasarkan hasil pengujian diketahui bahwa DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap beta saham syariah. Pada pasar modal syariah, investor lebih mementingkan berinvestasi dengan prinsip yang sesuai dengan syariat islam. Salah satu prinsip tersebut adalah tidak adanya unsur bunga dalam transaksi perdagangan. Nilai DER melibatkan total hutang perusahaan di dalamnya. Kenaikan pada nilai DER dapat disebabkan oleh jumlah hutang perusahaan yang meningkat. Total hutang yang meningkat menandakan perusahaan memperoleh pendaan dari kredit bank untuk aktivitas produksinya. Prinsip ini tidak sesuai dengan prinsip syariah yang melarang transaksi riba. Berdasarkan peraturan dari Dewan Syariah Nasional (DSN) salah satu ketentuan saham dapat dikategorikan saham syariah adalah memiliki rasio total hutang berbasis bunga dibandingkan total ekuitas tidak lebih dari 82%. Hasil penelitian ini menujukkan bahwa nilai DER akan berpengaruh terhadap risiko yang dihadapi investor. Karena semakin tinggi nilai DER, maka semakin tinggi juga risiko yang akan timbul. Risiko tersebut dapat berupa kegagalan perusahaan dalam membayar utang dan risiko saham tersebut tidak lagi dapat dikategorikan sebagai saham syariah.

Pengaruh *Dividend Payout Ratio* Terhadap Risiko Sistematik

Berdasarkan hasil pengujian diketahui bahwa *dividend payout ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap beta saham konvensional dan beta saham syariah. Hal ini dapat disebabkan oleh perusahaan yang enggan untuk menurunkan jumlah dividen yang dibagikan kepada investor. Jika perusahaan mengurangi jumlah dividen, maka akan diiartikan sebagai sinyal yang buruk karena dianggap perusahaan membutuhkan dana. Kekurangan dana dapat terjadi karena modal yang dimiliki oleh perusahaan berkurang. Modal yang dimiliki oleh perusahaan salah satunya berasal dari laba ditahan periode saat ini yang dialokasikan untuk dana produksi periode selanjutnya. Apabila laba perusahaan menurun, maka perusahaan akan mengurangi laba yang dialokasikan untuk jumlah laba ditahan sehingga terjadi penurunan dana untuk proses produksi. Oleh karena itu, perusahaan akan menjaga *dividend payout ratio* tetap berada pada nilai yang sama atau tidak jauh berbeda agar menjaga kepercayaan investor dalam menginvestasikan dananya di perusahaan tersebut. Berdasarkan penjelasan tersebut, investor tidak memperhatikan nilai *dividend payout ratio* sebagai salah satu rasio utama untuk memperhitungkan risiko investasi.

Pengaruh *Current Ratio* Terhadap Risiko Sistematik

Berdasarkan hasil pengujian diketahui bahwa *current ratio* berpengaruh signifikan terhadap beta saham konvensional. Dengan *current ratio* kemampuan perusahaan dalam membayar hutang yang berhubungan dengan penyelenggaraan proses produksi dapat diketahui. Dalam hal ini, perusahaan harus memperhatikan dan mengatur keuangan dengan baik agar dapat memenuhi biaya-biaya yang diperlukan untuk kelancaran jalannya perusahaan seperti membeli bahan mentah dan membayar gaji pegawai. Apabila perusahaan mampu dengan segera memenuhi kewajiban finansialnya, maka perusahaan tersebut dapat dikatakan likuid. Peningkatan likuiditas menandakan bahwa risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya juga semakin kecil. Sehingga semakin likuid suatu perusahaan, risiko untuk mengalami kebangkrutan atau dilikuidasi akan semakin kecil. Dengan semakin kecilnya risiko yang ditanggung perusahaan, maka dana yang diinvestasikan pemodal berada dalam kondisi aman dari kerugian. Sehingga risiko yang dihadapi investor menjadi rendah. Nilai rasio yang rendah menunjukkan risiko likuiditas yang tinggi. Sedangkan nilai *current ratio* yang tinggi, menandakan bahwa risiko likuiditas perusahaan tersebut rendah.

Pada pasar modal syariah, hasil penelitian menunjukkan bahwa *current ratio* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap beta saham syariah. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak menjadikan *current ratio* sebagai indikator utama dalam memperhitungkan risiko yang akan dihadapi.

Pengaruh *Net Profit Margin* Terhadap Risiko Sistematik

Pada pasar modal syariah, NPM berpengaruh signifikan negatif terhadap beta saham syariah. Hasil tersebut dapat diartikan bahwa kenaikan nilai NPM, akan diikuti dengan menurunnya nilai beta saham syariah. Penurunan beta menandakan saham tidak berfluktuatif terhadap perubahan pasar sehingga risiko yang dihadapi investor rendah. Rasio NPM yang tinggi menandakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tinggi pada tingkat penjualan tertentu. Sedangkan rasio NPM yang rendah menandakan penjualan terlalu rendah untuk tingkat biaya tertentu atau biaya yang paling tinggi pada tingkat penjualan tertentu atau bahkan kombinasi dari kedua hal tersebut. Oleh karena itu, secara tidak langsung rasio NPM dapat menunjukkan tingkat efisiensi manajemen. Dengan kinerja perusahaan yang efisien, maka perolehan laba yang dibagikan ke investor akan sesuai dengan harapan investor bahkan dapat memperoleh nilai yang lebih tinggi. Sehingga risiko investor mengalami kerugian akan menurun. Selain itu ketersediaan laba dianggap sebagai prospek masa depan dari perusahaan, karena dapat meningkatkan produksi. Investor pada pasar modal syariah, lebih mementingkan keuntungan jangka panjang sehingga kenaikan NPM akan dinilai sebagai risiko rendah yang dihadapi karena akan memperoleh laba lebih banyak di masa yang akan datang.

Sedangkan pada pasar modal konvensional, rasio NPM berpengaruh positif terhadap beta saham konvensional. Dapat diartikan bahwa semakin tinggi rasio NPM maka nilai beta akan mengalami kenaikan. Kenaikan nilai beta menandakan bahwa saham perusahaan akan semakin berfluktuatif dan meninimbulkan risiko yang tinggi bagi investor. Hal ini dapat dikarenakan semakin tinggi nilai NPM maka laba yang diperoleh perusahaan akan menarik minat investor dalam menanamkan modal pada perusahaan tersebut. Perubahan harga saham yang tidak dapat dipastikan menjadi risiko tinggi yang harus dihadapi investor karena pada pasar modal konvensional keuntungan yang diharapkan salah satunya adalah *capital gain*.

Pengaruh *Return On Asset* Terhadap Risiko Sistematik

Berdasarkan hasil pengujian ROA berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap beta saham konvensional. Sedangkan memiliki pengaruh yang signfikan positif terhadap beta saham syariah. Hubungan antara ROA dan beta saham yang positif menunjukkan bahwa kenaikan ROA akan diikuti dengan naiknya risiko yang harus dihadapi oleh investor. Nilai ROA menunjukkan perusahaan memaksimalkan penggunaan asetnya untuk kegiatan produksi. Namun penggunaan aset bila tidak diikuti dengan efisiensi manajemen, maka akan menurunkan produktivitas aset tersebut. Penurunan produktivitas dapat menyebabkan perusahaan tidak dapat mencapai tingkat penjualan sesuai target. Hal ini akan menimbulkan risiko ketidakpastian terhadap laba yang akan diperoleh investor.

Pengaruh Inflasi Terhadap Risiko Sistematik

Berdasarkan hasil pengujian inflasi berpengaruh signifikan negatif terhadap beta saham konvensional. Sedangkan inflasi memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap beta saham syariah. Inflasi yang berpengaruh negatif tersebut tidak sesuai dengan teori ekonomi yang menyatakan bahwa kenaikan inflasi akan meningkatkan risiko yang dihadapi investor. Hal ini dapat disebabkan karena pada tahun penelitian dilaksanakan yaitu 2015 – 2017 tidak mengalami kondisi ekonomi dengan inflasi yang sangat tinggi. Sehingga tidak berpengaruh terhadap kegiatan operasional perusahaan secara menyeluruh. Selain itu perusahaan juga telah menerapkan kebijakan earning management yang menyebabkan perusahaan lebih stabil dalam menghadapi kondisi perekonomian. Hal ini akan mengurangi risiko investor menerima kerugian atas kegagalan perusahaan di kemudian hari.

Pengaruh Kurs Terhadap Risiko Sistematik

Berdasarkan hasil pengujian, kurs memiliki pengaruh signifikan positif terhadap beta saham konvensional. Sedangan kurs memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap beta saham syariah.Kurs yang berpengaruh positif terhadap risiko menandakan semakin tinggi nilai kurs maka semakin tinggi juga risiko yang akan dihadapi investor. Dalam transaksi tukar menukar uang tersebut, ada kemungkinan investor mengalami kerugian. Di negara-negara dimana pemerintah tidak melakukan intervensi dalam tukar menukar uang asing, kerugian tersebut dapat juga terjadi karena adanya perubahan nilai mata uang. Sebagai contoh, seorang investor Indonesia membeli surat berharga berdasar dollar Singapura. Apabila nilai mata uang dollar Singapura turun, maka nilai surat berharga yang dimiliki oleh investor tersebut juga mengalami penurunan. Kerugian yang timbul dari perubahan nilai mata uang asing tersebut risiko nilai mata uang. Sehingga nilai kurs akan berpengaruh positif terhadap risiko.

Selain itu apabila banyak perusahaan yang membutuhkan barang mentah sebagai proses produksi dari perusahaan luar negeri, maka ketika kurs melemah, nilai rupiah akan lebih besar dan harga-harga barang menjadi lebih mahal. Hal tersebut akan meningkatkan biaya produksi perusahaan dan beresiko dalam berkurangnya laba yang diterima oleh perusahaan. Penurunan laba akan membuat risiko yang dihadapi investor meningkat.

Perbedaan Perilaku Investor Pasar Modal Konvensional dan Pasar Modal Syariah

Pada pasar modal konvensional variabel yang berpengaruh terhadap risiko sistematik adalah *current ratio*, *net profit margin*, inflasi dan kurs. Hal ini menandakan bahwa investor di pasar modal konvensional memperhatikan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dan menghasilkan laba. Kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dilihat dari variabel *current ratio* yang signfikan. Sedangkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba diperoleh dari rasio *net profit margin*. Investor akan mempertimbangkan bagaimana kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dengan aktiva lancar yang dimiliki. Kemampuan perusahaan dalam membayar hutang akan mempengaruhi preferensi investor dalam mengambil keputusan investasi. Ketidakmampuan dalam membayar kewajiban jangka panjang dianggap sebagai salah satu risiko yang harus diperhitungkan. Selain itu, jumlah laba yang diperoleh perusahaan juga menjadi salah satu penilaian bagi investor. Hal ini dikarenakan jumlah laba perusahaan dalam periode tertentu dapat menggambarkan *return* yang akan diperoleh investor. Penilaian keputusan investasi didasari juga dengan kondisi makro ekonomi. Nilai inflasi dan kurs berpengaruh terhadap risiko yang akan ditanggung oleh investor. Kegiatan perekonomian yang terhubung dengan negara lain menyebabkan kebutuhan terhadap barang luar negri. Apabila barang-barang yang diperoleh dari luar negri digunakan sebagai bahan mentah dalam proses produksi maka kenaikan harga barang di luar negri juga akan menimbulkan peningkatan biaya produksi suatu perusahaan. Sehingga nilai kurs dapat digunakan sebagai salah satu penilaian risiko bagi investor. Sedangkan inflasi menjadi indikator penilaian kondisi perekonomian negara. Tingkat inflasi yang baik menandakan bahwa kondisi perekonomian sedang mengalami pertumbuhan dan dapat memberikan imbal hasil yang baik apabila dilakukan investasi di pasar modal.

Pada pasar modal syariah, variabel yang berpengaruh terhadap risiko sistematik adalah *debt to equity ratio*, *net profit margin* dan *return on asset*. Hal ini menandakan bahwa investor di pasar modal syariah memperhatikan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang berdasarkan modal yang dimiliki, pendapatan yang diperoleh perusahaan dari aset yang dikelola dan pendapatan bersih yang didapat perusahaan selama satu periode. Kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dengan modal yang dimiliki dapat menjadi risiko yang dipertimbangkan oleh investor. Sumber dana untuk membayar kewajiban perusahaan yang mengandung unsur bunga akan menjadikan perusahaan tersebut tidak sesuai dengan syariat Islam. Selain itu risiko gagal bayar juga akan dihadapi oleh investor. Sedangkan untuk rasio *net profit margin* dan *return on asset* digunakan sebagai indikator penilaian kinerja perusahaan menghasilkan laba dalam jangka panjang. Nilai kedua rasio tersebut menandakan efisiensi perusahaan dalam mengelola aset yang dimiliki sehingga diperoleh keuntungan yang maksimal.

Penggunaan variabel fundamental perusahaan dan makro ekonomi yang sama pada kedua pasar karena diduga risiko yang dihadapi juga sama. Tetapi hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan variabel yang berpengaruh terhadap risiko pada pasar modal konvensional dan syariah. Investasi di pasar modal konvesional mempertimbangkan kondisi fundamental perusahaan dan makro ekonomi. Variabel makro ekonomi yang dijadikan penilaian risiko menandakan bahwa investasi di pasar modal konvensional memiliki risiko pasar yang tinggi. Penilaian keputusan investasi tidak hanya dilakukan pada kinerja perusahaan namun juga harus disesuaikan dengan kondisi perekonomian di dalam negeri dan luar negeri. Kenaikan inflasi dan kurs merupakan dampak dari suatu masalah perekonomian yang tidak dapat diprediksi dan nilainya akan mengalami fluktuasi sepanjang waktu. Berbeda dengan kondisi investasi di pasar modal syariah, yang digunakan sebagai penilaian terhadap risiko adalah variabel yang mewakili kinerja perusahaan. Rasio DER, NPM dan ROA merupakan rasio yang menggambarkan kinerja perusahaan dalam jangka panjang. Karena dari ketiga rasio tersebut, diperhitungkan modal, kewajiban dan laba perusahaan dalam periode jangka panjang. Hal ini menandakan bahwa, kondisi investasi di pasar modal syariah memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan pasar modal konvensional. Karena tidak adanya variabel makro ekonomi yang berpengaruh terhadap risiko, maka investor menganggap bahwa preferensi investor terhadap penilaian keputusan investasi di pasar modal syariah lebih difokuskan terhadap kondisi fundamental perusahaan. Perusahaan yang terdaftar dalam indeks saham syariah memiliki fundamental perusahaan yang

baik dan tidak akan terpengaruh dengan naik atau turunnya kondisi perekonomian negara. Perbedaan investasi dalam pasar modal konvensional dan syariah dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 1.10 **Perbedaan Investasi Konvensional dan Investasi Syariah**

Pasar Modal Konvensional	**Pasar Modal Syariah**
Indeks saham konvensional : 1. Indeks konvensional memasukkan semua saham yang terdaftar di bursa saham 2. Seluruh saham yang tercatat di bursa bergerak dalam semua bidang baik halal maupun haram	**Indeks saham syariah :** 1. Indeks syariah didasarkan pada perhitungan saham-saham yang memenuhi kriteria syariah 2. Seluruh saham yang tercatat di bursa merupakan saham yang tidak bergerak di bidang yang diharamkan (rokok, minuman keras, dll)
Instrumen : 1. Saham 2. Obligasi 3. Reksa dana 4. Instrumen derivatif (opsi, right, warran)	**Instrumen :** 1. Saham syariah 2. Sukuk (obligasi syariah) 3. Reksa dana syariah
Mekanisme transaksi : 1. Menggunakan konsep bunga yang mengandung riba 2. Mengandung transaksi yang bersifat spekulatif 3. Transaksi penjualan dan pembelian saham dilakukan menggunakan jasa broker sehingga memungkinkan munculnya spekulan yang memainkan harga	**Mekanisme transaksi :** 1. Tidak menggunakan konsep bunga sehingga tidak mengandung unsur riba 2. Tidak terdapat transaksi yang bersifat spekulatif 3. Transaksi penjualan dan pembelian saham dilakukan secara langsung untuk menghindari manipulasi harga
Risiko yang dihadapi : 1. Kondisi perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dan menghasilkan laba 2. Kondisi perekonomian di dalam dan luar negri	**Risiko yang dihadapi :** 1. Kondisi perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang dan menghasilkan laba berdasarkan jumlah aset yang dimiliki 2. Tidak memperhitungkan kondisi perekonomian baik di dalam maupun luar negri

Sumber : Penulis, 2018

Perbedaan yang terjadi pada pasar modal konvensional dan syariah didasari karena adanya perbedaan prinsip dan mekanisme transaksi. Perbedaan prinsip dan mekanisme menyebabkan risiko yang dihadapi oleh investor di kedua pasar berbeda. Pada pasar modal syariah, karena prinsip yang digunakan adalah hukum agama Islam maka mekanisme transaksi dijalankan dengan cara yang aman dan tidak melanggar hukum Islam. Saham-saham yang terdapat di bursa merupakan saham yang melakukan kegiatan ekonomi sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Dalam ekonomi Islam, kegiatan perekonomian dilakukan tidak hanya mementingkan keuntungan individu saja. Sehingga investasi yang dilakukan tidak diperbolehkan untuk mengejar keuntungan yang sebesar-besarnya. Kegiatan investasi yang dilakukan harus diberikan kepada perusahaan yang bergerak dalam bidang yang halal sehingga memberikan manfaat untuk masyarakat luas. Hal ini menyebabkan, investasi di pasar modal syariah memberikan *return* jangka panjang dengan risiko yang dihadapi tidak terlalu tinggi. Sedangkan dalam ekonomi konvensional, kegiatan perekonomian dilakukan dengan tujuan mendapatkan keuntungan semaksimal mungkin. Sehingga kegiatan di pasar modal konvensional lebih bertujuan untuk mendapatkan *return* yang tinggi tanpa mempertimbangkan proses *return* tersebut diperoleh. Investor akan memilih berbagai instrumen yang memberikan *return* tinggi. Dengan pemilihan instrumen dengan *return* tinggi maka risiko yang dihadapi juga akan tinggi.

Dari penelitian yang telah dilakukan dan uraian pembahasan, diketahui hasil yang diperoleh adalah variabel fundamental perusahaan dan makro ekonomi memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko sistematis di pasar modal konvensional. Hal ini dibuktikan dengan variabel CR, NPM, inflasi dan kurs yang berpengaruh terhadap beta saham konvensional. Dapat diartikan bahwa investor melakukan pengambilan keputusan dengan memperhatikan kondisi perusahaan dan kondisi perekonomian yang mengalami fluktuasi atau perubahan secara tidak menentu.

Pada pasar modal syariah, variabel fundamental perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Sedangkan variabel makro ekonomi tidak berpengaruh terhadap risiko sistematis. Hal ini dibuktikan dengan variabel DER, NPM dan ROA yang berpengaruh terhadap beta saham syariah. Dapat diartikan bahwa investor di pasar modal syariah lebih memperhatikan kinerja perusahaan karena memiliki prinsip untuk mendapatkan keuntungan investasi dalam jangka panjang yaitu dividen.

E. KESIMPULAN

Kesimpulan

1. Pengaruh Variabel Fundamental Perusahaan dan Makro Ekonomi Terhadap Risiko Sistematis di Pasar Modal Konvensional

   Variabel fundamental perusahaan dan makro ekonomi memiliki pengaruh terhadap risiko sistematis di pasar modal konvensional. Investor di pasar modal konvensional membuat keputusan investasi dengan memperhatikan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang jangka pendek, kemampuan menghasilkan laba bersih dan kondisi perekonomian baik dari dalam maupun luar negri. Sedangkan investor di pasar modal syariah lebih mementingkan kondisi fundamental perusahaan daripa kondisi perekonomian negara. Hal ini menandakan bahwa terdapat perbedaan perilaku antara investor di pasar modal konvensional dan syariah.

   Investor di pasar modal konvensional memiliki prinsip untuk memperoleh *return* yang maksimal atas investasi yang dilakukan. Sehingga penilaian investasi dilakukan dengan mempertimbangkan kondisi fundamental perusahaan dan kondisi makro ekonomi yang selalu mengalami fluktuasi. Perusahaan yang dipilih oleh investor di pasar modal berasal dari berbagai bidang. Perusahaan tersebut akan melakukan kegiatan perekonomian dengan negara luar untuk mendapatkan bahan mentah dalam proses produksi dan memiliki keterkaitan yang erat dengan pihak perbankan dalam memenuhi kebutuhan modal. Dengan kondisi tersebut, maka risiko sistematik yang dihadapi akan semakin tinggi. Karena ketidakpastian kondisi perekonomian di masa yang akan datang, ketika terjadi penurunan ekonomi di luar negeri tentunya akan berdampak pada perekonomian dalam negeri. Penurunan ekonomi akan dirasakan oleh lembaga keuangan seperti bank dan lembaga penyedia dana lainnya sehingga akan berisiko bagi perusahaan yang terkait dalam peminjaman dana dengan lembaga tersebut.

2. Pengaruh Variabel Fundamental Perusahaan dan Makro Ekonomi Terhadap Risiko Sistematis di Pasar Syariah

   Pada pasar modal syariah, hanya variabel fundamental perusahaan yang memliki pengaruh terhadap risiko sistematis. Variabel makro ekonomi tidak berpengaruh terhadap risiko sistematis. Investasi di pasar modal syariah memiliki prinsip untuk melakukan kegiatan ekonomi dengan kebermanfaatan bagi sesama. Sehingga *return* tinggi bukan merupakan tujuan utama bagi investor di pasar modal syariah. Investor di pasar modal syariah lebih mengutamakan keuntungan yang diperoleh dalam jangka panjang dan adanya unsur kepastian dalam keuntungan tersebut yaitu dividen. Penilaian investasi yang dilakukan investor lebih dipentingkan terhadap kondisi fundamental perusahaan. Penilaian kondisi perusahaan menjadi indikator penting dan tidak memperhatikan fluktuasi perekonomian karena prinsip investor yang tidak mengutamakan *return* tinggi. Perusahaan harus memiliki efisiensi manajemen aset dan mampu menghasilkan laba bersih yang stabil dalam periode jangka panjang. Kondisi perusahaan yang baik maka dinilai mampu menghadapi gejolak perekonomian yang akan terjadi.

   Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa pasar modal konvensional menghadapi risiko sistematik yang lebih besar dari pada pasar modal syariah. Pengambilan keputusan investasi dapat dilakukan sesuai dengan kebutuhan dan prinsip yang dimiliki oleh investor. Investor di pasar modal konvensional dengan prinsip maksimalisasi *return* maka akan menghadapi risiko sistematik yang tinggi juga. Bagi

investor di pasar modal syariah, *return* yang diperoleh lebih sedikit daripada di pasar modal konvensional tetapi terdapat stabilitas dalam jangka panjang karena penilaian investasi didasarkan pada perusahaan yang memiliki kondisi fundamental baik.

Saran

Saran yang dapat diberikan dari penelitian yang telah dilakukan adalah :

1. Bagi Investor

Dalam penelitian ini didapatkan hasil bahwa variabel makro ekonomi tidak berpengaruh pada risiko sistematis di pasar modal syariah, dapat diartikan bahwa kondisi perusahaan lebih diutamakan dalam proses investasi di pasar modal syariah. Bagi investor yang ingin melakukan investasi dapat menjadikan pasar modal syariah sebagai pilihan investasi utama. Karena investasi di pasar modal syariah lebih memberikan *return* yang stabil dalam jangka panjang. Sedangkan di pasar modal konvensional, *return* yang diperoleh besar namun risiko yang dihadapi juga besar. Investasi di pasar modal konvensional akan lebih cocok dilakukan bagi investor yang suka mengambil risiko daripada menghindari risiko.

2. Bagi Perusahaan

Variabel fundamental memiliki pengaruh yang signifikan terhadap risiko. Sehingga investor akan melakukan penilaian dan pengambilan keputusan investasi dengan mempertimbangkan kondisi fundamental perusahaan. Pihak perusahaan diharapkan dapat menjaga agar perusahaan selalu dalam kondisi yang baik dan manejemen yang efisien supaya dapat menjaga kepercayaan investor yang telah menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

3. Bagi Peneliti Selanjutnya

Peneliti selanjutnya dapat menggunakan indeks saham lainnya dengan variabel lain yang juga memiliki keterkaitan dengan risiko sistematik untuk mengembangkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya.

DAFTAR PUSTAKA

Bambang Sudiyatno dan Cahyani Nuswandhari. 2009. Peran beberapa indikator ekonomi dalam mempengaruhi risiko sistematis perusahaan manufaktur di BEI Jakarta. Universitas Stikubank Semarang. *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan, Vol.1 No.2 pp : 66-81*.

Darmadji, Tjiptono dan Fakhruddin. 2012. *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan dan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat.

Gujarati, Damodar N. dan Dawn C. Porter. 2012. *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Jakarta: Salemba Empat.

Hanafi dan Abdul Halim. 2009. *Analisis Laporan Keuangan.* Edisi Keempat. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan STIM YKPN

Jogiyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.

Ratna, Anggi Mashita. 2014. Pengaruh Faktor Fundamental dan Variabel Makro Ekonomi Terhadap Beta Saham Syariah. STIESIA Surabaya. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi, Vol. 3 No. 7.*

Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Internasional*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.

Simanjuntak, TB. 2016. Analisis Pengaruh Faktor Makro dan Mikro Ekonomi Terhadap Return Saham Sektor Perbankan di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014. *Skripsi*. Malang: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.

Widarjono, Agus. 2009. *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: Ekonesia.