

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian

Investasi sudah menjadi kebutuhan untuk masyarakat sekarang ini, baik untuk masyarakat muslim maupun non-Muslim. Investasi merupakan bagian awal untuk membangun perekonomian dalam mengelola dan memanfaatkan harta agar produktif. Investasi menurut Tandelilin adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang.¹ Investasi merupakan kegiatan menanamkan atau menempatkan aset, baik berupa harta maupun dana, pada sesuatu yang diharapkan akan memberikan hasil pendapatan atau akan meningkat nilainya di masa mendatang.

Melihat data berdasarkan survei nasional literasi dan inklusi keuangan (SNLIK) tahun 2022, memperlihatkan bahwa indeks literasi keuangan masyarakat Indonesia mengalami perkembangan yang baik karena mengalami peningkatan sebesar 49,68 persen, naik dibanding tahun 2019 yang hanya 38,03 persen. Tidak hanya literasi keuangan, indeks inklusi keuangan tahun inipun meningkat yakni mencapai 85,10 dibanding periode SNLIK sebelumnya di tahun 2019 yaitu 76,19 persen.² Survei tersebut menunjukkan bahwa semakin bertambahnya tingkat inklusi dan indeks literasi keuangan maka semakin bertambah juga masyarakat Indonesia yang sadar akan pengelolaan keuangan.

Meningkatnya kesadaran masyarakat akan pentingnya tentang keuangan, tidak lepas dari hasil kerjasama antara pemerintah dan Otoritas Jasa Keuangan. Namun jika dilihat dari sektornya jasa keuangan, sektor pasar modal merupakan sektor penyumbang terendah baik dari segi literasi maupun inklusi sama halnya dengan sektor keuangan syariah. Pada Tahun 2022 indeks literasi pasar modal hanya sebesar 4,11% dan inklusinya 5,19%. Sementara sektor keuangan syariah

¹ Eduardus Tandelilin, *Pasar Modal : Manajemen Portofolio & Investasi* (Yogyakarta: PT. Kanisius, 2017), 2.

² Otoritas Jasa Keuangan, *Strategi Nasional Literasi Keuangan Indonesia (SNLKI) 2021 - 2025* (Jakarta, 2021), 35.

pada tahun tersebut, indeks literasinya hanya sebesar 9,14% dan inklusinya 12,12%.³

Meskipun kesadaran masyarakat tentang pentingnya investasi semakin meningkat, masih banyak yang berinvestasi hanya dengan tujuan memperoleh keuntungan besar tanpa mempertimbangkan risikonya. Sehingga banyak yang terjerumus ke dalam investasi ilegal karena tergiur dengan tawaran dari investasi tersebut akan keuntungan besar dan dalam jangka waktu cepat. Satgas Waspada Indonesia (SWI) mencatat kerugian yang disebabkan oleh kasus investasi bodong selama lima tahun terakhir ini sebesar Rp123,5 triliun, dengan rincian di 2018 nilai kerugian yang dialami masyarakat sebanyak Rp1,4 triliun, 2019 mencapai Rp4 triliun. Kemudian 2020 sebanyak Rp5,9 triliun, 2021 yakni 2,54 triliun dan di 2022 paling banyak yakni sebesar Rp109,67 triliun.⁴

Berbicara tentang investasi, tidak hanya berorientasi pada keuntungan yang akan di dapatkan tetapi juga kita harus mencermati berapa banyak juga risiko yang akan di dapatkan. Secara umum, umat Islam dalam segala aspek kehidupannya tidak bisa lepas dari urusan agama, termasuk dalam aspek ekonomi. Begitu pula dalam menjalankan proses bisnis, seharusnya tidak hanya mementingkan keuntungan duniawi tetapi juga kepentingan akhirat.⁵ Banyak pilihan produk investasi yang ditawarkan yang kemudian menjadikan investasi sebagai alat yang bisa digunakan untuk mengelola harta. Namun masih terdapat yang tidak sesuai prinsip syariah apabila dilihat sebagai masyarakat muslim. Investasi tidak hanya sekedar keuntungan tapi kita juga perlu keahlian dalam mengelola investasi tersebut. Apalagi di Indonesia dengan mayoritas penduduknya muslim, harus bisa lebih teliti dalam berinvestasi.

³ Otoritas Jasa Keuangan, “Infografis Hasil Survei Nasional Literasi Dan Inklusi Keuangan Tahun 2022,” 2022, <https://www.ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/info-terkini/Pages/Infografis-Survei-Nasional-Literasi-dan-Inklusi-Kuangan-Tahun-2022.aspx>.

⁴ Santika F Erlina, “Kerugian Masyarakat Akibat Investasi Ilegal Tembus Rp126 Triliun, Melonjak Signifikan Pada 2022.” Katadata Media Network, 2023, <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2023/06/14/kerugian-masyarakat-akibat-investasi-ilegal-tembus-rp126-triliun-melonjak-signifikan-pada-2022>.

⁵ Fadhila Dhiyaul Wafa, Irni Sri Cahyanti, and Muhsin Muhsin, “Islamic Securities Crowdfunding (I-SCF): A Potential Analysis of Sustainable Development Goals Based on Al-Maqashid Sharia’s Perspectives,” *Journal of Accounting Research, Organization and Economics* 5, no. 3 (December 1, 2022): 314–30, <https://doi.org/10.24815/jaroe.v5i3.30705>.

Kemudian dalam pembahasan investasi syariah, ada hal lain yang turut berperan dalam investasi. Investasi syariah tidak melulu membicarakan persoalan duniawi sebagaimana dikemukakan oleh para ekonom sekuler. Ada unsur lain yang sangat menentukan berhasil tidaknya suatu investasi di masa depan yakni ketentuan dan kehendak Allah. Islam memadukan antara dunia dan akhirat. Setelah kehidupan dunia yang fana, ada kehidupan akhirat yang abadi.⁶

Hal-hal di ataslah yang membedakan investasi dalam sudut pandang Islam dengan investasi konvensional. Jadi investasi yang Islami adalah pengorbanan sumber daya pada masa sekarang untuk mendapatkan hasil yang pasti, dengan harapan memperoleh hasil yang lebih besar di masa yang akan datang, baik langsung maupun tidak langsung seraya tetap berpijak pada prinsip-prinsip syariah secara menyeluruh/ *Kaffah*. Selain itu bentuk investasi yang dilakukan dalam rangka ibadah kepada Allah untuk mencapai kebahagiaan lahir batin di dunia dan akhirat bagi generasi sekarang maupun generasi yang akan datang.⁷

Berdasarkan uraian di atas, dapat dijelaskan bahwa investasi dalam Islam merupakan bagian dari kegiatan muamalah dimana dalam kegiatan investasi itu boleh dilakukan selama tidak melanggar syariat Islam. Hal ini tentu berbeda dengan investasi konvensional yang tidak memperhatikan hal tersebut, seperti tidak mempertimbangkan aspek halal haramnya sebuah investasi. Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan untuk memfilter investasi yang sesuai dengan prinsip syariah yang diantaranya terhindar dari *riba*, *maisyir*, *gharar* serta kegiatan yang diharamkan.

Di Indonesia banyak produk investasi yang bisa digunakan, setidaknya produk investasi tersebut dapat dikelompokkan menjadi dua kelompok yakni kelompok pertama adalah investasi dalam bentuk aktiva riil seperti berinvestasi pada properti, logam mulia, dan lain-lain. Kelompok kedua adalah investasi pada aktiva finansial seperti saham, deposito, reksadana dan lain-lain.⁸⁹

⁶ Muhamad Nafik HR, *Bursa Efek Dan Investasi Syariah* (Jakarta: Serambi Ilmu Semesta, 2009), 68.

⁷ Muhamad Nafik HR, *Bursa Efek Dan Investasi Syariah*, 70.

⁸ Didit Herlianto, "Keputusan Prefrensi Investasi Aset Riill Dan Aset Finansial Dengan Model Minimax Regret," *Jurnal Keuangan Dan Perbankan* 15, no. 1 (2011): 96–104.

Dalam setiap perekonomian, pasar modal merupakan tonggak dan indikator pertumbuhan ekonomi dari sebuah negara. Pasar modal memegang peranan penting sebagai alat investasi yang berguna untuk perkembangan. Selain berinvestasi di pasar modal, nilai harga saham menjadi pertimbangan yang sangat penting. Namun, sejalan dengan globalisasi ekonomi, harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi dan peristiwa ekonomi domestik, tetapi juga gejolak ekonomi dan faktor eksternal. Oleh karena itu, penting bagi pemerintah untuk menciptakan investasi yang kondusif iklim yang sangat terkait dengan perbaikan kondisi makroekonomi domestik. Semakin stabil kondisi makroekonomi, investor semakin merasa aman dan nyaman untuk menginvestasikan dana mereka. Hal ini tentunya terkait dengan pilihan investasi investor ketika dihadapkan pada pengembalian dan opsi risiko yang akan dinikmati atau diderita atas dana yang diinvestasikan.¹⁰

Pasar modal adalah jenis investasi yang didalamnya terdapat kegiatan bertemunya pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang memiliki kelebihan dana. Transaksi yang dilakukan dalam instrumen keuangan seperti saham yang mana mempunyai peranan penting bagi keuangan negara. Karena didalamnya, pasar modal dapat menjalankan fungsinya yakni memberikan pendanaan bagi sebuah perusahaan yang membutuhkan dan menerima dana dari masyarakat (investor) untuk diinvestasikan pada perusahaan yang membutuhkan. Ketika hal tersebut berjalan dengan baik maka dapat membantu dalam pembangunan ekonomi suatu negara.

Saham merupakan salah satu instrumen keuangan yang paling populer. Menerbitkan saham merupakan salah satu pilihan bagi perusahaan ketika memutuskan untuk menambah pendanaan perusahaan. Pada sisi yang lain, saham merupakan instrumen investasi yang banyak dipilih para investor karena saham mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik. Saham juga didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan turut serta menyertakan modal, maka

¹⁰ Muhammad Syafii Antonio, Hafidhoh Hafidhoh, and Hilman Fauzi, "The Islamic Capital Market Volatility: A Comparative Study Between In Indonesia And Malaysia," *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan* 15, no. 4 (September 23, 2013): 378, <https://doi.org/10.21098/bemp.v15i4.73>.

memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas aset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).¹¹

Saham syariah adalah sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan yang diterbitkan oleh emiten yang kegiatan usaha maupun cara pengelolaannya tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Saham merupakan surat berharga yang merepresentasikan penyertaan modal ke dalam suatu perusahaan. Sementara dalam prinsip syariah, penyertaan modal dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tidak melanggar prinsip syariah. Seperti perjudian, riba, serta memproduksi barang yang diharamkan.¹²

Dalam sistem ekonomi Islam, negara memiliki kewenangan untuk campur tangan dalam perekonomian kegiatan masyarakat. Intervensi ini tidak hanya mengadaptasi syariat Islam yang telah ditetapkan dalam teks proposisi, tetapi juga mengisi kekosongan hukum yang terjadi dalam hukum Islam. Untuk memberikan jawaban atas kekosongan dalam hukum Islam, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) bekerja sama dengan Syariah Nasional Majelis - Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) untuk menentukan kriteria sebagai proses penyaringan syariah. Jadi sekarang bisa ditemukan saham islami tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, tidak semua stok terdaftar di (BEI) lolos penyaringan menjadi saham syariah.¹³

Seperti yang kita ketahui Indonesia merupakan negara yang bermayoritas beragama Islam. Berdasarkan data Kementerian Dalam Negeri (Kemendagri), jumlah penduduk muslim di Indonesia sebanyak 237,53 juta jiwa per 31 Desember 2021. Jumlah itu setara dengan 86,9% dari populasi tanah air yang mencapai 273,32 juta orang.¹⁴ Hal tersebut tentunya bisa menjadi salah satu faktor pendorong dalam berkembangnya saham syariah di Indonesia. Melihat dari sisi jumlah saham syariah

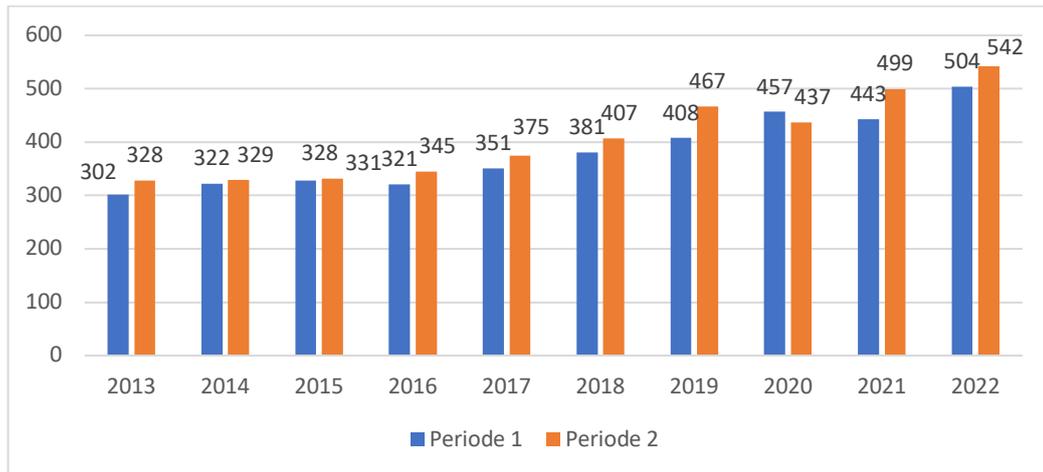
¹¹ Eko Sudarmanto et al., *Pasar Uang Dan Pasar Modal*, 1st ed. (Medan: Yayasan Kita Menulis, 2021), 10.

¹² Andri Soemitra, *Bank Dan Lembaga Keuangan Syariah* (Jakarta: Kencana, 2009), 138.

¹³ Yoyok Prasetyo et al., "Renewal Analysis of Islamic Stock Criteria in Indonesia," *MADANIA Jurnal Kajian Keislaman* 23, no. 2 (2019): 172.

¹⁴ Dimas Bayu, "Sebanyak 86,9% Penduduk Indonesia Beragama Islam," *DataIndonesia.id*, 2022, <https://dataindonesia.id/ragam/detail/sebanyak-869-penduduk-indonesia-beragama-islam>.

yang terdaftar di Daftar Efek Syariah semenjak 9 tahun terakhir ini mengalami penambahan dalam segi kuantitas, penambahan tersebut mencerminkan bahwa semakin banyak perusahaan sebagai emiten di Indonesia memenuhi kriteria saham syariah. Berikut data jumlah saham syariah yang terdaftar di Daftar Efek Syariah Indonesia :



Gambar 1.1 Grafik Jumlah Saham Syariah yang Terdaftar di Daftar Efek Syariah Per 1 Desember 2022

Berdasarkan data di atas kita bisa mengetahui bahwa jumlah perusahaan yang terdaftar di saham syariah meningkat dari tahun ke tahun. Peningkatan jumlah saham syariah tersebut ternyata diikuti pula dengan kenaikan dari kapitalisasi pasar saham syariahnya. Kapitalisasi pasar saham syariah merupakan nilai total dari harga saham semua perusahaan yang terdaftar di saham syariah.

Tabel berikut ini merupakan data kapitalisasi pasar saham syariah yang menunjukkan bahwa kapitalisasi saham syariah secara umum baik itu Jakarta Islamic Index, Index Saham Syariah, maupun Jakarta Islamic Index 70 mengalami peningkatan dan kapitalisasinya terus tumbuh dari tahun ke tahun. Berikut data kapitalisasi pasar saham syariah di Indonesia dari tahun 2011 sampai tahun 2022:

Tabel 1.1 Kapitalisasi Pasar Saham Syariah Di Bursa Efek Indonesia

TAHUN	JAKARTA ISLAMIC INDEX	INDEX SAHAM SYARIAH	JAKARTA ISLAMIC INDEX 70	IDX-MES BUMN 17	IDX SHARIA GROWTH
2011	1.414.983,81	1.968.091,37	-	-	-
2012	1.671.004,23	2.451.334,37	-	-	-

TAHUN	JAKARTA ISLAMIC INDEX	INDEX SAHAM SYARIAH	JAKARTA ISLAMIC INDEX 70	IDX-MES BUMN 17	IDX SHARIA GROWTH
2013	1.672.099,91	2.557.846,77	-	-	-
2014	1.944.531,70	2.946.892,79	-	-	-
2015	1.737.290,98	2.600.850,72	-	-	-
2016	2.035.189,92	3.170.056,08	-	-	-
2017	2.288.015,67	3.704.543,09	-	-	-
2018	2.239.507,78	3.666.688,31	2.715.851,74	-	-
2019	2.318.565,69	3.744.816,32	2.800.001,49	-	-
2020	2.058.772,65	3.344.926,49	2.527.421,72	-	-
2021	2.015.192,24	3.983.652,80	2.539.123,39	692.735,15	-
2022	22.155.449,41	4.786.015,74	2.668.041,87	647.031,25	1.121.661,17

Sumber: Statistik Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan

Saham syariah akan diakui di pasar modal Indonesia apabila memenuhi dua kriteria. Pertama, saham yang dinyatakan memenuhi kriteria seleksi saham syariah berdasarkan peraturan OJK Nomor 35/POJK.04/2017 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah, yakni perusahaan publik atau emiten tidak melakukan kegiatan dan memproduksi barang/jasa yang tidak sesuai prinsip syariah. Kedua adalah saham yang dicatatkan sebagai saham syariah oleh emiten atau perusahaan publik syariah berdasarkan peraturan OJK No. 17/POJK.04/2015 yakni peraturan kedua ada adalah rasio utang berbasis riba tidak boleh lebih dari 45% serta rasio pendapatan non halalnya tidak boleh lebih dari 10%. Saham tersebut diterbitkan OJK setahun dua kali yakni pada bulan Mei dan November. Dengan adanya kriteria saham serta jangka waktu penerbitannya sebanyak dua kali dalam setahun, hal itu menyebabkan ada beberapa perusahaan yang tidak bisa selalu terdaftar di dalam daftar efek syariah serta bertahan di indeks saham syariah.

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), diluncurkan tahun 2011 yang mana ISSI ini adalah indeks komposit yang terdiri atas saham syariah yang tercatat di BEI. Tidak ada seleksi tambahan yang dilakukan Bursa Efek Indonesia (BEI), semua saham syariah tercatat yang lolos seleksi atau masuk ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) otomatis dihitung oleh ISSI.¹⁵

¹⁵ Irwan Abdalloh, *Pasar Modal Syariah*, 2nd ed. (Jakarta: PT. Elex Media Komputindo, 2019), 92.

Terbitnya ketentuan tersebut, tidak sedikit perusahaan yang keluar masuk dari konstituen Indeks saham syariah Indonesia (ISSI). Sehingga sebagai investor saham syariah, harus bisa lebih menganalisis lagi saham-saham yang akan dimiliki dalam jangka waktu lama tidak hanya dari segi keuntungan yang di dapat tapi lebih diperhatikan lagi apakah saham yang dimiliki akan tetap bertahan di kategori saham syariah atau tidak.

Sementara itu, Jakarta Islamic Index (JII) merupakan Index saham syariah yang pertama diluncurkan pada tahun 2000. Jakarta Islamic Index merupakan indeks saham syariah yang paling likuid dimana terdiri dari 30 perusahaan. Sejak tahun 2016 hingga 2022, dari 30 perusahaan yang terindeks hanya terdapat 8 perusahaan yang bertahan di Index tersebut diantaranya PT. Adaro Energy Indonesia, PT. Indofood CBP Sukses Makmur, PT. Vale Indonesia, PT. Indofood Sukses Makmur, PT. Kalbe Farma, PT. Telkom Indonesia, PT. United Tractors, PT. United Tractors, PT. Unilever Indonesia. Meskipun perusahaan tersebut berada terdaftar sebagai saham yang masuk kategori JII, tetapi dalam periode tersebut dalam perkembangannya returnnya mengalami fluktuasi.

Sebagai seorang muslim, tentu saja selain dapat berinvestasi secara halal namun bisa mendapatkan keuntungan yang sesuai diharapkan melalui saham syariah. Terdapat banyak faktor yang mempengaruhi return dalam investasi saham syariah, variabel makro merupakan salah satunya. Banyak sekali variabel makro ekonomi yang berpengaruh terhadap pergerakan harga saham, baik level nasional maupun internasional. Dimana pergerakan harga saham ini menjadi penentu return (tingkat keuntungan) dalam investasi saham.¹⁶

Sebagai seorang investor perlu melakukan analisis ekonomi dalam penentuan keputusan ekonominya karena dalam analisis ekonomi kecenderungan hubungan yang kuat antara yang terjadi pada lingkungan ekonomi makro dan kinerja pasar modal. Lingkungan ekonomi makro adalah lingkungan yang mempengaruhi operasi perusahaan sehari-hari. Kemampuan investor dalam

¹⁶ Yoyok Prasetyo, Mohamad Anton Athoillah, and Aden Rosadi, "Pengaruh Variabel Ekonomi Makro (Inflasi, Kurs Rupiah dan Fluktuasi Harga Emas Dunia) Terhadap Return Saham Syariah," *Istinbath* 18, no. 1 (September 22, 2019), <https://doi.org/10.20414/ijhi.v18i1.158>.

memahami dan meramalkan kondisi ekonomi makro di masa yang akan datang sangat diperlukan dalam menentukan keputusan investasi yang menguntungkan. Sehingga investor harus memperhatikan beberapa indikator ekonomi makro yang bisa membantu dalam memahami dan meramalkan kondisi ekonomi makro.¹⁷ Variabel ekonomi makro yang perlu diperhatikan investor dalam keputusan investasinya diantaranya suku bunga, inflasi, kurs, dan harga emas.

Suku bunga dan prakiraan nilainya dimasa depan merupakan salah satu masukan yang penting dalam keputusan investasi.¹⁸ Di Indonesia suku bunga yang dijadikan sebagai kebijakan adalah BI Rate. Namun semenjak 16 Agustus 2016, BI mulai memberlakukan BI *7-Day Reverse Repo Rate* (BI7DRR) secara efektif sebagian suku bunga kebijakan baru karena dapat secara cepat mempengaruhi pasar uang, perbankan sektor riil.¹⁹

BI rate yang merupakan bagian dari Instrumen moneter Bank Indonesia selaku Bank Sentral dalam mengendalikan laju tingkat inflasi di Indonesia. Kenaikan tingkat suku bunga dapat menarik perhatian investor untuk menyimpan uangnya di bank, tingkat suku bunga yang terlampau tinggi akan mempengaruhi aliran kas perusahaan sehingga kesempatan -kesempatan untuk berinvestasi yang tidak akan menarik lagi.²⁰

BI rate merupakan faktor yang dapat mempengaruhi return saham karena jika suku bunga kredit naik, maka biaya modal yang dikeluarkan emiten akan semakin besar sehingga minat emiten untuk meminjam dana pada bank akan menurun karena beban bunga tersebut. Hal tersebut membuat dana pinjaman yang diperoleh emiten semakin kecil sehingga dapat menurunkan tingkat penjualan. Jika tingkat penjualan menurun, maka laba dalam perusahaan juga mengalami

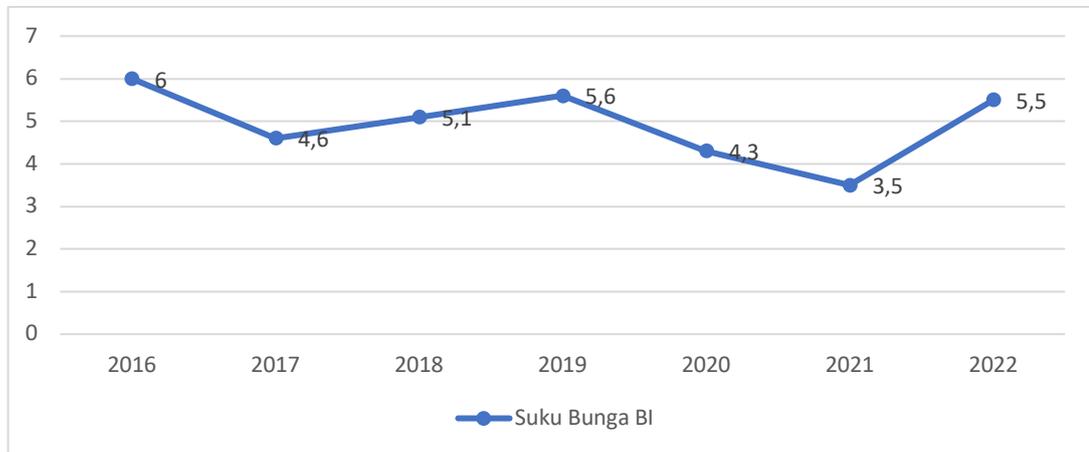
¹⁷ Eduardus Tandelilin, *Analisis Investasi Dan Manajemen Portofolio* (Yogyakarta: BPFE, 2008), 211.

¹⁸ Zvi Bodie, Alex Kane, and Alan.J Marcus, *Investments*, 10th ed. (New York: McGraw-Hill Education Asia, 2014), 180.

¹⁹ Bank Indonesia, "Apa Itu BI-7 Day Reverse Repo Rate (BI7DRR)," n.d.

²⁰ Susilo Adi Saputra, Chenny Maulycy Gloria, and Asnaini Asnaini, "Pengaruh Inflasi, Kurs, Dan BI 7-Day Rate Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2015-2020," *MALIA: Journal of Islamic Banking and Finance* 5, no. 1 (July 1, 2021): 57, <https://doi.org/10.21043/malia.v5i1.9787>.

penurunan. Apabila laba turun maka harga saham juga akan mengalami penurunan diikuti oleh penurunan return yang diperoleh pemegang saham.²¹



Gambar 1.2 Suku Bunga BI Tahun 2016-2022

Pada gambar di atas dapat dilihat bahwa Suku bunga BI mengalami fluktuasi setiap tahunnya. BI-Rate memiliki pengaruh terhadap harga indeks saham di pasar modal. Pada umumnya investor mengharapkan BI untuk meningkatkan suku bunga. Namun, dalam jangka panjang hal tersebut akan merugikan investor. Peningkatan suku bunga akan menyebabkan peningkatan tingkat imbal hasil investasi lain dengan risiko yang lebih rendah, dibandingkan dengan investasi saham dengan risiko yang tinggi.²²

Inflasi merupakan suatu kenaikan harga-harga dalam tingkat umum dari biasanya, karena bertambahnya suplai uang yang tidak disertai oleh suatu pertambahan permintaan yang sesuai.²³ Secara singkatnya inflasi merupakan suatu keadaan dimana terjadi kenaikan harga umum yang berlangsung terus menerus dalam waktu cukup lama, sehingga nilai uang turun, sebanding dengan kenaikan harga-harga tersebut.²⁴ Gambar di bawah ini merupakan perkembangan tingkat

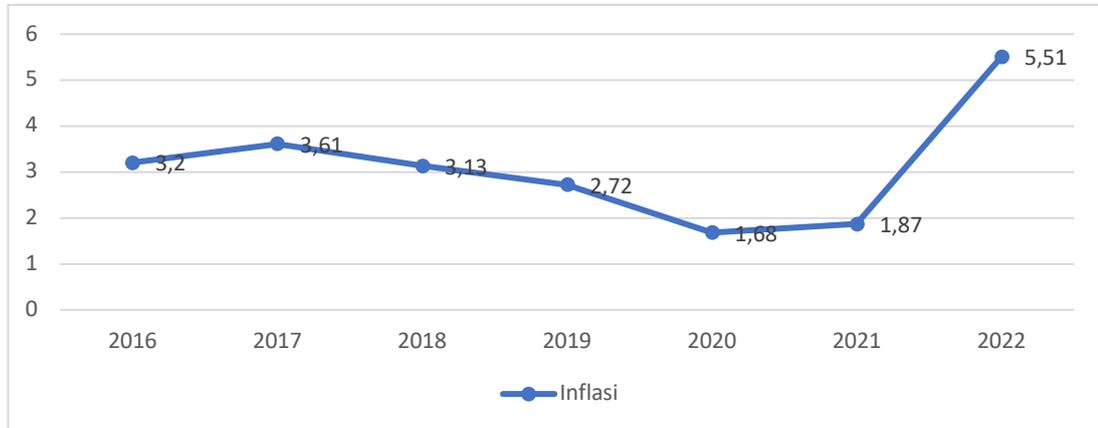
²¹ Tandelilin, *Analisis Investasi Dan Manajemen Portofolio*.

²² Fifi Afyanti Triuspitorini, "Analisis Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar Rupiah, Dan BI-Rate Terhadap Harga Indeks Saham Syariah Indonesia," *Jurnal Maps (Manajemen Perbankan Syariah)* 4, no. 2 (March 31, 2021): 112–21, <https://doi.org/10.32627/maps.v4i2.172>.

²³ Muhammad Abdul, *Ekonomi Islam: Teori Dan Praktek : Dasar-Dasar Ekonomi Islam* (Jakarta: Intermasa, 1992), 155.

²⁴ Ahmad Mukri Aji and Syarifah Gustiawati Mukri, *Strategi Moneter Berbasis Ekonomi Syariah (Upaya Islami Mengatasi Inflasi)* (Yogyakarta: Deepublish, 2020), 9.

inflasi selama 6 tahun terakhir. Dapat dilihat bahwa inflasi berfluktuatif dan di 2 tahun terakhir terjadi penurunan.



Gambar 1.3 Inflasi Tahun 2016-2022

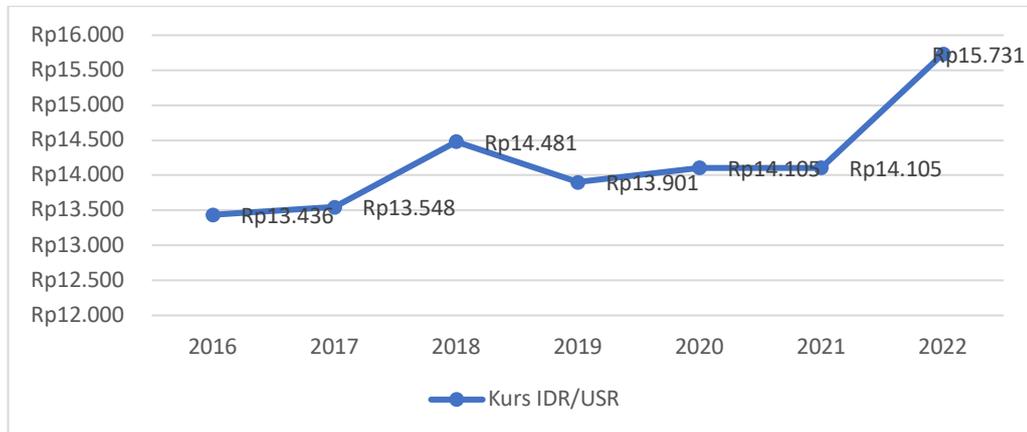
Tingkat inflasi yang rendah dan stabil akan menjadi stimulator bagi pertumbuhan ekonomi. Laju inflasi yang terkendali akan menambah keuntungan pengusaha, penambahan keuntungan akan menambah keuntungan investasi di masa datang dan pada akhirnya akan mempercepat terciptanya pertumbuhan ekonomi. Sebaliknya tingkat inflasi yang tinggi akan berdampak negatif pada perekonomian yang selanjutnya dapat mengganggu kestabilan sosial dan politik, dampak negatif pada perekonomian diantaranya mengurangi penanaman modal, tidak terjadinya pertumbuhan ekonomi, memperburuk distribusi pendapatan dan mengurangi daya beli masyarakat.²⁵

Kurs merupakan harga dari satu mata uang dalam mata uang yang lain.²⁶ Penting bagi investor memperhatikan hubungan antara nilai tukar (kurs) terhadap indeks harga saham sangat berkaitan erat. Karena suku bunga salah satu faktor yang mempengaruhi indeks harga saham. Apabila kurs menguat, maka secara tidak langsung indeks harga saham akan naik. Tetapi jika kurs mata uang melemah, maka indeks harga saham juga akan turun. Naik turunnya harga saham akan terjadi karena

²⁵ Sinta Listari and Ricky Adi Pratama, "Pengaruh Inflasi Indonesia Dan Bi Repo 7 Days Terhadap Kinerja Bank Devisa," *Jurnal Ilmiah Manajemen Kesatuan* 9, no. 2 (July 12, 2021): 141–50, <https://doi.org/10.37641/jimkes.v9i2.765>.

²⁶ Federic S Mishkin, *Ekonomi Uang, Perbankan, Dan Pasar Keuangan* (Jakarta : Salemba Empat, 2008), 107.

adanya apresiasi rupiah terhadap mata uang asing menyebabkan naik turunnya permintaan saham oleh investor di pasar modal.²⁷ Melihat data kurs rupiah terhadap dolar di bawah ini mengalami fluktuatif dari tahun 2016 sampai tahun 2022.



Gambar 1.4 Kurs USD/IDR Tahun 2016-2022

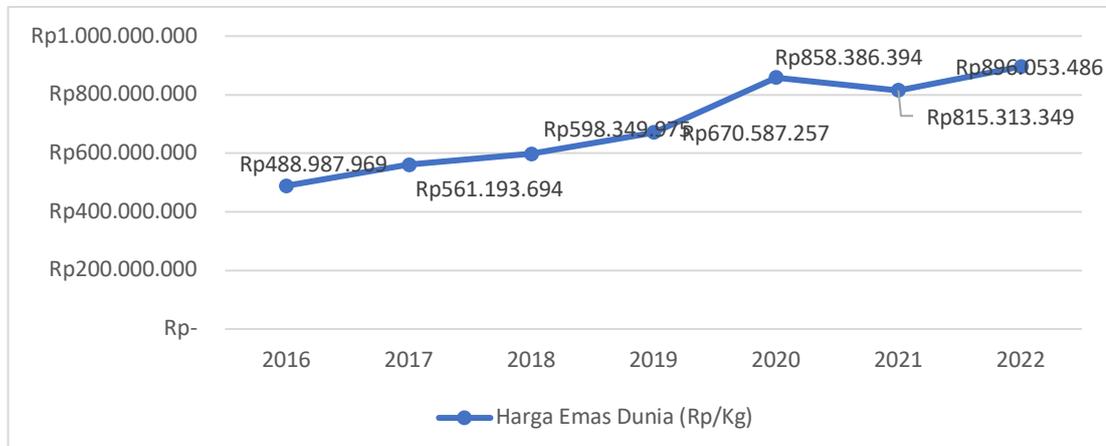
Naik turunnya nilai tukar suatu mata uang juga dapat memengaruhi nilai pasar dan kegiatan pasar lokal. Bagi investor, melemahnya nilai tukar rupiah mengindikasikan bahwa faktor fundamental Indonesia sedang melemah. Hal tersebut menyebabkan para investor beranggapan bahwa berinvestasi dalam bentuk saham memiliki risiko yang cukup tinggi. Investor yang termasuk *risk-averse* tentunya ia akan memilih untuk menghindari risiko, sehingga investor akan cenderung melakukan aksi jual saham hingga perekonomian dirasa sudah mulai membaik. Aksi jual yang dilakukan oleh investor akan mendorong penurunan harga saham di bursa efek. Harga saham yang menurun akan mengakibatkan return saham mengalami penurunan pula.²⁸

Emas merupakan salah satu bentuk investasi yang cenderung bebas risiko yang dimana risiko emas ini masih relatif kecil. Emas banyak dipilih sebagai salah satu bentuk investasi karena nilainya cenderung stabil dan naik. Sangat jarang

²⁷ Nurmala Nurmala, "Analisis Inflasi, Tingkat Bunga, Dan Nilai Tukar Pada Return Pasar Di Bursa Efek Indonesia," *BALANCE Jurnal Akuntansi Dan Bisnis* 3, no. 2 (November 1, 2018): 433, <https://doi.org/10.32502/jab.v3i2.1274>.

²⁸ Sri Haryani and Denies Priantinah, "Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar Rupiah/Dolar AS, Tingkat Suku Bunga BI, DER, ROA, CR Dan NPM Terhadap Return Saham," *Nominal, Barometer Riset Akuntansi Dan Manajemen* 7, no. 2 (September 25, 2018), <https://doi.org/10.21831/nominal.v7i2.21353>.

sekali harga emas turun.²⁹ Berikut ini merupakan data pergerakan harga emas dunia selama enam tahun terakhir.



Gambar 1.5 Harga Emas Dunia Tahun 2016-2022

Melihat data pergerakan harga emas di atas selama enam terakhir ini cenderung meningkat setiap tahunnya, kecuali tahun 2021 mengalami penurunan. Jika saham merupakan investasi dalam bentuk keuangan, maka emas merupakan investasi dalam bentuk riil. Harga emas umumnya berhubungan terbalik dengan kondisi perekonomian atau bersifat counter-cyclical. Artinya, saat pasar dan perekonomian bullish (naik), harga emas cenderung stabil. Sebaliknya, emas akan dicari ketika terjadi ketidakpastian besar atau ketidakstabilan di pasar sehingga harganya akan melonjak. Ini berkebalikan dengan harga saham yang persis bergerak sesuai kondisi perekonomian dan pasar, yaitu naik ketika *bullish* dan turun ketika *bearish*/turun.³⁰

Berdasarkan uraian di atas, merujuk pada data-data serta fenomena yang terjadi maka disertasi ini fokus pada **Pengaruh Suku Bunga, Inflasi, Nilai Tukar Rupiah dan Harga Emas Terhadap Return Saham Syariah pada Perusahaan di Jakarta Islamic Index.**

²⁹ Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, 5th ed. (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2006), 35.

³⁰ Budi Frensdy, *Lihai Sebagai Investor* (Jakarta: Salemba Empat, 2013), 38.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, ditentukan perumusan masalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh suku bunga terhadap return saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*?
2. Bagaimana pengaruh inflasi terhadap return saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*?
3. Bagaimana pengaruh kurs terhadap return saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*?
4. Bagaimana pengaruh harga emas terhadap return saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*?
5. Bagaimana pengaruh suku bunga, inflasi, kurs, dan emas secara simultan terhadap return saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah di atas, tujuan penelitian ini sebagai berikut:

1. Untuk mendeskripsikan dan menganalisis pengaruh suku bunga terhadap return saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
2. Untuk mendeskripsikan dan menganalisis pengaruh inflasi terhadap return saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
3. Untuk mendeskripsikan dan menganalisis pengaruh kurs terhadap return saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
4. Untuk mendeskripsikan dan menganalisis pengaruh harga emas terhadap return saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
5. Untuk mendeskripsikan dan menganalisis pengaruh suku bunga, inflasi, kurs, dan harga emas secara simultan terhadap return saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.

D. Kegunaan Hasil Penelitian

Melihat dari acuan tujuan penelitian yang ingin dicapai, berikut kegunaan penelitian ini baik dari sisi teoritis maupun praktis:

1. Kegunaan Teoritis
 - a. Penelitian ini diharapkan dapat merumuskan teori investasi khususnya dalam bidang saham syariah.
 - b. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pengetahuan dalam bidang Pasar Modal Syariah khususnya berkaitan dengan return saham.
 - c. Hasil penelitian ini diharapkan dapat mendalami teori hukum ekonomi syariah dalam bidang investasi khususnya saham syariah.
 - d. Hasil penelitian ini diharapkan dapat mengembangkan konsep baru untuk mengisi *research gap* dan digunakan sebagai acuan penelitian berikutnya tentang return saham syariah.
2. Kegunaan Praktis
 - a. Sebagai landasan kebijakan untuk investor dan calon investor muslim dalam berinvestasi melalui pasar modal syariah.
 - b. Sebagai langkah meningkatkan minat dan antusiasme berinvestasi di bursa saham.
 - c. Untuk investor dan calon investor muslim sebagai langkah dalam meningkatkan analisa dalam berinvestasi syariah di pasar modal khususnya saham syariah.
 - d. Sebagai masukan kepada para pemangku peraturan baik DSN MUI maupun OJK dalam memberikan panduan dan kebijakan yang berkaitan dengan saham syariah.
 - e. Sebagai informasi dan referensi tambahan kepada pihak-pihak yang berkepentingan, terutama sebagai input dalam perhitungan proyeksi tingkat pengembalian saham syariah pada masa yang akan datang.
 - f. Sebagai dasar untuk menentukan prioritas kebijakan perusahaan bagi emiten dalam upaya untuk meningkatkan return saham.

- g. Sebagai informasi kepada Pemerintah terkait pengaruh makro ekonomi terhadap return saham untuk menentukan arah kebijakan pertumbuhan bursa saham di Indonesia.

E. Hasil Penelitian Terdahulu

Berbagai penelitian tentang pengaruh BI *Rate*, inflasi, kurs USD/IDRR, dan harga emas terhadap return investasi syariah sudah dilakukan baik dalam negeri maupun luar negeri. Penelitian terdahulu ini menjadi indikasi yang kuat bahwa memang sangat penting memperoleh hasil atau kesimpulan tentang hal tersebut. Sehingga banyak peneliti yang tertarik dengan penelitian tersebut. Penelitian-penelitian sebelumnya baik tentang return dalam investasi syariah maupun non syariah seperti saham dapat dijadikan pijakan dalam penelitian ini. Namun juga penelitian yang berkaitan dengan tema variabel makro serta kinerja saham syariah maupun non syariah.

- 1) Nofrianto. *Implementasi Shari'ah Compliant Pada Saham Syariah Bursa Efek Indonesia*. Disertasi Ilmu Ekonomi Islam Sekolah Pascasarjana Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah, Jakarta 2012 M.³¹

Hasil Penelitian Nofrianto menyimpulkan bahwa aspek-aspek *Shari'ah Compliant* belum sepenuhnya dapat diimplementasikan pada transaksi saham syariah di Bursa Efek Indonesia. Karena masih terdapat indikator-indikator yang mengarah kepada *maisyir*, *gharar*, dan *riba* dalam transaksi saham syariah yang diantaranya: 1) Tidak menggunakan laporan keuangan syariah dalam pengelolaan keuangan emiten syariah serta tidak dipisahkannya pendapatan non halal yang berasal pendapatan bunga baik perbankan konvensional maupun syariah; 2) Investor tidak terlalu memperhitungkan aspek fundamental dalam melakukan pembelian saham; 3) Hampir semua perusahaan sekuritas mempraktikkan margin trading dengan tingkat bunga rata-rata 2% per bulan / 24% per tahun. 4) para pelaku pasar modal syariah masih banyak dipengaruhi oleh pelaku pasar modal konvensional; 5) isu psikologi pasar yang mempengaruhi pembentukan harga pasar

³¹ Nofrianto, "Implementasi Shari'ah Compliant Pada Saham Syariah Bursa Efek Indonesia" (Sekolah Pascasarjana Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah, 2012).

modal syariah dan pasar modal konvensional adalah sama. Penelitian ini memiliki kesamaan yakni membahas investasi saham syariah. Namun perbedaan penelitian ini adalah metode penelitian yang digunakan, dalam penelitian Isma metode yang digunakan kualitatif sementara dalam penelitian ini menggunakan metode kuantitatif.

- 2) A. K. Giri and Pooja Joshi. *The Impact of Macroeconomic Indicators on Indian Stock Prices: An Empirical Analysis. Studies in Business and Economics* 12, No. 1 2017.³²

Penelitian A. K. Giri and Pooja Joshi mengkaji penelitian tentang pengaruh indikator makroekonomi terhadap harga saham di Indian. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa indikator makroekonomi yang tercermin dalam pertumbuhan ekonomi, inflasi dan nilai tukar mempengaruhi harga saham secara positif. Namun, harga minyak mentah mempengaruhi harga saham secara negatif.

Kajian indikator makroekonomi merupakan kesamaan penelitian ini dengan penelitian Giri, namun ada perbedaan dengan penelitian ini diantaranya dalam penelitian ini tidak mengkaji tentang pertumbuhan ekonomi serta harga saham melainkan return saham.

- 3) S Mahzabeen. *Impact of Money, Interest Rate and Inflation on Dhaka Stock Exchange (DSE) of Bangladesh. Journal of Business and Technology (Dhaka)* 2017.³³

S. Mahzabeen dalam penelitiannya mengkaji hubungan antara return saham dan peredaran uang, suku bunga dan inflasi di Bursa Efek Dhaka selama ini periode tahun 2001 hingga 2012. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya suku bunga yang memiliki hubungan dengan return saham dan dapat mempengaruhi return saham secara negatif. Selain itu, jumlah uang beredar dan inflasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada persentase perubahan indeks.

³² A. K. Giri and Pooja Joshi, "The Impact of Macroeconomic Indicators on Indian Stock Prices: An Empirical Analysis," *Studies in Business and Economics* 12, no. 1 (April 1, 2017): 61–78, <https://doi.org/10.1515/sbe-2017-0005>.

³³ Shakira Mahzabeen, "Impact of Money, Interest Rate and Inflation on Dhaka Stock Exchange (DSE) of Bangladesh," *Journal of Business and Technology (Dhaka)*, October 9, 2017, 41–54, <https://doi.org/10.3329/jbt.v11i1.34241>.

Penelitian mempunyai persamaan dengan penelitian Mahzabeen karena sama-sama meneliti tentang suku bunga, inflasi serta pengaruhnya terhadap return saham. Namun ada yang berbeda dengan penelitian ini karena dalam penelitian ini tidak meneliti peredaran uang serta objek penelitiannya pun tidak sama.

- 4) Arif Afendi. *Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Indeks Saham Di Jakarta Islamic Index (JII) (Periode 2012-2016)*. *Jurnal SEGMEN (Manajemen dan Bisnis)* Volume 12 No. 2 Juli 2017.³⁴

Hasil penelitian Arif menyimpulkan sebagai berikut: Pertama, Inflasi berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap indeks saham JII, Kedua Kurs berpengaruh positif dan signifikan terhadap indeks saham JII, Ketiga Tingkat suku bunga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap indeks saham JII, Keempat Harga emas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap indeks saham JII, Kelima variabel indeks harga saham gabungan JII dapat dipengaruhi oleh inflasi, kurs, tingkat suku bunga dan harga emas sebesar 38,8% sementara sisanya 61,2% di jelaskan variabel lain diluar penelitian.

Penelitian yang telah dilakukan oleh Arif memiliki kesamaan dengan penelitian ini diantaranya mengkaji variabel makro ekonomi. Namun terdapat perbedaan diantaranya tidak adanya variabel BI Rate serta return saham syariah. Disamping itu penelitian yang dilakukan Arif adalah indeks harga saham syariah.

- 5) P.Y. Amtiran, Indiastuti, Nidar dan Masyita. *Macroeconomic Factors And Stock Returns In APT Framework..* *International Journal of Economics and Management (IJEM)* Volume 11 Issue 1 2017.³⁵

Penelitian yang dilakukan Amtiran menunjukkan bahwa GDP memiliki hubungan positif dengan return saham, inflasi memiliki korelasi negatif dengan return saham, suku bunga memiliki hubungan positif dengan saham return, nilai tukar memiliki hubungan positif dengan return saham.

³⁴ Arif Afendi, "Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Indeks Saham Di Jakarta Islamic Index (JII) (Periode 2012-2016)," *SEGMEN: Jurnal Manajemen Dan Bisnis* 13, no. 2 (July 29, 2017).

³⁵ P. Y Amtiran et al., "Macroeconomic Factors And Stock Returns In APT Framework," *International Journal of Economics and Management* 11, no. 1 (2017): 197–206.

Penelitian ini memiliki kesamaan dengan penelitian yang dilakukan oleh Amtiran yakni mengkaji tentang return saham serta variabel makro seperti inflasi, suku bunga serta nilai tukar. Sementara perbedaan penelitian ini tidak mengkaji masalah GDP serta objek penelitiannya tidak sama.

- 6) Moshina Habib and Khalid UI Islam, University of Kahsmir and University of Delhi. *Impact Of Macroeconomic Variables On Islamic Stock Market Returns: Evidence From Nifty 50 Shariah Indeks. Journal of Commerce and Accounting Research* Volume 6 Issue 2017. ³⁶

Hasil penelitian Moshina Habib dan Khalid UI Islam menjelaskan bahwa variabel makroekonomi yang memiliki dampak signifikan terhadap return saham syariah di India. Teori pasar yang efisien mengusulkan bahwa harga saham saat ini mencerminkan semua informasi yang tersedia tentang perubahan variabel makroekonomi. Banyak penelitian termasuk Arbitrage Pricing Theory (APT) dari Ross telah menetapkan bahwa variabel makro ekonomi memiliki dampak yang signifikan pada pasar saham. Berdasarkan literatur yang tersedia dan teori keuangan kami telah mengidentifikasi lima variabel makro ekonomi, termasuk inflasi, produksi industri, nilai tukar, suku bunga dan jumlah uang beredar, yang dihipotesiskan memiliki dampak signifikan pada kinerja pasar saham syariah. Data untuk penelitian ini diambil dari Februari 2007 hingga Juni 2016 karena indeks Nifty Shariah diluncurkan sebelum tanggal tersebut. Penelitiannya telah menerapkan regresi kuadrat terkecil biasa untuk menguji apakah variabel makroekonomi secara signifikan menjelaskan variasi dalam pengembalian saham Islam. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa hanya nilai tukar yang memiliki dampak negatif dan signifikan secara statistik terhadap kinerja pasar saham syariah. Penelitian ini hanya memasukkan lima variabel makroekonomi dan itu juga untuk jangka waktu kurang dari 10 tahun.

Adapun persamaan penelitian ini dengan penelitian Moshina Habib dan Khalid UI Islam yakni mengkaji makro ekonomi serta return dari saham syariah,

³⁶ Mohsina Habib and Khalid UI Islam, "Impact of Macroeconomic Variables on Islamic Stock Market Returns: Evidence from Nifty 50 Shariah Index," *Journal of Commerce & Accounting Research*, 2017.

namun terdapat beberapa perbedaan diantaranya dalam penelitian ini tidak hanya return dari saham syariah serta penelitian yang dilakukan di Indonesia sementara Moshina dan Khild melakukan penelitian di India.

- 7) James Akwe Ayuba, Garba Salisu Balago, and Dang Yohanna Dagwom. *Effects Of Macroeconomic Factors On Stock Returns In Nigeria. International Journal of Finance and Accounting* 3 No. 1 2018.³⁷

Hasil penelitian yang dilakukan oleh James Akwe Ayuba, Garba Salisu Balago, and Dang Yohanna Dagwom untuk mengetahui pengaruh makro ekonomi terhadap return saham di Nigeria. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat pengatuh negatif yang signifikan antara tingkat inflasi, jumlah uang beredar dan pengembalian saham dari perusahaan-perusahaan yang dikutip terpilih di Nigeria, sementara pengaruh negatif yang tidak signifikan terungkap antara tingkat suku bunga dan pengembalian saham di Nigeria.

Variabel makroekonomi dan return saham merupakan kesamaan penitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh James Akwe Ayuba, Garba Salisu Balago, and Dang Yohanna Dagwom hanya saja objek penelitian yang menjadi perbedaan dalam penelitian.

- 8) Shohani Upeksha Badullahewage. *The Effects of Macroeconomic Factors on the Performance of Stock Market in Sri Lanka. International Journal of Innovation and Economic Development* 2018.³⁸

Penelitian yang dikaji Shohani bertujuan untuk menganalisis dampak penting ekonomi makro faktor kinerja pasar saham di Sri Lanka. Hubungan antara faktor-faktor penting seperti inflasi, produk domestik bruto, suku bunga, dan nilai tukar telah dilakukan dengan baik dengan bantuan indeks. Hasil dari analisis mengungkapkan bahwa semua faktor ini memiliki dampak yang tidak lepas dari kinerja-kinerja pasar saham dan pasar saham Sri Lanka. Dapat disimpulkan bahwa

³⁷ James Akwe Ayuba, Garba Salisu Balago, and Dang Yohanna Dagwom, "Effects Of Macroeconomic Factors On Stock Returns In Nigeria," *International Journal of Finance and Accounting* 3, no. 1 (September 11, 2018): 66–82, <https://doi.org/10.47604/ijfa.711>.

³⁸ Shohani Upeksha Badullahewage, "The Effects of Macroeconomic Factors on the Performance of Stock Market in Sri Lanka," *International Journal of Innovation and Economic Development* 3, no. 6 (2018): 33–41, <https://doi.org/10.18775/ijied.1849-7551-7020.2015.36.2002>.

di antara semuanya faktor-faktor yang telah dibahas, inflasi dan nilai tukar relatif lebih tinggi mempengaruhi kinerja pasar saham.

Adapun kesamaan penelitian ini dengan penelitian Shohani yakni mengkaji ekonomi makro saham. Tetapi terdapat beberapa perbedaan diantaranya dalam penelitian ini tidak membahas produk domestik bruto dan harga saham melainkan return harga saham dan harga emas dunia.

- 9) Robiyanto. *The Effect Of Gold Price Changes, Usd/Idr Exchange Rate Changes And Bank Indonesia (BI) Rate On Jakarta Composite Index (JCI)'S Return And Jakarta Islamic Index (JII)'S Return*. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan 20, No. 1 2018.³⁹

Penelitian yang dilakukan Robiyanto mengkaji pengaruh perubahan harga emas (dalam Rupiah), perubahan nilai tukar US Dolar terhadap Rupiah (USD/IDR), dan BI Rate terhadap return Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Jakarta Islamic Index (JII) di Bursa Efek Indonesia periode Juni 2008 sampai dengan September 2017. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perubahan kurs USD/IDR dan BI Rate berpengaruh negatif signifikan terhadap return IHSG.

Hasil Penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Robiyanto yakni dalam penelitian ini ada beberapa variabel yang dikaji namun tidak ada dalam penelitiannya. Selibhnya terdapat juga persamaan penelitian ini dengan penelitian Robiyanto diantaranya return saham, kurs serta BI Rate yang dikaji dalam penelitian.

- 10) Yonatan Alvin Stefan and Robiyanto. *The Influence of Exchange Rate, World Oil Price, and BI Rate on Airline Companie's Return in Indonesian Stock Market..* International Journal of Social Science and Business Volume 3 No.3 2019.⁴⁰

³⁹ Robiyanto Robiyanto, "The Effect Of Gold Price Changes, Usd/Idr Exchange Rate Changes And Bank Indonesia (BI) Rate On Jakarta Composite Index (JCI)'S Return And Jakarta Islamic Index (Jii)'S Return," *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan* 20, no. 1 (April 3, 2018): 45, <https://doi.org/10.9744/jmk.20.1.45-52>.

⁴⁰ Yonatan Alvin Stefan and Robiyanto Robiyanto, "The Influence of Exchange Rate, World Oil Price, and BI Rate on Airline Companie's Return in Indonesian Stock Market," *International Journal of Social Science and Business* 3, no. 3 (September 20, 2019): 321, <https://doi.org/10.23887/ijssb.v3i3.21059>.

Penelitian yang dilakukan Yonathan mengkaji pengaruh kurs, harga minyak dunia, dan kurs Bank Indonesia (BI) terhadap return saham GIAA dan CMPP. Teknik analisis yang digunakan adalah Generalize Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (GARCH) dan data harian mulai IPO hingga 28 Februari 2019. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif terhadap return saham GIAA dan CMPP, sedangkan harga minyak dunia hanya berpengaruh negatif terhadap return saham GIAA dan CMPP. Return saham CMPP, dan BI Rate hanya berpengaruh negatif terhadap return saham GIAA.

Penelitian yang dilakukan Yonatan memiliki kesamaan yang diantaranya membahas tentang return saham, kurs, serta kurs BI. Namun dalam penelitian ini pun memiliki beberapa perbedaan antara lain ada variabel yang tidak dikaji dalam penelitian Yonatan tapi dikaji dalam penelitian ini begitu pun sebaliknya. Selain itu objek dalam penelitian ini berbeda, objek penelitian Yonatan adalah perusahaan sektor penerbangan sementara dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdapat di Jakarta Islamic Index (JII)

11) Eddy Irsan Siregar and Diana. *The Impact of Political Risk and Macro Economics on Stock Return at Indonesia Stock Exchange (An Approach of Arbitrage Pricing Theory (APT))*. *KnE Social Sciences* 2019,⁴¹

Hasil penelitian Eddy dan Diana menunjukkan adanya perbedaan sistematika faktor-faktor yang berpengaruh terhadap return saham dalam tiga periode pengamatan. Meningkatnya risiko pasar dan pertumbuhan ekonomi, meningkatkan return saham. Inflasi tinggi dan suku bunga menyebabkan investor untuk mempertimbangkan kembali investasi yang telah mereka lakukan.

Terdapat perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dikaji oleh Eddy dan Diana, pertumbuhan ekonomi, risiko politik dan risiko pasar salah satunya. Selain itu, periode serta sampel penelitian pun berbeda dengan penelitian ini. Namun terdapat juga kesamaan yakni inflasi, suku bunga, nilai tukar serta return saham yang menjadi pembahasan dalam penelitian.

⁴¹ Eddy Irsan Siregar and Diana, "The Impact of Political Risk and Macro Economics on Stock Return at Indonesia Stock Exchange (An Approach of Arbitrage Pricing Theory (APT))," *KnE Social Sciences*, October 17, 2019, <https://doi.org/10.18502/kss.v3i26.5412>.

- 12) Maria Ariesta Utha. *Analisis Pengaruh Harga Minyak Dunia Dan Harga Emas Dunia Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Informasi, Perpajakan, Akuntansi, Dan Keuangan Publik 10 No. 1 2019.⁴²

Penelitian yang dibahas oleh Maria menyimpulkan bahwa harga minyak dunia dan harga emas dunia secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham, sementara kurs berpengaruh signifikan secara parsial terhadap indeks harga saham. Secara simultan, harga minyak dunia, harga emas dunia serta kurs berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham.

Penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian yang dibahas oleh Maria, meskipun sama-sama membahas tentang makroekonomi dan saham. Namun dalam penelitian ini tidak membahas harga minyak dunia serta indeks harga sahamnya melainkan return saham. Sampel dan objek penelitiannya pun tidak sama.

- 13) Isma Swadjaja. *Model Islamic Wealth Management Berbasis Maqashid Al-Syari'ah Dalam Investasi Saham Syariah di Pasar Modal*. Disertasi Ilmu Ekonomi Islam Sekolah Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya 2019.⁴³

Penelitian yang dilakukan Isma menyimpulkan bahwa Model *Wealth Management* berbasis Islam dapat dijadikan pedoman dan alat pengendali bagi para informan dalam melakukan kegiatan investasi dan mengelola hasil investasi saham syariah di pasar modal guna meningkatkan kesempurnaan muamalah sesuai syariat Islam. Tindakan dan pemikiran sebagian besar informan dalam memaknai investasi saham syariah belum sepenuhnya mencerminkan tata cara yang ditentukan menurut hukum Islam. Pengelolaan hasil investasi saham syariah yang dilakukan informan saat ini belum sesuai dengan harapan teori pengelolaan kekayaan syariah. Penelitian ini memiliki kesamaan yakni membahas investasi saham syariah. Namun perbedaan penelitian ini adalah metode penelitian yang digunakan, dalam penelitian Isma

⁴² Maria Ariesta Utha, "Analisis Pengaruh Harga Minyak Dunia Dan Harga Emas Dunia Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Indonesia," *Jurnal Informasi, Perpajakan, Akuntansi, Dan Keuangan Publik* 10, no. 1 (May 10, 2019): 19–48, <https://doi.org/10.25105/jipak.v10i1.4544>.

⁴³ Isma Swadjaja, "Model Islamic Wealth Management Berbasis Maqashid Al-Syari'ah Dalam Investasi Saham Syariah Di Pasar Modal" (Pascasarjana Universitas Airlangga, 2019).

metode yang digunakan kualitatif sementara dalam penelitian ini menggunakan metode kuantitatif.

- 14) Yoyok Prasetyo, Mohamad Anton Athoillah dan Aden Rosadi. *Pengaruh Variabel Ekonomi Makro (Inflasi, Kurs Rupiah dan Fluktuasi Harga Emas) Terhadap Return Saham Syariah. Jurnal Istinbath* Volume 18 No.1 2019.⁴⁴

Hasil dari penelitian dapat diambil beberapa kesimpulan diantaranya : Pertama, bahwa variabel makro ekonomi berupa inflasi, kurs rupiah serta fluktuasi harga emas dunia secara simultan berpengaruh signifikan terhadap return JII. Kedua, secara parsial variabel ekonomi makro berupa inflasi berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII dengan arah hubungan negatif. Ketiga, variabel ekonomi makro berupa kurs rupiah berpengaruh tidak signifikan terhadap return JII dengan arah hubungan positif. Keempat, variabel makro ekonomi makro berupa fluktuasi harga emas dunia berpengaruh signifikan terhadap return JII dengan arah hubungan positif. Adapun persamaan yang dilakukan oleh Yoyok Prasetyo, Mohamad Anton Athoillah dan Aden Rosadi dengan penelitian ini adalah variabel yang digunakan dalam penelitian hanya saja terdapat perbedaan dengan penelitian tersebut yakni adanya variabel suku bunga BI.

- 15) Mujibah. *Determinan Risiko Saham dan Implikasinya Terhadap Return Saham Perusahaan Pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) 2014-2018*. Disertasi Ilmu Manajemen Pascasarjana Universitas Pasundan, Bandung 2020 M.⁴⁵

Penelitian Mujibah menyimpulkan bahwa Inflasi, Suku Bunga, Nilai Tukar, *Gross Domestic Product (GDP)*, *Dividend Payout Ratio (DPR)*, *Current Ratio (Likuiditas)*, *Debt to Equity Ratio (Leverage)*, *Good Corporate Governance (GCG)*, *Corporate Social Responcibility (CSR)* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Risiko Saham. Begitu pula antara Risiko Saham dengan Return Saham. Hasil analisis menunjukkan bahwa terdapat

⁴⁴ Yoyok Prasetyo, Mohamad Anton Athoillah, and Aden Rosadi “Pengaruh Variabel Ekonomi Makro (Inflasi, Kurs Rupiah dan Fluktuasi Harga Emas Dunia) Terhadap Return Saham Syariah.”

⁴⁵ Mujibah, “Determinan Risiko Saham Dan Implikasinya Terhadap Return Saham Perusahaan Pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) 2014-2018” (Pascasarjana Universitas Pasundan, 2020).

pengaruh yang signifikan Risiko Saham terhadap Return Saham. Besar pengaruh *Gross Domestic Product (GDP)*, *Dividend Payout Ratio (DPR)*, *Current Ratio (Likuiditas)*, *Debt to Equity Ratio (Leverage)*, *Good Corporate Governance (GCG)*, *Corporate Social Responsibility (CSR)* secara simultan terhadap Risiko Saham. Penelitian ini memiliki kesamaan dengan penelitian Mujibah diantaranya membahas tentang Inflasi, Suku Bunga, Nilai Tukar dan return saham syariah.

16) Juliana Thamrin and Roy Sembel. *The Effect of Company's Fundamental, Market Return and Macroeconomic to Stock Return: A Case Study of Consumer Goods Companies Listed in BEI Period 2009-2018*. *International Journal of Business Studies* 4 No. 3 2020.⁴⁶

Penelitian yang dilakukan Juliana dan Roy menyimpulkan bahwa secara parsial rasio TATO, EPS, pasar return dan nilai tukar mempengaruhi return saham. Secara simultan fundamental perusahaan, pengembalian pasar dan ekonomi makro terpengaruh pengembalian saham di sektor consumer.

Terdapat beberapa kesamaan dan perbedaan dalam penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan Juliana dan Roy. Kesamaan penelitian ini terletak pada pembahasan tentang makroekonomi dan return saham, sementara perbedaannya dalam penelitian ini tidak membahas faktor fundamental perusahaan serta sampel yang dijadikan penelitian pun berbeda.

17) Andre Hernowo. *Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Return Saham (Studi Empiris Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007 - 2017)*. Disertasi Ilmu Manajemen Sekolah Pascasarjana Universitas Pendidikan Indonesia, Bandung 2020 M.⁴⁷

Hasil penelitian menyimpulkan bahwa return saham dipengaruhi oleh variabel makro ekonomi. Disisi lain dengan menggunakan nilai tukar sebagai

⁴⁶ Juliana Thamrin and Roy Sembel, "The Effect of Company's Fundamental, Market Return and Macroeconomic to Stock Return: A Case Study of Consumer Goods Companies Listed in BEI Period 2009-2018," *International Journal of Business Studies* 4, no. 3 (October 31, 2020): 184-97, <https://doi.org/10.32924/ijbs.v4i3.115>.

⁴⁷ Andre Hernowo, "Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Return Saham: Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007 - 2017" (Universitas Pendidikan Indonesia, 2020).

variabel moderasi, menghasilkan hubungan secara signifikan antara variabel makro ekonomi dengan return saham. Hasil dari Uji Model 1, yakni Pengaruh Inflasi, Suku Bunga BI Rate, Pertumbuhan Ekonomi, Harga Minyak Dunia, dan Jumlah Uang Beredar terhadap return saham dengan tidak melibatkan variabel moderasi menunjukkan hasil bahwa Inflasi, suku bunga BI Rate, pertumbuhan ekonomi, harga minyak dunia dan jumlah uang beredar berpengaruh terhadap return saham pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2007-2017.

Secara parsial inflasi dan suku bunga berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap return saham pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2007- 2017. Sementara secara parsial pertumbuhan ekonomi, harga minyak dan jumlah uang beredar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2007- 2017. Hasil dari Uji Model 2, yakni pengaruh inflasi, suku bunga BI Rate, pertumbuhan ekonomi, harga minyak dunia, dan jumlah uang beredar terhadap return saham dengan melibatkan variabel moderasi menunjukkan hasil bahwa nilai tukar memperkuat hubungan pengaruh inflasi, suku bunga BI Rate, pertumbuhan ekonomi, harga minyak dunia, dan jumlah uang beredar terhadap return saham pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2007- 2017. Secara parsial nilai tukar memperkuat pengaruh inflasi dengan return saham pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2007-2017. Sementara secara parsial nilai tukar memperlemah pengaruh suku bunga BI Rate, hubungan pengaruh pertumbuhan ekonomi, harga minyak dunia dan jumlah uang beredar dengan return saham pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2007-2017.

Adapun persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan Andre Hernowo adalah sama-sama mengkaji pengaruh variabel makro terhadap return saham serta model penelitian kuantitatif. Namun penelitian yang akan dilakukan lebih fokus kepada return investasi syariah yakni saham syariah. Selain itu, perbedaan dengan penelitian ini adalah tahun penelitian serta tidak adanya variabel moderating dalam penelitian ini.

- 18) Oktavian Yodha Utama dan Siti Puryandani. *The Effect of BI Rate, USD to IDR Exchange Rates, and Gold Price on Stock Returns Listed in the SRI KEHATI Index. Jurnal Dinamika Manajemen (JDM) Volume 11 No.1 2020.*⁴⁸

Hasil penelitian menunjukkan bahwa BI Rate berpengaruh positif signifikan terhadap return saham SRI KEHATI. Kemudian kurs USD/IDR berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham SRI KEHATI. Sedangkan harga emas tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham SRI KEHATI. Persamaan penelitian ini antara lain mengkaji tentang BI Rate, kurs, harga emas dan return saham. Namun terdapat perbedaan yakni tidak adanya variabel inflasi serta perusahaan yang diteliti terdaftar di indeks SRI KEHATI sementara dalam penelitian ini perusahaan yang terindeks di Jakarta Islamic Index (JII).

- 19) Chinh Duc Pham dan Le Tan Phuoc. *An Augmented Capital Asset Pricing Model Using New Macroeconomic Determinants. Heliyon Volume 6 Issue 10 Oktober 2020.*⁴⁹

Hasil penelitian yang dilakukan Chinh Duc Pham dan Le Tan Phuoc menjelaskan bahwa makroekonomi memiliki efek positif yang signifikan secara statistik terhadap return saham. Makro ekonomi yang dikaji dalam penelitiannya meliputi suku bunga utama AS, suku bunga obligasi jangka panjang pemerintah AS, dan nilai tukar USD/EUR. Penelitiannya pun menggunakan pendekatan dua model yakni CAPM dan MAPM.

Penelitian ini memiliki kesamaan serta perbedaan. Kesamaan penelitian ini terdapat pada kajian return saham sebagai variabel dependen serta suku bunga, inflasi dan nilai tukar sebagai variabel independen hanya saja satuan dalam variabel independen tersebut berbeda dengan penelitian ini serta dalam penelitian ini ada variabel harga emas dunia sementara dalam penelitian tersebut tidak ada. Begitu pun dengan objek penelitiannya berbeda.

⁴⁸ Oktavian Yodha Utama and Siti Puryandani, "The Effect of BI Rate, USD to IDR Exchange Rates, and Gold Price on Stock Returns Listed in the SRI KEHATI Index," *Jurnal Dinamika Manajemen* 11, no. 1 (March 19, 2020): 39–47, <https://doi.org/10.15294/jdm.v11i1.21207>.

⁴⁹ Chinh Duc Pham and Le Tan Phuoc, "An Augmented Capital Asset Pricing Model Using New Macroeconomic Determinants," *Heliyon* 6, no. 10 (October 2020): e05185, <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2020.e05185>.

20) Yoyok Prasetyo. *Perbandingan Risiko Dan Jual Imbal Hasil (Return) serta Pengukuran Kinerja Antara Instrumen Investasi Syariah dengan Non Syariah di Indonesia*. Disertasi Hukum Islam Pascasarjana Universitas Islam Negeri Sunan Gunung Djati, Bandung 2020 M.⁵⁰

Hasil penelitian menyimpulkan bahwa gambaran umum secara rata-rata risiko instrumen investasi berbasis syariah lebih tinggi dibandingkan non syariah, sedangkan rata-rata imbal hasil (*real return*) lebih rendah. Dilihat dari perbandingan risiko total (Standart Deviasi) saham syariah dengan non syariah, tidak terdapat perbedaan pada periode pasar bearish, namun terdapat perbedaan pada periode penelitian secara umum dan periode pasar bullish. Sementara perbandingan imbal hasil (*real return*) saham syariah dengan non syariah tidak terdapat perbedaan pada periode penelitian secara umum dan periode pasar bearish, namun terdapat perbedaan pada periode pasar *bullish*. Sementara hasil pengukuran kinerja menunjukkan bahwa saham non syariah lebih mendominasi dibandingkan syariah, pada periode penelitian secara umum dan periode pasar bullish, namun pada periode pasar bearish kinerja saham syariah dapat bersaing dengan non syariah dengan menggunakan metode *Risk Adjusted Performance*. Pada perbandingan risiko sistematis (β) reksa dana syariah dengan non syariah, tidak terdapat perbedaan pada periode penelitian secara umum dan periode pasar bullish, namun terdapat perbedaan pada periode pasar bearish. Sementara perbandingan imbal hasil (*real return*) reksa dana syariah dengan non syariah, tidak terdapat perbedaan pada periode penelitian secara umum dan periode pasar *bearish*, namun terdapat perbedaan pada periode pasar bullish. Hasil dari pengukuran kinerja menunjukkan bahwa, menunjukkan bahwa kinerja reksa dana non syariah mendominasi dibandingkan syariah pada semua periode dengan menggunakan metode *Risk Adjusted Performance*.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Yoyok Prasetyo adalah sama-sama mengkaji return baik saham syariah. Namun

⁵⁰ Yoyok Prasetyo, "Perbandingan Risiko Dan Jual Imbal Hasil (Return) Serta Pengukuran Kinerja Antara Instrumen Investasi Syariah Dengan Non Syariah Di Indonesia" (UIN Sunan Gunung Djati Bandung, 2020).

dalam penelitian ini pun terdapat beberapa perbedaan penelitian diantaranya adanya variabel makro seperti BI Rate, Inflasi, Kurs USD/IDRR serta harga emas. Meskipun data yang digunakan merupakan data kuantitatif namun dalam analisis yang digunakan berbeda karena pada penelitian Yoyok menggunakan uji beda.

21) QN Alam. *Impacts of Macroeconomic Variables on the Stock Market Returns of South Asian Region*. Canadian Journal of Business and Information Studies Volume 2 No.2 2020.⁵¹

Penelitian yang dilakukan oleh QN Alam mengungkapkan bahwa tingkat pertumbuhan PDB, tingkat pertumbuhan cadangan mata uang asing, dan defisit fiskal berdampak positif pada pengembalian pasar saham dan ini juga mendukung kajian literatur. Minat suku bunga, tingkat inflasi, rasio FDI terhadap PDB dan nilai tukar berdampak negatif terhadap pengembalian pasar saham di mana hanya suku bunga, tingkat inflasi & nilai tukar.

Kesamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan QN Alam adalah variabel yang dikaji tentang return saham dan variabel makro ekonomi. Hanya saja terdapat perbedaan antara lain ada variabel yang digunakan dalam penelitian ini namun tidak digunakan dalam penelitian QN Alam atau pun sebaliknya. Selain itu juga objek dalam penelitian ini pun berbeda dengan penelitian tersebut.

22) Zainal Abidin. *Pengaruh Religiusitas Terhadap Keputusan investasi Saham Syariah di Indonesia*. Disertasi Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Hasanuddin, Makassar 2021 M.⁵²

Hasil penelitian yang dilakukan Zainal menyimpulkan bahwa: 1) Secara parsial religiusitas berpengaruh signifikan terhadap psikologi, sosiologi dan keuangan; 2) Secara parsial religiusitas tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi; 3) Psikologi, sosiologi, dan keuangan secara parsial berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi; 4) Religiusitas berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi melalui psikologi; 5) Religiusitas

⁵¹ QN Alam, "Impacts of Macroeconomic Variables on the Stock Market Returns of South Asian Region," *Canadian Journal of Business and Information Studies* 2, no. 2 (April 17, 2020): 24–34, <https://doi.org/10.34104/cjbis.020.24034>.

⁵² Zainal Abidin, "Pengaruh Religiusitas Terhadap Keputusan Investasi Saham Syariah Di Indonesia" (Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Hasanuddin, 2021).

berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi melalui sosiologi; 6) Religiusitas berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi melalui keuangan.

Penelitian yang dilakukan Zainal memiliki kesamaan yakni adanya pembahasan tentang investasi di saham syariah. Sementara selain itu banyak perbedaan diantaranya dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data primer berupa kuesioner serta variabel yang digunakan dalam penelitian ini pun berbeda.

23) Subur Karyatun. *Peran Risiko Sistematis Dalam Memediasi Hubungan Antara Faktor Fundamental Terhadap Return Saham (Studi Pada Sub Sektor Industri Pariwisata Periode 2015 - 2019)*. Disertasi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin, Makassar 2021M.⁵³

Penelitian ini menyimpulkan dengan pengujian secara langsung CR dan TATO terhadap Beta Saham menunjukkan pengaruh positif dan Signifikan, TATO terhadap Beta Saham menunjukkan pengaruh negatif dan Signifikan, ROE terhadap Beta Saham menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan. Pengujian secara langsung CR dan TATO terhadap Return Saham menunjukkan negatif dan signifikan. TATO, ROE dan Beta Saham terhadap Return Saham menunjukkan pengaruh positif dan signifikan. Sedangkan pengujian secara tidak langsung CR terhadap Return Saham melalui Beta Saham menunjukkan pengaruh positif dan signifikan, TATO terhadap Return Saham melalui Beta Saham menunjukkan pengaruh negatif dan tidak signifikan, ROE dan TATO terhadap Return Saham melalui Beta Saham menunjukkan berpengaruh positif dan tidak signifikan.

Persamaan pada penelitian ini adalah sama-sama membahas tentang return saham. Hanya saja dalam penelitian ini berbeda, karena membahas return saham syariah serta membahas faktor fundamental perusahaan. Sementara dalam penelitian ini membahas faktor ekonomi makro.

⁵³ Subur Karyatun, "Peran Risiko Sistematis Dalam Memediasi Hubungan Antara Faktor Fundamental Terhadap Return Saham (Studi Pada Sub Sektor Industri Pariwisata Periode 2015 - 2019)" (Universitas Hasanuddin, 2021).

24) Dwi Fitrizal Salim. *Smart Beta Indexing di Bursa Efek Indonesia (Studi Pada Return Saham Low Volatility Tahun 2009-2019)*. Disertasi Program Studi Manajemen Sekolah Pascasarjana Universitas Pendidikan Indonesia”. Bandung 2021 M.⁵⁴

Penelitian yang dilakukan Dwi merupakan penelitian yang membahas tentang metode smart beta dalam portofolio saham yang diharapkan dapat memprediksi peluang return saham. Penelitian ini menggunakan penelitian kuantitatif dengan data sekunder. Hasil penelitian menunjukkan bahwa; 1) bahwa rata-rata saham *Low volatility* memiliki return diatas dari pasar IHSG; 2) Variabel risiko pasar, return pasar, dan risiko individu berpengaruh signifikan positif terhadap return saham *Low volatility*; 3) Model yang terdiri dari variabel risiko pasar (beta), return pasar (alpha), kapitalisasi pasar, dan risiko individu tidak menjadi model terbaik dalam memprediksi return saham di Indonesia, karena variabel kapitalisasi tidak memiliki pengaruh terhadap return saham *Low volatility*. Kesamaan penelitian ini dengan penelitian Dwi adalah pembahasan tentang return saham. Selain itu banyak perbedaan diantaranya dari segi fokus penelitian serta metodologi.

25) Zainal Abidin. *Pengaruh Religiusitas Terhadap Keputusan investasi Saham Syariah di Indonesia*. Disertasi Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Hasanuddin, Makassar 2021 M.⁵⁵

Hasil penelitian yang dilakukan Zainal menyimpulkan bahwa: 1) Secara parsial religiusitas berpengaruh signifikan terhadap psikologi, sosiologi dan keuangan; 2) Secara parsial religiusitas tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi; 3) Psikologi, sosiologi, dan keuangan secara parsial berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi; 4) Religiusitas berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi melalui psikologi; 5) Religiusitas berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi melalui sosiologi; 6)

⁵⁴ Dwi Fitrizal Salim, “Smart Beta Indexing Di Bursa Efek Indonesia (Studi Pada Return Saham Low Volatility Tahun 2009-2019)” (Sekolah Pascasarjana Universitas Pendidikan Indonesia, 2021).

⁵⁵ Abidin, “Pengaruh Religiusitas Terhadap Keputusan Investasi Saham Syariah Di Indonesia.”

Religiusitas berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi melalui keuangan.

Penelitian yang dilakukan Zainal memiliki kesamaan yakni adanya pembahasan tentang investasi di saham syariah. Sementara selain itu banyak perbedaan diantaranya dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data primer berupa kuesioner serta variabel yang digunakan dalam penelitian ini pun berbeda.

26) Subur Karyatun. *Peran Risiko Sistematis Dalam Memediasi Hubungan Antara Faktor Fundamental Terhadap Return Saham (Studi Pada Sub Sektor Industri Pariwisata Periode 2015 - 2019)*. Disertasi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin, Makassar 2021M.⁵⁶

Penelitian ini menyimpulkan dengan pengujian secara langsung CR dan TATO terhadap Beta Saham menunjukkan pengaruh positif dan Signifikan, TATO terhadap Beta Saham menunjukkan pengaruh negatif dan Signifikan, ROE terhadap Beta Saham menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan. Pengujian secara langsung CR dan TATO terhadap Return Saham menunjukkan negatif dan signifikan. TATO, ROE dan Beta Saham terhadap Return Saham menunjukkan pengaruh positif dan signifikan. Sedangkan pengujian secara tidak langsung CR terhadap Return Saham melalui Beta Saham menunjukkan pengaruh positif dan signifikan, TATO terhadap Return Saham melalui Beta Saham menunjukkan pengaruh negatif dan tidak signifikan, ROE dan TATO terhadap Return Saham melalui Beta Saham menunjukkan berpengaruh positif dan tidak signifikan.

Persamaan pada penelitian ini adalah sama-sama membahas tentang return saham. Hanya saja dalam penelitian ini berbeda, karena membahas return saham syariah serta membahas faktor fundamental perusahaan. Sementara dalam penelitian ini membahas faktor ekonomi makro.

27) Dwi Fitri Salim. *Smart Beta Indexing di Bursa Efek Indonesia (Studi Pada Return Saham Low Volatility Tahun 2009-2019)*. Disertasi Program Studi

⁵⁶ Karyatun, "Peran Risiko Sistematis Dalam Memediasi Hubungan Antara Faktor Fundamental Terhadap Return Saham (Studi Pada Sub Sektor Industri Pariwisata Periode 2015 - 2019)."

Manajemen Sekolah Pascasarjana Universitas Pendidikan Indonesia”. Bandung 2021 M.⁵⁷

Penelitian yang dilakukan Dwi merupakan penelitian yang membahas tentang metode smart beta dalam portofolio saham yang diharapkan dapat memprediksi peluang return saham. Penelitian ini menggunakan penelitian kuantitatif dengan data sekunder. Hasil penelitian menunjukkan bahwa; 1) bahwa rata-rata saham *Low volatility* memiliki return diatas dari pasar IHSG; 2) Variabel risiko pasar, return pasar, dan risiko individu berpengaruh signifikan positif terhadap return saham *Low volatility*; 3) Model yang terdiri dari variabel risiko pasar (beta), return pasar (alpha), kapitalisasi pasar, dan risiko individu tidak menjadi model terbaik dalam memprediksi return saham di Indonesia, karena variabel kapitalisasi tidak memiliki pengaruh terhadap return saham *Low volatility*. Kesamaan penelitian ini dengan penelitian Dwi adalah pembahasan tentang return saham. Selain itu banyak perbedaan diantaranya dari segi fokus penelitian serta metodologi.

28) E Garnia, Deden R. Riadi T Tahmat , and F Dwi Arieana. *Macroeconomic Factor Impact on the Stock Returns: An Empirical Study on the Indonesia LQ45 Stocks*. Proceedings of the Seventh Padang International Conference On Economics Education, Economics, Business and Management, Accounting and Entrepreneurship (PICEEBA 2021), Advances in Economics, Business and Management Research, volume 192.⁵⁸

Hasil penelitian Garnia menunjukkan bahwa secara parsial indeks pasar global, suku bunga, dan tingkat inflasi memiliki dampak positif, dan harga minyak memiliki efek negatif terhadap return saham. Di sisi lain, jumlah uang beredar memiliki dampak yang dapat diabaikan terhadap return saham. Hasil uji regresi

⁵⁷ Salim, “Smart Beta Indexing Di Bursa Efek Indonesia (Studi Pada Return Saham Low Volatility Tahun 2009-2019).”

⁵⁸ E Garnia et al., “Macroeconomic Factor Impact on the Stock Returns: An Empirical Study on the Indonesia LQ45 Stocks,” in *Proceedings of the Seventh Padang International Conference On Economics Education, Economics, Business and Management, Accounting and Entrepreneurship (PICEEBA 2021)*, vol. 192 (Atlantis Press, 2021), 133–37, <https://www.atlantispress.com/article/125963995.pdf>.

menjelaskan bahwa semua faktor ekonomi makro berpengaruh signifikan terhadap saham LQ45 kembali, dengan tingkat determinasi 27%.

Persamaan dengan penelitian ini adalah variabel yang dikaji yakni tentang return saham serta beberapa variabel makro yang diantaranya suku bunga dan inflasi. Sementara perbedaan penelitian ini terletak pada data yang digunakan dalam penelitian.

29) Nevi Kusumaningtyas, Bambang Widagdo, dan Dewi Nurjannah. *The Effect of Interest Rate, Inflation and Exchange Value on Stock Returns with Profitability as Intervening Variables*. *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan* Volume 1 No. 2 Juni 2021.⁵⁹

Hasil penelitian Nevi menunjukkan bahwa suku bunga dan inflasi mempunyai pengaruh positif terhadap profitabilitas. Sementara nilai tukar berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Suku bunga, inflasi, dan nilai tukar berpengaruh negatif terhadap return saham, sedangkan profitabilitas berpengaruh positif terhadap return saham. Profitabilitas tidak mampu mengintervensi pengaruh suku bunga, inflasi dan nilai tukar terhadap return saham.

Kesamaan dengan penelitian ini adalah kajian tentang variabel return saham, suku bunga, inflasi serta nilai tukar. Namun dalam penelitian ini tidak menggunakan variabel moderasi sementara dalam penelitian Nevi profitabilitas digunakan sebagai variabel moderasi. Objek dalam penelitiannya pun berbeda, dalam penelitian ini menggunakan data perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* (JII), dalam penelitian yang dilakukan Nevi perusahaan perbankan yang menjadi objek penelitiannya.

30) Syaista Nur dan Nur Fatwa. *Analisis Pengaruh Indikator Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia*. *Jurnal Tabarru: Islamic Banking and Finance* Volume 5 Nomor 1, Mei 2022.⁶⁰

⁵⁹ Nevi Kusumaningtyas, Bambang Widagdo, and Dewi Nurjannah, "The Effect of Interest Rate, Inflation and Exchange Value on Stock Returns with Profitability as Intervening Variables," *Jamanika (Jurnal Manajemen Bisnis Dan Kewirausahaan)* 1, no. 2 (June 30, 2021): 97–108, <https://doi.org/10.22219/jamanika.v1i2.16773>.

⁶⁰ Syaista Nur and Nur Fatwa, "Analisis Pengaruh Indikator Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia," *Jurnal Tabarru: Islamic Banking and Finance* 5, no. 1 (March 29, 2022): 122–31, [https://doi.org/10.25299/jtb.2022.vol5\(1\).9045](https://doi.org/10.25299/jtb.2022.vol5(1).9045).

Hasil penelitian tersebut dapat disimpulkan melalui analisa regresi linear berganda, ditemukan bahwa variabel Inflasi, BI7DRR, Nilai tukar dan IHSG secara uji f simultan atau secara bersama-sama memiliki pengaruh positif terhadap ISSI. Sementara itu, secara uji t atau parsial, keempat variabel memiliki interpretasi yang berbeda-beda terhadap ISSI. Variabel Inflasi memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap ISSI sementara variabel nilai tukar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ISSI serta variabel BI7DRR berpengaruh negatif terhadap ISSI namun tidak signifikan. Selain itu, variabel IHSG memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap ISSI.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Syaista Nur dan Nur Fatwa adalah adanya beberapa variabel sama dalam variabel ekonomi makro serta adanya pembahasan saham syariah. Sementara perbedaannya terlihat dari adanya variabel harga emas serta return investasi syariah yang menjadi variabel terikat dalam penelitian ini. Sementara dalam penelitian Syaista indeks harga saham yang menjadi variabel terikatnya.

31) Jeihan Ali Azhar. *Pengaruh Faktor Fundamental dan Faktor Makroekonomi Terhadap Harga Saham dengan Risiko Sistematis sebagai Variabel Mediasi*. Disertasi Ilmu Ekonomi Islam Pascasarjana Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta 2022 M.⁶¹

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan analisis regresi dan Analisa jalur. Hasil penelitian Jeihan menyimpulkan bahwa : 1) Faktor fundamental (*leverage*, likuiditas, dan profitabilitas) dan faktor makroekonomi (kurs dolar, Inflasi, dan *BI rate*) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham; 2) Faktor fundamental (*leverage*, likuiditas, dan profitabilitas) dan faktor makroekonomi (kurs dolar, inflasi, dan *BI rate*), secara parsial keenam variabel bebas (*independen*) berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis (*beta*); 3) Faktor fundamental (*leverage*, likuiditas, dan profitabilitas) dan faktor makroekonomi (kurs dolar, inflasi, dan *BI rate*) terhadap harga saham yang

⁶¹ Jeihan Ali Azhar, "Pengaruh Faktor Fundamental Dan Faktor Makroekonomi Terhadap Harga Saham Dengan Risiko Sistematis Sebagai Variabel Mediasi" (Pascasarjana Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, 2022).

dimediasi risiko sistematis (β) menunjukkan keenam variabel bebas (independen) berpengaruh signifikan.

Adapun persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan Jeihan adalah sama-sama mengkaji pengaruh variabel makro ekonomi seperti kurs dolar, Inflasi, dan BI *rate* serta model penelitian yang digunakan adalah kuantitatif. Namun penelitian ini lebih fokus kepada harga saham dan risiko sistematis. Selain itu, perbedaan dengan penelitian ini adalah adanya variabel moderating dalam penelitian ini.

32) Husaeri Priatna. *Pengaruh Nilai Tukar, Produk Domestik Bruto, Inflasi, BI Rate, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas serta Implikasinya Pada Nilai Perusahaan yang Dimoderasi oleh Kebijakan Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2020)*. Disertasi Ilmu Manajemen Pascasarjana Universitas Pasundan. Bandung 2022 M.⁶²

Penelitian yang dilakukan Husaeri merupakan penelitian kuantitatif yang dianalisis dengan menggunakan teknik analisis data panel. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa secara parsial 1) Nilai Tukar berpengaruh positif dan signifikan terhadap Profitabilitas, 2) Produk Domestik Bruto berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Profitabilitas, 3) Inflasi berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Profitabilitas, 4) BI *Rate* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Profitabilitas, 5) Struktur Modal memiliki berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Profitabilitas, 6) Ukuran Perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Profitabilitas. Secara simultan Nilai Tukar, Produk Domestik Bruto, Inflasi, BI *Rate*, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap Profitabilitas. Kemudian Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan yang dimoderasi oleh

⁶² Husaeri Priatna, "Pengaruh Nilai Tukar, Produk Domestik Bruto, Inflasi, BI Rate, Struktur Modal Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas Serta Implikasinya Pada Nilai Perusahaan Yang Dimoderasi Oleh Kebijakan Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2020)" (Pascasarjana Universitas Pasundan, 2022).

Kebijakan Dividen, dan Kebijakan Dividen mampu memoderasi (memperkuat) Profitabilitas dalam menentukan Nilai Perusahaan.

Adapun persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan Husaeri adalah sama-sama mengkaji pengaruh variabel makro ekonomi seperti kurs dolar, Inflasi, dan BI *rate*. Tidak hanya itu, analisis yang digunakan pun sama yakni analisis regresi data panel. Namun dalam penelitian Husaeri, variabel terikat yang digunakan adalah nilai perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sehingga menjadi salah satu pembeda dengan penelitian ini.

33) Dodi Sukmayana, Laely Purnamasari, and Sugiyanto Ikhsan. *Impact of Macroeconomic Movements on Changes in Stock Returns.. International Journal of Social Science and Business* 6 No. 4 2022.⁶³

Penelitian yang dikaji oleh Dodi Sukmayana, Laely Purnamasari, and Sugiyanto Ikhsan tentang makro ekonomi dan return saham Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) periode 2009–2020. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa makroekonomi secara simultan berpengaruh terhadap return saham, inflasi secara parsial berpengaruh negatif terhadap return saham. Sementara itu suku bunga dan nilai tukar secara parsial berpengaruh positif terhadap return saham.

Penelitian tersebut memiliki kesamaan dengan penelitian ini karena membahas return saham dan makroekonomi, namun terdapat perbedaan diantaranya dalam penelitian ini membahas harga emas serta return saham *Jakarta Islamic Index* (JII).

F. Kerangka Berpikir

Investasi adalah kegiatan pengelolaan harta dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan. Namun dalam investasi tidak hanya keuntungan saja, terdapat juga risiko yang menyertainya. Keuntungan dan risiko seperti dua sisi mata uang yang tidak dapat terpisahkan dalam investasi. Sebagai seorang muslim, investasi sangat dianjurkan karena bagian dari memelihara harta. Kegiatan investasi

⁶³ Dodi Sukmayana, Laely Purnamasari, and Sugiyanto Ikhsan, "Impact of Macroeconomic Movements on Changes in Stock Returns," *International Journal of Social Science and Business* 6, no. 4 (November 10, 2022): 462–68, <https://doi.org/10.23887/ijssb.v6i4.50321>.

di pasar modal dalam bentuk saham syariah mempunyai peranan penting dalam pembangunan ekonomi suatu negara, karena bisa menjalankan dua fungsi yakni sebagai sarana pendanaan bagi perusahaan serta sebagai sarana investasi bagi masyarakat. Tujuan dari berinvestasi di saham syariah adalah mendapatkan keuntungan atau return yang diharapkan.

Tidak hanya itu, Islam pun telah memberikan prioritas lebih kepada investasi dari pada sekedar hanya tabungan. Apabila seseorang memiliki kekayaan berlebih, setelah mengeluarkan kewajiban-kewajiban agama, maka kekayaan itu akan lebih disukai untuk di investasikan. Sebab, Investasi pada ujungnya akan mendatangkan keuntungan yang merupakan bentuk dari pertambahan kekayaan. Kekayaan yang habis dikonsumsi akan tergantikan oleh kekayaan hasil investasi.⁶⁴

Dalam penelitian ini terdapat teori yang menjadi pilar kerangka pemikiran, yang pertama adalah *Grand theory* sebagai teori universal utama, kedua *middle theory* yang memberikan penjelasan masalah penelitian serta paradigma objek yang diteliti, dan ketiga *apply theory* yang memaparkan bagaimana teori dioperasionalkan dalam masalah yang membentuk objek kajian sehingga jelas karakteristik/ciri-ciri objek yang diteliti.⁶⁵ Terdapat beberapa teori hukum yang dapat digunakan sebagai landasan teoritis untuk mengkaji dimensi hukum dalam implementasi tentang return saham syariah.

1. Grand Theory (*Welfare State*)

Berdasarkan teori negara kesejahteraan (*welfare state*), tujuan utama setiap negara adalah untuk mencapai kesejahteraan bagi rakyatnya. Ini sejalan dengan tujuan pembentukan negara hukum Indonesia, yaitu menciptakan kesejahteraan masyarakat yang berkeadilan berdasarkan Pancasila dan UUD 1945. Oleh karena itu, dalam upaya mewujudkan kesejahteraan masyarakat yang adil, negara memberlakukan peraturan terkait ekonomi syariah, termasuk pengaturan dalam investasi pada saham syariah.

⁶⁴ Yadi Janwari, *Pemikiran Ekonomi Islam Dari Masa Rasulullah Hingga Masa Kontemporer* (Bandung: PT. Remaja Rosdakarya, 2016), 43.

⁶⁵ Juhaya S. Praja, *Buku Teori Hukum Dan Aplikasinya*, 2nd ed. (Bandung: CV Pustaka Setia, 2014), 129.

Krenenburg, mendefinisikan konsep negara kesejahteraan adalah negara tidak hanya untuk penguasa atau golongan tertentu tetapi untuk mensejahterkan seluruh rakyat dalam negara.⁶⁶ Pendapat tersebut muncul karena dilatarbelakangi oleh kepentingan ekonomi pada abad ke 19, dimana bisnis, perdagangan dan pertanian hanya dikuasai oleh Sebagian orang, yaitu kaum bangsawan sehingga pada saat itu terjadi kesenjangan ekonomi. Dalam konsep negara kesejahteraan, negara diharapkan untuk berperan aktif dalam bidang ekonomi dan juga dalam semua aspek kehidupan masyarakat. Ini bertujuan untuk mencapai kesejahteraan rakyat melalui partisipasi langsung dalam berbagai aktivitas masyarakat. Dalam konsep ini, peran negara sangat penting untuk memastikan kesejahteraan rakyat, dan sejauh mana masyarakat bisa sejahtera sangat bergantung pada peran negara dalam mewujudkan kesejahteraan tersebut.⁶⁷ Berdasarkan hal tersebut, kemudian lahir konsep negara kesejahteraan pada abad 20.

Negara kesejahteraan merujuk pada model pembangunan ideal yang menekankan peningkatan kesejahteraan melalui peran negara yang lebih besar dalam menyediakan layanan sosial secara universal dan menyeluruh kepada warganya. Negara, sebagai organisasi tertinggi yang terdiri dari satu atau beberapa kelompok masyarakat yang bercita-cita untuk bersatu dan hidup di wilayah tertentu dengan pemerintahan yang berdaulat, memiliki tanggung jawab ini. Kesejahteraan mencakup kesejahteraan masyarakat dan individu. Kesejahteraan masyarakat adalah kesejahteraan seluruh anggota masyarakat secara keseluruhan, sedangkan kesejahteraan individu berkaitan dengan kondisi mental dan kesejahteraan yang dipengaruhi oleh pendapatan, kemakmuran, dan faktor-faktor ekonomi lainnya.⁶⁸

Ideologi negara kesejahteraan (*welfare state*) menjadi dasar bagi kedudukan dan fungsi pemerintah di negara-negara modern. Konsep ini muncul dari pemikiran tentang perlunya pengawasan ketat terhadap pelaksanaan kekuasaan negara, khususnya eksekutif, yang pada masa monarki absolut sering kali

⁶⁶ Isrok and Dhia Al Uyun, *Ilmu Negara (Berjalan Dalam Dunia Abstrak)* (Malang: Universitas Brawijaya Malang Press, 2012), 23.

⁶⁷ Soehino, *Asas-Asas Hukum Tata Pemerintahan* (Yogyakarta: Liberty, 2000), 196.

⁶⁸ Moh. Mahfud MD, *Dasar Dan Struktur Ketatanegaraan Indonesia* (Jakarta: Rineka Cipta, 2001), 64.

menyalahgunakan kekuasaan. Konsep negara kesejahteraan ini menginspirasi dan menjadi obsesi para aktivis pergerakan kemerdekaan Indonesia, terutama "Bung Hatta" sebagai pejuang dan pendiri Negara Republik Indonesia, bahkan menjadikannya sebagai figur sentral.⁶⁹

Konsep negara kesejahteraan mempunyai ciri-ciri diantaranya: (1) pemisahan kekuasaan untuk mencegah terjadinya kekuasaan mutlak yang mendorong terjadinya penyalahgunaan kekuasaan (*power tends to corrupt, power absolutely corrupts absolutely*), (2) negara dapat berperan aktif dalam penyelenggaraan kepentingan rakyatnya yang berkaitan dengan bidang ekonomi, sosial dan budaya, (3) negara kesejahteraan mementingkan keadilan sosial dan bukan persamaan formil, (4) adanya kecenderungan peranan hukum publik semakin penting dan semakin mendesak, hal ini dikarenakan semakin luas peranan negara dalam bidang kehidupan (5) sebagai konsekuensi dari hal-hal dikemukakan di atas, dalam konsep negara kesejahteraan hak milik tidak dianggap lagi sebagai hak mutlak, akan tetapi dipandang sebagai fungsi sosial, ini berarti terdapat batas-batas dalam kebebasan penggunaan.⁷⁰

Konsep negara kesejahteraan berkembang di negara Barat seperti di Inggris, konsep *welfare state* dipahami sebagai alternatif terhadap *the Poor Law* yang kerap menimbulkan stigma, karena hanya ditujukan untuk member bantuan bagi orang-orang miskin. Berbeda dengan sistem dalam *the Poor Law*, negara kesejahteraan difokuskan pada penyelenggaraan sistem perlindungan sosial yang melembaga bagi setiap orang sebagai cerminan dari adanya hak kewarganegaraan (*the right of citizenship*), di satu pihak, dan kewajiban negara (*state obligation*), di pihak lain. negara kesejahteraan ditujukan orang tua dan anak-anak, pria dan wanita, kaya dan miskin, sebaik dan sedapat mungkin. Ia berupaya untuk mengintegrasikan sistem sumber dan menyelenggarakan jaringan pelayanan yang dapat memelihara dan

⁶⁹ W Riawan Tjandra, *Hukum Administrasi Negara* (Yogyakarta: Universitas Atma Jaya, 2008), 1.

⁷⁰ Ridwan HR, *Hukum Administrasi Negara* (Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2006), 13.

meningkatkan kesejahteraan (*well-being*) semua warga negara secara adil dan berkelanjutan.⁷¹

Bessant, Watts, Dalton, dan Smith, mengemukakan bahwa ide dasar negara kesejahteraan mulai berkembang pada abad ke-18 saat Jeremy Bentham (1748-1832) mengemukakan gagasan bahwa pemerintah memiliki tanggung jawab untuk memastikan kebahagiaan terbesar (atau kesejahteraan) bagi jumlah warga terbanyak. Bentham menggunakan istilah "*utility*" atau kegunaan untuk menggambarkan konsep kebahagiaan atau kesejahteraan. Berdasarkan prinsip utilitarianisme yang dikembangkannya, Bentham berpendapat bahwa sesuatu yang dapat meningkatkan kebahagiaan adalah baik, sedangkan sesuatu yang menyebabkan penderitaan adalah buruk. Menurutnya, tindakan-tindakan pemerintah harus selalu bertujuan untuk meningkatkan kebahagiaan sebanyak mungkin orang.⁷²

Menurut pandangan Esping-Andersen, negara kesejahteraan tidak memiliki satu pendekatan yang baku. Negara kesejahteraan sering diidentifikasi melalui atribut-atribut kebijakan pelayanan dan transfer sosial yang disediakan oleh negara kepada warganya, seperti pelayanan pendidikan, transfer pendapatan, dan pengurangan kemiskinan, sehingga konsep negara kesejahteraan dan kebijakan sosial sering dianggap sama. Secara mendasar, negara kesejahteraan mengacu pada peran aktif negara dalam mengelola dan mengorganisir perekonomian, termasuk tanggung jawab negara untuk menjamin ketersediaan pelayanan kesejahteraan dasar pada tingkat tertentu bagi warganya.⁷³ Pada akhirnya, dalam konsep negara kesejahteraan, segala bentuk tanggung jawab negara terhadap rakyatnya adalah berupaya membebaskan warga dari ketergantungan pada mekanisme pasar untuk memperoleh kesejahteraan (dekomodifikasi). Kesejahteraan dijadikan sebagai hak setiap warga yang dapat diperoleh melalui kebijakan sosial yang disediakan oleh negara.

⁷¹ Moh Mahfud MD, *Perdebatan Hukum Tata Negara : Pasca Amandemen Konstitusi* (Jakarta: Rajawali Press, 2007), 3.

⁷² Judith Bessant et al., *Talking Policy* (Routledge, 2020), 8, <https://doi.org/10.4324/9781003117636>.

⁷³ Darmawan Triwibowo and Sugeng Bahagijo, *Mimpi Negara Kesejahteraan* (Jakarta: LP3ES dan Perkumpulan Prakarsa, 2006), 8.

2. *Middle Theory (Signaling Theory & Arbitrage Pricing Theory)*

a. *Signaling Theory*

Signaling Theory atau teori sinyal termasuk salah ke dalam salah satu teori pilar dalam memahami manajemen keuangan. Secara umum, sinyal diartikan sebagai isyarat yang dilakukan oleh perusahaan kepada investor. Sinyal tersebut dapat berwujud dalam berbagai bentuk, baik yang langsung dapat diamati maupun yang harus dilakukan penelaahan lebih mendalam untuk dapat mengetahuinya. Sinyal yang disampaikan dapat berupa positif dan sinyal negatif.⁷⁴

Dilihat berdasarkan sejarahnya, pada tahun 1970 pertama kali dicetuskan teori sinyal oleh Arkelof dalam penelitiannya yang berjudul *The Markets For Lemons : Quality Uncertainty And The Market Mechanism*.⁷⁵ Kemudian pada tahun 1973, Spence memperkenalkan teori signaling dalam penelitiannya yang berjudul *Job Market Signaling*.⁷⁶ Pada jurnalnya tersebut, Spence menjelaskan mengenai pihak yang memiliki informasi dapat memberikan petunjuk atau sinyal dalam bentuk informasi yang menggambarkan kondisi perusahaan dalam mendapatkan manfaat atau keuntungan bagi pihak investor. Selain itu, teori ini juga menyatakan bahwa investor mampu mengetahui perusahaan mana yang mempunyai nilai tinggi atau rendah. Sehingga hal tersebut dapat menjadi acuan sebelum melakukan investasi.⁷⁷

Dalam perumusan teorinya, Spence membahas tentang sinyal dan apa yang disampaikan sinyal tersebut dalam pasar kerja dihubungkan dengan indikator ekonomi sebagai model dari fungsi signaling. Penelitian Spence mengenai potensi manajer yang kekurangan informasi tentang kualitas dari investor. Investor memperoleh sinyal mengenai kualitas perusahaan tersebut akan mengurangi asimetri informasi. Hal ini diduga merupakan sinyal yang dapat diandalkan oleh

⁷⁴ Fenty Fauziah, *Kesehatan Bank, Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan : Teori Dan Kajian Empiris* (Samarinda: RV Pustaka Horizon, 2017), 11.

⁷⁵ George A Arkelof, "The Markets For 'Lemons': Quality Uncertainty And The Market Mechanism," *The Quarterly Journal Of Economics* 83, no. 3 (1970): 488–500.

⁷⁶ Michael Spence, "Job Market Signaling," *Oxford Journals* 87, no. 3 (1973): 355–74.

⁷⁷ Agus Wahyudi Salasa Gama, Ni Wayan Eka Mitriani, and Ni Made Widnyani, *Kumpulan Teori Bisnis: Perspektif Keuangan, Bisnis Dan Strategik* (Bali: PT. Nilacakra Publishing Houe, 2024), 83.

investor, karena investor berkualitas rendah tidak akan mampu bersaing dengan investor yang pintar. Setelah Spence, kemudian teori signaling dikembangkan oleh Ross pada dunia pasar modal. Ross menyatakan bahwa pihak eksekutif perusahaan yang memberikan informasi lebih baik mengenai perusahaannya akan terdorong untuk menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor agar harga perusahaannya meningkat.⁷⁸

Lebih lanjut, Arkelof menyajikan suatu ilustrasi yang sederhana namun sangat bermakna atas pentingnya sinyal untuk membedakan kualitas bagus atas suatu perusahaan dibandingkan perusahaan lain, karena sinyal dapat mengubah ataupun sebagai suatu alat yang dapat dipergunakan oleh pihak eksternal dalam menilai perusahaan.⁷⁹ Teori sinyal merupakan hal yang penting dalam sebuah perusahaan karena informasi merupakan unsur penting bagi investor, keberadaan informasi merupakan hal yang begitu penting karena akan menyajikan keterangan yang diperlukan, informasi yang diperlukan, informasi yang diperlukan adalah yang lengkap, akurat, dan relevan terhadap keputusan investor di pasar modal. Informasi dari sinyal yang dapat diberikan juga dapat menjadi alat analisis agar investor dapat mengambil keputusan investasi yang tepat. Sehingga teori sinyal merupakan unsur kunci bagi investor.

b. *Arbitrage Pricing Theory (APT)*

Arbitrage Pricing Theory (APT) adalah teori yang pertama kali dikemukakan oleh Ross pada tahun 1976. Teori ini diusulkan sebagai alternatif dari model penetapan harga aset modal varian rata-rata, yang diperkenalkan oleh Sharpe, Lintner, dan Treynor, yang telah menjadi alat analitik utama untuk menjelaskan fenomena yang diamati di pasar modal untuk aset berisiko.⁸⁰

Arbitrage Pricing Theory (APT) adalah suatu teori dalam keuangan yang digunakan untuk menjelaskan harga aset keuangan dan pengembalian aset-aset tersebut. Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Stephen Ross pada tahun 1976

⁷⁸ Agus Wahyudi Salasa Gama, Ni Wayan Eka Mitariani, and Ni Made Widnyani, *Kumpulan Teori Bisnis: Perspektif Keuangan, Bisnis Dan Strategik* (Bali: PT. Nilacakra Publishing Houe, 2024), 85.

⁷⁹ Agus Wahyudi Salasa Gama, Ni Wayan Eka Mitariani, and Ni Made Widnyani, 88.

⁸⁰ Stephen A. Ross, "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing," *Journal of Economic Theory* 13 (1976): 341–360.

sebagai alternatif terhadap Model Harga Saham Gordon-Growth yang lebih dikenal.⁸¹ Prinsip dasar dari APT adalah bahwa harga aset keuangan akan disesuaikan oleh berbagai faktor risiko atau variabel makro ekonomi. APT mengasumsikan bahwa pengembalian aset-aset ini dapat dijelaskan oleh faktor-faktor risiko tersebut, dan investor akan meminta premi risiko yang sesuai untuk berinvestasi dalam aset tersebut. Dengan kata lain, APT menyatakan bahwa ada hubungan antara pengembalian aset dan faktor-faktor risiko tertentu.⁸²

Konsep APT menerapkan sejumlah variabel yang mirip dengan faktor-faktor pasar untuk menilai aset yang memiliki karakteristik serupa seperti menilai aset menggunakan return pasar. Variabel ini harus bersifat tidak terduga dan belum tercermin dalam harga aset tersebut.⁸³ Konsep kunci dalam APT adalah bahwa jika suatu portofolio aset tidak memiliki risiko yang bersifat arbitrase, maka tidak akan ada peluang arbitrase yang menguntungkan. Dalam konteks ini, arbitrase merujuk pada keadaan di mana seorang investor dapat memanfaatkan perbedaan harga atau premi risiko yang tidak sesuai dengan tingkat risiko sebenarnya. Dengan kata lain, jika ada kesempatan arbitrase yang dapat diambil, pasar akan cenderung mengoreksi diri sendiri untuk menghilangkan peluang arbitrase tersebut.⁸⁴

APT tidak menentukan jumlah faktor risiko yang spesifik atau jenis aset yang harus digunakan, tetapi memungkinkan penggunaan berbagai faktor risiko yang relevan dalam menjelaskan pergerakan harga aset. Oleh karena itu, APT bersifat lebih fleksibel daripada Model Harga Saham Gordon-Growth yang hanya menggunakan tingkat diskonto tertentu. Penerapan APT memerlukan analisis empiris untuk mengidentifikasi faktor-faktor risiko yang mempengaruhi aset-aset tertentu dan menentukan premi risiko yang sesuai. Dalam praktiknya, APT

⁸¹ Ariestianingsih, D. F. (2020). *Analisis Perbandingan Keakuratan Metode Capital Assets Pricing Model (Capm) Dan Arbitrage Pricing Theory (Apt) Dalam Memprediksi Return Saham (Studi Kasus Saham Di Idx30 Periode Agustus 2015–Juli 2018)* (Doctoral dissertation, Universitas Pancasakti Tegal).

⁸² Mattoviani, M. (2021). *Analisis Dividend Discount Model (Ddm) Untuk Penilaian Harga Wajar Saham Untuk Pengambilan Keputusan Investasi Di Pasar Modal (Studi Empiris Pada Perusahaan Subsektor Properti Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)* (Doctoral dissertation, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia Jakarta).

⁸³ Sri Handini and Erwin Dyah Astawinetu, *Teori Portofolio Dan Pasar Modal Indonesia* (Surabaya: Scopindo Media Pustaka, 2020), 233.

⁸⁴ Adnyana, I. M. (2020). *Manajemen Investasi dan Portofolio*.168.

digunakan oleh para analis keuangan dan manajer portofolio untuk memahami dan memprediksi pergerakan harga aset-aset keuangan berdasarkan faktor-faktor risiko yang relevan.⁸⁵

Variabel-variabel makro ekonomi dapat dijadikan faktor-faktor dalam *Arbitrage Pricing Theory* (APT). APT memungkinkan penggunaan berbagai faktor risiko, termasuk faktor-faktor makroekonomi, untuk menjelaskan pergerakan harga aset keuangan. Faktor-faktor makroekonomi adalah faktor-faktor yang mencakup ekonomi secara keseluruhan dan dapat mempengaruhi pasar keuangan secara signifikan. Beberapa contoh faktor makroekonomi yang dapat digunakan sebagai faktor-faktor dalam APT meliputi:⁸⁶

1. Suku Bunga, Perubahan dalam tingkat suku bunga, seperti tingkat suku bunga acuan bank sentral, dapat mempengaruhi harga aset keuangan seperti obligasi dan saham. Kenaikan suku bunga cenderung mengurangi nilai saham dan obligasi yang ada.
2. Tingkat Inflasi, Tingkat inflasi yang tinggi atau rendah dapat mempengaruhi daya beli konsumen, laba perusahaan, dan keuntungan investasi. Oleh karena itu, inflasi adalah faktor penting dalam analisis APT.⁸⁷
3. Pertumbuhan Ekonomi, Tingkat pertumbuhan ekonomi nasional atau global dapat berdampak signifikan pada kinerja perusahaan dan, akibatnya, pada harga saham dan aset lainnya.
4. Nilai Tukar Mata Uang, Nilai tukar mata uang dapat memengaruhi perusahaan multinasional dan perdagangan internasional, yang pada gilirannya memengaruhi harga saham perusahaan yang terkait dengan ekspor dan impor.
5. Faktor Demografi, Perubahan dalam demografi, seperti pertumbuhan populasi, distribusi usia, dan keadaan sosial ekonomi, dapat mempengaruhi permintaan dan pasokan di berbagai industri dan sektor ekonomi.

⁸⁵ Herlianto, D. (2013). Manajemen Investasi Plus Jurus Mendeteksi Investasi Bodong, 49.

⁸⁶ Tyas, V. R. A., Dharmawan, K., & Asih, M. (2014). Penerapan Model Arbitrage Pricing Theory dengan Pendekatan vector Autoregression dalam Mengestimasi Expected Return Saham. *Jurnal Matematika*, 3(1).

⁸⁷ Kennedy, P. S. J., & Hayrani, R. (2018). Pengaruh faktor-faktor ekonomi makro: Inflasi, kurs, harga minyak, dan harga bahan bangunan terhadap harga saham perusahaan properti di BEI. *Jurnal Mitra Manajemen*, 2(1), 1-12.

6. Kebijakan Pemerintah, Keputusan kebijakan pemerintah, termasuk perubahan dalam regulasi, pajak, dan subsidi, juga dapat menjadi faktor makroekonomi yang memengaruhi harga aset.

Dalam praktiknya, analis keuangan dan manajer portofolio akan melakukan analisis empiris dan statistik untuk mengidentifikasi faktor-faktor makroekonomi yang paling signifikan dalam menjelaskan pergerakan harga aset. Setelah faktor-faktor ini diidentifikasi, mereka dapat digunakan dalam model APT untuk memprediksi pergerakan harga aset dan mengelola portofolio dengan lebih baik. APT memberikan asumsi dimana terdapat beragam faktor ekonomi makro industri yang mempengaruhi return. Menurut Reilly dan Brown⁸⁸, APT juga menggunakan asumsi, seperti:

1. Kondisi sempurna pada pasar modal,
 2. Pendapatan aset dianggap sebagai model K-faktor karena proses stochastic, dan
 3. Investor lebih memilih kekayaan yang pasti dibandingkan kurang pasti.
- Dalam penjelasan diatas, dapat disimpulkan APT mengasumsikan bahwa investor berpikir return dihitung menggunakan model faktor dengan n faktor risiko.

Variabel-variabel ini dapat beragam baik dari segi waktu maupun lokasi, sehingga tidak ada variabel yang dianggap tetap dalam konsep APT ini. Pemilihan variabel ini sangat bergantung pada estimasi dan hasil uji estimasi yang dilakukan. Namun, dalam praktiknya, variabel ekonomi makro sering digunakan untuk menilai harga aset ini, walaupun tidak terbatas pada variabel ekonomi makro atau variabel perusahaan tertentu. Hal yang paling penting dalam pendekatan APT ini adalah kemampuan variabel-variabel tersebut untuk digunakan dalam arbitrase. Melalui konsep yang memungkinkan berbagai jenis dan jumlah variabel, ada pandangan bahwa konsep CAPM dengan menggunakan return pasar juga dapat dianggap sebagai konsep APT sederhana dengan satu variabel. Bahkan, konsep multifaktor

⁸⁸ Reilly, & Brown. (2000). *Investment Analysis and Portofolio Management*. USA: The Dryden Press.

yang dikembangkan oleh Fama dan French, mulai dari tiga faktor hingga lima faktor, pada dasarnya adalah konsep APT yang dikembangkan oleh Ross.⁸⁹

APT berakar pada tiga prinsip utama:⁹⁰

- a) Return dari sekuritas dapat dijelaskan melalui suatu model faktor.
- b) Terdapat sejumlah besar sekuritas yang dapat mengurangi risiko yang bersifat khusus melalui diversifikasi.
- c) Pasar sekuritas yang tidak berfungsi dengan baik tidak memungkinkan adanya peluang arbitrase yang berkelanjutan

APT adalah model yang sangat menarik. Ini tergantung pada asumsi bahwa keseimbangan rasional di pasar modal akan menghilangkan peluang arbitrase. Pelanggaran terhadap hubungan pembentukan harga dalam APT akan menyebabkan tekanan yang sangat kuat untuk mengembalikan harga meskipun hanya sedikit sekali investor yang menyadari adanya ketidakseimbangan tersebut. Selanjutnya, APT menghasilkan hubungan antara imbal hasil yang diharapkan dengan beta yang menggunakan portofolio yang terdiversifikasi dengan baik yang praktiknya dapat dibentuk dari sejumlah besar sekuritas.⁹¹ Teori APT mengasumsikan bahwa pengembalian sekuritas dihasilkan oleh sejumlah faktor industri dan pasar. Korelasi antara sepasang sekuritas terjadi ketika kedua sekuritas ini dipengaruhi oleh faktor atau faktor yang diantaranya dalam hal menggunakan inflasi, GNP, dan perubahan suku bunga sebagai contoh sumber atau faktor risiko sistematis.⁹²

Faktor tersebut merupakan bagian dari faktor makroekonomi yang akan berefek pada tingkat return saham perusahaan dengan tingkat pengaruh yang tidak sama. Munculnya perbedaan tersebut mengakibatkan harga saham bisa menjadi turun (*trend Bearish*) dari setiap periode tertentu atau sebaliknya harga sahamnya meningkat (*trend Bullish*). Sehingga ada unsur ketidakpastian tingkat

⁸⁹ Handini and Astawinetu, *Teori Portofolio Dan Pasar Modal Indonesia*, 233.

⁹⁰ Richard Roll and Stephen A Ross, "An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory," *The Journal Of Finance* xxxv, no. 5 (December 1980).

⁹¹ Zvi Bodie, Alex Kane, and Alan.J Marcus, *Investments*, 10th ed. (New York: McGraw-Hill Education Asia, 2014),184.

⁹² Ross, Westerfield, and Jaffe, *Corporate Finance*, 6th ed. (New York: McGraw-Hill Primis, 2022), 291.

pengembalian saham yang menjadi sebuah risiko yang sistematis. Risiko sistematis yang disebabkan oleh faktor makroekonomi tidak dapat dikendalikan. Sementara risiko yang disebabkan oleh faktor mikroekonomi merupakan risiko yang tidak sistematis yang dapat dikendalikan dengan melakukan diversifikasi investasi untuk meminimalkan risiko.⁹³

3. Applied Theory (Teori Portofolio dan Maqashid Syariah)

a. Teori Portofolio

Teori portofolio yang dikemukakan oleh Harry Markowitz yang dicetuskan pertama kali pada tahun 1952 sering disebut dengan teori portofolio modern (*Modern Portofolio Theory/MPT*). seorang ekonom lulusan Universitas Chicago yang telah memperoleh *Nobel Prize* di bidang ekonomi pada tahun 1990. Teori ini menyatakan bahwa risiko dan pengembalian keduanya harus dipertimbangkan dengan asumsi tersedia kerangka formal untuk mengukur keduanya dalam pembentukan portofolio.⁹⁴ Teori ini menjelaskan bahwa risiko dan pengembalian keduanya harus dipertimbangkan dengan asumsi tersedia kerangka formal untuk mengukur keduanya. Investor tidak hanya mempertimbangkan imbal hasil / return yang potensial dari suatu investasi, tetapi harus memperhatikan risiko dalam investasi tersebut. Teori portofolio berkaitan dengan estimasi investor terhadap ekspektasi risiko dan return, yang diukur secara statistik untuk membuat portofolio investasinya.⁹⁵

Pada dasarnya, teori portofolio dimulai dengan asumsi bahwa tingkat pengembalian atas efek di masa depan dapat diestimasi dan kemudian menentukan risiko dengan variasi distribusi pengembalian. Dengan asumsi tertentu, teori portofolio menghasilkan hubungan linear antara risiko dan pengembalian. Dalam hal ini, semakin besar risiko atas investasi atau pinjaman, maka semakin besar pula tingkat pengembalian yang diinginkan untuk menutup risiko tersebut.⁹⁶

⁹³ Zvi Bodie, Alex Kane, and Alan.J Marcus, *Investments*, 10th ed. (New York: McGraw-Hill Education Asia, 2014), 184.

⁹⁴ I Made Adnyana, *Manajemen Investasi Dan Portofolio* (Jakarta: Lembaga Penerbitan Universitas Nasional (LPU-UNAS), 2020), 32.

⁹⁵ Harry Markowitz, "Portfolio Selection," *The Journal of Finance* 7, no. 1 (March 1952): 77, <https://doi.org/10.2307/2975974>.

⁹⁶ I Made Adnyana, *Manajemen Investasi Dan Portofolio*, 32.

Teori portofolio berkaitan dengan estimasi investor terhadap ekspektasi risiko dan return, yang diukur secara statistik untuk membuat portofolio investasinya. Pada praktiknya para pemodal pada sekuritas sering melakukan diversifikasi dalam investasinya dengan mengombinasikan berbagai sekuritas atau dengan kata lain mereka membentuk portofolio. Dalam kenyataannya, kita akan sulit membentuk portofolio yang terdiri dari semua kesempatan investasi, karena itu biasanya dipergunakan suatu wakil yang terdiri dari sejumlah besar saham atau indeks pasar.

Teori portofolio Markowitz membahas tentang pemilihan portofolio dalam memilih saham atau penanaman modal dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan namun dengan risiko yang terendah. Maka dalam hal ini, portofolio yang optimal diperlukan. Lebih lanjut, Tandelilin menjelaskan bahwa terdapat tiga konsep dasar yang perlu dipahami sebagai dasar untuk pembentukan portofolio optimal, yaitu :⁹⁷

1) Portofolio Efisien dan Portofolio Optimal

Portofolio efisien merupakan portofolio dengan return tertinggi pada risiko tertentu atau portofolio pada risiko terendah dengan return tertentu. Untuk membentuk portofolio yang efisien harus berpegang pada asumsi bagaimana perilaku investor dalam pembuatan keputusan investasi yang akan diambilnya, yang paling penting semua investor tidak menyukai risiko (*risk averse*). Sedangkan portofolio optimal merupakan portofolio yang dipilih sesuai dengan preferensi investor bersangkutan terhadap pengembalian investasi berupa *return* dan *capital gain* maupun risiko yang bersedia ditanggungnya. Secara sederhananya portofolio optimal adalah portofolio yang yang dipilih sesuai preferensi investor dan himpunan set efisien portofolio.

2) Fungsi Utilitas dan Kurva Indeferen

Fungsi utilitas adalah suatu fungsi matematis yang menunjukkan nilai dari semua alternatif yang ada. Semakin tinggi nilai suatu alternatif pilihan, semakin tinggi utilitas alternatif tersebut. Dalam hal ini, fungsi utilitas dapat

⁹⁷ Tandelilin, *Pasar Modal : Manajemen Portofolio & Investasi* , 164–66.

ditunjukkan oleh preferensi seorang investor terhadap berbagai pilihan investasi dengan masing-masing risiko dan tingkat return harapan. Sementara itu, kurva indifferen menggambarkan kumpulan portofolio dengan kombinasi return harapan dan risiko masing-masing yang memberikan utilitas yang sama bagi investor.

3) Aset Berisiko dan Aset Bebas Risiko

Aset berisiko merupakan aset yang mengandung ketidakpastian pada tingkat return aktualnya, sedangkan aset bebas risiko kebalikannya yakni tingkat return masa depan sudah bisa dipastikan pada saat ini. Dalam berinvestasi, investor harus bisa memutuskan untuk menginvestasikan dananya pada berbagai aset, baik aset yang berisiko maupun aset yang bebas risiko ataupun kombinasi dari kedua aset tersebut.

Metode dengan menggunakan teori Markowitz merupakan salah satu metode yang tepat dalam memilih portofolio yang menekankan pada usaha memaksimalkan ekspektasi return dan dapat meminimalkan ketidakpastian atau risiko saham.⁹⁸ Dengan pendekatan teori portofolio Markowitz, investor bisa memanfaatkan semua informasi yang tersedia sebagai dasar pembentukan portofolio yang optimal. Dalam teorinya, pemilihan portofolio investor didasarkan pada preferensi mereka terhadap return harapan dan risiko masing-masing pilih portofolio.⁹⁹

Portofolio yang efisien merupakan portofolio yang memberikan *expected return* terbesar dengan tingkat risiko yang sama atau memberikan *expected return* yang sama dengan tingkat risiko yang kecil.¹⁰⁰ Terbentuknya portofolio efisien berkaitan dengan bagaimana perilaku investor dalam melakukan keputusan investasi yang dianggapnya paling tepat, yakni menginginkan keuntungan yang besar dengan tingkat risiko yang terendah, sehingga kita berasumsi semua investor merupakan *risk averse* yang berusaha menghindari risiko. Maka pembentukan

⁹⁸ Umiyatun Muthohiroh, Rita Rahmawati, and Dwi Ispriyanti, "Pendekatan Metode Markowitz Untuk Optimalisasi Portofolio Dengan Risiko Expected Shortfall (ES) Pada Saham Syariah Dilengkapi Gui Matlab," *Jurnal Gaussian* 10, no. 3 (2021): 445–54.

⁹⁹ Tandelilin, *Pasar Modal : Manajemen Portofolio & Investasi*, 167.

¹⁰⁰ Jogiyanto Hartono, *Portofolio Dan Analisis Investasi Pendekatan Modul*, 2nd ed. (Yogyakarta: CV. Andi Offset, 2022), 364.

portofolio yang efisien menjadi langkah awal sebelum menetapkan pilihan karena portofolio yang efisien menunjukkan gambaran bahwa portofolio tersebut akan memaksimalkan harapan pengembalian dengan tingkat risiko rendah yang dapat ditanggungnya.¹⁰¹

Pada umumnya investor merupakan pihak yang tidak menyukai risiko tetapi menginginkan pengembalian yang maksimal, namun kita perlu fokus pada prinsip investasi "*high risk, high return*". Semakin tinggi risiko yang ditanggungnya, maka pengembaliannya juga akan semakin tinggi. Sehingga sebagai seorang investor yang berperilaku risk averse, investor menghindari risiko hanya mau menimbang antara peluang bebas risiko yang akan dihadapi atau untung-untungan dengan pengembalian risiko yang positif. Seorang investor yang rasional adalah seorang yang berkeinginan keuntungan pengembalian besar dan rendah risiko atas investasinya. Ini berarti hal yang penting sehingga perlu untuk menentukan bagaimana investor dapat menghasilkan pengembalian yang efisien pada tingkat risiko yang dapat ditanggungnya.¹⁰²

Portofolio dikatakan efisien apabila memberikan imbal balik terbesar pada risiko tertentu, atau portofolio yang memberikan risiko paling kecil dengan tingkat return tertentu. Hal ini bergantung pada asumsi tentang bagaimana perilaku investor dalam membuat keputusan investasi.¹⁰³ Portofolio optimal merupakan bagian dari portofolio efisien, sehingga satu portofolio optimal merupakan satu portofolio efisien tetapi satu portofolio efisien belum tentu merupakan portofolio optimal.¹⁰⁴ Terbentuknya portofolio optimal berdasar pada semua set kombinasi aktiva yang efisien. Investor melakukan analisis untuk mencari dan menentukan set kombinasi aktiva-aktiva yang paling efisien di antara beberapa portofolio yang ada dan membangun portofolio yang optimal. Ini berarti set kombinasi aktiva-aktiva yang dapat menawarkan risiko minimum atau pengembalian optimal disebut portofolio

¹⁰¹ Agung Andoro Seto et al., *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi* (Padang: PT. Global Eksekutif Teknologi, 2022), 100.

¹⁰² Agung Andoro Seto et al., *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, 100.

¹⁰³ Z Maf'ula, S. R. Handayani, and Z. A. Zahroh, "Portofolio Optimal Dengan Penerapan Model Markowitz Sebagai Dasar Keputusan Investasi.," *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)* 63, no. 1 (2018).

¹⁰⁴ Hartono, *Portofolio Dan Analisis Investasi Pendekatan Modul*, 365.

efisien. Sehingga Portofolio yang optimal merupakan portofolio pilihan oleh seorang investor dari bermacam-macam portofolio dalam area set yang efisien, portofolio optimal menjadi portofolio yang dianggap paling tepat dengan preferensi investor yang erat hubungan dengan pengembalian yang maksimal dan tingkat risiko yang siap untuk ditanggung oleh investor serta mampu menghasilkan return tinggi dengan risiko rendah/tetap antara portofolio yang ada di dalamnya.¹⁰⁵

Portofolio dalam pandangan Islam bertolak dari kewajiban seorang muslim untuk menjaga hartanya, bahkan mati karena mempertahankan harta yang ingin dirampas secara tidak hak disamakan dengan mati syahid. Dalam Al Qur'an Allah berfirman dalam surat Al-Baqarah ayat 195:¹⁰⁶

وَأَنْفِقُوا فِي سَبِيلِ اللَّهِ وَلَا تُلْقُوا بِأَيْدِيكُمْ إِلَى التَّهْلُكَةِ وَأَحْسِنُوا إِنَّ اللَّهَ يُحِبُّ الْمُحْسِنِينَ

"Dan belanjakanlah (hartamu bendamu) di jalan Allah, dan janganlah kamu jatuhkan dirimu sendiri ke dalam kebinasaan, dan berbuat baiklah, karena sesungguhnya Allah menyukai orang-orang yang berbuat baik" (Al-Baqarah [2]:195)

Kalimat menjatuhkan dirimu sendiri ke dalam kebinasaan dapat ditafsirkan sebagai upaya agar harta itu tidak dibelanjakan kepada hal-hal yang membawa kebinasaan seperti barang-barang yang diharamkan Allah dan tujuan-tujuan maksiat. Dalam pengertian lebih luas, dapat pula ditafsirkan sebagai upaya agar harta benda yang diperoleh dengan susah payah itu tidak berkurang jumlah atau nilainya yang disebabkan oleh ketidakmampuan kita untuk menjaganya. Dari tafsiran ini dapat disimpulkan bahwa teori portofolio dimana tujuannya adalah untuk meminimalkan risiko sejalan dengan jiwa dari ayat Al Qur'an di atas. Seorang muslim seyogyanya mempunyai kepiawaian dalam perekonomian modern sekarang ini untuk memelihara hartanya supaya tidak digerogoti oleh berbagai risiko. Tentu saja definisi dari risiko itu sendiri perlu disesuaikan dengan pandangan hidup seorang muslim yang tidak identik dengan paham sekuler.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Agung Andoro Seto et al., *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, 101.

¹⁰⁶ A Soenarjo, *Al-Qur'an Dan Terjemahnya* (Jakarta: Yayasan Penyelenggara Penterjemah/ Pentafsir Al-Qur'an, 1971), 47.

¹⁰⁷ M.Umar Burhan, *Perilaku Rumah Tangga Muslim Dalam Menabung, Berinvestasi, Dan Menyusun Portofolio Kekayaan* (Malang: Universitas Brawijaya Press, 2012), 56–57.

b. Teori Maqashid Syariah

Melihat dari sejarahnya, maqashid syariah telah dibahas oleh ulama terdahulu, seperti Imam Haramain al-Juwayni yang telah membicarakan maqashid syariah dari aspek *ta' lil al-ahkamatau* aspek masalah dan mafsadah.¹⁰⁸ Maqashid syariah kemudian dikembangkan oleh ulama-ulama setelahnya seperti al-Ghazali dalam kitab *al-mabaadi al-khamsyah*, Izz al-Din 'Abd Salam dan al-Syatibi.¹⁰⁹ Diantara ketiga ulama tersebut, konsep maqashid syariah yang dikemukakan oleh Asy-Syatibi, yakni Maqashid Al-Syariah yang secara literal berarti tujuan penerapan hukum. Sejak terbitnya kitab Al-Muwafaqat yang dikenal sebagai kitab Maqashid.¹¹⁰

Maqashid Syariah menjadi suatu konsep baku dalam ilmu ushul fiqh yang berorientasi kepada tujuan hukum (syariah). Secara etimologi *maqashid* berasal dari kata qa-sa-da yang berarti menghadap pada sesuatu. Sedangkan secara terminologi adalah sasaran-sasaran yang dituju dan rahasia-rahasia yang diinginkan oleh *syari'* dalam setiap hukum-hukumnya untuk menjaga kemaslahatan manusia.¹¹¹ Menurut Wahbah Zuhaili, *maqasid syariah* berarti nilai-nilai dan sasaran *syara'* yang tersirat dalam segenap atau bagian terbesar dari hukum-hukumnya. Nilai-nilai dan sasaran-sasaran itu dipandang sebagai tujuan dan rahasia *syariah*, yang ditetapkan oleh *al-Syari'* dalam setiap ketentuan hukum.¹¹²

Inti atau substansi dari konsep maqasid syari'ah adalah kemaslahatan sebagaimana yang dikemukakan oleh Ibn al-Qayyim al-Jauziyah bahwa *maqashid al-syari'ah* adalah mencegah kerusakan dari dunia manusia dan mendatangkan kemaslahatan kepada mereka, pengendalian dunia dengan kebenaran, keadilan, dan kebajikan serta menerangkan tanda-tanda jalan yang harus dilalui di hadapan akal

¹⁰⁸ Mohd Fazali Abdul Manas, Abd Rahman Abd Ghani, and Mohd Noor Daud, "Aplikasi Maqasid Syariah Terhadap Pentafsiran Ayat Hukum Arak Dalam Tafsir Al-Azhar," *Sains Humanika* 10, no. 3-4 (November 28, 2018), <https://doi.org/10.11113/sh.v10n3-4.1549>.

¹⁰⁹ Nur Ikhsan Rizqi, "Maqashid Syari'ah Perspektif Imam Haramain Al-Juwayni," *El-Faqih: Jurnal Pemikiran Dan Hukum Islam*, 2021.

¹¹⁰ Asafri Jaya Bakri, *Konsep Maqashid Syari'ah Menurut Al-Syatibi* (Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada, 1996).

¹¹¹ Abdurrahman Kasdi, "Maqashid Syari'ah Dan Hak Asasi Manusia (Implementasi HAM Dalam Pemikiran Islam)," *Jurnal Penelitian* 8, no. 2 (2014).

¹¹² Ushul Fiqh Islamy, *Ushul Fiqh Islamy Az-Zuhaili, Wahbah*, vol. Juz II (Damaskus: Dar al Fikr, 1986), 1017.

manusia.¹¹³ Keberadaan *Maqashid Syariah* juga untuk mewujudkan kemaslahatan yaitu kebaikan bagi manusia baik di dunia maupun di akhirat yang dapat dicapai dengan terpenuhinya lima unsur maqashid syariah yaitu pemeliharaan agama, akal, jiwa, keturunan dan harta.¹¹⁴

Berdasarkan segi pengakuan atas *syari*, masalah terbagi menjadi 3 (tiga), yakni:¹¹⁵

- a. *Maslahah Mu'tabarah* yaitu *syari* yang memperhitungkan masalah yang mana secara langsung ataupun tidak secara langsung mengarahkan sesuatu atas keberadaan masalah yang dijadikan argumentasi dalam penetapan hukum.
- b. *Maslahah Mulghah* yaitu masalah yang dianggap baik oleh akal namun tidak diperhatikan *syar'a* dan terdapat petunjuk *syar'a* yang mempertentangkannya atau masalah yang lemah dan berbeda atas masalah yang lebih utama. Hal ini bertentangan atas bunyi *nash* Al-Quran ataupun hadits.
- c. *Maslahah Mursalah* yaitu masalah yang dianggap baik secara akal, searah dengan tujuan *syar'i* dalam penetapan hukum, akan tetapi tidak terdapat petunjuk *syar'a* memperbolehkannya dan tidak terdapat juga petunjuk *syar'a* yang mempertentangkannya atau masalah atas keberadaannya tidak disinggung oleh *syar'a*.

Imam asy-Syatibi membagi maqasid asy-syariah menjadi tiga tingkatan yakni:¹¹⁶

- a. *Daruriyyat* merupakan segala aspek kehidupan yang bersifat esensial, sehingga wajib ada sebagai syarat mutlak bagi terwujudnya kemaslahatan manusia, baik kemaslahatan di dunia maupun di akhirat, apabila hal ini diabaikan maka akan menimbulkan kerusakan dan kerugian.
- b. *Hajiyyat* adalah segala sesuatu yang menjadi kebutuhan primer manusia agar tercipta kebahagiaan dan kesejahteraan serta terhindar dari kemelaratan, baik

¹¹³ Ibn al-Qayyim Jauziyah, *I'lam Al-Muwaqqi'in*, vol. Juz III (Kairo: Dar al-Kutub al-Hadis, 1969), 177.

¹¹⁴ Nurhayati and Ali Imran Sinaga, *Fiqh & Ushul Fiqh* (Jakarta: Prenada Media Group, 2017), 75.

¹¹⁵ Wahbah Zuhailiy, *Al Ushul Al Fiqh Al Islami* (Beirut: Dar al Fiqr, 2006), 752.

¹¹⁶ Yadi Janwari, *Pemikiran Ekonomi Islam Dari Masa Rasulullah Hingga Masa Kontemporer*, 238–39.

di dunia maupun di akhirat. Jika hal ini tidak diperoleh maka kehidupan manusia akan mengalami kesulitan meskipun kehidupan mereka tidak sampai punah.

- c. *Tahsiniyyat* adalah suatu kebutuhan hidup yang bersifat komplementer atau pelengkap dan menyempurnakan kesejahteraan hidup manusia. Jika hal ini tidak terwujud maka kehidupan manusia akan menjadi kurang indah dan kurang nikmat, kendatipun tidak sampai pada kemudharatan dan kebinasaan hidup.

Maqashid syariah atau *al-Maqashid al-Syar'iyah* keduanya memiliki pengertian yang sama yang berarti tujuan-tujuan Syari'ah. *Maqashid syariah* adalah kalimat yang terbentuk dari *murakkab idhafi*. Secara etimologi, *maqashid* adalah bentuk jama' dari *maqad* yang berarti; bermaksud, berniat, dan menghendaki. Kata syari'ah secara bahasa berarti membuat peraturan, undang-undang dan hukum.¹¹⁷ *Maqasid* mengacu pada tujuan, sasaran, prinsip, maksud, tujuan, akhir. *Maqasid hukum Islam* adalah tujuan/maksud dibalik hukum Islam, bagi para fuqaha *maqasid* ini merupakan ekspresi alternatif dari kepentingan masyarakat.¹¹⁸

Secara terminologi *Maqashid al-Syariah* adalah aturan hukum yang disyariatkan Allah yang bertujuan untuk mewujudkan kemaslahatan manusia di dunia dan di akhirat.¹¹⁹ Menurut Ibnu Ashur memberikan definisi yang menarik bahwa *maqasid syariah* adalah nilai atau hikmah yang menjadi perhatian syari' dalam seluruh kandungan syariat, baik yang bersifat terperinci atau global.¹²⁰ Esensi dari konsep *maqashid syariah* mencegah melakukan kerusakan dunia dan membawa manfaat bagi umat manusia dengan kebenaran, keadilan, dan kebajikan, serta menjelaskan rambu-rambu jalan yang harus dilalui di hadapan akal manusia.¹²¹

¹¹⁷ Zainil Ghulam, "Implementasi *Maqashid Syariah* Dalam Koperasi Syariah," *Iqtishoduna* 5, no. 1 (April 1, 2016).

¹¹⁸ Jasser Auda, *Maqasid Al-Shariah As Philosophy Of Islamic Law* (London: The International Institute of Islamic Thought, 2007), 2.

¹¹⁹ Maimun Maimun, "Pendekatan *Maqashid Al-Syariah* Terhadap Pendistribusian Dana Zakat Dan Pajak Untuk Pembangunan Masjid," *Jurnal Manajemen Syariah* 4, no. 2 (2012): 1–10.

¹²⁰ Ibn Ashur, *Maqasid Al-Shari'ah Al-Islamiyah* (Tunisia: al-Maktabah al-Tunisiyah, 1979), 177.

¹²¹ Jauziyah, *I'lam Al-Muwaqqi'in*, Juz III:177.

Tujuan dari *maqashid syariah* harus bermuara pada kemaslahatan sehingga dapat mewujudkan kebaikan dan terhindar dari keburukan terhadap kehidupan manusia sehingga para mujtahid harus dapat memahami *maqashid syariah* dalam berijtihad.¹²² Hadirnya *Maqashid al-Syariah* bertujuan untuk mewujudkan kemaslahatan yaitu kebaikan bagi manusia baik di dunia maupun di akhirat yang dapat dicapai dengan terpenuhinya lima unsur *maqashid syariah* yaitu pemeliharaan agama, akal, jiwa, keturunan dan harta.¹²³

Pada pembagian *al-Maqashid*, Asy-Syatibi menjelaskan maksud Allah dalam menciptakan Syariat (*maqashid al-syariah*) dan maksud hamba dalam melaksanakan syariat itu (*maqashid al-mukallaf*).¹²⁴

- 1) *Maqashid al-syariah* dalam arti *qashdu al-Syari'* mengandung empat aspek. Keempat aspek itu adalah:¹²⁵
 - a. Tujuan Allah dalam menetapkan syariat atau hukum (*qashdu al-Syari' fi wadh'i al-syari'ah*)
 - b. Tujuan Allah menurunkan syari'atnya untuk dapat dipahami (*qashdu al-Syari' fi wadh'i al-syari'ah lil ifham*)
 - c. Tujuan Allah dalam menetapkan syari'at adalah untuk dilaksanakan sesuai dengan yang ketentuannya (*qashdu al-Syari' fi wadh'i al-syari'ah li al-taklif bi muqtadhaha*)
 - d. Tujuan Allah SWT menurunkan syariat untuk membawa hambanya ke bawah naungan hukum (*qashdu al-Syari' fi dukhul al-mukallaf tahta ahkam al-syari'ah*)
- 2) *Maqashid* yang kedua yaitu tujuan *Syari'* kepada subyek hukum (*qasdu al mukallaf*). Dalam kaitan ini al-Syathibi menekankan pada dua hal:¹²⁶

¹²² Ghofar Shiddiq, "Teori Maqashid Al-Syari'ah Dalam Hukum Islam," *Majalah Ilmiah Sultan Agung* (2009), 44.

¹²³ Nur Hayati and Ali Imran Sinaga, *Fiqh Dan Ushul Fiqh*, 1st ed. (Jakarta: Prenadamedia Group, 2018), 75.

¹²⁴ Hamka Haq Badry, Sayed Mahdi, and Setya Bhawono, *Al-Syathibi Aspek Teologis Konsep Mashlahah Dalam Kitab Al-Muwafaqat* (Jakarta: Erlangga, 2007), 22.

¹²⁵ Abu Ishaq Ibrahim bin Musa al-Lakhmi al-Ghimathi al-Maliki Syathibi, *Al-Muwafaqat Fi Ushul Al-Syariah*, 1st ed. (Beirut: Dar al-Nahdhah al- 'Arabiyyah, 1996), 324.

¹²⁶ Abu Ishaq Ibrahim bin Musa al-Lakhmi al-Ghimathi al-Maliki Syathibi, *Al-Muwafaqat Fi Ushul Al-Syariah*, 615.

- a. Tujuan Syari' kepada subyek hukum (mukallaf) adalah segala niat (maksud) dari perbuatan yang akan dilakukan harus sejalan dengan tuntunan syariat, sehingga dalam hal ini niat yang menjadi dasar dari suatu amal perbuatan.
- b. Siapa pun yang menjalankan perintah Allah SWT akan tetapi mempunyai maksud dan niat lain tidak seperti yang dimaksudkan oleh syariat, maka perbuatannya dikategorikan batal.

Pengembangan pengertian/terminologi *maqashid* klasik ke dalam pemikiran kontemporer, walaupun terdapat penolakan-penolakan dari beberapa fakih atas ide “kontemporerisasi” pengertian *maqashid*. Terdapat contoh-contoh yang diambil menurut pendekatan *dharuriyat*, sebagai berikut”

a. *Hifz an Nasl*

Hal ini menjadi keniscayaan yang dijadikan tujuan hukum Islam. Al'Amiri mengatakan hal ini diawal upayanya dalam mendeskripsikan teori *Maqashid* kebutuhan melalui istilah “hukum bagi tindakan melanggar kesusilaan”.¹²⁷ Al-Juwairi menjadikan lebih luas tentang “teori hukum pidana” (*mazajir*) menurut Al-'Amiri dengan “teori penjagaan” (*ismah*) yang digambarkan oleh Al-Juwaini dengan perumpamaan “*hifz al-furuq*” mempunyai pengertian menjaga kemaluan.¹²⁸ Abu hamid Al-Gazali mencetuskan ide *hifz al-nasl* (*hifzun-nasli*) merupakan *Maqashid* hukum Islam pada strata keniscayaan selanjutnya Al-Syatibi¹²⁹ mengikutinya.

Di abad 20 Masehi para cendekiawan *Maqashid* secara signifikan pengembangan “perlindungan keturunan” menjadikan pemikiran berlandaskan pendekatan keluarga. Seperti Ibn'Asyur menjadikannya “peduli keluarga” *Maqashid* hukum Islam. Ini diperjelas dalam monografnya, ‘*Usul Al-Nizam Al-Ijtima'i fi Al-Islam*’ yang ditujukan pada keluarga dan nilai-nilai moral dalam hukum Islam.¹³⁰ Peran Ibn'Asyur membukakan jalan keluar bagi para cendikia

¹²⁷ Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, Cetakan 1 (Bandung: Mizan Pustaka, 2015), 56.

¹²⁸ Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, 56.

¹²⁹ Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, 56.

¹³⁰ Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, 56.

kontemporer dalam pengembangan teori Maqashid di berbagai kejadian baru. Perspektif baru ini bukan hanya teori hukum pidana (*mujazirr*) menurut Al-Amiri maupun rancangan perlindungan (*hifz*) menurut Al-Gazali, namun rancangan “nilai dan sistem” menurut pemikiran Ibn’Asyur. Tapi, terdapat para cendekiawan kontemporer menolak usulan pemikiran tersebut ke dalam rancangan (konsep) baru layaknya keadilan dan kebebasan ke dalam Maqashid. diantaranya Syaikh Ali Jum’ah (Mufti Mesir) menghendaki bahwa rancangan tersebut telah secara implisit terdapat di teori klasik.

b. Hifz al-‘aql

Rancangan pada awalnya hanya terbatas dengan tujuan larangan minum-minuman keras dalam Islam, namun lebih berkembang melalui pemikiran ilmiah yang berkembang, syiar dalam mencari ilmu, perlawanan atas mental taklid, dan upaya pencegahan para pemikiran ahli keluar negeri.¹³¹

c. Hifz al-‘ird

Rancangan tersebut telah dijadikan rancangan utama dalam kebudayaan Arab sejak pra-Islam. Syir pra –Islam mengutarakan bagaimana ‘Antarah (seorang penyair) bertentangan dengan Kabilah Damdam perihal pencemaran kehormatannya. Hadits Nabi Muhammad SAW menjelaskan yaitu ”darah, harta, dan kehormatan di tiap muslim merupakan haram, tidak boleh ada yang melanggar”.¹³² Namun demikian, pernyataan perlindungan kehormatan di dalam hukum Islam perlahan-lahan tergantikan dengan “perlindungan harkat dan martabat manusia”, lebih luas lagi tergantikan dengan “perlindungan hak-hak asasi manusia” di dalam hukum Islam tentang Maqashid.¹³³ Hak-hak manusia (HAM) yang terdapat penyesuaian dalam hukum Islam menjadikannya *trending topic* debat, dilingkungan para cendikia muslim maupun komunitas internasional.¹³⁴

d. Hifz al-din

Al-Gazali dan Al’Syatibi menurut Al-‘Amiri dalam mengartikan rancangan perlindungan agama, yaitu “hukum atas meninggalkan ajaran yang benar”. Namun

¹³¹ Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, 57.

¹³² Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, 57.

¹³³ Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, 57.

¹³⁴ Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, 58.

demikian, sejalan dengan perkembangan teori ini diartikan kembali menjadi rancangan yang sangat berbeda yaitu “kebebasan kepercayaan (*freedom of faiths*)” berdasarkan terminologi Ibn’Asyur.¹³⁵ Pandangan yang sejalan merujuk pada ayat Al-Qur’an “tiada paksaan dalam agama” yang merupakan prinsip dasar, jika dibandingkan dengan pemahaman sebagai perspektif populer dan tidak tepat melalui seruan “hukuman bagi kemurtadan (*hadd al-riddah*)” yang sering dinyatakan di berbagai rujukan-rujukan tradisional dalam konteks *hifzuddin*.

e. *Hifz al-mal*

Berkaitan *hifzulmali*, penafsiran oleh para cendekiawan kedalam beragam istilah, Al-Gazali menafsirkan merupakan “hukuman bagi pencurian”, Al-‘Amiri dengan “proteksi uang”, dan Al-Juwaini penafsirannya dengan berbagai istilah sosio-ekonomi yang lebih dikenal, yaitu “bantuan sosial, pengembangan ekonomi, distribusi uang, masyarakat sejahtera, mengurangi kesenjangan strata sosio-ekonomi.¹³⁶ Berkembangnya implementasi *maqashid* akan mendorong perkembangan ekonomi yang diharapkan berbagai negara terutama negara-negara muslim.

Laporan pembangunan *United Nation Development Program* disusun menurut lebih dari 200 (dua ratus) indikator-indikator, diantaranya terdapat ukuran keikutsertaan politik, kemampuan membaca, partisipasi pendidikan, harapan hidup, aksesibilitas memperoleh air bersih, tenaga kerja, standar hidup, dan kesetaraan gender.¹³⁷ Menurut Jasser Auda pemberdayaan sumber daya manusia sepatutnya dijadikan tema kemaslahatan umat saat ini dan tujuan yang akan dicapai *maqashid syariah* melalui perwujudan hukum Islam, sehingga capaian *maqashid* mampu terukur secara empiris dengan pendekatan kemanfaatan target pembangunan sumber daya manusia menurut Perserikatan Bangsa-Bangsa berdasarkan standar ilmiah terkini merujuk pada *maqashid syariah*.¹³⁸

Penerapan teori di atas selaras dengan tujuan syariah yang dalam konteks hukum Islam disebut dengan *maqashid al-syariah*, yang keduanya banyak

¹³⁵ Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, 59.

¹³⁶ Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, 59.

¹³⁷ Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, 60.

¹³⁸ Jasser Auda, *Membumikan Hukum Islam melalui Maqashid Syariah*, 60.

menjelaskan teori tujuan hukum Islam (*maqashid al-syari'ah*), bahwa tujuan-tujuan syari'at ada yang bersifat *dharuriyyat*, *hajiyyat*, dan *tahsiniyyah*— yang berpijak kepada lima tujuan syari'at yakni: pertama, memelihara agama (*hifzh al-din*); kedua, memelihara jiwa (*hifzh al-nafs*); ketiga, memelihara keturunan (*hifzh al-nasl*); keempat, memelihara akal (*hifzh al-'aql*); dan kelima, memelihara harta (*hifzh al-maal*). Tujuan hukum Islam melalui peran pemerintah dalam pemenuhan hak-hak dan kewajiban antara lembaga penjamin dengan yang dijamin merupakan suatu kebutuhan primer (*qashdu al-dharuriyyah* atau *maslahat al-dharuriyyah*).

Variabel ekonomi makro merupakan salah satu faktor yang berpengaruh terhadap return investasi di pasar modal. Karena kondisi ekonomi makro suatu negara berpengaruh terhadap kinerja-kinerja perusahaan, salah satunya yang terdaftar sebagai emiten. Ada beberapa faktor makro ekonomi yang berpengaruh terhadap return saham diantaranya suku bunga, inflasi, kurs dan harga emas.

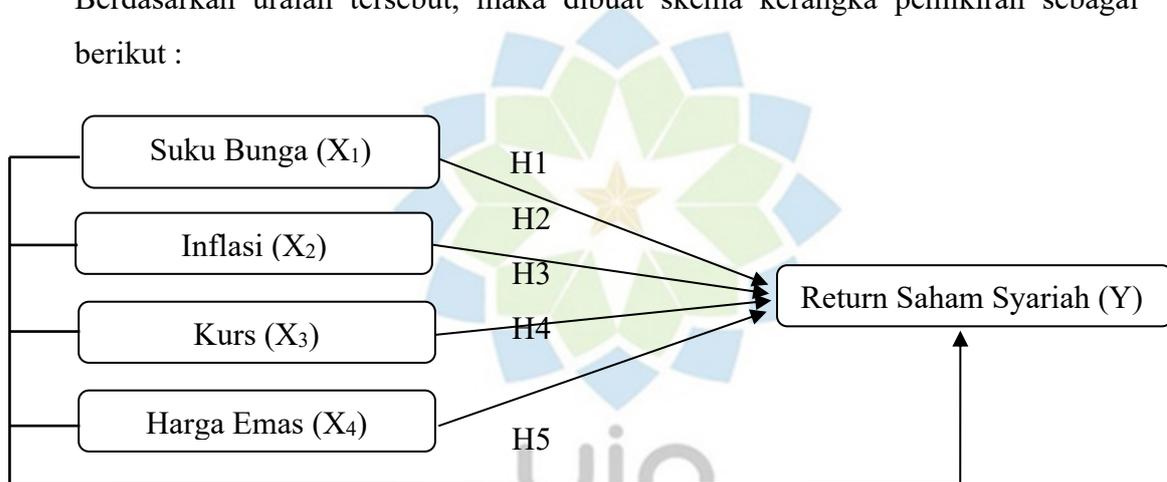
Suku bunga yang meningkat dapat menyebabkan bertambahnya biaya pinjaman perusahaan. Sehingga keuntungan dan potensi pertumbuhan perusahaan berkurang, yang pada akhirnya dapat mempengaruhi kinerja saham. Namun, disisi lain kenaikan suku bunga juga menjadi indikator pertumbuhan ekonomi yang lebih kuat, yang kemudian dapat meningkatkan permintaan atas produk dan jasa perusahaan yang akan memperkuat performa saham.

Inflasi dapat mempengaruhi kinerja saham karena dapat meningkatkan biaya produksi dan mengurangi daya beli konsumen yang kemudian dapat berpengaruh terhadap return saham. Tidak hanya suku bunga dan inflasi, nilai tukar juga dapat mempengaruhi kinerja saham karena bisa mempengaruhi biaya impor dan ekspor. Apabila nilai tukar mata uang lokal melemah terhadap mata uang asing, maka biaya impor perusahaan bisa menjadi lebih mahal dan harga jual produk yang dihasilkan dapat terpengaruh. Hal tersebut pada akhirnya dapat mempengaruhi return saham. Sebaliknya, jika nilai tukar mata uang lokal menguat, maka biaya impor perusahaan bisa menjadi lebih murah, yang dapat meningkatkan keuntungan yang kemudian akan berpengaruh terhadap return saham.

Harga emas dapat mempengaruhi return saham karena emas dianggap sebagai investasi riil yang lebih aman dibandingkan dengan investasi di saham.

Meningkatnya harga emas dapat mengurangi pendapatan dan keuntungan return saham karena berkurangnya investasi di saham, yang kemudian dapat menurunkan pertumbuhan dan performa saham.

Saham syariah merupakan salah satu instrumen investasi syariah di pasar modal yang bertujuan untuk mendanai perusahaan yang membutuhkan yang sesuai dengan prinsip syariah. Investor yang bertransaksi di saham syariah tentunya berharap untuk mendapatkan keuntungan dalam bentuk return. Return tersebut akan didapatkan ketika investor mampu memilih saham yang ditransaksikan dengan mempertimbangkan beberapa faktor salah satunya faktor makroekonomi. Berdasarkan uraian tersebut, maka dibuat skema kerangka pemikiran sebagai berikut :



Gambar 1.6
Kerangka Berpikir

G. Hipotesis

Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah hipotesis untuk mengetahui pengaruh signifikansi dimana Hipotesis nol (H_0) adalah hipotesis yang menyatakan tidak ada pengaruh yang signifikan baik variabel independen secara parsial maupun simultan terhadap variabel dependen. Sementara Hipotesis alternatif (H_a) adalah hipotesis yang menyatakan adanya pengaruh yang signifikan baik variabel independen secara parsial maupun simultan terhadap variabel dependen. Berikut adalah hipotesis dalam penelitian ini:

- H₀₁ = Tidak ada pengaruh yang signifikan suku bunga terhadap return saham :
Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
- H₁ = Ada pengaruh yang signifikan suku bunga terhadap return saham s
Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
- H₀₂ = Tidak ada pengaruh yang signifikan inflasi terhadap return saham s
Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
- H₂ = Ada pengaruh yang signifikan inflasi terhadap return saham syariah
pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
- H₀₃ = Tidak ada pengaruh yang signifikan kurs USD/IDRR terhadap
return saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
- H₃ = Ada pengaruh yang signifikan kurs USD/IDRR terhadap return
saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
- H₀₄ = Tidak ada pengaruh yang signifikan harga emas terhadap return
saham syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
- H₄ = Ada pengaruh yang signifikan kurs harga terhadap return saham
syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
- H₀₅ = Tidak ada pengaruh yang signifikan suku bunga, inflasi, kurs
USD/IDR dan harga emas secara simultan terhadap return saham
syariah pada Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.
- H₅ = Ada pengaruh yang signifikan suku bunga, inflasi, kurs USD/IDR
dan harga emas secara simultan terhadap return saham syariah pada
Perusahaan di *Jakarta Islamic Index*.