

**PENGARUH *BOOK TO MARKET RATIO*, *EARNINGS YIELD* DAN *DIVIDEND YIELD* TEHADAP *RETURN SAHAM* PERUSAHAAN YANG TERGABUNG
DALAM *JAKARTA ISLAMIC INDEX***



SKRIPSI

**DIAJUKAN KEPADA FAKULTAS SYARIAH
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA YOGYAKARTA
UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN SYARAT-SYARAT
MEMPEROLEH GELAR SARJANA STRATA SATU
DALAM ILMU EKONOMI ISLAM**

OLEH

**MUSYAROFAH
NIM 02391645**

PEMBIMBING

- 1. DRS. IBNU QIZAM SE, Akt., M.Si**
- 2. SLAMET HARYONO, SE, M.Si**

**PROGRAM STUDI KEUANGAN ISLAM
JURUSAN MUAMALAH
FAKULTAS SYARIAH
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUNAN KALIJAGA
YOGYAKARTA**

2007

Drs. Ibnu Qizam, S.E, M.Si, Akt.
Dosen Fakultas Syariah
UIN Sunan Kalijaga
Yogyakarta

Nota Dinas

Hal : Skripsi
Saudari Musyarofah

Kepada Yth.
Bapak Dekan Fakultas Syariah
UIN Sunan Kalijaga
di Yogyakarta

Assalamu'alaikum Wr. Wb.

Setelah membaca, meneliti, dan mengoreksi serta menyarankan perbaikan seperlunya, maka selaku pembimbing saya menyatakan bahwa skripsi saudara:

Nama : Musyarofah
NIM : 02391645
Jurusan : Muamalah Keuangan Islam
Judul : Pengaruh *Book To Market Ratio, Earnings Yield* dan *Dividend Yield* Terhadap *Return Saham* Perusahaan Yang Tergabung Dalam *Jakarta Islamic Index*

telah dapat diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar strata satu dalam Program Studi Keuangan Islam Jurusan Muamalah Fakultas Syariah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.

Dengan ini kami berharap agar skripsi saudara tersebut dapat segera dimunaqasyahkan. Untuk itu kami ucapkan terima kasih.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb.

Yogyakarta, 19 Rabiul Awal 1428 H
7 April 2007 M

Pembimbing I



Drs. Ibnu Qizam, S.E, M.Si, Akt.
NIP. 150 267 656

PENGESAHAN

Skripsi berjudul

**Pengaruh *Book to Market Ratio*, *Earnings Yield* dan *Dividend Yield* Terhadap
*Return Saham Perusahaan yang Terdaftar dalam Jakarta Islamic Index***

Yang disusun oleh:

Musyarofah

NIM: 02391645

Telah dimunaqasyahkan di depan sidang munaqasyah pada hari Senin tanggal 16 April 2007/28 Rabi'ul Awal 1428 H dan dinyatakan telah dapat diterima sebagai salah satu syarat memperoleh gelar sarjana strata satu dalam Ilmu Ekonomi Islam.

Yogyakarta, 10 Rabi'ul Tsani 1428 H
28 April 2007 M




Panitia Ujian Munaqasyah

Ketua Sidang


Muyassaratussholichah, S.Ag, SH, M.Hum

NIP. 150 291 029

Pembimbing I


Drs. Ibnu Qizam, SE, Akt., M.Si

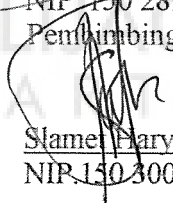
NIP. 150 267 656

Sekretaris Sidang


Gusnam Haris S.Ag, M.Ag

NIP. 150 289 213

Pembimbing II


Slamet Haryono, SE, M.Si


NIP. 150 300 994

Penguji I


Drs. Ibnu Qizam, SE, Akt., M.Si

NIP. 150 267 656

Penguji II


Misnen Ardiansyah, SE, M.Si

NIP. 150 300 993

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya:

Nama : Musyarofah

NIM : 02391645

Prodi – Jurusan : Keuangan Islam - Muamalah

menyatakan bahwa skripsi yang berjudul “**Pengaruh *Book To Market Ratio, Earnings Yield dan Dividend Yield Terhadap Return Saham Perusahaan Yang Tergabung Dalam Jakarta Islamic Index***” adalah merupakan hasil karya penyusun sendiri, bukan jiplakan atau pun saduran dari karya orang lain, kecuali pada bagian yang telah menjadi rujukan, dan apabila di lain waktu terbukti adanya penyimpangan dalam penyusunan karya ini, maka tanggung jawab ada pada penyusun.

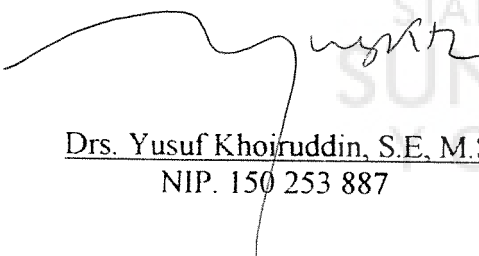
Demikian surat pernyataan ini saya buat dan dapat dipergunakan sebagaimana mestinya.


Yogyakarta, 19 Rabiul Awal 1428 H
7 April 2007 M

Mengetahui,

Ka. Prodi Keuangan Islam

Penyusun


Drs. Yusuf Khoiruddin, S.E., M.Si.
NIP. 150 253 887


Musyarofah
02391645

MOTTO

Maka apabila engkau telah membulatkan tekad,
bertawakallah kepada Allah

(Q.S Ali Imran: 159)



**PENGARUH *BOOK TO MARKET RATIO*, *EARNINGS YIELD* DAN
DIVIDEND YIELD TERHADAP *RETURN* SAHAM PERUSAHAAN YANG
TERGABUNG DALAM JAKARTA ISLAMIC INDEX**

MUSYAROFAH

02391645

ABSTRAK

Laporan keuangan merupakan salah satu sumber informasi yang penting untuk pengambilan keputusan investor. Rasio-rasio keuangan didesain untuk membantu mengevaluasi laporan keuangan. Diantara rasio-rasio keuangan tersebut, salah satunya adalah rasio pasar. Rasio pasar adalah rasio yang menghubungkan harga saham terhadap laba, arus kas dan nilai buku per lembar sahamnya. Rasio ini menunjukkan bagaimana investor menilai kinerja perusahaan di masa lampau dan prospeknya di masa yang akan datang.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh variabel *book to market ratio*, *earnings yield* dan *dividend yield* yang merupakan rasio-rasio pasar terhadap *return* saham pada perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index*. Populasi yang diambil dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan dibatasi pada perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* yang pernah membagikan dividen dalam kurun waktu penelitian 2001-2005 serta mempunyai nilai *Price Earning Ratio* yang positif. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan teknik *nonprobability sampling*. Pengujian dilakukan dengan analisis regresi berganda.

Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa *book to market ratio* dan *earnings yield* tidak terbukti secara signifikan mempengaruhi *return* dan variabel *dividend yield* secara signifikan terbukti mempengaruhi *return* serta mempunyai hubungan yang positif terhadap *return* sebesar 0,089. Secara bersama-sama ketiga variabel mempengaruhi *return* sebesar koefisien determinasi 27,5%.

KATA PENGANTAR

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله رب العالمين اشهد ان لا اله الا الله و اشهد ان محمدا عبده ورسوله

اللهم صل و سلم على محمد و على اله و اصحابه اجمعين

Puji Syukur penyusun panjatkan kepada *Rabb* semesta alam, atas nafas hidup, cinta dan segalanya yang senantiasa menyertai sehingga penyusun mampu menyelesaikan penyusunan skripsi ini. Untaian shalawat teriring salam tercurah kepada beliau Sang Revolusioner sejati, Nabi Muhammad SAW beserta keluarga dan sahabat-sahabatnya.

Penyusun menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi dengan judul “ **Pengaruh *Book to Market Ratio, Earnings Yield dan Dividend Yield terhadap Return Saham Perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index***” ini tidak lepas dari bantuan beberapa pihak, baik tenaga, kritik saran dan pemikiran. Oleh karena itu, penyusun menghaturkan terima kasih kepada:


1. Bapak Drs. Malik Madany, M.A, selaku Dekan Fakultas Syariah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta.
2. Bapak Drs. Yusuf Khoiruddin, S.E, M.Si, selaku Ketua Prodi Keuangan Islam.
3. Bapak Drs. Ibnu Qizam, S.E, M.Si, Akt., selaku Pembimbing I yang telah meluangkan waktu untuk memberikan bimbingan dan arahan kepada penyusun.
4. Bapak Slamet Haryono, S.E, M.Si, selaku Penasehat Akademik selama penyusun menempuh studi di prodi KUI dan selaku Pembimbing II.
5. Segenap Dosen dan karyawan di Fakultas Syariah UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta yang telah memberikan bekal ilmu dan jasa.

6. **Bapak dan eMa**, yang tak pernah mengenal kata “bosan dan lelah” untuk doa dan segala yang tak akan pernah terbalas dan tergantikan. **Ann dan Bien**, untuk denyut kecil dalam nafas bahtera ini. **Sist dEe n Mb aRtee**, untuk keluh yang slalu ku ungkap dan bisik hangat kalian.
7. Penukar jasa dan saksi bisu perjalanan ini di Perpustakaan D3 Ekonomi UGM, Pojok BEJ&Fak. Ekonomi UII, Pusat Data Pasar Modal Fakultas Ekonomi dan MSi UGM, UPT UNY, UMY, terima kasih untuk ruang, waktu, dan senyum yang terjadi. MULTAZAM CREW -jogja- Pak Sujid, Pak Agus, Pak Arief, Mr.Hand, De Anang, Pak Fakhru, Pak Fauzi Baadil, Mb Ipunk, Mb Din, Mb Novi. *experience is the best teacher!!! Isn't It?* Thanx 4 “Saling melengkapi”nya.
8. *Islamic Finance Community* 1,2,3 @ 02- Re "Tanto", isti, amma, ella, Fadly, Mb Hest, Pak dE, Mb Ends, Ka Tie, Izzah, Mira, de El el. Let's take the stars down from the sky 'n change the world.*AG Community; Imoeth, Bangau, Rombenk, Hajrun, Pi'ah & Sofyan #U're my Everything...#haalah??? Coz nafas qta adl kebebasan, tawa qta adl kebahagiaan, dan langkah qta adl masa depan. Sahabati Astri Aulia-99nyE Timoho. Dedengkot NSPi kRapyAk381, VieRust S.E*, untuk kuliah2 informal +perkenalannya dg ‘brigham’.

Semoga hanya Allah yang akan membalas atas semua kebaikan dan semoga skripsi ini bermanfaat bagi semua pihak yang memerlukan. Amin.

Yogyakarta, 23 Desember 2006

Penyusun



Musyarofah

PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB-LATIN

Transliterasi kata-kata Arab yang dipakai dalam penyusunan skripsi ini berpedoman pada Surat Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia Nomor: 158/1987 dan 0543b/U/1987

A. Konsonan Tunggal

Huruf Arab	Nama	Huruf Latin	Keterangan
ا	Alif	tidak dilambangkan	Tidak dilambangkan
ب	Bâ'	b	be
ت	Tâ'	t	te
ث	Sâ'	ś	es (dengan titik di atas)
ج	Jîm	j	je
ح	Hâ'	ḥ	ha (dengan titik di bawah)
خ	Khâ'	kh	ka dan ha
د	Dâl	d	de
ذ	Zâl	z	zet (dengan titik di atas)
ر	Râ'	r	er
ز	zai	z	zet
س	sin	s	es
ش	syin	sy	es dan ye
ص	sâd	ṣ	es (dengan titik di bawah)
ض	dâd	ḍ	de (dengan titik di bawah)
ط	tâ'	ṭ	te (dengan titik di bawah)
ظ	zâ'	ẓ	zet (dengan titik di bawah)
ع	'ain	'	koma terbalik di atas
غ	gain	g	ge
ف	fâ'	f	ef
ق	qâf	q	qi
ك	kâf	k	ka
ل	lâm	l	`el

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
NOTA DINAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iv
SURAT PERNYATAAN	v
MOTTO	vi
HALAMAN PERSEMBAHAN	vii
ABSTRAK	viii
KATA PENGANTAR	ix
PEDOMAN TRANSLITERASI ARAB INDONESIA	xi
DAFTAR ISI	xv
DAFTAR TABEL	xviii
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Pokok Masalah	5
C. Tujuan Penelitian dan Kegunaan Penelitian	6
D. Telah Pustaka	6
E. Kerangka Teori	9
F. Hipotesis	22
G. Metode Penelitian	23
1. Metode Pengumpulan Data	23
2. Teknik Penarikan Sampel	23
3. Definisi Operasional Variabel	25
4. Teknik Analisis Data	28
a. Model Regresi	28
b. Uji Asumsi Klasik	29
1) Uji Multikolinieritas	29
2) Uji Autokorelasi	29

3) Uji Heterokedastisitas.....	30
4) Uji Normalitas	31
c. Uji Hipotesis.....	31
1) Uji Statistik t.....	31
2) Uji Statistik F.....	33
H. Sistematika Pembahasan	33
BAB II <i>VALUE OF THE FIRM, MARKET VALUE RATIO, DIVIDEN, DAN</i>	
<i>RETURN SAHAM</i>	35
A. <i>Value of The Firm</i>	35
B. <i>Market Value Ratio</i>	36
1. <i>Book to Market Ratio</i>	36
2. <i>Earnings Yield</i>	38
3. <i>Dividend Yield</i>	39
C. <i>Return Saham</i>	45
BAB III GAMBARAN UMUM PASAR MODAL DAN <i>JAKARTA ISLAMIC INDEX</i>	47
A. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia.....	47
B. Gambaran Umum <i>Jakarta Islamic Index</i>	50
BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	57
A. Data	57
B. Analisis Data	60
1. Pengujian Asumsi Klasik	60
a. Uji Multikolinearitas	60
b. Uji Autokorelasi	62
c. Uji Heterokedastisitas.....	63
d. Uji Normalitas	63
2. Pengujian Hipotesis	64
a. Uji Statistik t.....	64
b. Uji Statistik F.....	68
BAB V PENUTUP	71

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Laporan keuangan secara tidak langsung melaporkan kondisi perusahaan pada suatu waktu dan operasionalnya pada periode sebelumnya. Nilai nyata dari laporan keuangan terletak pada fakta yang dapat digunakan untuk membantu memprediksi laba yang akan datang dan dividen. Dari sisi investor, kegunaan laporan keuangan sebagai prediksi sesuatu yang belum terjadi terkait dengan semua analisis yang ada dalam laporan keuangan tersebut. Sedangkan dari sisi manajemen, analisis laporan keuangan berguna untuk mengantisipasi kondisi yang akan terjadi dan yang lebih penting adalah sebagai titik awal perencanaan yang akan dilakukan untuk memperbaiki kondisi perusahaan di masa yang akan datang.¹

Rasio-rasio keuangan didesain untuk membantu mengevaluasi laporan keuangan. *Market value ratio* sebagai salah satu rasio keuangan adalah set rasio yang menghubungkan harga saham terhadap laba, arus kas dan nilai buku per lembar sahamnya. Rasio ini memberikan indikasi pada manajemen bagaimana investor menduga terhadap hasil perusahaan di masa lampau dan masa yang akan datang. Jika rasio likuiditas, rasio asset manajemen, rasio manajemen utang dan

¹ Houston dan Brigham, *Fundamentals of Financial Management* (Forth Worth: Harcourt College Publication, 2001), hlm.88-89.

rasio profitabilitas kelihatan baik, maka rasio pasar akan tinggi dan kemungkinan kenaikan harga saham dapat di harapkan.²

Penelitian ini menggunakan tiga variabel fundamental³ yaitu *book to market ratio*, *earnings yield* dan *dividend yield* sebagai variabel-variabel yang diduga mempengaruhi tingkat *return* sebuah perusahaan. Selain itu, melihat begitu pentingnya rasio pasar sebagai penilaian terhadap laporan keuangan, khususnya dalam membantu menganalisis laporan keuangan, maka penyusun memasukkan variabel *dividend yield* sebagai salah satu variabel yang diduga juga mempengaruhi tingkat *return* perusahaan yang merupakan nilai kembalian yang diharapkan oleh investor. Chan, Hamao dan Lakonishok (1991) menyebutkan bahwa pemilihan terhadap variabel-variabel fundamental lebih didorong oleh intuisi dan kepopuleran variabel tersebut diantara para praktisi-praktisi, bukan atas dasar model eksplisit teori. Sejauh ini, sebagaimana penelitian yang dilakukan Fama dan French (1992) menyatakan bahwa beberapa variabel dapat membantu memprediksi *return*, khususnya *yield* yang diwakili oleh *earnings yield* dan *dividend yield*. *Earnings yield* dan *dividend yield* dihubungkan dengan *return* karena keduanya adalah proksi dari *underlying risk*, bukan *traditional risk* sebagaimana *beta*.⁴

² *Ibid.*, hlm. 102.

³ Penggunaan istilah ini merunut pada penelitian yang dilakukan oleh Chan, Hamao dan Lakonishok tahun 1991.

⁴ Louis K. C. Chan, Yasushi Hamao, dan Josef Lakonishok, "Fundamentals and Stock Return in Japan," *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 5 (Desember 1991), hlm.1741.

Fama *et. al.* (1992) menyebutkan bahwa terdapat pengaruh yang kuat dari *book to market ratio* terhadap *return* saham. Perusahaan yang dinilai pasar memiliki prospek yang baik akan mempunyai nilai pasar yang tinggi, sehingga *book to market ratio* akan bernilai rendah. Adanya *book to market* yang rendah, mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki *return* yang rendah pula. Kesimpulannya, perusahaan dengan prospek yang dinilai rendah oleh pasar akan mempunyai *return* yang lebih besar daripada perusahaan dengan prospek kuat. Dari penelitian-penelitian yang dilakukan sebelumnya, menunjukkan adanya ketidak konsistenan hasil yang diperoleh. Dari permasalahan ini, maka penyusun bermaksud meneliti pengaruh variabel *book to market ratio*, *earnings yield* dan *dividend yield* terhadap *return* saham perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index*. Sebelum investor memutuskan untuk membeli atau menjual saham, investor perlu memperhatikan nilai buku, harga pasar dan nilai intrinsik saham. Nilai buku sangat menentukan harga pasar saham yang bersangkutan. Nilai buku saham juga mencerminkan nilai perusahaan yang tercermin pada nilai kekayaan bersih ekonomis yang dimiliki perusahaan. Oleh karena itu, nilai buku saham bersifat dinamis, karena tergantung pada perubahan nilai kekayaan bersih ekonomis pada suatu saat.⁵

⁵ Abdul Halim, *Analisis Investasi*, Edisi 2 (Jakarta: Salemba Empat, 2005), hlm. 20.

Nilai saham juga dapat ditentukan dari dividen atau laba yang dihasilkan.⁶ Dividen merupakan sebagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Pembayaran dividen yang tinggi diartikan bahwa perusahaan mempunyai prospek keuntungan yang baik. Sebaliknya, penurunan pembayaran dividen diartikan bahwa prospek keuntungan perusahaan kurang baik. Dengan demikian, harga saham cenderung mengikuti naik turunnya dividen yang dibayarkan.⁷ Jika besarnya dividen yang dibayarkan sama tiap tahunnya sampai tahun ke- t dan pada tahun tersebut investor tidak menjual sahamnya, maka tingkat pengembalian yang diperoleh investor sama dengan besarnya *dividend yield*, karena investor hanya memperoleh penghasilan dari pembayaran dividen. Dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa besarnya tingkat pengembalian (*return*) yang diterima investor juga dipengaruhi oleh besarnya *dividend yield*.⁸

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Ball dan Brown (1968) membuktikan bahwa laba memiliki kandungan informasi yang signifikan, sehingga berpengaruh terhadap harga saham. Jika informasi tersebut berupa kejutan berita baik (laba lebih tinggi daripada perkiraan sebelumnya), harga saham akan naik cukup drastis. Sebaliknya, jika kejutan berupa berita buruk,

⁶ Zaenal Arifin, *Teori Keuangan dan Pasar Modal*, Edisi I, cet. I (Yogyakarta: Ekonisia, 2005), hlm. 153.

⁷ Abdul Halim, *Analisis Investasi*, hlm. 21.

⁸ *Ibid.*, hlm. 23-34.

harga saham akan turun.⁹ *Earnings yield* merupakan rasio laba (*earning*) terhadap harga (*price*) saham. Merunut pada penelitian Ball *et. al.* (1968), jika laba yang diperoleh perusahaan tinggi, maka harga saham juga akan naik. Demikian juga halnya dengan *earnings yield*, jika laba tinggi dan *earnings yield* juga naik, maka *return* yang merupakan perubahan harga saham diharapkan akan naik.

Penelitian ini merupakan replikasi penelitian yang dilakukan oleh Rakhmayanti (2003) yang berjudul “Pengaruh *Firm Size*, *Book to Market Ratio*, *Earnings Yield*, dan *Dividend Yield* terhadap *Returns* Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta”. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah pada variabel-variabel yang digunakan, obyek yang diteliti dan periode pengamatan. Alasan JII dipilih sebagai obyek penelitian, lebih pada kepentingan studi, disamping untuk menambah wacana mengenai kinerja JII sebagai benchmark investasi syariah atau indeks syariah.

B. Pokok Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah diatas, maka pokok masalah yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh *book to market ratio*, *earnings yield* dan *dividend yield* terhadap *return* saham?

⁹ Ray Ball dan P. Brown, “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers,” *Journal of Accounting Research*, dalam Zaenal Arifin, Teori Keuangan, hlm. 153.

2. Diantara ketiga variabel yang diuji, variabel mana yang memiliki pengaruh paling besar terhadap *return* saham?

C. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Tujuan yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk menjelaskan apakah *book to market ratio*, *earnings yield* dan *dividend yield* berpengaruh terhadap *return* saham.
2. Untuk mengetahui variabel yang mempunyai pengaruh paling besar terhadap *return* saham dalam penelitian.

Adapun kegunaan yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

1. Bagi akademisi, dengan adanya penelitian ini diharapkan mampu menjadi rujukan bagi penelitian berikutnya.
2. Menambah bukti empiris tentang variabel – variabel yang mempengaruhi *return* saham, khususnya rasio pasar yang terkandung dalam laporan keuangan.

D. Telaah Pustaka

Sejauh ini penelitian tentang *return* telah banyak dibahas dalam karya ilmiah baik yang dipublikasikan maupun tidak, dan memperoleh hasil yang tidak konsisten. Dalam penelitian ini penyusun akan meneliti faktor yang mempengaruhi *return* yaitu dengan meneliti variabel-variabel *book to market ratio*, *dividend yield*, dan *earnings yield* dalam perusahaan-perusahaan yang

termasuk dalam *Jakarta Islamic index*. Dalam menyusun karya ilmiah, seorang peneliti pasti memerlukan data-data sebagai bahan penyusunannya. Untuk mendukung hal tersebut penyusun akan berupaya melakukan penelitian dengan menggunakan sumber yang relevan dan penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya.

Rakhmayanti (2003) menguji pengaruh *firm size*, *book to market ratio*, *earning yield*, dan *dividend yield* terhadap *returns* saham pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Kurun waktu penelitian ini adalah dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2000. Dari penelitian ini dihasilkan bahwa *firm size* mempunyai pengaruh yang negatif dan tidak signifikan terhadap *return*, *book to market ratio* mempunyai pengaruh yang negatif signifikan terhadap *return* saham, sedangkan *earning yield* dan *dividend yield* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *return* saham.¹⁰

Brilian (2004) menguji pengaruh penyimpangan *size* dan *book to market equity ratio* terhadap *return* saham. Penelitian ini mengambil sampel 154 perusahaan yang tersebar di lebih dari 30 industri dalam kategori perusahaan non keuangan yang memiliki *book equity positif* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *size* yang *diproxy* dengan *market equity* mempunyai hubungan yang lemah dengan *return* yaitu sebesar

¹⁰ Rakhmayanti "Pengaruh Firm Size, Book to Market Ratio, Earnings Yield, dan Dividend Yield Terhadap Returns Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta," *Skripsi* tidak dipublikasikan, Fakultas Ilmu Sosial, Universitas Negeri Yogyakarta (2003).

0.049 (dibawah 0.5). *Book to market equity ratio* mempunyai korelasi yang lemah yaitu sebesar 0,149 (dibawah 0,5).¹¹

Chan *et. al.* (1991) menguji pengaruh faktor-faktor fundamental terhadap *return* saham. Penelitian ini mengambil sampel perusahaan-perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang ada di *Tokyo Stock Exchange*. Kurun waktu penelitian yaitu dari Januari 1971 sampai Desember 1988. Penelitian ini menguji perbedaan pengaruh dari empat variabel terhadap *return* saham di *Tokyo Stock Exchange* (TSE). Keempat variabel yang diujikan yaitu *earnings yield*, *size*, *book to market ratio*, dan *cash flow yield*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa dari empat variabel yang diujikan, hanya dua variabel yang mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *expected return*, yaitu *book to market ratio* dan *cash flow yield*.¹²

Fama *et. al.* (1992) menguji faktor yang diduga mempunyai pengaruh yang representatif terhadap *expected return* pada saham. Fama dan French menggunakan variabel penelitian *market equity (size)*, *beta*, *book to market ratio*, dan *average returns*. Fama *et. al.* (1992) membagi teorinya kedalam dua konteks, yaitu *rational valuation* dan *overreaction*. Inti dari teori *rational valuation* adalah bahwa *size* dan *book to market ratio* adalah indikator risiko melalui hubungan keduanya dengan prospek ekonomi perusahaan. Sedangkan inti dari teori

¹¹ Brilian Perdana, "The Anomaly of Size and Book to Market Equity Ratio Effect on The Stock Return," *Skripsi* tidak dipublikasikan, Fakultas Ekonomi Program Internasional, Universitas Islam Indonesia Yogyakarta (2004).

¹² Louis K. C. Chan, Yasushi Hamao, dan Josef Lakonishok, "Fundamentals and Stock Return in Japan".

overreaction adalah bahwa investor *overreact* terhadap *return* saham yang terjadi sehingga menyebabkan saham-saham “*loser*” menjadi “*undervalued*” dan saham-saham “*winers*” menjadi “*overvalued*”. Kesimpulan dari penelitian ini adalah jika asset dihargai secara rasional (*priced rationally*) maka risiko saham multidimensi. Perusahaan yang dinilai pasar memiliki prospek yang rendah (*poor prospects*) akan memiliki sinyal berupa harga pasar yang rendah. Harga pasar yang rendah mengindikasikan adanya *book to market ratio* yang tinggi, dan adanya *book to market* yang tinggi mengindikasikan adanya *expected stock returns* yang tinggi pula. Sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan prospek yang dinilai pasar rendah akan memperoleh *expected return* yang tinggi daripada perusahaan yang prospeknya kuat.¹³

E. Kerangka Teoretik

Pasar modal bagi emiten berfungsi sebagai sarana untuk memperoleh dana dari masyarakat untuk pendanaan investasinya. Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia secara umum ditandai oleh berbagai indikator diantaranya adalah semakin maraknya para pelaku pasar modal syariah yang mengeluarkan efek-efek syariah, salah satunya saham-saham dalam *Jakarta Islamic index (JII)*. JII dimaksudkan sebagai tolak ukur (*benchmark*) untuk mengukur kinerja suatu

¹³ Eugene F. Fama dan Kenneth R. French, “The Cross-Section of Ekspected Stock Returns,” *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 2 (Juni 1992).

investasi pada saham dengan basis syariah.¹⁴ Syarat utama yang diinginkan oleh investor untuk bersedia menyalurkan dananya melalui pasar modal adalah perasaan aman atas investasinya. Perasaan aman ini timbul karena para investor memperoleh informasi yang benar, lengkap, dan tepat waktu, sehingga memungkinkan investor untuk mengambil keputusan secara rasional.¹⁵

Tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan *return* yang merupakan imbalan atas keberanian investor, tanpa melupakan risiko yang harus ditanggungnya. Sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Sedangkan *capital gain (loss)* merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor. Investor yang menanamkan modal dalam bentuk saham, *yield* ditunjukkan oleh besarnya dividen.¹⁶ Dividen adalah proporsi laba atau keuntungan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimilikinya. Sedangkan *capital gain* adalah selisih antara nilai jual dengan nilai beli jika investor tersebut menjual

¹⁴ Ngapon, "Semarak Pasar Modal Syariah," <http://www.bapepam.go.id/layanan/warta/2005-april/semarak-syariah.pdf>, akses 5 April 2006.

¹⁵ Dian Agustin Puspitasari dan Banu Witono, "Pengaruh Pengumuman Dividen Tunai ditinjau dari Kenaikan dan Penurunan Dividen terhadap Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham di Bursa Efek Jakarta," *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 3, No. 2 (September 2004), hlm. 107-108.

¹⁶ Eduardus Tandililin, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio* (Yogyakarta: BPFE, 2001), hlm. 47-48.

saham tersebut. Ketiga variabel yang diduga mempengaruhi tingkat *return* yang diuji dalam penelitian ini diperoleh dalam laporan keuangan perusahaan. Ketiga variabel tersebut antara lain:

1. *Book to Market Ratio*

Book to Market ratio merupakan rasio nilai buku saham dengan nilai pasar saham. Rasio ini digunakan untuk menemukan nilai dari perusahaan dengan membandingkan nilai buku perusahaan terhadap nilai pasarnya.¹⁷ Rasio ini akan diperoleh dengan membalikkan nilai *price to book value* (PBV) yang tercantum dalam laporan keuangan, karena *book to market ratio* adalah *invers* dari *price book value*.¹⁸ *Price Book Value* (PBV) menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Semakin tinggi rasio ini berarti pasar percaya akan perusahaan tersebut. PBV dapat dihitung dengan rumus:¹⁹

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Nilai Buku Saham}}$$

¹⁷ <http://financialdictionary.thefreedictionary.com/Book-To-Market+Ratio>, akses 22 april 2006.

¹⁸ Rakhmayanti, "Pengaruh *Firm Size*, *Book to Market Ratio*, *Earning Yield* dan *Dividend Yield* terhadap *Returns Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*", Skripsi UNY, 2003 tidak dipublikasikan.

¹⁹ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab* (Jakarta: Salemba Empat, 2001), hlm.141.

2. *Earnings Yield*

Earnings Yield merupakan kebalikan (*invers*) dari *P/E Ratio* (rasio harga terhadap laba).²⁰ *PER* menggambarkan apresiasi pasar terhadap kemampuan dalam menghasilkan laba. Semakin kecil *PER* berarti harga saham perusahaan tersebut semakin murah.

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

EPS (*Earning Per Share*) merupakan rasio yang menunjukkan berapa besar keuntungan yang diperoleh investor atau pemegang saham per saham. Semakin tinggi *EPS* berarti laba yang diterima oleh pemegang saham semakin besar. *EPS* dihitung dengan rumus.²¹

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

3. *Dividend Yield*

Dividend Yield merupakan rasio yang menunjukkan seberapa besar perusahaan membayar dividen tiap tahun relatif terhadap harga saham. Dalam keadaan tidak adanya *capital gains*, *dividend yield* adalah tingkat kembalian

²⁰ Paul Haar, "P/E Ratio vs. Earnings Yield," <http://www.webcom.com/~haahr/essays/pe-vs-ey.html>, akses 16 april 2006.

²¹ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia*, hlm. 139-140.

dari investasi (*Return On Investment*) saham. *Dividend Yield* dinyatakan dalam persentase.²² *Dividend Yield* dapat dihitung dengan formula:

$$DY = \frac{\text{Dividen per Share}}{\text{Share Price}}$$

Return, Risiko dan Mekanisme Pasar dalam Perspektif Syari'ah

a. *Return* dan Risiko dalam Investasi Keuangan Islam

Islam mengajarkan umatnya untuk melakukan aktivitas bisnis. Investasi sebagai salah satu aktivitas bisnis selalu dihadapkan pada tingkat *return* dan risiko. *Return* atau tingkat kembalian dari suatu investasi dalam islam pada dasarnya sama dengan definisi *return* dalam bahasa sehari-hari, yaitu tingkat kembalian modal (*ma'ad*). Sedangkan risiko didefinisikan sebagai kemungkinan penyimpangan dari hasil yang diharapkan. Pengertian risiko dalam bahasa arab sama dengan *gharar* dan sering juga dirujuk dengan ketidakpastian (*uncertainty*). Dalam literatur keuangan dan investasi, tidak mudah mendefinisikan pengertian *gharar*, risiko atau ketidakpastian, karena risiko sering didefinisikan hampir sama dengan pengertian *gharar* dan ketidakpastian. Penjelasan mengenai *gharar* dan risiko adalah sama dengan *uncertainty* yang dianggap cukup membantu dikemukakan oleh Heidjen (1996) yang menyatakan bahwa:

²² "Dividend Yield," <http://www.investopedia.com/terms/d/dividendyield.asp>, akses 20 April 2006. Pengertian serupa dapat dilihat dalam Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia*, hlm. 142.

Risk, memiliki preseden historis dan dapat dilakukan estimasi probabilitas untuk tiap hasil yang mungkin muncul. *Structural uncertainty* adalah kemungkinan terjadinya suatu hasil bersifat unik, tidak memiliki preseden di masa lalu, tetapi tetap terjadi dalam logika kausalitas. *Unknownables* menunjuk kejadian yang secara ekstrem kemunculannya tidak terbayangkan sebelumnya.²³

Al- Suwailem (1999) membedakan risiko menjadi dua macam, yaitu:

risiko pasif, seperti *game of chance* yang hanya mengandalkan keberuntungan dan risiko responsif, seperti *game of skill* yang memungkinkan adanya distribusi probabilitas hasil keluaran dengan hubungan kausalitas yang logis. Hubungan keduanya merupakan hubungan transaksi investasi yang menunjukkan bahwa investasi tersebut diperbolehkan atau dilarang. Secara umum, risiko diukur dengan *beta* atau standar deviasi. Akan tetapi hal tersebut tidak dapat menggambarkan investasi mana yang *gharar* dan yang tidak. Sehingga dengan menggunakan perangkat *game theory*, *gharar* dinyatakan sebagai “*simply zero-sum game with uncertainty payoffs*”. Al-Suwailem juga menentukan batasan *gharar* berdasarkan rumus:

$$\Gamma = \frac{\sum x_i p(x_i) - \sum x_i p(x_i)}{E_{ww} - E_{wl}}$$

Dimana:

- Γ = *Payoff*
- x_i = *Uncertain payoff in case i*
- $p(x)$ = *Discrete probability xi*

²³ Dalam Muhamad, *Dasar-dasar Keuangan Islami* (Yogyakarta: Ekonisia, 2004), hlm. 107.

ww = Set of case for both players to win

wl = Set of case in which player A win when player B loses

Keadaan *win-win outcome* terjadi saat $\Gamma > 0$, dimana *expected utility* menghasilkan pertukaran yang saling menguntungkan. Sedangkan kondisi *zero-sum game* terjadi jika $\Gamma \leq 0$, yang berarti keadaan *win-lose outcome*, atau satu pihak memperoleh keuntungan sementara pihak lain dirugikan. Investasi yang mengandung unsur *win-lose* dengan besaran tertentu dapat dijadikan rujukan untuk menentukan, apakah transaksi tersebut mengandung unsur *gharar* atau tidak. Berdasarkan penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa transaksi *gharar* dapat disebabkan oleh dua hal yaitu: kurangnya informasi pada pihak yang melakukan kontrak dan tidak adanya obyek yang diperjual-belikan.²⁴

Investasi pada saham (*equity investment*) merupakan preferensi yang tepat bagi investor muslim. Meski demikian, fikih klasik menyatakan bahwa ekuiti tidak bisa disamakan dengan instrumen keuangan islami, seperti kontrak *mudharabah* dan *musyarakah*. Alasannya karena ekuiti dapat dijual kapan saja pada pasar sekunder tanpa memerlukan persetujuan dari perusahaan yang mengeluarkan saham. Sementara *mudharabah* dan *musyarakah* ditetapkan berdasarkan persetujuan *shahibul maal* (investor) dan perusahaan sebagai *mudharib* untuk suatu periode tertentu dan investor yang terlibat kontrak *mudharabah* dan *musyarakah* dapat menikmati bagian

²⁴ *Ibid.*, hlm. 108-109.

dari profit yang mungkin diperoleh, tetapi tidak untuk *capital gain*, kecuali jika kemudian dilakukan sekuritisasi asset kontrak *mudharabah* dan *musyarakah* tersebut.

Dalam fikih modern, sekuritas saham dipandang sebagai penyertaan dalam *mudharabah partnership* yang merefleksikan kepemilikan perusahaan, bukan saham penyertaan pribadi. Kepemilikan perusahaan disamakan dengan kepemilikan terhadap asset perusahaan, sehingga perdagangan saham dapat dilakukan bukan sebagai model patungan usaha (*sharika 'aqd*), namun sebagai bentuk kepemilikan bersama atas asset perusahaan (*sharika milk*). Dengan susunan tersebut, *co-owners* dapat menjual sahamnya pada pihak ketiga tanpa memerlukan persetujuan *co-owners* lain, atau melalui likuidasi terlebih dahulu.

Fikih klasik menyatakan bahwa penilaian/penjualan di tengah masa usaha kemungkinan akan menimbulkan *gharar*, akan tetapi keberatan tersebut dapat diatasi dengan praktek akuntansi dan model *valuation* modern serta adanya kewajiban *disclosure* laporan keuangan kepada pemilik saham. Dengan demikian, investor maupun pasar memiliki informasi tentang nilai sebuah perusahaan, sehingga saham-saham dapat diperjual-belikan secara wajar dengan harga pasar. *Market value* juga tampak lebih mencerminkan nilai yang lebih wajar dibandingkan *book value*. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa sekuritas-sekuritas dapat diperjual-belikan dengan

menggunakan mekanisme pasar sebagai penentu harga dan hal tersebut berarti *capital gain* dapat pula diperoleh selain *profit-sharing* dari dividen.

Pasar modal yang rasional mencerminkan perilaku rasional dalam harga saham sesuai dengan tingkat dividen dan ekspektasi yang wajar. Selama ini muncul kekhawatiran bahwa penerapan prinsip-prinsip Islam dalam pasar modal akan menyebabkan inefisiensi pasar, karena dianggap adanya *trade-off* antara Islam dengan efisiensi pasar. Kekhawatiran tersebut kemudian dijawab oleh Obaidullah yang menyatakan bahwa pasar modal yang Islami dapat mencapai likuiditas tanpa harus metode yang mengorbankan prinsip dan norma Islam. Selain itu, volume perdagangan dapat tetap tinggi dengan memperluas komunitas investor yang memiliki informasi yang berharga dan relevan.²⁵

b. Mekanisme Pasar dalam Islam

Pasar adalah hal yang sangat penting dalam ekonomi Islam.²⁶ Kebebasan ekonomik adalah tiang pertama dalam struktur pasar Islam.²⁷ Rasulullah sebagai seorang pelaku pasar sangat menghargai harga yang terjadi karena mekanisme pasar yang bebas dan menyuruh masyarakat mematuhi harga pasar tersebut. Rasulullah juga menolak adanya intervensi

²⁵ *Ibid.*, hlm. 154-156.

²⁶ M.B. Hendrie Anto, *Pengantar Ekonomika Mikro Islami*, Edisi Pertama, cet. 1 (Yogyakarta: Ekonisia, 2003), hlm. 268.

²⁷ Monzer Kahf, *Ekonomi Islam Telaah Analitik terhadap Fungsi Sistem Ekonomi Islam* Alih bahasa Machnun Husein (Yogyakarta: Aditya Media, 2000), hlm. 66.

harga, jika perubahan harga yang terjadi adalah karena mekanisme pasar yang wajar.

Pasar yang wajar adalah pasar yang di dalamnya terdapat nilai-nilai moralitas yang harus dipenuhi. Nilai-nilai moralitas tersebut antara lain: persaingan yang sehat (*fair play*), kejujuran (*honesty*), keterbukaan (*transparancy*) dan keadilan. Nilai-nilai moralitas tersebut merupakan *internal values* dari setiap pelaku pasar dan merupakan refleksi dari keimanan seseorang kepada Allah. Penolakan Rasulullah terhadap adanya intervensi harga terbukti yaitu pada saat tingkat harga di Madinah naik secara tiba-tiba, dan beliau diminta oleh masyarakat untuk menetapkan harga, beliau menolak untuk membuat kebijakan penetapan harga tersebut. Beliau berpendapat, selama kenaikan harga tersebut terjadi karena kekuatan permintaan dan penawaran yang murni dan tidak dibarengi dengan dorongan-dorongan monopolistik dan monopsonistik, maka harga tersebut adalah wajar. Tetapi, Rasulullah berperan sebagai pengawas (*controller*) atas kinerja pasar. Upaya penegakkan nilai-nilai moralitas secara eksternal yang dilakukan oleh Rasul yaitu dengan menegur, menasehati bahkan memberikan sanksi jika nilai-nilai moralitas tersebut dilanggar.²⁸

Dalam sistem ekonomi Islam, pasar juga harus bersandarkan pada nilai-nilai syariah dan etika, baik berupa perintah, larangan, anjuran

²⁸ M.B. Hendrie Anto, *Pengantar Ekonomika Mikro Islami*, hlm. 269-272.

maupun himbauan. Pasar merupakan wahana untuk mengapresiasi kepemilikan individu. Dalam konsep ekonomi Islam, profit bukanlah tujuan akhir dari investasi. Demikian pula dalam pengalokasian sumber ekonomi, bahwa keputusan yang diambil tidak hanya berdasarkan atas mekanisme pasar semata, karena hal tersebut dapat mengakibatkan ketergantungan pada kekuatan *demand* dan *supply*. Proses alokasi sumber ekonomi juga harus disesuaikan dengan nilai-nilai syariah dan preferensi konsumen yang bertujuan untuk mewujudkan kemaslahatan hidup bersama.²⁹

Equilibrium price dalam perspektif ekonomi Islam adalah harga yang tidak menimbulkan dampak negatif ataupun kerugian bagi para pelaku pasar. Harga dikatakan adil jika harga tersebut dapat menutupi semua biaya operasional produsen dengan margin laba tertentu, serta tidak merugikan para pembeli.³⁰

Mekanisme pasar dalam membentuk harga antara lain dikemukakan oleh:

1) Abu Yusuf (731-798 M)

Dalam *Al Kharaj*, Abu Yusuf telah membicarakan beberapa prinsip dasar mekanisme pasar. Beliau mengatakan bahwa:

²⁹ Said Sa'ad Marthon, *Ekonomi Islam di Tengah Krisis Ekonomi Global*, alih bahasa Ahmad Ikhrom dan Dimyauddin, cet. Ke-1 (Jakarta: Zikrul hakim, 2004), hlm. 77-79.

³⁰ *Ibid.*, hlm. 88.

Tidak ada batasan tertentu tentang murah dan mahal yang dapat dipastikan. Hal tersebut ada yang mengaturnya. Prinsipnya tidak bisa diketahui. Murah bukan karena melimpahnya makanan, demikian juga mahal bukan karena kelangkaan makanan. Murah dan mahal merupakan ketentuan Allah (sunatullah). Kadang-kadang makanan sangat sedikit, tetapi harganya murah.³¹

Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa bukan hanya permintaan dan penawaran saja yang dapat menentukan harga suatu barang, melainkan ada variabel-variabel lain yang menentukan. Meskipun secara langsung beliau tidak menjelaskan variabel-variabel tersebut, tetapi kemungkinan yang dimaksud dengan variabel-variabel lain adalah jumlah uang yang beredar di masyarakat pada saat itu maupun adanya penimbunan terhadap suatu barang.

2) Al Ghazali (1058-1111 M)

Dalam *Al Ihya Al 'Ulumuddin*, Al ghazali menjelaskan tentang proses terbentuknya harga melalui sistem barter, pentingnya aktifitas perdagangan dan evolusi terjadinya pasar dan kekuatan permintaan dan penawaran dalam mempengaruhi harga. Beliau menyebutkan bahwa dalam sistem barter terdapat beberapa kesulitan, sehingga diperlukan suatu pasar. Al ghazali juga tidak menyangkal bahwa motif utama dalam berdagang adalah mencari keuntungan. Namun yang perlu ditekankan adalah adanya etika bisnis yang merupakan penurunan dari nilai-nilai Islam, karena keuntungan yang

³¹ Dalam M.B. Hendrie Anto, *Pengantar Ekonomika Mikro Islami*, hlm. 275.

sesungguhnya adalah keuntungan yang akan diperoleh di akhirat kelak. Konsep elastisitas permintaan juga telah dikaji, hal ini terbukti dengan pernyataan beliau bahwa mengurangi margin keuntungan dengan menjual harga yang lebih murah akan meningkatkan volume penjualan, sehingga akan meningkatkan keuntungan.

3) Ibnu Taimiyyah (1263-1328 M)

Secara umum Ibnu Taimiyyah sangat menghargai arti penting harga yang terjadi karena mekanisme pasar yang bebas. Beliau menolak adanya segala intervensi untuk menekan atau menetapkan harga yang dapat mengganggu mekanisme pasar bebas. Beliau berpendapat selama kenaikan atau penurunan permintaan dan penawaran disebabkan oleh faktor-faktor alamiah, maka dilarang adanya intervensi harga. Intervensi hanya dibenarkan pada kasus spesifik dengan persyaratan tertentu, misalnya adanya penimbunan.

4) Ibnu Khaldun (1332-1383 M)

Tidak seperti Ibnu Taimiyyah, Ibnu Khaldun tidak mengajukan saran-saran kebijakan pemerintah untuk mengelola harga. Beliau lebih banyak memfokuskan pada penjelasan faktor-faktor yang mempengaruhi harga. Ibnu Khaldun membedakan barang ke dalam dua jenis, yaitu: barang pokok dan barang mewah. Menurutnya, jika suatu kota dengan penduduk yang bertambah banyak, maka harga kebutuhan pokok akan menurun karena meningkatnya penawaran bahan pangan

dan barang pokok lainnya. Sementara itu, harga barang mewah akan naik sejalan dengan meningkatnya gaya hidup yang mengakibatkan peningkatan permintaan barang mewah tersebut.

Ibnu khaldun juga menjelaskan faktor lain yang mempengaruhi tingkat harga, yaitu adanya pengaruh persaingan diantara para konsumen dan meningkatnya biaya-biaya akibat pajak dan pungutan lain. Tinggi rendahnya keuntungan juga akan berdampak pada perilaku pasar. Tingkat keuntungan yang wajar akan mendorong tumbuhnya perdagangan, tingkat keuntungan yang rendah akan membuat lesu perdagangan, sementara tingkat keuntungan yang tinggi juga akan melemahkan perdagangan, sebab akan menurunkan tingkat permintaan konsumen.³²

F. Hipotesis Penelitian

$H_1 = \text{Book to market ratio}$ berpengaruh positif terhadap *return* saham.

$H_2 = \text{Earnings yield}$ berpengaruh positif terhadap *return* saham.

$H_3 = \text{Dividend yield}$ berpengaruh positif terhadap *return* saham.

$H_4 = \text{Book to market ratio, earnings yield dan dividend yield}$ secara simultan berpengaruh terhadap *return* saham.

³² *Ibid.*, hlm. 280-281.

G. Metode Penelitian

Menurut metode yang digunakan, penelitian ini termasuk dalam jenis penelitian *ex post facto* yaitu suatu penelitian yang dilakukan untuk meneliti peristiwa yang telah terjadi kemudian merunut ke belakang untuk mengetahui faktor-faktor yang dapat menimbulkan kejadian tersebut.³³ Berdasarkan tingkat explanasinya, penelitian ini termasuk dalam penelitian asosiatif dimana penelitian ini bermaksud mengetahui hubungan dua variabel atau lebih.³⁴

1. Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data primer yang telah diolah lebih lanjut dan disajikan baik oleh pihak pengumpul data primer maupun oleh pihak lain.³⁵ Data tersebut berupa laporan keuangan dan data *return* yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, website BEJ (www.jsx.co.id), Pusat Data Pasar Modal Universitas Gadjah Mada dan Pojok BEJ Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

2. Teknik Penarikan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek/subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index*

³³ Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis* (Bandung: CV. Alfabeta, 2004), hlm. 7.

³⁴ *Ibid.*, hlm. 11.

³⁵ Husein Umar, *Research Methods in Finance and Banking* (Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama, 2002), hlm. 82.

periode 2001-2005. Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut dan mewakili populasi tersebut.³⁶ Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* dan pernah membagikan dividen selama periode penelitian.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah teknik *nonprobability sampling* yaitu teknik pengambilan sampel dengan tidak memberi peluang /kesempatan yang sama bagi setiap unsur atau anggota populasi untuk dipilih menjadi sampel.³⁷ Sampel yang digunakan dalam penelitian ini diambil berdasarkan kriteria sebagai berikut:

- a. Laporan keuangan perusahaan yang terdaftar dalam *Jakarta Islamic Index* selama tahun 2001- 2005 minimal selama dua kali penyaringan tiap tahunnya.
- b. Laporan keuangan perusahaan pernah membagi dividen pada waktu penelitian.
- c. Laporan keuangan dalam satuan rupiah.

³⁶ Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis*, hlm. 72-73.

³⁷ *Ibid.*, hlm. 77.

Tabel 1.1
Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah
Laporan keuangan perusahaan yang tergabung dalam JII selama tahun 2001-2005 (minimal selama dua kali penyaringan tiap tahunnya)	116
Laporan keuangan perusahaan yang membagi dividen	61
Laporan keuangan perusahaan yang diterbitkan dalam satuan dolar.	(2)
Data tanggal publikasi laporan keuangan tidak tersedia	(2)
Outlier	(12)
Jumlah Sampel	45

3. Definisi Operasional Variabel

Variabel adalah sesuatu hal yang berbentuk apa saja yang merupakan atribut dari sekelompok orang atau obyek yang mempunyai variasi antara satu dengan lainnya dalam kelompok itu dan ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari kemudian ditarik kesimpulannya. Variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.³⁸

a) Variabel Terikat (*Dependent*)

Variabel terikat adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas. Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah rata-rata *return* saham harian dalam satu tahun (*Rt*) untuk masing-masing perusahaan *emiten*. Penelitian ini diantaranya untuk meneliti

³⁸ *Ibid.*, hlm. 31- 33.

pengaruh *dividend yield* dan *earnings yield* terhadap *return* saham, sehingga *return* saham satu tahun tersebut dihitung dengan data harga saham disekitar tanggal publikasi laporan keuangan, dengan asumsi bahwa investor akan bereaksi dengan dipublikasikannya laporan keuangan dan reaksi tersebut akan mempengaruhi harga saham. *Return* saham dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$R = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana:

R = *return* saham

P_t = harga saham pada hari t (disekitar tanggal publikasi laporan keuangan).

P_{t-1} = harga saham pada hari t-1 (disekitar tanggal publikasi laporan keuangan).

Data harga saham yang digunakan adalah data harga saham harian di sekitar tanggal publikasi laporan keuangan, tepatnya data sepuluh hari sebelum dipublikasikannya laporan keuangan (t_{-10}) dan data sepuluh hari sesudahnya (t_{+10}). Penggunaan periode ini dimaksudkan untuk menghindari *confounding effect* yang akan mempengaruhi *return*, karena apabila kurang dari lima hari dikhawatirkan informasi belum cukup diserap oleh pasar.³⁹ Data harga saham harian tersebut kemudian dirata-rata dengan membagi sebanyak jumlah hari di sekitar tanggal publikasi yaitu dua puluh hari. Hasil perhitungan diperoleh nilai R_t sebagai variabel terikatnya.

³⁹ Dian Agustin Puspitasari dan Banu Witono, "Pengaruh Pengumuman," hlm.117.

b) Variabel Bebas (*Independent*)

Variabel bebas merupakan variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen (terikat)⁴⁰. Pada penelitian ini variabel terikat yang digunakan ada tiga yaitu *book to market ratio*, *earnings yield* dan *dividend yield*.

Book to market ratio merupakan rasio nilai buku saham dengan nilai pasar saham.⁴¹ *Book to market ratio* dapat diperoleh dari rumus :

$$BE/ME = \frac{\text{Total Equity}}{\text{Share outstanding} \times \text{Price per share}}$$

Earnings yield menggambarkan pendapatan per lembar saham berdasarkan harga saham tersebut. *Earnings yield* dihitung berdasarkan rumus:

$$EY = \frac{\text{Earning per share}}{\text{Price per share}}$$

Dividend yield adalah *dividend* tahunan per lembar saham (*dividend pershare*) dibagi dengan harga perlembar saham.

$$DY = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Price per share}}$$

⁴⁰ Sugiyono, *Metode Penelitian Bisnis*, hlm. 33.

⁴¹ Brilian Perdana "The Anomaly," *Skripsi* tidak dipublikasikan, Fakultas Ekonomi Program Internasional, Universitas Islam Indonesia Yogyakarta (2004).

4. Teknik Analisis Data

Penelitian ini akan menggunakan model *pooled regression* untuk membuktikan apakah *return* saham benar-benar dipengaruhi oleh *book to market ratio*, *earnings yield*, dan *dividend yield* selama periode penelitian.

a. Model Regresi

Model regresi yang digunakan adalah regresi berganda karena menggunakan lebih dari satu variabel bebas untuk menduga variabel terikat.

Model regresi untuk empat prediktor sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + \varepsilon$$

Berdasarkan persamaan regresi ganda diatas maka regresi pada penelitian ini diformulasikan sebagai berikut:

$$R_t = a + b_1(BE/ME)_t + b_2(EY)_t + b_3(DY)_t + \varepsilon_t$$

Keterangan:

R_t : *return* saham

a : konstanta

b_1, b_2, b_3 : koefisien regresi

BE/ME : *book to market ratio*

EY : *earnings yield*

DY : *dividend yield*

ε : kesalahan random

b. Uji Asumsi Klasik

Beberapa asumsi klasik harus dipenuhi oleh suatu model regresi sebelum dilakukan pengujian hipotesis. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya bias dalam pengambilan keputusan. Penelitian ini akan menggunakan empat uji asumsi klasik yaitu uji multikolonieritas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas dan uji normalitas. Model regresi yang baik akan memiliki data yang berdistribusi normal, tidak terjadi multikolonieritas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas.⁴²

1) Uji Multikolonieritas

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel bebas saling berhubungan secara linier. Pengertian dari uji multikolonieritas adalah keadaan yang menggambarkan adanya korelasi variabel-variabel bebas diantara satu dengan lainnya. Uji multikolonieritas dapat dilihat dari *Variance Inflation Factor* (VIF) dan nilai *Tolerance*. Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Multikolonieritas terjadi jika nilai *Tolerance* < 0.10 atau sama dengan $VIF > 10$. Jika nilai VIF tidak ada yang melebihi 10, maka bisa dikatakan multikolonieritas yang terjadi tidak berbahaya (lolos uji multikolonieritas).

2) Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah korelasi (hubungan) antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti dalam data *time series*) atau

⁴² Imam Ghazali, *Aplikasi Analisis Multivariate: Dengan Program SPSS* (Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro, 2001), hlm. 91-110.

ruang (seperti dalam data *cross section*). Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya ($t-1$)
 Konsekuensi dari adanya autokorelasi adalah selang keyakinan menjadi besar serta varian dan nilai kesalahan standar akan ditaksir terlalu rendah. Teknik pengujian autokorelasi yang dipakai adalah Durbin Watson Test. Hipotesis yang diuji adalah:

H_0 = tidak ada autokorelasi

H_A = ada autokorelasi

(1) Untuk (> 0 autokorelasi positif) :

- (a) Jika $DW > d_u$ dengan $dk = n-k-1$ maka H_0 diterima
- (b) Jika $DW < d_L$ dengan $dk = n-k-1$ maka H_0 ditolak
- (c) Jika $d_L < DW < d_u$ maka tidak dapat diambil kesimpulan

(2) Untuk (< 0 autokorelasi negatif):

- (a) Jika $(4-DW) = d_u$, maka H diterima
- (b) Jika $(4-DW) = d_L$, maka H ditolak
- (c) Jika $d_L < (4-DW) < d_u$, maka tidak ada kesimpulan

3) Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah adanya varian yang berbeda yang dapat membiarkan hasil yang dihitung serta menimbulkan konsekuensi adanya *ordinary least square* yang akan menaksir terlalu rendah dari varian yang sesungguhnya.

Pengujian ini menggunakan Uji Glejser yaitu dengan meregres nilai absolut residual terhadap variabel independennya.

4) Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal atau tidak. Jika variabel residual tersebut memiliki distribusi tidak normal maka hasil uji akan bias. Untuk menguji normalitas dalam penelitian ini menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Hipotesis yang dapat dibuat adalah

H_0 : variabel residual terdistribusi normal

H_a : variabel residual tidak terdistribusi normal

Pengambilan keputusan :

Jika probabilitas lebih besar dari 0,05 maka H_0 diterima.

Jika probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka H_0 ditolak.

c. Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan 2 (dua) alat uji yaitu: uji statistik t dan uji statistik F.

1) Uji Statistik t

Uji statistik t digunakan untuk menguji ada atau tidaknya pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel independen secara individual terhadap variabel dependennya. Uji t bertujuan untuk mengetahui apakah koefisien regresi

signifikan atau tidak.⁴³ Nilai t adalah perbandingan antara nilai b (koefisien) dengan *standar errornya*. Jika perbandingan $b/S_b > 2$, atau jika nilai $b > 2$ kali lipat *standar errornya*, maka nilai b tersebut dianggap bermakna atau signifikan. Sebaliknya jika $b = \text{nol}$ atau kecil sekali atau jika *standar errornya* besar sekali, maka nilai t yang merupakan perbandingan b terhadap S_b akan kecil, maka nilai b tidak bermakna atau tidak signifikan. Nilai 2 diambil, senada dengan kecenderungan kurve normal dari suatu sebaran data. Secara normal, nilai variabel tergantung (Y) akan tersebar di sekitar rata-rata. Jika suatu variabel (X) dapat menggeser kecenderungan alami variabel Y lebih besar dari 2, baik dari kiri (minus) maupun di kanan rata-rata, maka pengaruh X terhadap Y dianggap nyata pada taraf keyakinan 95 persen.⁴⁴

Tahapan yang dilakukan adalah:

a) Merumuskan Hipotesis

H_0 : $b_1 = 0$ Tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel independen secara individual terhadap variabel dependen.

H_A : $b_1 \neq 0$ Ada pengaruh yang signifikan antara variabel-variabel independen secara individual terhadap variabel dependen.

b) Pengambilan Kesimpulan

Jika probabilitas lebih besar dari 0,05 maka H_0 diterima.

⁴³ Nachrowi Djalal Nachrowi dan Hardius Uman, *Penggunaan Teknik Ekonometri* (Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada, 2005), hlm. 24.

⁴⁴ Bambang Setiaji, *Panduan Riset dengan Pendekatan Kuantitatif* (Surakarta: Program Pascasarjana UMS, 2004), hlm. 14-16.

Jika probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka H_0 ditolak.

2) Uji Statistik F

Uji statistik F ini digunakan untuk melihat ada tidaknya pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel bebas (independen) secara bersama-sama terhadap variabel terikatnya (dependen). Tahapan pengujian yang dilakukan adalah:

a) Merumuskan Hipotesis

$H_0 : b_1 = b_2 = 0$ Tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen

$H_A : b_1 = b_2 \neq 0$ Ada pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen

b) Pengambilan Kesimpulan

Jika probabilitas lebih besar dari 0,05 maka H_0 diterima.

Jika probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka H_0 ditolak.

B. Sistematika Pembahasan

Agar dalam penyusunan skripsi ini lebih sistematis maka sistematika pembahasan yang di rumuskan adalah sebagai berikut:

Bab pertama berisi tentang pendahuluan yang terdiri dari latar belakang masalah, pokok masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, telaah pustaka, kerangka teoretik, hipotesis, metode penelitian dan sistematika pembahasan.

Bab kedua memuat landasan teori mengenai teori rasio pasar perusahaan, dividen, *value of the firm*, dan teori *return*.

Bab ketiga berisi Gambaran Umum Pasar Modal dan *Jakarta Islamic Index*

Bab keempat adalah analisis data dan pembahasannya dari data yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, Pojok BEJ Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia dan Pusat Data Pasar Modal Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta. Analisis yang dilakukan meliputi analisis uji asumsi klasik, uji statistik t, uji statistik F dan uji beda \bar{T} test.

Bab kelima merupakan penutup yang berisi kesimpulan, dan saran dari hasil penelitian.

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis data mengenai pengaruh *book to market ratio*, *earnings yield* dan *dividend yield* terhadap *return* saham pada perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* tahun 2001-2005, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil pengujian secara parsial yang dilihat dari hasil uji t pada masing-masing variabel menunjukkan bahwa *book to market ratio* dan *earnings yield* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* karena nilai signifikansi yang diperoleh lebih besar dari 0,05. Hasil tersebut tidak sesuai dengan penelitian Fama *et. al.* (1992) yang menyatakan bahwa ada pengaruh yang kuat antara rata-rata *return* dengan *book to market ratio* dan *earnings yield*. Sebagaimana kesimpulan yang dikemukakan oleh Fama *et. al.* (1992) dan Basu (1983), bahwa pengaruh kedua variabel tersebut khususnya *earnings yield* akan tampak jika bersama-sama dengan variabel *size* dan beta pasar. Selain itu, perbedaan iklim pasar modal antara Indonesia dan Amerika juga dianggap berpengaruh pada hasil penelitian, dimana pasar modal Amerika tergolong efisien kuat yaitu dengan adanya kondisi *fair game* dan semua investor mendapat informasi yang sama. Sementara itu, *dividend yield* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* dilihat dari nilai signifikansinya

yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,001. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rakhmayanti (2003). *Dividend yield* yang positif menunjukkan bahwa semakin besar dividen yang dibayarkan, maka semakin besar pula *return* yang dihasilkan. Hal tersebut juga menunjukkan bahwa investor pada perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* adalah investor jangka panjang (lebih dari 1 tahun), yang lebih menyukai dividen daripada *capital gain* karena jika investor hanya membeli saham untuk waktu 1 tahun, tidak ada bedanya antara pajak dividen dan pajak *capital gain*. Hasil ini sekaligus menolak *Tax Preference Theory*.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *book to market ratio*, *earnings yield* dan *dividend yield* secara simultan pada tingkat signifikan 0,05 berpengaruh terhadap *return* saham dengan nilai signifikansi sebesar 0,004. Besarnya *Adjusted R square* 0,222 menunjukkan bahwa *return* dipengaruhi oleh variabel *book to market ratio*, *earnings yield* dan *dividend yield* hanya sebesar 22,2% sedangkan sisanya sebesar 77,8% dipengaruhi oleh faktor atau variabel lain yang tidak diujikan dalam penelitian ini.

2. Berdasarkan koefisien yang dihasilkan, menunjukkan bahwa *dividend yield* mempunyai pengaruh yang paling dominan terhadap *return* dengan nilai koefisien sebesar 0,089. Dengan demikian penelitian ini mendukung teori *signaling* yang menyatakan bahwa adanya kenaikan dividen merupakan sinyal bagi investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang lebih baik. Sebaliknya, penurunan dividen merupakan sinyal bahwa

prospek perusahaan mengalami penurunan atau akan mengalami kerugian. Hal ini dikarenakan manajer cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan investor, sehingga investor menilai *capital gain* lebih berisiko dibandingkan dengan dividen. Penelitian ini juga mendukung *clientele effect theory* yang menyebutkan bahwa adanya perbedaan karakteristik investor juga berpengaruh pada preferensinya terhadap dividen. Sementara itu, berdasarkan *bird in the hand theory* yang menyebutkan bahwa investor akan lebih memilih dividen yang dibagikan daripada yang ditahan sebagai laba ditahan, penelitian ini juga sesuai dengan teori tersebut.

B. Saran

1. Sampel dari penelitian ini relatif sedikit, mengingat perusahaan-perusahaan yang tergolong dalam *Jakarta Islamic Index* hanya terdiri dari 30 perusahaan dan masih relatif baru dan periode pengamatan dalam penelitian ini adalah 5 periode yang masih tergolong singkat. Periode pengamatan pada penelitian selanjutnya lebih diperpanjang, sehingga hasil penelitian diharapkan lebih akurat.
2. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini hanya menggunakan 3 variabel yaitu *book to market ratio*, *earnings yield* dan *dividend yield*. Nilai R^2 yang dihasilkan relatif kecil yaitu 0,275 atau hanya 27,5% *return* dipengaruhi oleh ketiga variabel tersebut. Dengan demikian berarti masih banyak variabel-