

**ANALISIS KARAKTERISTIK PERUSAHAAN DAN EKONOMI MAKRO
PADA RETURN SAHAM SYARIAH DAN NON SYARIAH**

Ardi Hamzah

Fakultas Ekonomi Universitas Trunojoyo

Email: hamzahardiuh@gmail.com

Artikel diterima: 25 juli 2011

Terakhir direvisi: 20 Oktober 2011

Abstract

The objectives of this paper are to determine, to examine, and to test whether firm characteristic and macro economics are the important discriminators for return of syariah and non syariah stock; to determine whether there are any differences in return of some syariah and non syariah stock; to determine and to test whether there is a relationship between return and firm characteristic and macro economics in some syariah and non syariah stock. The total sample is 300 stock that were taken each from 150 for syariah stock and 150 for non syariah stock for period 2005 – 2009. The study also showed that there is a difference in return between syariah and non syariah stock. Finally, with regression analysis indicated that partially price book value, price earnings ratio, and kurs rupiah on dollar significantly effect on return of syariah stock, while for return of non syariah stock only kurs rupiah on dollar that significantly effect on return of non syariah stock. For testing with simultant regression indicate firm characteristic and macro economics significantly effect on return of syariah stock, while at return of non syariah stock not significantly effect.

Keyword: *Firm characteristic, macro economics, return, syariah stock, non syariah stock*

PENDAHULUAN

Pasar modal syariah secara pendefinisian hampir sama dengan pasar modal non syariah yaitu semua kegiatan bersangkutan dengan perdagangan surat berharga yang ditawarkan kepada publik yang telah diterbitkan oleh suatu pihak (emiten) sehubungan dengan penanaman modal dalam jangka menengah atau panjang termasuk instrumen derivatifnya. Pasar modal yang dijalankan dengan konsep syariah adalah setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi sesuai dengan syariah. Perbedaan pasar modal syariah dengan pasar modal non syariah terletak pada pemenuhan ketentuan investasi yang sesuai dengan konsep syariah. Pasar modal syariah yang diperkenalkan pada bulan Juli 2000 menunjukkan kemajuan dengan meningkatnya transaksi perdagangan, nilai perdagangan dan indeks yang ditunjukkan

dalam *Jakarta Islamic Index* (JII). Peningkatan kemajuan tersebut secara prosentase rata-ratanya lebih baik bila dibandingkan dengan pasar modal non syariah, baik dari aspek transaksi perdagangan, nilai perdagangan maupun indeks yang dihasilkan kedua pasar modal tersebut.

Dengan adanya pasar modal syariah, secara pertimbangan ekonomi memberikan kesempatan pada investor yang tidak terbatas pada kaum muslim untuk melakukan strategi diversifikasi melalui investasi di beberapa saham yang berpegang pada konsep syariah dan beberapa saham yang tidak memenuhi konsep syariah. Dengan kata lain, pasar modal syariah membuka peluang ceruk pasar yang spesifik (*specific niche market*) bagi para investor dalam strategi diversifikasi yang tidak dibatasi hanya bagi pemodal yang beragama Islam, tetapi juga bagi pemodal non muslim. Strategi ini dapat dikatakan termasuk strategi yang relatif baru. Selama ini, strategi yang digunakan para investor adalah strategi portofolio dengan membeli beberapa saham tanpa melihat saham itu memenuhi kaidah syariah atau non syariah serta strategi diversifikasi internasional dengan memperdagangkan saham pada kedua negara yang berbeda.

Adanya strategi diversifikasi dengan investasi pada saham syariah dan non syariah sesuai dengan tujuan investor untuk mendapatkan *return* tertinggi pada tingkat risiko tertentu atau risiko terendah pada tingkat *return* tertentu. Selain itu, dengan strategi diversifikasi investor dapat membandingkan keuntungan ekonomi pada saham syariah dan non syariah serta saham pada kedua negara yang berbeda. Dengan membandingkan keuntungan tersebut, maka investor dapat memilih strategi portofolio diterapkan hanya pada saham syariah atau saham non syariah atau kedua-duanya. Penggunaan strategi tersebut memang hanya bermotifkan ekonomi walaupun investasi pada pasar modal syariah tidak semata-mata dilihat pada keuntungan materi saja. Di samping itu, dengan adanya saham syariah, investor dalam menanamkan investasinya dikarenakan muatan-muatan lain selain hanya faktor ekonomi semata yaitu berupa nilai-nilai keadilan, kejujuran, kemurnian hasil dan lainnya.

Pertimbangan faktor ekonomi berupa *return* pada pasar modal, baik syariah dan non syariah dapat ditunjukkan dengan kinerja karakteristik perusahaan dan ekonomi makro. Untuk karakteristik perusahaan dapat direfleksikan dalam analisis rasio keuangan, seperti *debt equity ratio*, *earnings per share*, *dividend payout ratio*, *price book value*, *price earnings ratio*, dan *leverage*. Untuk ekonomi makro dapat berupa variabel-variabel seperti kurs, inflasi, jumlah uang beredar dan pertumbuhan ekonomi. Karakteristik perusahaan dan ekonomi makro dapat digunakan untuk memutuskan investasi pada beberapa saham-saham syariah dan non syariah. Investor atau investor prospektif menggunakan data keuangan perusahaan dan ekonomi makro untuk membuat keputusan investasi lebih menguntungkan dan untuk membantu menilai potensi investasi pada berbagai saham di pasar modal.

Penelitian mengenai karakteristik perusahaan dan ekonomi makro terhadap *return* pada saham syariah dan non syariah dapat dikatakan relatif baru. Beberapa penelitian yang objeknya pasar modal syariah pernah dilakukan oleh Hamzah (2005) dan Hamzah (2006), tetapi untuk penelitian dengan objek pada *return* saham syariah

dan non syariah dapat dikatakan relatif baru dikarenakan belum ada penelitian sebelumnya. Begitu juga analisis antara karakteristik perusahaan dan ekonomi makro pada saham syariah dan non syariah dengan menggunakan analisis diskriminan, uji beda, dan regresi yang dilakukan pada penelitian ini juga dapat dikatakan relatif baru.

Tujuan penelitian ini adalah (1) untuk menentukan, mengetahui pengaruh dan menguji apakah karakteristik perusahaan dan ekonomi makro adalah penentu penting untuk saham syariah dan saham non syariah; (2) Untuk menentukan apakah ada perbedaan dalam *return* beberapa saham syariah dan saham non syariah; (3) Untuk mengetahui pengaruh dan menguji apakah ada pengaruh antara karakteristik perusahaan dan ekonomi makro terhadap *return* saham syariah dan saham non syariah.

Manfaat penelitian ini pada pengembangan teori pasar modal syariah serta sebagai salah satu alternatif investasi oleh investor. Di samping itu, bagi investor dapat digunakan sebagai referensi dalam menanamkan investasinya untuk saham-saham syariah dan non syariah terkait dengan tingkat pengembalian (*return*).

KAJIAN PUSTAKA

Berkembangnya sistem dan penerapan ekonomi Islam mendorong munculnya lembaga-lembaga keuangan Islam serta lembaga yang terkait seperti Industri Pasar Uang dan Pasar Modal. Salah satu pelaku utama dalam pasar modal adalah Lembaga Keuangan seperti *Investment Fund*, Dana Reksa dan *Trust Fund*. Perusahaan ini menerima dana masyarakat untuk diinvestasikan, bahkan *Trust Fund* adalah lembaga yang menerima dana untuk dikelola dalam bidang apa saja yang dianggap menguntungkan dengan konsep syariah. Lembaga pasar uang dan modal syariah ini menyediakan surat-surat berharga sebagai sarana atau alat yang diperdagangkan yang dimaksudkan untuk memobilisasi sumber-sumber dana masyarakat dan juga untuk mengamankan likuiditas lembaga keuangan syariah yang kelebihan. Juga bisa dimanfaatkan oleh perusahaan yang menginginkan aktiva finansialnya dikelola dengan lebih profesional dengan menggunakan prinsip syariah. Dengan keunggulan pasar modal syariah tersebut yang tidak hanya mementingkan segi materi belaka tetapi juga sisi non materi, maka perkembangan lembaga pasar modal dapat diterima oleh semua elemen masyarakat.

Lembaga pasar modal telah berkembang tidak hanya di Pakistan, Yordan, Malaysia, Eropa dan Amerika, tetapi juga di Indonesia. Lembaga pasar modal syariah menyediakan sekuritas sebagai sarana dan alat yang diperdagangkan untuk memobilisasi sumber-sumber dana masyarakat dan juga mengamankan likuiditas lembaga keuangan syariah yang kelebihan. Kehadiran lembaga pasar modal syariah dikarenakan selama ini surat-surat berharga konvensional (selain saham) menggunakan sistem yang berbasis bunga sehingga kendala yang sangat prinsip ini berpengaruh pada industri syariah, yaitu lebih cenderung pada investasi yang bersifat jangka pendek dan ruang lingkup investasi yang sempit, misalnya pada sektor perdagangan. Pada investasi syariah dalam Harahap (2001) diarahkan untuk jenis

investasi jangka panjang yang memiliki *return* yang baik, halal, memiliki ketahanan dan kesinambungan.

Investasi finansial dalam ketentuan syariah Islam harus berkaitan langsung dengan sektor riil atau dalam istilah investasi disebut mempunyai *underlying transaction*. Investasi ini dapat dilakukan dalam bentuk penerbitan surat berharga yaitu saham dan obligasi. Saham merupakan salah satu sekuritas diantara sekuritas-sekuritas lainnya yang mempunyai tingkat risiko yang tinggi. Risiko tinggi tercermin dari ketidakpastian *return* yang akan diterima oleh investor di masa datang. Hal ini sejalan dengan definisi investasi menurut Sharpe dalam (Tandelilin, 2001) bahwa investasi merupakan komitmen dana dengan jumlah yang pasti untuk mendapatkan *return* yang tidak pasti di masa depan. Pada umumnya investasi dalam bentuk surat berharga saham dapat dilakukan dengan menggunakan akad transaksi *musyarakah* atau *mudharabah*, sedangkan bagi obligasi syariah biasanya berdasarkan pada prinsip bagi hasil atas manfaat yang diterima.

Prinsip dasar transaksi menurut syariah dalam investasi keuangan yaitu (Poncwinoto,2001): (1) Transaksi dilakukan atas harta yang memberikan nilai manfaat dan menghindari setiap transaksi yang dzalim. Setiap transaksi yang memberikan manfaat akan dilakukan bagi hasil; (2) Uang sebagai alat pertukaran bukan komoditas perdagangan dimana fungsinya adalah sebagai alat pertukaran nilai yang menggambarkan daya beli suatu barang atau harta. Manfaat atau keuntungan yang ditimbulkannya berdasarkan atas pemakaian barang atau harta yang dibeli dengan uang tersebut; (3) Setiap transaksi harus transparan tidak menimbulkan kerugian atau unsur penipuan disalah satu pihak, baik secara sengaja maupun tidak sengaja (*gharar*). Diharamkan praktek *insider trading*, *cornering*, *netting* dan *short selling*; (4) Risiko yang mungkin timbul harus dikelola sehingga tidak menimbulkan risiko yang besar atau melebihi kemampuan menanggung risiko (*maysir*); (5) Dalam Islam setiap transaksi yang mengharap hasil harus bersedia menanggung risiko; (6) Manajemen yang diterapkan adalah manajemen Islami yang tidak mengandung unsur spekulatif dan menghormati hak asasi manusia serta menjaga lestari lingkungan hidup.

Tidak semua orang atau perusahaan dapat menanamkan investasinya di pasar modal syariah jika prinsip dasar bertransaksi tersebut tidak dipenuhi. Selain itu, ada beberapa ketentuan yang disyaratkan bagi perusahaan untuk berinvestasi dalam investasi keuangan syariah. Kriteria yang dikemukakan oleh fatwa Dewan Syariah Nasional untuk pedoman pelaksanaan investasi syariah adalah sebagai berikut: (1) Pada prinsipnya Islam menghalalkan semua ibadah kerjasama (*muamalah*) kecuali yang diharamkan. Muslim dapat menginvestasikan dananya pada pasar modal yang diperbolehkan oleh syariah kecuali industri yang bergerak atau memproduksi barang haram, misalnya minuman keras, makanan dari daging babi, jasa keuangan dengan dasar bunga, industri perjudian, pelacuran, senjata gelap, memproduksi film atau gambar porno, penyalahgunaan obat-obatan yang dilarang dan sebagainya; (2) perusahaan yang mendapatkan dana pembiayaan atau sumber dana dari utang tidak lebih dari 30% dari rasio modalnya. Selain dari rasio tersebut diatas, beberapa rasio

yang telah disepakati oleh ulama adalah rasio utang atas aset dan rasio kontribusi pendapatan bunga terhadap keuntungan perusahaan. Rasio hutang ini menurut ulama dapat menimbulkan kondisi penipuan (*gharar*) dan spekulasi (*maysir*) yang dilarang karena menimbulkan risiko peningkatan ketidakpastian transaksi; (3) Pendapatan bunga yang diperoleh perusahaan tidak lebih dari 15%. Diperbolehkannya investasi pada perusahaan yang pendapatannya mengandung riba ini tidak konsisten dengan prinsip awal yang ingin diterapkan dalam ekonomi Islam, yaitu pelarangan riba. Akan tetapi kemungkinan maksud dari “diperbolehkannya” pendapatan yang mengandung unsur riba tersebut karena semua bidang ekonomi yang saat ini menjadi *partner* lembaga atau organisasi yang berbasis syariah adalah lembaga sekuler (non syariah) yang memberikan imbalan jasa berupa bunga. Batas toleransi ini mungkin masih besar dengan rasio 15%. Akan tetapi diharapkan lambat laun atau kalau bisa dengan secepatnya dapat menghapus unsur riba dari pendapatan dan laba yang dihasilkan oleh perusahaan; (4) Perusahaan yang memiliki aktiva kas atau piutang yang jumlah piutang dagangnya atau total piutangnya tidak lebih dari 50%. Fatwa ini dimaksudkan bahwa setiap keragu-raguan (*syubhat*) dalam Islam hukumnya makruh. Dalam piutang bisa saja dan mungkin terjadi piutang ragu-ragu atau piutang tak tertagih. Selain itu, ulama menilai bahwa rasio piutang seperti juga rasio utang terhadap pendapatan dapat menimbulkan kondisi *gharar* dan *maysir* yang mengakibatkan meningkatnya rasio ketidakpastian pendapatan.

Pasar modal syariah sama dengan pasar modal biasa namun dalam pasar ini surat berharga, seperti saham, obligasi dan surat berharga lainnya yang diperdagangkan harus sesuai dengan syariah Islam dan perusahaan yang memperdagangkan sahamnya harus dikelola serta operasionalnya tidak menyalahi hukum syariat, misalnya tidak boleh adanya praktek penipuan, unsur riba, *insider trading*, *window dressing* dan transaksi yang tidak jujur lainnya. Beberapa negara yang proaktif dalam menyambut kedatangan para investor muslim maupun investor yang ingin memanfaatkan pasar modal yang berprinsipkan syariah ini dan konsisten didalam menerapkan syariah Islam dalam sendi kehidupannya adalah *Bahrain Stock* di Bahrain, *Amman Financial Market* di Amman, *Muscat Securities Kuwait Stock Exchange* di Kuwait dan *Kuala Lumpur Stock Exchange* di Kuala Lumpur. Untuk pasar modal syariah di Indonesia ditandai dengan berdirinya *Jakarta Islamic Indeks* (JII) pada Juli tahun 2000.

Untuk merespon kebutuhan informasi yang berkaitan dengan investasi syariah maka dibentuk Jakarta Islami Indeks (JII). Tujuan dari JII adalah sebagai tolak ukur standar dan kinerja (*benchmarking*) bagi investasi saham secara syariah di pasar modal dan sebagai sarana untuk meningkatkan investasi di pasar modal secara syariah. Untuk indeks itu sendiri menurut syariah tidak boleh dijadikan sasaran investasi. Selain itu, portofolio atau reksadana yang mengikuti indeks berarti belum memenuhi syariah Islam. Perusahaan-perusahaan (emiten) yang kegiatan utamanya tidak sesuai dengan syariah akan dikeluarkan dari komponen JII.

Perusahaan yang terdaftar di JII paling tidak mereka dinilai telah memenuhi syariah penyaringan dan kriteria untuk indeks. Syariah penyaringan yang difatwakan

oleh Dewan Syariah Nasional No. 20 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah adalah: (1) Usaha emiten bukan usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang; (2) Bukan merupakan lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional; (3) Bukan termasuk usaha yang memproduksi, mendistribusikan serta memperdagangkan makanan dan minuman yang haram; (4) Bukan termasuk usaha yang memproduksi, mendistribusikan dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.

Kriteria untuk indeks adalah (1) Kapitalisasi pasar (*market capitalization*) dari saham dimana JII menggunakan kapitalisasi pasar harian rata-rata selama satu tahun. (2) Perdagangan saham di bursa, JII menggunakan rata-rata harian perdagangan reguler saham di bursa selama satu tahun. Dari kedua penilaian tersebut untuk perusahaan emiten dapat digolongkan dalam daftar JII melalui prosedur teknis, yaitu: (1) Saham dari emiten dipilih yang tidak bertentangan dengan syariah dan telah terdaftar minimum 3 bulan, kecuali saham-saham tersebut termasuk 10 besar kapitalisasi pasar; (2) Saham dipilih dengan kapitalisasi pasar tertinggi sejumlah 60 saham; (3) Saham dipilih dengan nilai transaksi rata-rata tertinggi harian sejumlah 30 saham; (4) Evaluasi terhadap komponen indeks dilakukan setiap 6 bulan sekali.

Jenis instrumen pasar modal yang jelas diharamkan syariah adalah sebagai berikut (Harahap, 2001): (1) *Preffered Stock* (saham istimewa). Saham jenis ini diharamkan oleh ketentuan syariah karena terdapat dua karakteristik utama, yaitu: a. Adanya keuntungan tetap (*pre-determinant revenue*), hal ini menurut kalangan ulama dikategorikan sebagai riba; b. Pemilik saham preferen mendapatkan hak istimewa terutama pada saat likuidasi. Hal ini mengandung unsur ketidakadilan. 2. *Forward Contract*. *Forward contract* diharamkan karena segala bentuk jual beli utang (*dayn bi dayn*) tidak sesuai dengan syariah. Bentuk kontrak *forward* ini dilarang dalam Islam karena dianggap jual beli utang/piutang terdapat unsur-unsur ribawi, sedangkan terjadinya transaksi jual beli dilakukan sebelum tanggal jatuh tempo. 3. *Option*. *Option* merupakan hak, yaitu untuk membeli dan menjual barang yang tidak disertai dengan *underlying asset* atau *real asset*. Transaksi *option* ini bersifat *exist* dan dinilai oleh kalangan ulama bahwa kontrak *option* ini termasuk *future* mengandung unsur *gharar* (penipuan/spekulasi) dan *maysir* (judi). Kecuali jika transaksi *option* atau hak tersebut merupakan representasi dari nilai *intangibile asset* tersebut, maka dianggap sebagai nilai *real asset* dan dapat dibenarkan menurut syariah. Misalnya, pentium intel yang merupakan *intangibile asset* karena merupakan Hak Atas Karya Intelektual (HAKI) yang melekat pada produk komputer yang memanfaatkan teknologi tersebut, maka transaksi ini halal jika jual beli dilakukan juga pada aktiva berwujudnya. Jadi instrumen investasi syariah tersebut bebas dari jenis riba apapun, baik riba *nashiah* yaitu pinjam meminjam uang maupun riba *fadl*, yaitu riba dalam perdagangan, *gharar* (penipuan) dan *maysir* (judi).

Penelitian Terdahulu

Penelitian dengan objek saham syariah belum banyak dilakukan oleh beberapa peneliti. Penelitian dengan objek saham syariah dilakukan oleh beberapa peneliti. Aruzzi dan Bandi (2003) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh tingkat suku bunga, rasio profitabilitas, dan beta akuntansi terhadap beta saham syariah. Sampel penelitian terdiri dari 30 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang dipilih secara *purposive sampling*. Pengujian dilakukan dengan regresi linier berganda. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa variabel suku bunga, rasio profitabilitas dan beta akuntansi secara bersama-sama maupun parsial tidak berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham syariah.

Hamzah (2005) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh variabel-variabel ekonomi makro, industri, dan karakteristik perusahaan terhadap beta saham syariah. Sampel penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index periode 2001-2004 sebanyak 120 perusahaan. Pengujian dengan regresi parsial menunjukkan bahwa *leverage* dan profitabilitas berpengaruh secara signifikan pada tingkat 10% terhadap beta saham syariah. Hasil penelitian dengan regresi simultan menunjukkan bahwa variabel-variabel makro ekonomi, industri dan karakteristik perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham syariah.

Hamzah (2005) melakukan penelitian untuk membandingkan beta saham syariah dan non syariah dalam analisa ekonomi makro, industri, dan karakteristik perusahaan. Sampel penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ yakni saham syariah dan saham non syariah periode 2001-2004. Pengujian dengan regresi parsial menunjukkan bahwa nilai tukar rupiah terhadap dollar, Pendapatan Domestik Bruto dan *cyclicalit*y berpengaruh secara signifikan pada tingkat 5% terhadap beta saham syariah, sementara terhadap beta saham syariah tidak berpengaruh secara signifikan. Hasil penelitian dengan regresi simultan menunjukkan bahwa variabel-variabel ekonomi makro, industri, dan karakteristik perusahaan berpengaruh secara signifikan pada tingkat 5% terhadap beta saham syariah, sementara terhadap beta saham non syariah tidak berpengaruh secara signifikan.

Aulia dan Hamzah (2006) menguji pengaruh variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri, dan ekonomi makro terhadap *return* dan beta saham syariah. Sampel penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index periode 2001-2005. Total sampel adalah 150 sampel perusahaan,. Pengujian dengan regresi parsial antara karakteristik perusahaan, industri, dan ekonomi makro terhadap *return* saham syariah menunjukkan tidak terdapat pengaruh secara signifikan, sedangkan dengan beta saham syariah menunjukkan *cyclicalit*y, nilai tukar rupiah terhadap dollar, dan pendapatan domestik bruto berpengaruh secara signifikan pada tingkat 5% terhadap beta saham syariah.

Pada penelitian dengan objek saham syariah telah dilakukan oleh beberapa peneliti, tetapi pengujian yang dilakukan lebih banyak menggunakan regresi linier daripada analisis diskriminan maupun uji beda. Siegel dalam Tandelilin (2001) menyimpulkan adanya hubungan yang kuat antara harga saham dan kinerja ekonomi makro serta menemukan bahwa perubahan pada harga saham selalu terjadi sebelum

terjadinya perubahan ekonomi. Martinez (1999) melakukan penelitian mengenai informasi makro ekonomi dengan variabel yang digunakan adalah indeks harga konsumen dan *Gross National Product* (GNP). Penelitian ini menjelaskan bahwa variabel-variabel makro ekonomi dapat menambah penjelasan dari nilai harga sekuritas. Nuraini (2000) menganalisis pengaruh rasio keuangan terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta. Tujuan penelitian ini untuk menguji secara empiris rasio-rasio keuangan yang paling signifikan mempengaruhi *return* saham perusahaan-perusahaan sektor industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian ini secara umum bahwa rasio keuangan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham meskipun dari hasil analisis kedua metode statistik menunjukkan hasil yang berbeda tentang pengujian manfaat rasio-rasio keuangan yang mempengaruhi *return* saham.

Nugroho (2000) melakukan penelitian mengenai pengaruh beberapa variabel fundamental terhadap *return* saham pada industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *quick ratio*, *return on equity*, *debt equity ratio*, *price earning ratio*, *price book value* dan *sales growth*. Hasil penelitian menunjukkan *quick ratio* dan *price book value* secara bersama-sama maupun individual mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Octora, Salim dan Petrolina (2003) melakukan penelitian untuk mengetahui penilaian kinerja yang diproksi dengan *return on investment*, arus kas operasi dan nilai tambah ekonomi terhadap tingkat pengembalian pada perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan serta bukan industri bank dan pembiayaan di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001-2002. Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh penilaian kinerja terhadap tingkat pengembalian.

Yaniartha dan Widanaputra (2004) meneliti pengaruh arus kas bebas terhadap hubungan *return* investasi, kebijakan dividen dan *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ. Menggunakan regresi berganda dengan 23 perusahaan manufaktur yang membayar dividen secara berturut-turut selama tiga tahun. Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas bebas mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Selain itu, *return on investment* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Hipotesis Penelitian

Berkaitan dengan tinjauan pustaka dan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

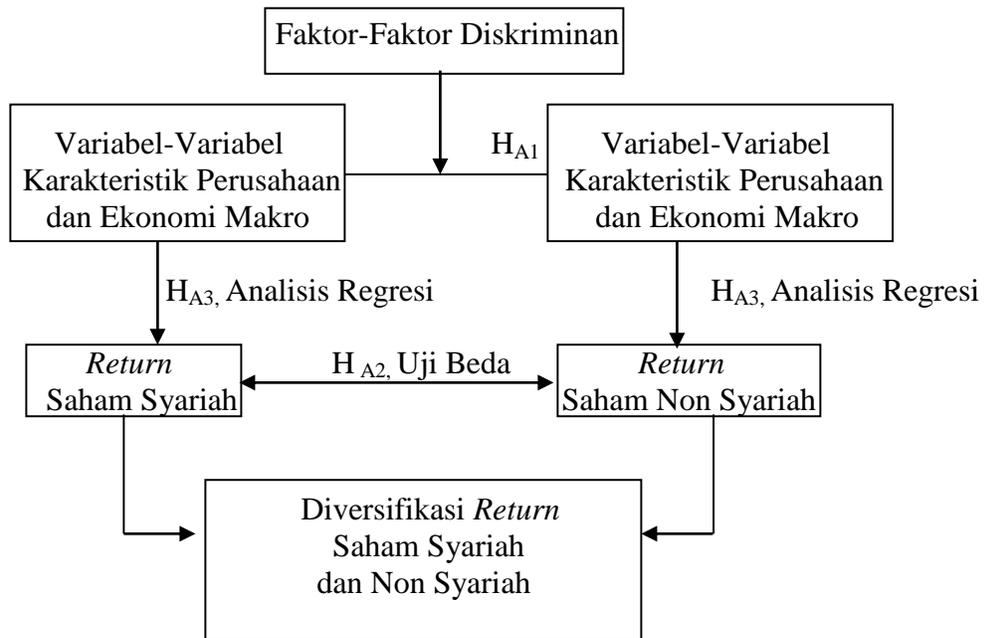
H_{A1}: Adanya karakteristik perusahaan dan ekonomi makro yang membedakan antara saham syariah dan saham non syariah.

H_{A2}: Adanya perbedaan dalam *return* antara saham syariah dan saham non syariah.

H_{A3}: Adanya pengaruh karakteristik perusahaan dan ekonomi makro terhadap *return* pada saham syariah dan saham non syariah.

METODE PENELITIAN

Untuk dapat menunjukkan hubungan variabel dalam penelitian, kerangka konseptual dikembangkan dengan menunjukkan formasi hipotesis yang akan diuji. Kerangka konseptual dapat ditunjukkan sebagai berikut.



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

Sampel dan Data

Perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian merupakan perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai berikut:

1. Saham emiten yang berbasis syariah dan non syariah berdasarkan ketentuan yang disahkan oleh Dewan Pengawas Syariah dan Dewan Syariah Nasional.
2. Saham-saham tersebut terdaftar di Bursa Efek Jakarta.
3. Untuk saham syariah masuk 30 besar dalam *Jakarta Islamic Indeks* minimal 3 kali, sedang untuk saham non syariah terdiri dari saham lembaga keuangan dan asuransi yang tidak membuka usaha bersifat syariah dari periode Januari 2005 sampai Desember 2009.
4. Perusahaan emiten menerbitkan laporan keuangan tahunan selama periode Januari 2005 sampai Desember 2009.

Data untuk penelitian ini adalah *return*, *debt equity ratio*, *earnings per share*, *dividend payout ratio*, *price book value*, *price earnings ratio*, *leverage*, kurs rupiah terhadap dollar, inflasi, jumlah uang beredar, dan pertumbuhan ekonomi. Data tersebut diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, Pusat Data

Pasar Modal di Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada, *website* mengenai pasar modal serta data-data lain berkaitan dengan penelitian ini.

Analisis Data dan Pembahasan

Pemrosesan data dan analisis statistik dengan analisis diskriminan, regresi, dan uji beda menggunakan *Statistical Package for Solution Science* (SPSS). Adapun untuk analisa data dan pembahasannya sebagai berikut.

Hipotesis 1 Dengan *Multiple Discriminant Analysis* (MDA)

Untuk menentukan apakah variabel-variabel karakteristik perusahaan dan ekonomi makro dapat membedakan antara saham syariah dan saham non syariah digunakan analisis diskriminan. Dua kelompok sampel diuji berdasarkan pada karakteristik perusahaan dan ekonomi makro. Dalam analisis ini, variabel *dependen* adalah saham (syariah dan non syariah) dan variabel *independen* adalah *debt equity ratio*, *earnings per share*, *dividend payout ratio*, *price book value*, *price earnings ratio*, *leverage*, kurs rupiah terhadap dollar, inflasi, jumlah uang beredar, dan pertumbuhan ekonomi.

Tabel 1. Hasil Pengujian Diskriminan dengan Variabel-Variabel Karakteristik Perusahaan dan Ekonomi Makro sebagai Variabel-Variabel Diskriminan

Summary Table								
Step	Action	Vars	Wilks'	Minimum				
	Entered	Removed	in	Lambda	Sig.	D Squared	Sig.	Between Groups
1.	Debt to Equity			0.860	0.000	0.166	0,000	1 2
2.	Earnings Per Share			0.834	0.000	0.645	0,000	1 2

Classification function coefficient
(Fisher's linear discriminant function)

Group =	1	2
Debt to Equity	0.025	0.134
Earnings Per Share	0.002	0.001
(Constan)	-0.941	-1.205

Canonical Discriminant Function

Function	Eigenvalue	Variance	%	Cum	Canonical	After Wilks'	Fen	Lambda	Chi-Square	df	Sig.
1*	0.199	100	100	0.407			0.834	53.876	2	0.000	

*Marks the 1 canonical discriminant function remaining in the analysis

Standardized canonical discriminant function coefficients

Function	
Debt Equity Ratio	0.889
Earning Per Share	-0.429

Tabel 1 menyajikan keseluruhan langkah per langkah hasil analisis diskriminan setelah semua pembeda signifikan dimasukkan dalam estimasi fungsi diskriminan.

Hasil pengujian berdasarkan pada Wilks' lambda dan minimum D^2 dari variabel-variabel karakteristik perusahaan dan ekonomi makro, hanya dua variabel pada model dan pembeda yang signifikan. Variabel-variabel diskriminan adalah *debt equity ratio* dan *earnings per share*. Variabel-variabel tersebut dapat digunakan untuk membedakan antara saham syariah dan saham non syariah. Berdasarkan pada hasil tersebut, 8 variabel lain yang tidak signifikan dikarenakan rata-rata kedua grup sangat mirip atau perbedaan tidak signifikan.

Debt equity ratio pada saham non syariah (grup 2) secara signifikan lebih tinggi dibanding saham syariah (grup 1). Dengan kata lain, saham non syariah mempunyai *debt equity ratio* lebih tinggi dibanding saham syariah. *Debt equity ratio* lebih tinggi pada saham non syariah dibanding saham syariah dikarenakan perusahaan non syariah pada penelitian ini adalah lembaga keuangan (perbankan dan asuransi) yang menarik atau meminjam dana dari pihak ketiga, sedangkan modal pada lembaga keuangan tersebut relatif tidak sebesar utang yang dihimpun dari pihak ketiga. Sementara pada saham syariah modalnya lebih banyak dari penjualan saham perusahaan dibanding hutang dari pihak ketiga atau lembaga perbankan.

Earnings per share pada saham non syariah (grup 2) secara signifikan lebih rendah dibanding saham syariah (grup 1). Dengan kata lain, saham non syariah mempunyai *earnings per share* lebih rendah dibanding saham syariah. Ini menunjukkan bahwa kemakmuran para pemegang saham pada perusahaan yang masuk kategori non syariah lebih rendah dibanding perusahaan yang masuk kategori syariah. *Earnings per share* lebih rendah pada saham non syariah dikarenakan laba yang diperoleh sebagian digunakan untuk membayar bunga pada pihak ketiga tanpa memperdulikan apakah lembaga keuangan tersebut mengalami keuntungan atau kerugian. Dengan adanya hal tersebut, maka lembaga keuangan mengalokasikan laba ditahan yang cukup besar untuk membayar bunga dari pihak ketiga. Sementara pada saham syariah *earnings per share* lebih tinggi dikarenakan laba yang dihasilkan perusahaan tidak digunakan sebagian besar untuk membayar hutang pada pihak ketiga atau lembaga keuangan/ perbankan.

Hasil fungsi diskriminan kanonikal standar pada diskriminan analisis sebagai berikut:

$$Z = 0.889 X_1 - 0.429 X_2$$

dimana: $X_1 = \text{debt to equity}$
 $X_2 = \text{earnings per share}$

Tabel ringkasan menunjukkan bahwa fungsi diskriminan adalah signifikan (0,000) dan tampilan korelasi kanonikal adalah 0,407. Korelasi ini selanjutnya dapat

diinterpretasi oleh pengkuadratannya $(0,407)^2 = 0,166$. Ini dapat disimpulkan bahwa 16,6% variansi dalam variabel *dependen* ($Z = \text{saham}$) dapat dihitung atau dijelaskan oleh model ini yang termasuk hanya 2 variabel (*independen*) diskriminan, sedangkan 83,4% dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar variabel *dependen*.

Pada tabel 2 berikut disajikan klasifikasikan pada kasus penelitian

Tabel 2. Hasil Klasifikasi

	Actual Group	Predicted Group Membership		Total
		Group 1	Group 2	
Perhitungan (%)	Group 1	140	10	150
	Group 2	67	83	150
	Group 1	93.3	6.7	100
	Group 2	44.7	55.3	100

Note: 74,3% of the cases are classified correctly

Hasil klasifikasi menunjukkan bahwa bahwa 74,3% kasus diklasifikasikan secara tepat. Prediksi anggota grup menunjukkan 140 (93,3%) diklasifikasikan secara tepat kedalam grup 1 (saham syariah) dan 10 (6,7%) diklasifikasikan secara tidak tepat kedalam grup 1, sedang 83 (55.3%) diklasifikasikan secara tepat kedalam grup 2 (saham non syariah) dan 67 (44,7%) diklasifikasikan secara tidak tepat kedalam grup 2.

Hipotesis 2 Dengan *Independent Sample t-test*

Hipotesis 2 menguji perbedaan *return* antara saham syariah dan saham non syariah. Untuk menguji hipotesis ini menggunakan *independent sample t-test*. Berdasarkan tabel 3 sebagai berikut ini.

Tabel 3. Hasil Uji Beda Antara *Return* pada Saham Syariah dan Non Syariah

t-test for independent sample of Group					
Variable	Number Of Cases	Mean	SD	SE of Mean	
Return					
Group 1	150	-0.003572	0.0292071	0.0023848	
Group 2	150	0.016852	0.0562356	0.0045916	
Mean Difference =	-0.020423				
Levene's Test for Equality of Variance:	F = 14.81	P = 0.000			
t-test for Equality of Means	95%				
Variance	t-value	df	2-Tail Sig.	SE of Diff	CI for Diff
Equal	-3,947	298	0.000	0.0051740	(-0.0306054, -0.0102411)
Unequal	-3,947	223.932	0.000	0.0051740	(-0.0306192, -0.0102274)

Berdasarkan tabel 3 menunjukkan hasil bahwa *mean* saham syariah adalah -0,003572 dan *mean* saham non syariah adalah 0,016852. Nilai rata-rata saham non syariah lebih tinggi dibanding nilai rata-rata saham syariah. Ini menunjukkan *return* pada saham non syariah lebih tinggi dibanding saham syariah. Nilai *t* adalah -3,947 menunjukkan bahwa perbedaan *return* kedua jenis saham signifikan pada tingkat 0,01, ini menunjukkan bahwa ada perbedaan signifikan dalam *return* antara kedua jenis saham. Return yang lebih tinggi untuk saham non syariah dikarenakan lembaga keuangan mendapat kepercayaan dari masyarakat serta lebih mudah dimonitor dibanding perusahaan non keuangan. Selain itu, juga adanya pengawasan dari Bank Indonesia dalam melihat kinerja dari lembaga keuangan yang bersangkutan. Dengan adanya kepercayaan dari masyarakat dan monitor dari Bank Indonesia, maka kinerja lembaga keuangan menjadi lebih baik sehingga *return* yang dihasilkan juga lebih baik.

Hipotesis 3 Dengan Analisis Regresi

Hipotesis 3 dirancang untuk menjawab bahwa ada pengaruh karakteristik perusahaan dan ekonomi makro terhadap *return* saham syariah dan non syariah. Tabel 4 menyajikan hasil statistik regresi untuk hipotesis 3.

Tabel 4. Hasil Pengujian Regresi Variabel-Variabel Karakteristik Perusahaan dan Ekonomi Makro Terhadap Return Saham Syariah

<i>Independent Variables</i>	<i>Coefficients</i>	
Constant	-0.197	t count = -3.937; Sig. = 0.000
<i>Debt Equity Ratio</i>	0.000	t count = 0.138; Sig. = 0.891
<i>Earnings Per Share</i>	9.681.10 ⁻⁶	t count = 1.506; Sig. = 0.134
<i>Dividend Payout Ratio</i>	2.549.10 ⁻⁶	t count = 0.056; Sig. = 0.956
<i>Price Book Value</i> **	0.000	t count = -2.310; Sig. = 0.022**
<i>Price Earnings Ratio</i> *	0.000	t count = 4.344; Sig. = 0.000*
<i>Leverage</i>	-0.001	t count = -0.866; Sig. = 0.388
Kurs*	1.990.10 ⁻⁵	t count = 3.848; Sig. = 0,000*
Inflasi	-0.001	t count = -1.121; Sig. = 0.264
Jumlah Uang Beredar	4.433.10 ⁻⁸	t count = 0.280; Sig. = 0.780
Pertumbuhan Ekonomi	0.001	t count = 0.300; Sig. = 0.765
F hitung = 3.513 Sig. = 0.000		
Adjusted R ² = 0.144		

*Sig. pada $\alpha = 0,01$

**Sig. Pada $\alpha = 0,05$

Variabel Dependen adalah Return Saham Syariah

Hasil menunjukkan bahwa dari karakteristik perusahaan dan ekonomi makro terhadap *return* untuk saham syariah hanya 1 variabel berupa *price book value* yang berpengaruh signifikan pada tingkat 1% dan 2 variabel yaitu *price earnings ratio* dan kurs yang berpengaruh signifikan pada 5% terhadap *return* saham syariah. Itupun,

untuk *price book value* dan *price earnings ratio* nilai koefisiennya adalah 0,000. Dengan kata lain, walaupun *price book value* dan *price earnings ratio* signifikan terhadap *return* saham syariah, tetapi tidak memberikan kontribusi terhadap *return* saham syariah bila mengalami kenaikan maupun penurunan nilai kedua variabel tersebut.

Tabel 4 menunjukkan *adjusted r square* sebesar 0,144, ini menunjukkan bahwa variabel *independen* mampu menjelaskan sebesar 14,4% variabel *dependen*, sedangkan 85,6% dijelaskan oleh variabel-variabel lain. Variabel-variabel lain ini dapat berupa karakteristik industri dan ekonomi makro, seperti harga minyak dunia, suku bunga, tingkat kemiskinan, jumlah pengangguran dan lain-lain. Nilai F sebesar 3,513 dengan signifikansi 0,000. Ini menunjukkan terdapat pengaruh signifikan karakteristik perusahaan dan ekonomi makro terhadap *return* saham syariah.

Pada tabel 5 menyajikan hasil statistik regresi untuk pengaruh karakteristik perusahaan dan ekonomi makro terhadap *return* saham non syariah.

Tabel 5. Hasil Pengujian Regresi Variabel-Variabel Karakteristik Perusahaan dan Ekonomi Makro Terhadap Return Saham Non Syariah

<i>Independent Variables</i>	<i>Coefficients</i>	
Constant	-0.187	t count = -1.846; Sig. = 0.067
<i>Debt Equity Ratio</i>	0.001	t count = 1.607; Sig. = 0.110
<i>Earnings Per Share</i>	$-2.24 \cdot 10^{-5}$	t count = -0.896; Sig. = 0.372
<i>Dividend Payout Ratio</i>	$-5.93 \cdot 10^{-5}$	t count = -0.401; Sig. = 0,689
<i>Price Book Value</i>	0.003	t count = 0.688; Sig. = 0.493
<i>Price Earnings Ratio</i>	$-4.54 \cdot 10^{-5}$	t count = -0.393; Sig. = 0.695
<i>Leverage</i>	0.007	t count = 0.412; Sig. = 0.681
Kurs**	$2.238 \cdot 10^{-5}$	t count = 2.120; Sig. = 0.036**
Inflasi	-0.004	t count = -1.650; Sig. = 0.101
Jumlah Uang Beredar	$1.672 \cdot 10^{-7}$	t count = 0.522; Sig. = 0.603
Pertumbuhan Ekonomi	-0.004	t count = -0.524; Sig. = 0.601
F count = 1.295 Sig. = 0.239		
Adjusted R ² = 0.019		

*Sig. pada $\alpha = 0,01$

**Sig. Pada $\alpha = 0,05$

Variabel *Dependen* adalah Return Saham Non Syariah

Berdasarkan tabel 5, untuk pengaruh variabel-variabel karakteristik perusahaan dan ekonomi makro terhadap *return* saham non syariah hanya nilai kurs rupiah terhadap dollar yang berpengaruh signifikan pada tingkat 1%. Ini menunjukkan bahwa lembaga keuangan mengalami pengaruh kalau nilai kurs tersebut mengalami perubahan. Hal ini dikarenakan lembaga keuangan selain menyediakan jasa untuk menyimpan dan meminjamkan uang pada nasabah dalam bentuk rupiah juga melakukan transaksi yang melibatkan mata uang non rupiah (*dollar*), seperti pertukaran nilai rupiah terhadap dollar, *hedging* terhadap transaksi

yang melibatkan mata uang dollar dan berbagai transaksi lainnya yang terkait dengan mata uang asing (*dollar*). Tabel 5 menunjukkan *adjusted r square* sebesar 0,019, ini menunjukkan bahwa variabel *independen* mampu menjelaskan sebesar 1,9% variabel *dependen*, sedangkan 98,1% dijelaskan oleh variabel-variabel lain. Variabel-variabel lain berupa karakteristik industri dan ekonomi makro, seperti suku bunga, harga minyak dunia, tingkat kemiskinan, jumlah pengangguran dan lain-lain. Nilai F sebesar 1,295 dengan signifikansi 0,239 pada tingkat signifikansi 5% maupun 10% menunjukkan tidak terdapat pengaruh signifikan karakteristik perusahaan dan ekonomi makro terhadap *return* saham non syariah.

SIMPULAN

Analisis diskriminan menunjukkan bahwa hanya ada dua variabel diskriminan dari 10 variabel pada karakteristik perusahaan dan ekonomi makro yang dapat mengklasifikasikan perbedaan antara *return* saham syariah dan saham non syariah. Rasio-rasio itu adalah *debt equity ratio* dan *earnings per share*. Hasil fungsi diskriminan kanonikal menunjukkan 16,6% variansi pada variabel *dependen* ($Z = \text{saham}$) dapat dihitung atau dijelaskan oleh model ini yang termasuk hanya dua variabel diskriminan.

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa ada perbedaan dalam *return* antara kedua jenis saham. Berdasarkan hasil uji beda menunjukkan *return* saham non syariah lebih tinggi dibanding saham syariah. Rata-rata *return* untuk saham non syariah sebesar 0.016852 sementara untuk saham syariah sebesar -0.003572. Ini menunjukkan bahwa saham non syariah mempunyai tingkat *return* yang lebih tinggi dibandingkan saham syariah.

Berdasarkan hasil regresi parsial atau *t-test* pada *return* saham syariah hanya variabel *price book value*, *price earnings ratio*, dan kurs rupiah terhadap *dollar* yang berpengaruh secara signifikan pada *return* saham syariah. Tetapi nilai *price book value* dan *price earnings ratio* adalah 0,000. Ini menunjukkan bahwa perubahan nilai *price book value* dan *price earnings ratio* tidak berpengaruh terhadap perubahan nilai *return* saham syariah.

Pada saham non syariah, pengaruh karakteristik perusahaan dan ekonomi makro terhadap *return* saham non syariah hanya variabel kurs rupiah terhadap *dollar* yang berpengaruh secara signifikan pada *return* saham non syariah. Dengan regresi berganda atau *F-test* menunjukkan terdapat pengaruh karakteristik perusahaan dan ekonomi makro terhadap *return* saham syariah, sedangkan pada *return* saham non syariah tidak terdapat pengaruh karakteristik perusahaan dan ekonomi makro tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdurahim, Ahim, 2001, *Dalil-Dalil Naqli Seri Ekonomi Islam*, Penerbit Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, Yogyakarta.
- Achsien, H. Iggi, 2000, *Investasi Syariah di Pasar Modal*, Cetakan Pertama, PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Accounting, Auditing, and Governance Standards for Islamic Financial Institution.
- Aruzzi, M. Iqbal dan Bandi, 2003, *Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Rasio Profitabilitas, dan Beta Akuntansi Terhadap Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta*, Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya.
- Auliyah, Robiatul dan Hamzah, Ardi, 2006, *Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri, dan Ekonomi Makro Terhadap Return dan Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta*, Simposium Nasional Akuntansi IX, Padang.
- Cooper, Donald R dan Schindler, Pamela, S, 2001, *Business Research Methods*, Seventh Edition, McGraw-Hill.
- Elton, Edwin J., and Gruber, Martin J. ,1995, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5th Ed., John Wiley & Sons.
- Gujarati, damodar, N, 1998, *Basic Econometrics*, International Edition, Prentice- Hall International, Inc.
- Hamidi, M. Luthfi, 2003, *Jejak-Jejak Ekonomi Syariah*, Penerbit Senayan Abadi, Jakarta.
- Hamzah, Ardi, 2005, *Analisa Ekonomi Makro, Industri, dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Beta Saham Syariah* Simposium Nasional Akuntansi VIII, Surabaya.
- _____ (2005) “Perbandingan Beta Saham Syariah dan Beta Saham Non Syariah Dalam Analisa Ekonomi Makro, Industri dan Karakteristik Perusahaan”, Simposium Riset Ekonomi II, Surabaya.
- Hair, Joseph F, Anderson, Rolph E, Tatham, Ronald L, dan Black, William C, 1998, *Multivariate Data Analysis*, Fifth Edition, Prentice-Hall International, Inc.
- Harahap, Sofyan S, 2001, *Menuju Perumusan Teori Akuntansi Islam*, Cetakan Pertama, Pustaka Quantum, Jakarta.
- Haroen, Nasrun, 2000, *Perdagangan Saham di Bursa Efek, Tinjauan Hukum Islam*, Cetakan Pertama, Penerbit Yayasan Kalimah, Jakarta.
- Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Cetakan Kedua, Badan Penerbit Fakultas Ekonomi, Yogyakarta.
- Jones, Charles.P, 2004, *Investments Analysis and Management*, 9th edition, New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.
- Muhammad, 2002, *Kebijakan Fiskal dan Moneter Dalam Ekonomi Islam*, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Nugroho, Agung Hery, 2000, *Pengaruh Beberapa Variabel Fundamental Terhadap Return Saham Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*, Thesis Program Studi Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada.

- Nurnainy, Yetty, 2000, Analisis Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta, Thesis Program Studi Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada.
- Pontjowinoto, Iwan, 2001, Jakarta Islamic Indeks, PT. Danareksa Investment Management, Jakarta.
- Pudjiastuti, Enny dan Husnan, Suad, 1994, "Diversifikasi Internasional: Pengamatan terhadap Beberapa Bursa di Asia Pasifik", Kelola, No. 5, p.107-118.
- Rahman, Afzalur, 1995, Doktrin Ekonomi Islam Jilid 1 - 4 , Penerbit Dana Bhakti Wakaf, Jakarta.
- Santoso, Singgih, 2003, SPSS Statistik Multivariat, Penerbit PT Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Shari'a Standards
- Sudarsono, Heri, 2003, Konsep Ekonomi Islam, Suatu Pengantar, Penerbit Ekonesia, Yogyakarta.
- Sumodiningrat, Gunawan, 1994, Ekonometrika Pengantar, Edisi Pertama, Badan Penerbit Fakultas Ekonomi, Yogyakarta.
- Tandelilin, Eduardus, 2001, Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio, Edisi Pertama., Badan Penerbit Fakultas Ekonomi, Yogyakarta.
- Triyuwono, Iwan, 2000, Organisasi dan Akuntansi Syariah, Penerbit LKIS, Yogyakarta.
- Yaniartha, S, P dan Widanaputra, A.A.G.P, 2004, The Effect of Free Cash Flows to the Relationship Between Investment Returns, Dividend Policy and Stock Returns, Simposium Nasional Akuntansi VII.