

## ANALISIS PENGARUH MULTIFAKTOR TERHADAP RETURN SAHAM DI INDONESIA

**Sutarso, Augustina Kurniasih dan Luna Haningsih**

*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mercubuana*

*Email: nstarso@gmail.com,*

*augustina.kurniasih@mercubuana.ac.id, luna@mercubuana.ac.id*

**Abstract:** This study aims to examine and analyze the effect of market, size, value and sharia factor on the stock return in Indonesia. Research data is monthly data for 5 years observation period from 2009 until 2013. The population in this research is all listed stock in Indonesia Stock Exchange on observation period. The sampling method used was purposive sampling. The method of analysis used multiple regression. The results showed that market factor, firm size, BE/ME ratio and sharia factor was significantly affect stock return. Market factor was significantly positive affect stock return. Firm size was significantly positive affect stock return on small firm size and negative affect on big firm size. BE/ME ratio was significantly positive affect stock return on high BE/ME ratio and negative affect on low BE/ME ratio. Sharia factor was significantly positive affect sharia stock return and negative affect on non sharia stock return. In general, the market factor is the factor that most strongly affect stock return than any other factor.

**Keywords:** Market premium, firm size, BE/ME ratio, sharia stock, stock return.

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh *market premium, firm size, book-to-market equity, dan sharia factor* terhadap *return* saham di Indonesia. Data penelitian ini merupakan data bulanan selama periode 2009 sampai dengan 2013. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013 dengan metode *sampling* menggunakan *purposive sampling*. Metode analisis menggunakan regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *market factor, ukuran perusahaan, BE/ME equity ratio dan sharia factor* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. *Market factor* secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh positif signifikan *return* portofolio saham yang terdiri dari perusahaan dengan ukuran kecil dan berpengaruh negatif signifikan pada perusahaan besar. *BE/ME equity ratio* secara parsial berpengaruh positif signifikan *return* portofolio saham yang terdiri dari perusahaan dengan BE/ME tinggi dan berpengaruh negatif signifikan pada perusahaan dengan BE/ME rendah. *Sharia factor* secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap *return* portofolio saham yang terdiri dari perusahaan syariah dan berpengaruh negatif signifikan pada perusahaan non syariah. Secara umum, *market factor* merupakan faktor yang paling kuat mempengaruhi *return* saham dibandingkan dengan faktor yang lain.

**Kata kunci:** *market factor, ukuran perusahaan, book-to-market equity ratio, saham syariah, return* saham.

## PENDAHULUAN

Terdapat beberapa tujuan seseorang melakukan investasi, misalnya untuk memperoleh kehidupan yang layak dimasa yang akan datang, mengurangi tekanan inflasi dan sebagainya. Pada umumnya, dasar keputusan seseorang dalam berinvestasi adalah *risk and return*. *Return* merupakan keuntungan dari investasinya, sedangkan risiko merupakan kemungkinan investor memperoleh *return* yang berbeda dengan yang diharapkan. *Risk and return* mempunyai hubungan yang linier atau searah, yaitu semakin tinggi risiko suatu aset maka semakin tinggi *return* harapan dari aset tersebut, demikian sebaliknya.

Beberapa model keseimbangan pasar yang menghubungkan antara *risk and return*, misalnya *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), *Arbitrage Pricing Theory* (APT), *Multifactors Model* dan sebagainya. CAPM merupakan salah satu model keseimbangan antara *risk and return* yang dikembangkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Mossin (1966). Dalam CAPM, satu hal yang mempengaruhi risiko atau *return* saham adalah *risk premium* (*market premium*).

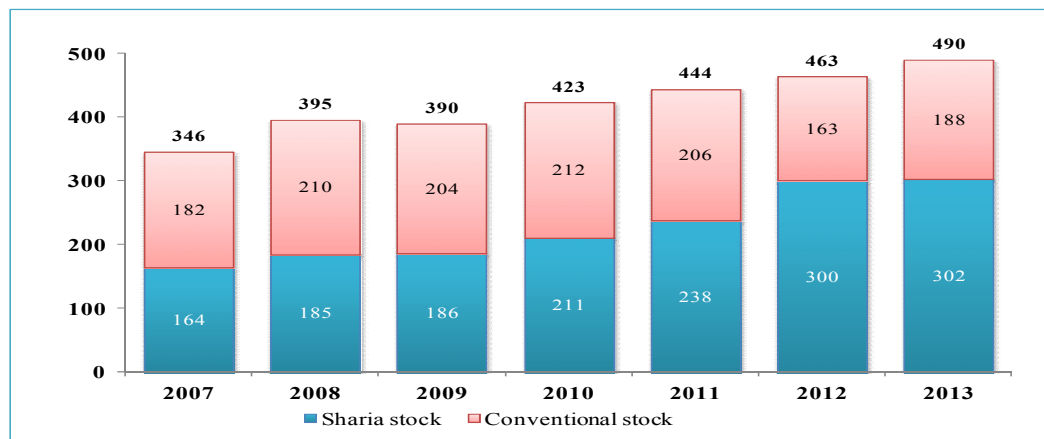
Fama dan French, pada tahun 1992 telah melakukan penelitian yang dilakukan di 3 bursa saham di Amerika, yaitu AMEX, Dow Jones dan NASDAQ untuk menguji konsistensi CAPM dalam beberapa periode. Hasil penelitian Fama dan French menyebutkan bahwa terdapat paling tidak dua faktor lain selain beta saham yang dapat menerangkan adanya risiko sistematis yang berpengaruh pada *return* saham yaitu ukuran perusahaan (*firm size*) dan rasio antara nilai buku dan nilai pasar ekuitas (*book-to-market equity ratio* atau *BE/ME ratio*). Hasil penelitian tersebut lebih dikenal dengan *Three Factors Model*.

Telah banyak penelitian yang dilakukan untuk menguji konsistensi hasil Fama & French di beberapa negara. Di Indonesia, Pasaribu (2009) telah menguji dan membandingkan antara CAPM dan *Three Factors Model* Fama & French (3FM FF) dalam pembentukan portofolio saham. Hasilnya menunjukkan bahwa 3FM FF lebih superior dibandingkan dengan CAPM dalam menjelaskan *excess return*. Sedangkan menurut penelitian Ismanto (2011) telah melakukan penelitian yang sama dengan hasil bertolak belakang dengan Pasaribu, dimana beta saham, *firm size* dan *book-to-market equity value*, secara bersama-sama tidak mempengaruhi *return* saham.

Saat ini *islamic finance* sedang mengalami pertumbuhan yang pesat di dunia. Berdasarkan Kempf dan Osthoff (2007), perkembangan tersebut disebabkan adanya pertimbangan investor dalam berinvestasi yang tidak hanya mempertimbangkan hal-hal terkait uang tetapi juga terdapat pertimbangan sosial, moral atau lingkungan. Salah satu indikator pertumbuhan *islamic finance* adalah perkembangan jumlah emiten yang menerbitkan efek syariah. Untuk dapat menerbitkan efek syariah, emiten harus memenuhi kriteria tertentu yang ditetapkan otoritas yang berwenang, dalam hal ini adalah Bapepam-LK atau Otoritas Jasa Keuangan.

Berdasarkan pada Grafik 1, BEI dan Bapepam-LK (2007-2013), jumlah emiten yang menerbitkan saham syariah di Indonesia mulai dari tahun 2007 terus mengalami kenaikan yang cukup besar apabila dibandingkan dengan kenaikan jumlah emiten yang tidak menerbitkan saham syariah. Rata-rata pertumbuhan jumlah emiten yang terdaftar di BEI selama periode 2007-2013 sebesar 6%, sedangkan pertumbuhan jumlah emiten yang menerbitkan saham syariah sebesar 11%, atau lebih besar dibandingkan dengan pertumbuhan total emiten tersebut. Adapun pertumbuhan emiten yang tidak menerbitkan saham syariah hanya sebesar 3%. Dengan semakin meningkatnya jumlah emiten yang

menerbitkan saham syariah, hal ini akan memberikan banyak alternatif pilihan instrumen investasi bagi investor berupa saham syariah, obligasi syariah atau reksadana dengan *underlying* saham syariah.



Grafik 1. Perkembangan Komposisi Jumlah Emiten Tercatat di BEI

Sumber: Bursa Efek Indonesia dan Bapepam-LK, 2007-2013

Berdasarkan uraian diatas mengenai ketidakkonsistenan hasil penelitian mengenai 3FM FF dan berkembangnya *islamic finance* di Indonesia, maka penelitian ini bertujuan untuk menguji: 1) pengaruh parsial antara *market premium* (*market factor*) dengan *return* saham; 2). pengaruh parsial antara ukuran perusahaan (*size factor*) dengan *return* saham; 3) pengaruh parsial antara *book-to-market equity ratio* (*value factor*) dengan *return* saham; 4) pengaruh parsial antara *sharia factor* dengan *return* saham; dan 5) pengaruh simultan antara *market premium*, *size*, *value* dan *sharia factor* terhadap *return* saham;

## KAJIAN TEORI

**Investasi.** Investasi dapat diartikan sebagai komitmen untuk mengorbankan manfaat pada saat ini dengan tujuan memperoleh manfaat (keuntungan) di masa datang. Menurut Bodie, *et. al* (2014), investasi adalah komitmen sejumlah uang atau sumber daya pada saat ini untuk mengharapkan keuntungan di masa depan. Menurut Jones (2007), investasi dapat didefinisikan sebagai komitmen dana pada satu atau beberapa aset yang akan dipegang selama beberapa waktu mendatang. Reilly dan Brown (2003) mendefinisikan investasi sebagai penundaan konsumsi saat ini untuk memperoleh konsumsi di masa yang akan datang yang lebih tinggi. Sedangkan menurut Tandelilin (2010), investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang.

Terdapat dua alasan atau dasar dalam berinvestasi, yaitu *return* dan risiko. *Return* yang diharapkan investor dari investasi yang dilakukannya merupakan kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan risiko penurunan daya beli akibat pengaruh inflasi. Sedangkan risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan *return* aktual yang berbeda dengan *return* yang diharapkan. *Return* dan risiko mempunyai hubungan positif atau searah, dimana semakin tinggi tingkat *return* maka semakin tinggi pula risikonya dan juga sebaliknya, semakin rendah *return* investasi semakin rendah pula risikonya.

Investasi di pasar modal merupakan investasi yang memiliki risiko tinggi, sehingga investor sangat berhati-hati di dalam memilih saham yang akan dibeli. Hal ini disebabkan setiap investor akan berpikir untuk memaksimalkan *return* yang diharapkan (*expected return*) dari setiap rupiah yang mereka investasikan dalam surat berharga. Agar *return* yang mereka dapatkan adalah *return* yang maksimal, maka penting bagi investor untuk memperhatikan dan mengestimasi semua faktor penting yang dapat mempengaruhi *return* dari investasinya dimasa yang akan datang.

**Capital Asset Pricing Model (CAPM).** CAPM merupakan model keseimbangan untuk menilai tingkat pengembalian harapan dari suatu aset yang berisiko. Model ini dikembangkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Mossin (1966). Model ini didasari pada teori portofolio Markowitz. CAPM menjelaskan bagaimana hubungan antara rata-rata *return* saham dengan faktor risiko pasar (*market risk*). Di dalam CAPM, karena portofolio pasar merupakan gabungan seluruh aset yang memiliki tingkat risiko yang identik, maka aset tersebut mempunyai bobot yang sama. Apa portofolio pasar? Portofolio pasar merupakan jumlah seluruh portofolio individual/investor. Pilihan aset dalam portofolio pasar menggambarkan pertemuan antara *capital market line* dan *efficient frontier*.

Salah satu dasar dalam CAPM adalah portofolio terdiversifikasi dengan baik (*well diversified*), oleh karena itu risiko perusahaan (*firm specific risk*) dapat diabaikan dan hanya tinggal risiko sistematis. Oleh sebab itu, risiko portofolio tergantung dari risiko pasar (*market risk*). Model tersebut dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$E(r) = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (1)$$

Keterangan:  $E(r)$  : Tingkat imbalan yang diharapkan;  $R_f$  : Tingkat imbalan dari instrumen bebas risiko;  $\beta$  : Risiko pasar (*market risk*);  $R_m$  : Tingkat imbalan pasar (*market return*)

Formula  $R_m - R_f$  disebut juga sebagai *market premium*, dimana investor menginginkan adanya tambahan (premi) *return* pada instrumen bebas risiko, karena adanya tambahan risiko yang harus ditanggung investor ketika berinvestasi pada instrumen yang berisiko (*risky asset*). Terdapat beberapa asumsi yang digunakan dalam penerapan CAPM, yaitu: (a) Investor bersikap rasional; (b) Investor menggunakan input/informasi yang sama atau identik sehingga memiliki ekspektasi yang homogen; (c) Seluruh aset dapat diperdagangkan, sehingga dimungkinkan adanya *short selling* dan investor dapat melakukan transaksi pinjam-meminjam pada tingkat bunga bebas risiko.

**Arbitrage Pricing Theory (APT).** *Arbitrage Pricing Theory* (APT) merupakan model penilaian aset yang dirumuskan oleh Ross (1976) untuk melihat hubungan antara *return* dengan risiko. Sama halnya seperti CAPM, APT juga merupakan model equilibrium. Perbedaannya terletak pada konsep yang mendasari kedua model tersebut. CAPM bertitik tolak pada pembentukan portofolio yang efisien, sedangkan APT didasarkan pada hukum satu harga (*law of one price*). Hukum ini menyatakan bahwa dua aset yang memiliki karakteristik sama seharusnya dinilai dengan harga yang sama. Apabila hal ini tidak terjadi maka ada kemungkinan investor untuk mendapatkan arbitrase (mendapat keuntungan tanpa menanggung risiko) dengan cara membeli aset yang harganya lebih murah dan selanjutnya menjualnya dengan harga lebih tinggi.

Sama halnya dengan CAPM, dasar dalam APT adalah bahwa portofolio terdiversifikasi dengan baik (*well diversified*), oleh karena itu risiko perusahaan (*firm*

*specific risk*) dapat diabaikan dan hanya tinggal risiko sistematis. Dalam APT, dalam menjelaskan tingkat keuntungan yang diharapkan atas suatu saham atau portofolio dapat digunakan satu faktor atau lebih yang merupakan penjabaran dari *systematic risk*. Akan tetapi, APT tidak secara jelas menyebutkan faktor apa saja yang dapat digunakan dalam perhitungan *return*. Menurut Tandelilin (2010), variabel makro ekonomi yang mempengaruhi *return* investasi di pasar modal (saham), misalnya Produk Domestik Bruto (PDB), tingkat pengangguran, inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang atau kurs, neraca perdagangan dan pembayaran dan lainnya. Adapun formula APT adalah sebagai berikut:

$$R_i = E(R_i) + \beta_{i1} F_1 + \beta_{i2} F_2 + \epsilon_i \quad (2)$$

Dimana:  $R_i$  : Tingkat imbalan aset  $i$ ;  $E(R_i)$  : Tingkat imbalan aset  $i$  yang diharapkan;  $\beta_{i1}$  : Sensitifitas return aset  $i$  terhadap faktor ke-1;  $\beta_{i2}$  : Sensitifitas return aset  $i$  terhadap faktor 2;  $F_1$  : Faktor makro ekonomi ke-1;  $F_2$  : Faktor makro ekonomi ke-2;  $\epsilon_i$  : Faktor *error*

**Three Factors Model Fama and French.** Beberapa peneliti tidak setuju dengan konsep dari CAPM, karena menurut mereka ada faktor lain atau lebih dari satu faktor yang dapat mempengaruhi *return* saham. Ross (1976) mengembangkan model lain dengan menggunakan beberapa faktor yang mempengaruhi *return* saham.

Fama dan French (1992), mengembangkan model yang mempengaruhi *return* harga saham dengan mengkombinasikan CAPM dan APT. Menurut Fama dan French (FF), *beta* saham sebagai indikator risiko pasar tidak mampu menjelaskan *return* saham apabila dilakukan pengujian secara parsial, sedangkan *firm size* dan *book-to-market equity ratio* (BE/ME ratio) mampu menjelaskan *return* saham. Selanjutnya Fama dan French (1993, 1995) menguji kembali tiga faktor untuk menjelaskan *return* kelompok saham, yaitu *market* (CAPM), *firm size*, dan *book-to-market equity ratio*. Selanjutnya model FF diformulasikan sebagai berikut:

$$R_i - R_f = \alpha + \beta_{iM}(R_m - R_f) + \beta_{iSMB}(SMB) + \beta_{iHML}(HML) + \epsilon \quad (3)$$

Dimana:

$R_i$  : Tingkat imbalan aset  $i$ ;  $R_f$ : Tingkat imbalan aset bebas risiko;  $R_m$  : Tingkat imbalan portofolio pasar;  $\beta_{iM}$  : Sensitifitas *return* aset  $i$  terhadap faktor pasar;  $\beta_{iSMB}$  : Sensitifitas *return* aset  $i$  terhadap faktor ukuran perusahaan;  $\beta_{iHML}$  : Sensitifitas *return* aset  $i$  terhadap faktor *book-to-market equity ratio*; SMB : *Small Minus Big*, selisih *return* saham dengan ukuran perusahaan kecil dengan *return* saham perusahaan besar; HML : *High Minus Low*, selisih *return* saham dengan BE/ME tinggi dengan *return* saham dengan BE/ME rendah;  $\epsilon_i$  : Faktor *error*

**Saham Syariah (Sharia Stock).** Pendekatan yang banyak digunakan dalam menerangkan mengenai saham syariah lebih dikenal dengan istilah *Socially Responsible Investing* (SRI). Secara umum, SRI didefinisikan sebagai suatu filosofi tentang investasi yang memasukkan pertimbangan-pertimbangan etika dan moral selain pertimbangan keuangan (*financial*). Adapun pertimbangan tersebut antara lain mengenai isu lingkungan hidup, hak asasi manusia, dan *corporate governance*. Selain itu hukum atau syariat Islam juga menjadi salah satu pertimbangan investor dalam berinvestasi, sehingga memunculkan istilah saham syariah (*sharia stock*).

Secara konsep, saham merupakan surat berharga bukti penyertaan modal kepada perusahaan dan dengan bukti penyertaan tersebut pemegang saham berhak untuk mendapatkan bagian hasil dari usaha perusahaan tersebut. Konsep penyertaan modal dengan hak bagian hasil usaha ini merupakan konsep yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Prinsip syariah mengenal konsep ini sebagai kegiatan berserikat (*syirkah*). Berdasarkan analogi tersebut, maka secara konsep saham merupakan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Namun demikian, tidak semua saham yang diterbitkan oleh emiten dan perusahaan publik dapat disebut sebagai saham syariah. Perbedaan pokok antara saham konvensional dengan saham syariah hanya terletak pada kriteria yang harus dipenuhi suatu saham atau emiten terhadap kriteria tertentu.

Menurut Ayub (2007), kriteria emiten yang menerbitkan saham syariah adalah sebagai berikut: (1) *Investee company's capital structure is predominantly equity based (debt less than 33%);*(2) *Prohibited activities such as gambling, interest-based financial institutions, alcohol, production, etc. are excluded;*(3) *Only a negligible portion of the income of an investee company is derived from interest on securities. (In the case of Al Meezan Islamic Funds, for example, the income of a investee company from nonpermissible income should not exceed 5% of total income);* (4) *The value of share should not be less than the value of the net liquid asset of the company.*”

Di Indonesia, kriteria penerbitan efek syariah telah diatur dalam Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal Nomor KEP-314/BL/2007 yang telah diubah terakhir dengan Keputusan Ketua Bapepam-LK nomor KEP-208/BL/2012. Efek syariah merupakan efek yang diterbitkan oleh emiten atau perusahaan publik yang menyatakan bahwa kegiatan usaha serta cara pengelolaan usahanya dilakukan berdasarkan prinsip syariah (tidak melakukan kegiatan usaha: perjudian dan permainan yang tergolong judi, perdagangan yang dilarang menurut syariah, jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maysir*), antara lain asuransi konvensional, memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan antara lain: barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*); barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram lighairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; serta barang atau jasa yang merusak moral dan/atau bersifat mudarat, melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*) dan memenuhi rasio-rasio keuangan sebagai berikut: total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% (empat puluh lima per seratus); atau total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10% (sepuluh per seratus).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa non *sharia stock* adalah saham yang tidak termasuk saham syariah. Menurut Fabozzi (2008) berdasarkan *Random House Unabridged Dictionary (2nd edition)* istilah “*sin*” didefinisikan sebagai segala tindakan yang melewati atau dengan sengaja melanggar beberapa agama atau prinsip moral. Fabozzy juga menyimpulkan bahwa perusahaan yang bergerak di bidang atau sektor industri hiburan bagi orang dewasa (*adult entertainment*), alkohol (*alcohol*), *biotech*, perjudian (*gaming*), rokok (*tobacco*), industri persenjataan (*weapons industries*) termasuk ke dalam saham non syariah (*sin stock*).

Beberapa penelitian yang berkaitan dengan penelitian ini telah dilakukan beberapa peneliti terdahulu. Fama and MacBeth (1973), melakukan pengujian CAPM dan menemukan bahwa terdapat pengaruh *beta* pasar yang positif dan signifikan terhadap *excess return*. Sandoval dan Saens (2004) yang melakukan penelitian di Amerika Latin,

yakni: Chili, Argentina, Brasil, dan Mexico periode 1995 sampai dengan 2002, menemukan tidak ada hubungan yang positif antara beta saham dengan *return* saham. Davis, Fama dan French (2000) melakukan pengujian kembali terhadap *Three Factors Model* pada *United States Stock Portfolios*. Hasil penelitian tersebut adalah bahwa *beta* saham, *firm size*, dan *book-to-market ratio* memiliki hubungan signifikan terhadap *return* saham. Drew, et. al (2003), melakukan pengujian terhadap *Three Factors Model* Fama and French pada *The Shanghai Stock Exchange, China*. Hasilnya penelitiannya adalah bahwa *market factor* secara individu tidak dapat menjelaskan *return* saham, tetapi, ketiga variabel independen yaitu *market*, *size* dan *BE/ME* secara simultan berpengaruh kuat terhadap *return* saham.

Pasaribu (2009) telah melakukan pengujian untuk membandingkan antara *Three Factor Model* Fama & French dan CAPM dalam menjelaskan *return* saham. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa secara umum *Three Factor Model* lebih superior dalam menjelaskan *excess return saham* dibandingkan dengan CAPM. Hasil penelitian Ismanto (2011) menyebutkan bahwa seluruh variabel independen, yaitu *beta* saham, *firm size* dan *book-to-market equity value*, secara bersama-sama tidak mempengaruhi *return* saham. Secara individu, variabel *beta* saham mempunyai pengaruh terhadap *return* saham untuk seluruh kelompok saham yang dibentuk. Sedangkan *beta* saham dan *firm size* secara individu berpengaruh terhadap *return* saham hanya untuk kelompok saham perusahaan dengan ukuran besar dan *book-to-market equity* rendah (*Big/Low*) dan perusahaan dengan ukuran besar dan *book-to-market equity* tinggi (*Big/High*). Irawan dan Murhadi (2012) juga melakukan penelitian untuk menguji *Three Factor Model* dengan menambahkan satu faktor yaitu prosentase kepemilikan asing. Hasil penelitian menyebutkan bahwa *faktor market, firmsize* dan *book-to-market equity ratio* berpengaruh positif terhadap *return* saham, sedangkan faktor kepemilikan asing tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Fabozzi, et. al (2008), melakukan penelitian untuk membandingkan kinerja *sin stock* dengan *return* pasar atau *market benchmark*. Adapun kriteria pemilihan sampel yang termasuk dalam kategori *sin stock* adalah perusahaan yang bergerak di 6 bidang industri, yaitu hiburan orang dewasa, alkohol, *biotech*, pertahanan dan keamanan, permainan/perjudian dan rokok. Hasil penelitian tersebut menyebutkan bahwa *sin stock* mempunyai *return* yang lebih tinggi (*outperformance*) dibandingkan dengan *return* pasar (*market benchmark*). Karim (2010) melakukan penelitian di Malaysia untuk menguji perbandingan antara portofolio investasi berbasis Islam dengan portofolio yang berbasis konvensional. Penelitian ini didasari pada jumlah saham syariah yang melebihi jumlah saham non syariah di Malaysia dan permintaan yang terus meningkat terhadap reksadana syariah. Hasil penelitian Karim menyebutkan bahwa secara empiris tidak ada perbedaan signifikan antara *return* portofolio syariah dengan portofolio konvensional.

## METODE

Dilihat dari tujuan penelitian, desain penelitian pada penelitian ini adalah berupa *hypotesis testing*. Pengujian hipotesis yang dilakukan yaitu apakah *market*, *size*, *value* dan *sharia factor*, baik secara individu dan bersama-sama dapat menjelaskan *return* saham di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2013. Terdapat lima variabel dalam penelitian ini, yaitu empat variabel bebas (*independent variable*) dan satu variabel terikat (*dependent variable*).



**Return saham.** *Return* saham (*stock return*) adalah tingkat pengembalian atas investasi saham yang terdiri dari dua komponen, yaitu perubahan harga saham (*capital gain* atau *capital loss*) dan pembayaran dividen. Data *return* saham yang digunakan adalah data *return* saham bulanan. Untuk menghitung *return* saham (*stock return*) digunakan formula sebagai berikut:

$$R_i = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D}{P_{it-1}} \quad (4)$$

Dimana:

$R_i$  : *return* saham  $i$ ;  $P_{it}$  : harga penutupan saham  $i$  pada akhir bulan  $t$ , yaitu pada akhir bulan Januari – Desember;  $P_{it-1}$  : harga penutupan saham  $i$  pada akhir bulan  $t-1$  (bulan sebelumnya);  $D$  : Dividen

**Market Return.** *Market return* adalah tingkat pengembalian yang terjadi di pasar. Pada penelitian ini ukuran yang digunakan sebagai proksi tingkat pengembalian pasar adalah *return* pada indek harga saham gabungan (IHSG) secara bulanan.

**Ukuran Perusahaan.** Ukuran perusahaan (*firm size*) diperoleh dengan menggunakan data *market capitalization* yang merupakan perkalian antara jumlah saham biasa yang beredar di pasar bursa dengan harga saham. Untuk menentukan kategori perusahaan besar, kecil atau medium, hasil perkalian tersebut (*firm size*) akan diperoleh nilai median. Nilai di atas median dikategorikan sebagai perusahaan dengan ukuran besar (*big size*) sedangkan nilai di bawah median dikategorikan perusahaan dengan ukuran kecil (*small size*). Untuk memperoleh angka *Small Minus Big* (SMB), maka rata-rata *return* saham perusahaan dengan ukuran kecil dikurangi dengan rata-rata *return* saham perusahaan dengan ukuran besar. Adapun formulanya adalah sebagai berikut:

$$SMB = \left( \frac{SHSY + SHNS + SMSY + SMNS + SLSY + SLNS}{6} \right) - \left( \frac{BHSY + BHNS + BMSY + BMNS + BLSY + BLNS}{6} \right) \quad (5)$$

**BE/ME Ratio.** *Book-to-market equity ratio* (BE/ME) merupakan perbandingan antara nilai buku dengan nilai pasar perusahaan. *Book equity value* adalah merupakan nilai aset perusahaan dikurangi dengan kewajiban dan saham preferen. Sedangkan *market value* adalah jumlah saham biasa yang beredar dikalikan dengan *closing price* saham perusahaan pada akhir tahun  $t-1$ . Hasil pembagian tersebut, akan dikelompokkan menjadi tiga kategori yaitu perusahaan dengan BE/ME tinggi (*high*), medium dan rendah (*low*). Dasar pembagian kelompok saham tersebut adalah 30% BE/ME teratas dikelompok ke dalam perusahaan dengan BE/ME tinggi (*High*), 40% BE/ME medium (*Medium*) dan 30% terkecil dikelompok ke dalam BE/ME rendah (*Low*). Adapun formula untuk memperoleh angka HML, adalah sebagai berikut:

$$HML = \left( \frac{SHSY + SHNS + BHSY + BHNS}{4} \right) - \left( \frac{SLSY + SLNS + BLSY + BLNS}{4} \right) \quad (6)$$

**Sharia Factor.** *Sharia factor* merupakan selisih antara rata-rata *return* saham syariah dikurangi dengan rata-rata *return* saham non syariah. Pengelompokkan saham syariah dan non syariah atau konvensional dilakukan berdasarkan daftar efek syariah yang dikeluarkan oleh Bapepam-LK atau Otoritas Jasa Keuangan. Selanjutnya *return* kelompok saham



syariah dikurangi *return* saham non syariah untuk mendapatkan angka *Sharia Minus Non Sharia* (SMNS). Adapun formula untuk memperoleh angka SMNS, adalah sebagai berikut:

$$SMNS = \left( \frac{SHSY + SMSY + SLSY + BHSY + BMSY + BLSY}{6} \right) - \left( \frac{SHNS + SMNS + SLNS + BHNS + BMNS + BLNS}{6} \right) \quad (7)$$

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh saham yang tercatat pada bursa saham Indonesia pada periode 2009 – 2013. Metode yang digunakan dalam pemilihan sampel adalah teknik *non-probability sampling* dengan *purposive sampling*. Adapun kriteria yang digunakan dalam penentuan sampel penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2013; (2) Dikurangi dengan atau tidak termasuk: (a) perusahaan yang sahamnya di-*delisted* dari Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2013; (b) perusahaan yang termasuk atau bergerak pada sektor keuangan. Hal ini dilakukan karena tingkat *leverage* pada emiten sektor keuangan mempunyai karakteristik yang berbeda dengan saham pada sektor non-keuangan dan sangat rentan dengan adanya *financial distress*. Pada umumnya tingkat *leverage* pada sektor keuangan adalah tinggi dan hal tersebut biasa terjadipada sektor tersebut. Sedangkan pada sektor non- keuangan, tingkat *leverage* yang tinggi mencerminkan perusahaan tersebut berpotensi menghadapi risiko *financial distress*. (c) perusahaan dengan BE/ME negatif. Hal ini dilakukan karena bagi perusahaan dengan BE/ME negatif, hasil analisis tidak memberikan arti apapun (*meaningless*).

Data *returns* saham dan *return* market (IHSIG) diperoleh dari Bloomberg sedangkan kapitalisasi pasar (ukuran perusahaan), BE/ME *ratio* (HML) dan saham syariah berasal dari data Bursa Efek Indonesia dan Bapepam LK. *Risk-free instrument* ( $R_f$ ) yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat diskonto SBI dan SPN dengan tenor 3 bulan. Permasalahan penelitian dianalisis dengan pendekatan regresi linier berganda. Model regresi berganda yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$R_p - R_f = \alpha + \beta_i (R_m - R_f) + \gamma_i (SMB) + \delta_i (HML) + \omega_i (SMNS) + \epsilon \quad (8)$$

Dimana:  $R_p$  : Tingkat rata-rata *return* saham portofolio p;  $R_m$  : Tingkat imbalan pasar (*market return*);  $R_f$  : Tingkat imbalan instrumen bebas risiko; SMB : *Small Minus Big*, yaitu selisih *return* portofolio saham dengan *size* kecil dengan *return* portofolio saham dengan *size* besar; HML : *High Minus Low*, yaitu selisih *return* portofolio saham dengan *book-to-market ratio* tinggi dengan *return* portofolio saham dengan *book-to-market ratio* rendah; SMNS : *Sharia Minus Non Sharia Stock*, yaitu selisih *return* portofolio saham syariah dengan saham non syariah;  $\beta_i$  : Beta pasar;  $\gamma_i$  : Koefisien regresi variabel SMB;  $\delta_i$  : Koefisien regresi variabel HML;  $\omega_i$  : Koefisien regresi variabel SMNS;  $\epsilon$  : *Error term*

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil pengolahan statistik deskriptif dari variabel penelitian (Tabel 1) menunjukkan bahwa seluruh *return* portolio saham bertanda negatif, yang berarti *return* portofolio lebih rendah dibandingkan dengan *risk-free return*. Sedangkan pada variabel independen kecuali *market return*, *return* perusahaan kecil rata-rata lebih tinggi dibandingkan dengan *return* perusahaan besar. Begitu pula dengan perusahaan dengan BE/ME tinggi mempunyai rata-rata *return* yang lebih besar dibanding perusahaan dengan BE/ME rendah.

Selanjutnya untuk *return* saham syariah juga lebih besar dibandingkan dengan rata-rata *return* saham non syariah.

**Tabel 1.** Statistik Deskriptif

Portofolio/Variabel	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>
Ri-Rf	-13.75864	11.34478	-2.01369
S/H/SY-Rf	-14.79035	12.70628	-0.51721
S/H/NS-Rf	-16.68855	22.53626	-0.99981
S/M/SY-Rf	-13.86882	11.79621	-2.29371
S/M/NS-Rf	-16.90669	17.36542	-2.77280
S/L/SY-Rf	-23.91533	123.20573	-0.90891
S/L/NS-Rf	-22.07245	44.70801	-0.93270
B/H/SY-Rf	-21.71130	28.02106	-0.95541
B/H/NS-Rf	-21.92593	33.13657	-3.12605
B/M/SY-Rf	-15.79984	19.29064	-2.47791
B/M/NS-Rf	-17.75296	14.11866	-2.62130
B/L/SY-Rf	-15.12024	9.30729	-2.87323
B/L/NS-Rf	-15.84822	16.21681	-3.16318
<i>Market Premium</i>	-14.78232	11.93904	-3.12591
SMB	-10.19324	9.60167	1.13221
HML	-9.95579	13.97053	1.79784
SMNS	-5.39946	7.22400	0.32989

Model regresi yang diperoleh dari metode kuadrat terkecil biasa (*Ordinary Least Square/OLS*) merupakan model regresi yang menghasilkan *estimator* linear yang tidak bias yang terbaik (*Best Linear Unbias Estimators/BLUE*). Untuk mendapatkan nilai *estimator* yang BLUE dari satu persamaan regresi berganda dengan metode kuadrat terkecil (*least square*), model regresi yang dihasilkan harus memenuhi persyaratan asumsi klasik. Adapun pengujian asumsi klasik yang akan dilakukan terdiri dari uji normalitas, multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedasitas. Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa data penelitian memenuhi seluruh uji asumsi.

Secara umum seluruh model dinyatakan fit atau bagus dalam menjelaskan perubahan variabel dependen yang dipengaruhi perubahan variabel independen. Hal ini terbukti dari signifikansi 12 model yang dibawah 0,05. Model regresi pada portofolio S/H/SY merupakan model paling bagus atau fit bagaimana perubahan variabel independen dalam menjelaskan perubahan variabel dependen dibandingkan dengan 11 model yang lain. Hal ini terlihat dari nilai *adjusted R-square*(0,806) yang tertinggi dibandingkan model pada portofolio yang lain. Sedangkan model regresi pada portofolio S/L/NS merupakan model yang paling kurang dapat menjelaskan perubahan variabel dependen dikarenakan

perubahan variabel independennya. Hal ini dibuktikan dengan nilai *adjusted R-square*(0,258) yang paling kecil dibandingkan dengan sebelas model yang lain.

**Tabel 2.** Pengaruh *Market Premium*, Ukuran Perusahaan, BE/ME Ratio dan *Sharia Factor* terhadap *Return Saham*

Kelompok Saham		<i>Intercept</i>	<i>Market Premium</i>	SMB	HML	SMNS	F	Sig.	<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>
H	SY	0,801 <i>0,141</i>	0,960 <i>0,000*</i>	0,600 <i>0,000*</i>	0,528 <i>0,000*</i>	0,235 <i>0,225</i>	62,406	0,000*	0,806
	NS	0,921 <i>0,198</i>	1,039 <i>0,000*</i>	0,835 <i>0,000*</i>	0,431 <i>0,001*</i>	-1,098 <i>0,000*</i>	36,124	0,000*	0,704
S M	SY	-0,933 <i>0,172</i>	0,744 <i>0,000*</i>	0,687 <i>0,000*</i>	0,010 <i>0,934</i>	0,519 <i>0,036*</i>	19,091	0,000*	0,551
	NS	-0,905 <i>0,302</i>	0,899 <i>0,000*</i>	0,796 <i>0,001*</i>	0,100 <i>0,529</i>	-0,411 <i>0,191</i>	14,067	0,000*	0,470
L	SY	5,178 <i>0,027</i>	1,647 <i>0,000*</i>	2,194 <i>0,001*</i>	-2,333 <i>0,000*</i>	2,015 <i>0,016*</i>	13,326	0,000*	0,455
	NS	2,873 <i>0,112</i>	1,017 <i>0,001*</i>	0,883 <i>0,063</i>	-0,514 <i>0,118</i>	-2,204 <i>0,001*</i>	6,117	0,000*	0,258
H	SY	2,201 <i>0,036</i>	1,173 <i>0,000*</i>	-0,431 <i>0,114</i>	0,577 <i>0,003*</i>	-0,037 <i>0,919</i>	26,005	0,000*	0,629
	NS	-0,351 <i>0,726</i>	0,949 <i>0,000*</i>	-0,832 <i>0,002*</i>	0,677 <i>0,000*</i>	-0,153 <i>0,669</i>	25,423	0,000*	0,623
B M	SY	0,162 <i>0,777</i>	0,913 <i>0,000*</i>	-0,272 <i>0,072</i>	0,276 <i>0,010*</i>	0,116 <i>0,569</i>	44,227	0,000*	0,746
	NS	0,492 <i>0,392</i>	0,991 <i>0,000*</i>	-0,030 <i>0,842</i>	0,097 <i>0,356</i>	-0,461 <i>0,028*</i>	41,999	0,000*	0,735
L	SY	0,331 <i>0,462</i>	0,959 <i>0,000*</i>	-0,015 <i>0,902</i>	-0,141 <i>0,089</i>	0,171 <i>0,290</i>	56,625	0,000*	0,790
	NS	0,203 <i>0,757</i>	0,837 <i>0,000*</i>	-0,005 <i>0,979</i>	-0,308 <i>0,012*</i>	-0,624 <i>0,010*</i>	21,729	0,000*	0,584

\*: Signifikan pada level 0,05

**Pengaruh *Market Factor* terhadap *Return Saham*.** Berdasarkan hasil penelitian, *market factor* mempunyai pengaruh positif atau searah dan signifikan terhadap *return* seluruh saham dengan koefisien regresi rata-rata lebih besar dibanding koefisien variabel independen yang lain. Dengan koefisien tersebut, pengaruh *market factor* terhadap *return* saham lebih kuat dibanding dengan variabel yang lain. Pengaruh positif atau searah tersebut berarti setiap kenaikan *market factor* juga akan menyebabkan kenaikan *return* saham. Demikian pula sebaliknya, penurunan *market factor* akan menyebabkan penurunan *return* saham.

Dengan pengaruh positif dan signifikan, hal ini memperkuat teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang menyatakan bahwa yang mempengaruhi *return* portofolio adalah

*market factor*. *Market factor* yang dimaksud disini adalah *market premium* yang merupakan selisih antara *return* pasar dan *return* pada aset bebas risiko. Oleh karena itu, *market premium* menggambarkan besar-kecilnya risiko pasar.

Hasil penelitian ini mendukung atau konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sudiyatno dan Irsad (2011), Sharpe (1964), Mossin (1966), Fama dan MacBeth (1973), Drew, *et al* (2003), Naughton dan Veeraraghavan (2005), Yuningsih dan Yudaruddin (2007), Hardianto dan Suherman (2009), Pasaribu (2009) dan Manjunatha and Rajeeva (2012) yang menyatakan bahwa *return* pasar berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Septiani dan Supadmi (2012), Zein (2012) dan Sugiarto (2011) yang menyatakan bahwa *beta* berpengaruh terhadap *return* saham tetapi tidak signifikan. Selain itu, penelitian ini juga bertentangan dengan hasil penelitian Novak dan Petr (2010) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara *CAPM beta* dengan *stock return* di pasar modal Swedia.

**Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Return Saham.** Berdasarkan hasil penelitian, ukuran perusahaan mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham, baik pengaruh positif ataupun negatif. Pengaruh positif tersebut terlihat pada kelompok saham dengan ukuran perusahaan kecil, sedangkan pengaruh negatif terlihat pada kelompok saham dengan ukuran besar. Dengan pengaruh positif pada kelompok saham berukuran kecil dan negatif pada kelompok saham berukuran besar, hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar SMB maka semakin besar *return* saham berukuran kecil, demikian juga sebaliknya. Akan tetapi, semakin besar SMB maka semakin kecil *return* saham berukuran besar.

Dengan pengaruh tersebut, investor menganggap bahwa perusahaan kecil mempunyai tingkat risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan besar. Oleh karena itu investor mengharapkan *return* yang lebih besar pada perusahaan kecil. Perusahaan kecil biasanya rentan dengan risiko siklus bisnis perusahaan dan sering mengalami volatilitas dalam menghasilkan *return* (dividen), sehingga ketidakpastian *return* yang didapat investor juga semakin tinggi yang akhirnya investor mengharapkan *return* yang tinggi pula. Hal sebaliknya terjadi pada perusahaan besar, dimana mereka lebih stabil dalam menghasilkan *return/net income* (dividen), sehingga kepastian investor mendapat *return* semakin terjamin.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Fama dan French (1992), Drew *et. al* (2003), Naughton dan Veeraraghavan (2005), Hardianto dan Suherman (2009). Hasil penelitian mereka menyatakan bahwa pengaruh positif signifikan SMB pada *return* kelompok saham dengan ukuran perusahaan kecil dan berpengaruh negatif pada *return* kelompok saham dengan ukuran perusahaan besar.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Yuningsih dan Yudaruddin (2007), Sudiyatno dan Irsad (2011) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *return* saham tetapi tidak signifikan. Selain itu penelitian ini juga bertentangan dengan hasil penelitian Manjunatha dan Rajeeva (2012) yang menyatakan bahwa SMB mempunyai pengaruh positif pada portofolio saham S/L.

**Pengaruh BE/ME Equity Ratio terhadap Return Saham.** Berdasarkan hasil penelitian, BE/ME ratio mempunyai pengaruh signifikan terhadap return saham, baik pengaruh positif ataupun negatif. Pengaruh positif tersebut terlihat pada kelompok saham dengan BE/ME ratio tinggi dan medium, sedangkan pengaruh negatif terlihat pada kelompok saham dengan BE/ME ratio rendah. Dengan pengaruh positif pada saham dengan BE/ME ratio tinggi dan medium dan berpengaruh negatif pada saham dengan BE/ME ratio rendah, hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar nilai BE/ME maka semakin besar return-nya, demikian juga sebaliknya. Untuk perusahaan dengan nilai BE/ME ratio tinggi atau nilai pasarnya jauh di bawah nilai buku (*undervalue*), investor menginterpretasikan bahwa perusahaan/saham tersebut merupakan perusahaan yang sedang tumbuh (*growth stock*). Investor akan mengharapkan return yang tinggi pada perusahaan yang sedang tumbuh (*growth stock*) dibandingkan dengan *non-growth stock* seperti perusahaan yang sudah *mature*. Hal ini karena *growth stock* mempunyai potensi untuk menghasilkan *net income* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan lain.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Fama dan French (1992), yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan HML pada return kelompok saham dengan BE/ME tinggi dan berpengaruh negatif (bergerak dari positif negatif) pada return kelompok saham dengan BE/ME rendah. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Yuningsih dan Yudaruddin (2007), Irawan dan Murhadi (2012) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan antara HML dengan return saham.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan Drew *et. al* (2003), yang menyatakan bahwa HML berpengaruh negatif terhadap return seluruh portofolio yang dibentuk (S/H, S/L, S/M, B/H, B/M dan B/L). Penelitian ini juga bertentangan dengan Naughton dan Veeraraghavan (2005), yang menyatakan bahwa HML berpengaruh positif signifikan hanya pada S/H dan berpengaruh negatif signifikan pada S/L, S/M/, B/H, B/M dan B/L.

**Pengaruh Sharia Factor terhadap Return Saham.** Berdasarkan hasil penelitian, *sharia factor* mempunyai pengaruh signifikan terhadap return saham, baik pengaruh positif ataupun negatif. Pengaruh positif tersebut terlihat pada portofolio saham syariah, sedangkan pengaruh negatif terlihat pada portofolio saham non syariah. Pengaruh tersebut lebih banyak terlihat pada portofolio saham non syariah (4 berbanding 2 model).

*Sharia factor* kurang mampu menjelaskan return portofolio saham syariah, hal ini terlihat pada pengaruh signifikan *sharia factor* terhadap model yang dibentuk. Beberapa argumen yang dapat menyebabkan ketidakmampuan tersebut adalah sebagai berikut: (1) Pertimbangan return dalam bentuk uang bukan menjadi motivasi utama investor untuk berinvestasi pada saham menurut kategori syariah atau non syariah. Hal ini dikarenakan, jumlah *investee* yang semakin banyak dari tahun ke tahun yang berarti memperbanyak alternatif pilihan *investee* bagi investor, tetapi tidak mempengaruhi atau menopang pergerakan harga saham; (2) Ketika pertimbangan utama investor adalah dalam bentuk return uang, kategori saham syariah atau non syariah bukan menjadi alasan yang harus dipertimbangkan dalam strategi investasi; (3) Kategori saham syariah atau non syariah tidak mempengaruhi kinerja perusahaan tersebut. Kinerja perusahaan yang meningkat akan memberikan sinyal bagi keyakinan investor dalam menginvestasikan dananya pada perusahaan tersebut.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Abdullah, *et. Al* (2007) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara kinerja reksadana syariah dan konvensional. Kinerja reksadana syariah lebih baik dibanding reksadana konvensional

pada saat pergerakan harga saham sedang mengalami tren atau kecenderungan penurunan (*bearish*) dan kinerja reksadana konvensional lebih baik dibanding syariah pada saat pergerakan harga saham sedang mengalami tren kenaikan (*bullish*). Selain itu, hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Hussein (2004) yang menyatakan bahwa secara umum tidak terjadi perbedaan signifikan antara kinerja indeks syariah (*FTSE Islamic Index*) dengan kinerja indeks pasar (*FTSE All-World Index*). Tetapi terdapat perbedaan signifikan antara kinerja indeks syariah dengan indeks pasar, dimana kinerja indeks syariah lebih baik pada periode pasar sedang naik (*bullish*) dan indeks pasar lebih baik pada periode pasar sedang turun (*bearish*).

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Karim (2010) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara kinerja saham syariah dengan saham non syariah tetapi tidak signifikan. Kinerja reksadana syariah lebih rendah dibanding kinerja reksadana konvensional di Malaysia. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Suciningtyas (2009), Hanafi dan Hanafi (2012) yang menyatakan terjadi perbedaan antara kinerja saham syariah dengan saham non syariah tetapi tidak signifikan. Hal ini berarti faktor syariah bukan menjadi pertimbangan investor dalam memilih saham.

**Pengaruh Simultan antara Market Factor, Ukuran Perusahaan, BE/ME Ratio dan Sharia Factor terhadap Return Saham.** Berdasarkan hasil penelitian, secara umum *market factor*, ukuran perusahaan, *BE/ME ratio* dan *sharia factor* secara simultan mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Setelah dilakukan pengujian berikutnya yaitu pada *return* masing-masing portofolio saham, pengaruh simultan dan signifikan tersebut hanya terlihat pada dua portofolio saham yaitu S/H/NS dengan *R-square* sebesar 0,704 dan S/L/SY dengan *R-square* sebesar 0,455. Pengaruh *market factor* dan ukuran perusahaan pada kedua portofolio tersebut adalah positif atau searah. Sedangkan *BE/ME ratio* mempunyai pengaruh positif pada portofolio dengan *BE/ME ratio* tinggi dan berpengaruh negatif *BE/ME equity ratio* rendah. Adapun *sharia factor* berpengaruh positif pada portofolio yang terdiri dari saham syariah dan berpengaruh negatif pada saham non syariah.

Dari hasil tersebut, pengaruh simultan keempat variabel hanya mampu menjelaskan *return* saham pada portofolio saham dengan ukuran kecil, sedangkan pada *BE/ME ratio* hanya terwakili pada saham dengan *BE/ME* tinggi dan rendah serta untuk saham syariah/non syariah keduanya terwakili. Oleh karena itu, pada portofolio yang terdiri dari saham dengan ukuran besar, keempat variabel tidak menjadi pertimbangan utama (*indifference*) dalam mengambil keputusan pemilihan anggota portofolio saham.

Selain itu, melihat pengaruh positif variabel *market factor* terhadap *return* saham, pada umumnya investor merupakan *risk adverse*, sehingga berupaya untuk menghindari pemilihan saham yang mempunyai respon berlawanan dengan *market return* (IHSG) terhadap perubahan kondisi ekonomi. Faktor ukuran perusahaan, *BE/ME* dan jenis saham syariah merupakan faktor fundamental perusahaan. Selain itu, kemungkinan mayoritas investor yang mempunyai tipe sebagai *trader*, sehingga tidak mempertimbangkan faktor fundamental perusahaan tetapi lebih menekankan pada keuntungan sesaat dengan perubahan harga (*capital gain*).

Berdasarkan hasil tersebut, bagi investor pada umumnya (*average investor*), strategi portofolio yang mempertimbangkan keempat variabel tersebut ternyata tidak memberikan pengaruh lebih baik dibandingkan dengan hanya mempertimbangkan satu faktor saja yaitu *market*. Hal ini terbukti dengan hanya mempertimbangkan satu faktor saja yaitu *market*

*factor*, nilai *R-square* lebih tinggi dibandingkan dengan mempertimbangkan keempat variabel tersebut (79% berbanding 70,4%). Oleh karena itu, dengan memilih saham yang pergerakannya sesuai dengan pergerakan pasar, saham pilihan tersebut sudah mampu untuk menghasilkan *return* yang cukup. Hal berbeda apabila investor tersebut mau mengambil tambahan (*extra*) *return* atau risiko, maka investor dapat menggunakan strategi pemilihan anggota portofolio dengan mempertimbangkan tambahan dua variabel yaitu ukuran perusahaan dan *BE/ME ratio* (*R-square* sebesar 80,6%).

Ketidakmampuan ukuran perusahaan dan *BE/ME ratio* dalam menjelaskan *return* seluruh portofolio saham dimungkinkan karena investor melakukan *misvaluation* terhadap saham-saham yang menjadi sampel penelitian. Ukuran perusahaan dan *BE/ME ratio* sebagai cerminan faktor fundamental perusahaan juga terpengaruh oleh perubahan faktor ekonomi. Perusahaan dengan *BE/ME equity ratio* tinggi cenderung mengalami risiko *financial distress* pada saat krisis ekonomi, sehingga investor akan menilai perusahaan tersebut jauh di bawah nilai bukannya. Hal yang sama terjadi pada ukuran perusahaan dimana ukuran yang dipakai adalah *market value* perusahaan berdasarkan *market capitalization*. Sebagaimana kita ketahui bahwa pada periode penelitian terjadi krisis ekonomi di pasar global yang sedikit banyak mempengaruhi kinerja perusahaan dan perilaku investor dalam melakukan strategi investasinya.

Sedangkan ketidakmampuan *sharia factor* dalam menjelaskan *return* seluruh portofolio saham dimungkinkan tidak terdapat pengaruh dari penetapan saham syariah dalam kinerja saham tersebut. Tidak adanya pengaruh *sharia screening* terhadap kinerja perusahaan atau *privilege* tertentu, membuat investor tidak menjadikan pertimbangan dalam menanamkan dananya pada perusahaan tersebut.

## PENUTUP

Berdasarkan hasil penelitian tersebut, beberapa kesimpulan yang dapat ditarik adalah sebagai berikut: (1) *Market factor* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Pengaruh signifikan tersebut terlihat pada seluruh *return* portofolio saham. Pada umumnya, pengaruh *market factor* paling besar atau kuat jika dibandingkan dengan ketiga variabel independen yang lain; (2) Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan pada *return* saham, baik pengaruh positif maupun negatif. Pengaruh positif yang terlihat pada portofolio saham dengan ukuran perusahaan kecil (S/H/SY, S/H/NS, S/M//SY, S/M/NS, dan S/L/SY), sedangkan pengaruh negatif terlihat pada portofolio saham dengan ukuran besar (B/H/NS); (3) *BE/ME ratio* berpengaruh signifikan baik positif maupun negatif terhadap *return* saham. Pengaruh positif signifikan terlihat pada portofolio saham dengan *BE/ME* tinggi (S/H/SY, S/H/NS, B/H/SY dan B/H/NS) dan medium (B/M/SY), sedangkan pengaruh negatif signifikan terlihat pada portofolio saham dengan *BE/ME ratio* rendah (S/L/SY dan B/L/NS); (4) *Sharia factor* berpengaruh signifikan baik positif dan maupun negatif terhadap *return* saham. Pengaruh positif atau searah *sharia factor* terhadap *return* portofolio saham syariah (S/M/SY dan S/L/SY) dan negatif atau berlawanan arah terhadap *return* portofolio saham non syariah (S/H/NS, S/L/NS, B/M/NS dan B/L/NS). *Sharia factor* kurang mampu menjelaskan *return* portofolio saham syariah. Pertimbangan *return* dalam bentuk uang bukan menjadi motivasi utama investor untuk berinvestasi pada saham menurut kategori syariah atau non syariah; (5) *Market*, ukuran perusahaan, *BE/ME ratio* dan *sharia factor* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Pengaruh simultan dan signifikan tersebut hanya terlihat pada dua



portofolio saham yaitu S/H/NS dan S/L/SY atau hanya *return* saham pada portofolio saham dengan ukuran kecil.

**Saran.** Beberapa saran yang dapat penulis rekomendasikan adalah sebagai berikut: Pertama. Bagi penelitian selanjutnya: (a) menambah periode waktu penelitian dan variabel yang lain seperti momentum, sehingga menjadi *Four Factor Model* (Carhart); (b) menggunakan kriteria selain *market capitalization* dalam menentukan kriteria ukuran perusahaan. Hal ini dilakukan mengingat kriteria tersebut cukup rentan jika terjadi krisis yang pada akhirnya membuat investor melakukan *misvaluation*; (c) Meneliti lebih lanjut mengenai efek dari penetapan saham syariah dalam kinerja saham tersebut; (d) Menggunakan data primer, seperti melakukan wawancara dengan investor atau manajer investasi untuk melengkapi hasil penelitian. Mengingat penggunaan kombinasi metode tersebut akan memberikan hasil yang lebih komprehensif. Kedua. Bagi investor atau manajer investasi yang menginginkan tambahan *return* perlu mempertimbangan keempat variabel dalam melakukan strategi investasi: (a) Bagi investor yang *risk averse*, dalam melakukan strategi investasi, hanya memilih saham perusahaan yang pergerakan harganya sesuai dengan pergerakan pasar; (b) Bagi investor yang mempunyai sikap atau perilaku *risk taker*, bisa memilih saham dengan ukuran kecil dan memiliki rasio BE/ME tinggi. Hal ini dikarenakan kedua jenis saham tersebut memiliki hubungan searah dan positif dengan *return* saham.

## DAFTAR RUJUKAN

- Abdullah, Fikriyah, Taufiq Hasan dan Shamsheer Mohamad. (2007) Investigation of Performance of Malaysian Islamic Unit Trust Funds. *Managerial Finance*. Vol. 33 Iss 2 : 142-153.
- Ayub, Muhammad. (2007) *Understanding Islamic Finance*. John Wiley & Sons Ltd. West Sussex, England.
- Bodie, Zvi, Alex Kane dan Alan J. Marcus. (2014) *Investments*. 10<sup>th</sup> Edition. McGraw-Hill Education. New York.
- Davis, J. et. al. (2000) "Characteristics, Covariance and Average Returns: 1929-1997". *Journal of Finance*. Vol. 55. 389-406.
- Drew, Michael E., Tony Naughton dan Madhu Veeraraghavan. (2003) "Firm Size, Book-to-Market Equity and Security Returns : Evidence From the Shanghai Stock Exchange". *Australian Journal of Management*. Vol. 28, No. 2. 119-139.
- Fabozzi, Frank J., K.C. Ma, dan Becky J. Oliphant. (2008) "Sin Stock Returns". *The Journal of Portfolio Management*. 82-94.
- Fama, Eugene F. dan James D. MacBeth. (1973) "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests". *The Journal of Political Economy*. 81 (3): 607-636.
- Fama, Eugene F. dan Kenneth R. French. (1992) "The Cross-Section of Expected Stock Return". *The Journal of Finance*. XLVII (2): 427-465.
- \_\_\_\_\_. (1993) "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds". *Journal of Financial Economics*. Vol. 33. 3-56
- \_\_\_\_\_. (1995) "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns". *The Journal of Finance*. 50 (1): 131-155.

- Hanafî, Mamduh H. Dan Hanafî, Syafiq. (2012) "Perbandingan Kinerja Investasi Syariah dan Konvensional : Studi Pada Jakarta Islami Index (JII) dan Indeks LQ45". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam*. VII (1): 16-27.
- Hardianto, Damar dan Suherman. (2009) "Penguujian Fama-French Three-Factor Model di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*". 12 (2): 198-208.
- Hussein, Khaled A. (2004) Ethical Investment: Empirical Evidence From FTSE Islamic Index. *Islamic Economic Studies*. 12 (1): 21-40.
- Irawan, Richard dan Werner R. Murhadi. (2014) Analisis Pengaruh Three Factor Model dan Persentase Kepemilikan Asing Terhadap Tingkat *Return* Di Bursa Efek Indonesia. <http://pilnas.ristek.go.id/karya/index.php/browse/index/all?sortOrderId=&recordsPage=7733>.
- Ismanto, Hadi. (2011) "Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan, Book-To-Market Value, Dan Beta Terhadap *Return* Saham di BEI". *Jurnal Ekonomi dan Pendidikan*. 8 (2): 186-205.
- Jones, Charles P. (2007) *Investment: Analysis and Management*. 10<sup>th</sup> Edition. John Wiley & Sons, Inc.
- Karim, Mohd Rahimie Abd. (2010) Islamic Investment vs Unrestricted Investment : An Unlevel Playing Field?. *Kyoto Bulletin of Islamic Area Studies*. 3-2. 116-142.
- Kempf, Alexander dan Peer Osthoff. (2007) The Effet of Socially Responsible Investing on Portfolio Perfomance. *European Financial Management*. Vol. 13. No. 5. 098-922.
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. 2012. *Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor KEP-208/BL/2012 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah: Peraturan Nomor II.K.1*. Jakarta.
- Lintner, John. (1965) The Evaluation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economic and Statistics*. 47 (1): 13-37.
- Manjunatha, T and Rajeeva S. (2012) Empirical Testing of Fama and French Risk Factors in the Indian Capital Market. *IES Value Addition Through Education (AVENSHA)*. 5 (3): 15-22.
- Naughton, Tony and Madhu Veeraraghavan. (2005) "A Multifactor Model Explanation of the Anomalies in the Cross-Section of Expected Stock Returns: Evidence from Indonesia, Singapore and Taiwan". *Finance India*. XIX (1): 135-157.
- Novak, Jiri dan Dalibor Petr. (2010) "CAPM Beta, Size, Book-to-Market, and Momentum in Realized Stock Returns". *Journal of Economics and Finance*. 60 (5): 447-460.
- Pasaribu, Rowland Bismark F. (2009) "Model Fama dan French Sebagai Pembentukan Portofolio Saham di Indonesia". *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. 9 (1): 2-31.
- Reilly, Frank and Keith C. Brown. (2003) *Investment Analysis and Portfolio Management*. 7<sup>th</sup> Edition. Thomson South Western. Cincinnati.
- Ross, Stephen A. (1976) "The Arbitrage Pricing Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*". Vol. 13. 341-360.
- Sandoval, A. Eduardo dan Saens, N. Rodrigo. (2004) The Conditional Relationship Between Portfolio Beta and Return: Evidence from Latin America. *Cuadernos de Economia*. 41 (4): 65-89.
- Septiani, Ni Nyoman Devi dan Ni Luh Supadmi. (2014) "Analisis Pengaruh Beta Terhadap *Return* Saham Periode Sebelum dan Saat Krisis Global (Studi Pada

- Perusahaan Perbankan di BEI”. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 7 (1):19-22
- Sharpe, William F. (1964) “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk”. *The Journal of Finance*. XIX (3): 425-442.
- Suciningtyas, Inayatul Hikmah. (2009) Perbandingan Kinerja Reksadana Syariah dengan Reksadana Konvensional. *Skripsi i*(tidak diterbitkan). Universitas Sebelas Maret. Surakarta.
- Sudiyatno, Bambang dan Moch. Irsad. (2011) ”Menguji Model Tiga Faktor Fama dan French Dalam Mempengaruhi Return Saham Studi Pada Saham LQ45 Di Bursa Efek Indonesia”. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. 18 (2): 126-136.
- Sugiarto, Agung. (2011) ”Analisa Pengaruh Beta, Size Perusahaan, DER dan PBV Ratio Terhadap Return Saham”. *Jurnal Dinamika Akuntansi*. 3 (1): 8-14.
- Tandelilin, Eduardus. (2010) *Portofolio dan Investasi : Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Kanisius. Yogyakarta.
- Yuningsih, Isna dan Rizky Yudaruddin. (2007) “Pengaruh Model Tiga Faktor Terhadap Return Saham”. *Akuntabilitas*. 7 (1): 79-84.
- Zein, Nurzaimah. (2012) Pengaruh Beta dan Price To Book Value terhadap Return Sekuritas Portofolio Perusahaan: Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*. 4 (1): 70-81.