

Determinan Price Earning Ratio dan Stock Return (Studi pada Saham-Saham Syariah di Bursa Efek Indonesia)

Mimi Yanti

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Jember

Ubud Salim

Made Sudarma

Djumahir

Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya

Abstract: *This research aims at investigating and showing empirical evidence of the influence of the company's fundamental variables, comprising financial leverage, dividend payout ratio, standard deviation of earnings growth, and return on equity on the price earnings ratio, and the influence of the company's fundamentals factors and price earnings ratio on the stock return. Theoretically, the results of this research are expected to enrich and strengthen the issue in the field of investment, particularly the theory of stock valuation, so it would be beneficial for scholars as well as the authorities of Islamic capital market and investors of sharia shares. The population of this study were sharia stocks at Indonesia Stock Exchange, that continuously recorded profit over five year period and paid the dividends. Using these criteria, a total of 22 companies were selected. The method of analysis was the Path analysis. The results indicated that the price earnings ratio of sharia stocks in Indonesia is determined by the dividend payout ratio, standard deviation of earning growth and return on equity. The research also found that the price earning ratio and return on equity determine the stock returns. Thus, fundamental variables are important sources of information to determine the price earnings ratio and stock returns and could be used by investors in deciding their investment strategies.*

Keywords: *fundamental variables, price earnings ratio, stock return, investment decision*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan membuktikan secara empiris pengaruh variabel fundamental perusahaan yang meliputi *financial leverage, dividend payout ratio, standard deviation earning growth*, dan *return on equity* terhadap *price earning ratio*, dan pengaruh faktor fundamental perusahaan dan *price earning ratio* terhadap *stock return*. Secara teoritis hasil penelitian ini diharapkan dapat memperkaya dan melengkapi khasanah ilmu pengetahuan di bidang investasi terutama teori penilaian saham (*stock valuation*), sehingga dapat bermanfaat bagi para akademisi, otoritas Pasar Modal Syariah dan Investor yang berinvestasi pada saham syariah. Populasi penelitian adalah saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia, yaitu emiten yang selama lima tahun secara terus menerus mendapatkan keuntungan atau laba tidak negatif, dan membayarkan dividen. Berdasarkan kriteria tersebut maka jumlah perusahaan yang dianalisis sebanyak 22 perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah analisis Path. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *price earning ratio* pada saham-saham syariah di Indonesia ditentukan oleh *dividend payout ratio, standard deviation earning growth*, dan *return on equity*. Penelitian ini juga menemukan bahwa *price earning ratio* dan *return on equity* menentukan *stock return* pada saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia. Jadi,

Alamat Korespondensi:

Mimi Yanti, Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah
Jember

Variabel fundamental adalah informasi penting dalam menentukan price earning ratio dan stock return dan digunakan oleh investor untuk memutuskan strategi investasi mereka.

Kata Kunci: variabel fundamental, price earning ratio, stock return, keputusan investasi

Fenomena klasik yang masih dihadapi oleh Bursa Efek Indonesia sampai sekarang adalah pemanfaatan institusi pasar modal masih relatif tertinggal bila dibandingkan dengan beberapa negara tetangga seperti Malaysia, Singapura, Hongkong, dan beberapa negara kawasan Asia Pasifik lainnya, sehingga perlu ada perubahan perilaku dari kalangan pengusaha dan pemerintah serta pemodal. Salah satu indikator bahwa pemanfaatan pasar modal belum optimal di Indonesia adalah masih sedikitnya partisipasi masyarakat yang bermain di pasar modal. Upaya yang telah dilakukan oleh otoritas pasar modal untuk dapat menarik minat para investor adalah dengan mengeluarkan produk-produk syariah, diantaranya saham syariah. Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia No: 40/DSN-MUI/X/2003, saham syariah adalah bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi kriteria syariah, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak-hak istimewa. Kriteria syariah yang dimaksud adalah jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan, dan akad serta cara pengelolaan perusahaan publik yang menerbitkan saham syariah tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Ditandatanganinya nota kesepahaman antara Bapepam dan Dewan Syariah Nasional- Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) pada tanggal 14 dan 15 Maret 2003, secara resmi Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) meluncurkan prinsip pasar modal syariah (<http://www.reksadanasyariah.net>). Dalam prinsip pasar modal syariah, saham dapat dikategorikan sebagai saham syariah jika saham tersebut memenuhi kriteria berikut:

- Kegiatan usaha tidak bertentangan dengan prinsip syariah (berdasarkan Peraturan Nomor IX.A.13, tentang Penerbitan Daftar Efek Syariah)
- Memenuhi rasio keuangan tertentu (berdasarkan Peraturan II.K.1, tentang Kriteria dan Penerbitan Efek Syariah), misalnya total hutang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82%, artinya hutang berbasis bunga

dibandingkan dengan modal sendiri tidak lebih dari 45%:55%

Pasar modal syariah dikembangkan dalam rangka mengakomodir kebutuhan umat Islam di Indonesia yang ingin melakukan investasi pada produk-produk pasar modal yang sesuai dengan prinsip dasar syariah. Industri pasar modal diharapkan bisa melibatkan peran serta warga muslim secara langsung untuk ikut aktif menjadi pelaku utama pasar, tentunya sebagai investor lokal di pasar modal Indonesia. Sebagai upaya merealisasikan hal tersebut, sudah sewajarnya disediakan dan dikembangkan produk-produk investasi di pasar modal Indonesia yang sesuai dengan prinsip dasar ajaran Islam. Hal tersebut di atas menjadi penting mengingat masih adanya anggapan di kalangan umat Islam sendiri bahwa berinvestasi di sektor pasar modal di satu sisi adalah merupakan sesuatu yang tidak diperbolehkan (diharamkan) berdasarkan ajaran Islam (Beik, 2008).

Kegiatan berinvestasi dalam ajaran Islam, dapat dikategorikan kegiatan muamalah yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan antara manusia dengan manusia. Berdasarkan kaidah Fikih, dikatakan bahwa hukum asal dalam semua bentuk muamalah adalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya (Djazuli, 2007). Ini berarti kegiatan investasi dapat diterima kecuali terdapat implikasi dari Al Qur'an dan Hadist yang melarangnya secara implisit maupun eksplisit.

Perkembangan produk syariah di pasar modal Indonesia dalam beberapa tahun terakhir memang cukup menggembirakan, namun pengembangan produk syariah tersebut juga mengalami beberapa hambatan. Menurut penelitian tim studi tentang investasi syariah di pasar modal Indonesia (Bapepam-LK, 2004), perkembangan kegiatan investasi syariah di pasar modal Indonesia masih belum mengalami kemajuan yang signifikan. Lambatnya perkembangan kegiatan investasi syariah di pasar modal Indonesia disebabkan oleh: (1) kurangnya tingkat pengetahuan dan pemahaman tentang pasar modal syariah; (2)

kurangnya ketersediaan informasi tentang pasar modal syariah; (3) rendahnya minat pemodal atas saham syariah.

Untuk itulah Bursa Efek Indonesia (BEI) terus mengencangkan sosialisasi saham syariah melalui edukasi kepada masyarakat dalam meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di bursa efek. BEI menargetkan melakukan edukasi kepada masyarakat untuk berinvestasi pada saham syariah di beberapa kota di seluruh Indonesia mulai tahun 2010. Hal itu dilakukan untuk mencapai target investor lokal 2,5 juta (1% dari total penduduk Indonesia) pada tahun 2015 (Edison Hulu, *Chief Of Research Divison* BEI, 2010).

Berdasarkan uraian dari beberapa kenyataan yang dihadapi oleh Bursa Efek Indonesia mengenai fenomena bisnis saham syariah, maka penelitian pada saham syariah sangat penting dilakukan. BEI mengharapkan peranan perguruan tinggi dalam mengembangkan pasar modal Indonesia dengan melakukan sosialisasi dan edukasi saham syariah melalui *research report*. Dalam rangka sosialisasi itulah penelitian ini melakukan kajian terhadap saham syariah dengan mengangkat isu tentang *Price Earning Ratio* (PER). Dalam teori *valuation* PER merupakan salah satu pendekatan yang dapat digunakan oleh investor dalam penilaian investasi pada saham.

Menilai investasi adalah sebuah upaya yang dapat dilakukan investor untuk mencari saham dengan harga yang sangat rendah dibandingkan dengan nilai intrinsik. Penilaian sangat diperlukan oleh investor agar keputusan investasi tepat sehingga menghasilkan *return* seperti yang diharapkan dari saham-saham yang dipilih. Pendekatan menilai investasi pertama kali dipopulerkan oleh Graham dan Dodd, yang kemudian secara berhasil diadopsi oleh investor nilai seperti Warren Buffett, William J. Ruane, Irving Kahn, Charles Brandes dan lain-lain (Truong, 2009). Teori Graham dan Dodd (1934) dalam Fabozzi (1999), mengemukakan jika investor membeli saham pada harga dibawah nilai intrinsik harga saham akan naik mendekati nilai intrinsiknya, demikian sebaliknya jika investor membeli saham pada harga diatas nilai intrinsik harga saham akan turun mendekati nilai intrinsiknya (Fabozzi, 1999). Investor fundamental percaya

bahwa nilai intrinsik dapat diperkirakan dengan menguraikan variabel fundamental saham atau perusahaan. Investor mencari saham yang sekarang *undervalued* atau dihargai rendah oleh pasar dan tidak dikenali oleh mayoritas komunitas investasi.

Beberapa bukti empiris selama beberapa dekade, menjelaskan bahwa investor dalam menilai investasi untuk mengetahui apakah saham *undervalued* atau *overvalue* dapat menggunakan *price earning ratio* (Malkiel & Cragg, 1970; Gruber, 1971; Beaver & Morse, 1978; Kane, *et al.*, 1996; Mpaata & Sartono, 1997; Nikbakht & Polat, 1998; Ramcharran, 2002, Shamsuddin & Hillier, 2004; Kodrat, 2007; Huang, *et al.*, 2007; Dudney, *et al.*, 2008; Sinaei, 2010). Menurut Ramcharran (2002), *price earning ratio* merupakan ukuran relatif nilai saham yang paling sering digunakan dan merupakan ukuran yang berarti bagi investor dalam membandingkan potensi profitabilitas perusahaan dan industri. *Price earning ratio* menunjukkan sentimen investor tentang saham yang mempengaruhi keputusan investasi.

Keputusan investasi pada saham merupakan keputusan yang berisiko tinggi. Investor yang jeli tentu menyadari karakteristik ini, sehingga dalam membeli saham akan selalu berpijak pada informasi tentang perusahaan. Investor dapat mengadakan analisis guna menilai saham, sehingga investor dapat mengidentifikasi saham-saham mana pada masa yang akan datang memberikan *superior return*. *Superior return* yang konsisten dapat dicapai melalui investasi pada saham dengan *price earning ratio* yang rendah (Truong, 2009). Penemuan Truong (2009) konsisten dengan penelitian sebelumnya yang mengatakan bahwa *price earning ratio* rendah akan memberikan *return* yang lebih tinggi daripada *price earning ratio* tinggi (Basu, 1977). Hal tersebut didukung juga oleh penelitian yang dilakukan oleh Hasnawati (2010).

Price earning ratio dapat disadur dari *Dividend Discount Model* (DDM), salah satu pendekatan utama pengukuran nilai saham (Jones 2000). Teori nilai yang dikemukakan oleh William (1938) menyatakan bahwa nilai suatu saham adalah sama dengan *present value* dari jumlah seluruh dividen yang akan diterima di kemudian hari. Sampai sekarang pendapat William masih berlaku, dikenal dengan DDM. Selanjutnya secara teoritis Gordon (1962) mengembangkan model DDM tersebut dengan nama model *constan*

growth dividend. Derivatif model Gordon (1962) menjadi dasar untuk merumuskan *price earning ratio* (PER). Model derivatif inilah yang kemudian dikembangkan dan diuji secara empiris oleh Whitbeck & Kisor tahun 1963, dengan membuat model penilaian secara ekonometrik yang mempertimbangkan beberapa faktor.

Model dasar yang diteliti dalam penelitian ini adalah DDM yang dikembangkan dan diuji oleh Whitbeck & Kisor (1963). Menurut Whitbeck & Kisor (1963) prospek yang tinggi dan risiko yang rendah merupakan dua karakter utama yang dapat memperkuat nilai investasi saham. Penelitian empiris yang mengkaji beberapa variabel penentu *price earning ratio* dalam penilaian saham yang prosedurnya sama dengan Witbeck & Kisor (1963), adalah Malkiel & Cragg (1970) dan Gruber (1971); Beaver & Morse (1978); Kane, *et al.* (1996); Mpaata & Sartono, 1997; Nikbakht & Polat (1998); Ramcharran (2002), Shamsuddin & Hillier (2004); Kodrat, 2007; Huang, *et al.* (2007); Dudney, *et al.* (2008), dan Sinaei (2010).

Beberapa penelitian berbeda dengan Whitbeck & Kisor (1963), yaitu melihat hubungan *price earning ratio* dengan *stock return*. Penelitian Aga & Kocaman (2006), menunjukkan bahwa *price earning ratio* merupakan variabel yang dapat menjelaskan *stock return* secara signifikan. Hasil temuan Aga & Kocaman (2006) konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Aydogan & Gursoy (2000). Hal ini tidak didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Trevino & Robertson (2002) dan Mahmood *at al* (2007). Trevino & Robertson (2002) menyimpulkan bahwa rata-rata *stock return* jangka panjang adalah rendah setelah berinvestasi pada *price earning ratio* tinggi, namun masih lebih tinggi daripada *treasury bonds dan treasury bills*. Sementara Mahmood *at al* (2007) menemukan bahwa *price earning ratio* mempunyai kekuatan prediksi negatif signifikan terhadap *stock return*, tetapi Khan (2009) menemukan bahwa *stock return* independen terhadap *price earning ratio*.

Pada sisi lain, banyak analis saham membuat rekomendasi investasi pada saham bahwa semakin rendah *price earning ratio*, semakin murah saham tersebut. Walaupun rekomendasi ini memiliki banyak pengecualian, petunjuk tersebut masih layak untuk dipertimbangkan (Ramcharran, 2002). Penelitian mengenai *price eraning ratio* menunjukkan beberapa

anomali yang menarik, seperti penelitian yang dilakukan oleh Basu (1977). Basu (1977) melakukan penelitian mengenai hubungan *price earning ratio* dengan tingkat *abnormal return*, dan menemukan bahwa *price eraning ratio* saham yang rendah memberikan *return* yang lebih tinggi dari pada *price eraning ratio* saham yang yang tinggi.

Hasil penelitian Whitbeck & Kisor (1963), Aga & Kocaman (2006), dan beberapa rekomendasi tentang *price earning ratio* oleh beberapa penelitian yang diinterpretasikan dengan berbagai cara, mengilhami penelitian ini dalam melihat pengaruh variabel prospek dan risiko terhadap *price earning ratio*, dalam berinvestasi pada saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia. Variabel *price earning ratio* berperan sebagai variabel mediasi. Hal tersebut merupakan sesuatu yang baru, karena penelitian sebelumnya menempatkan *price earning ratio* sebagai variabel dependen (Whitbeck & Kisor (1963), sedangkan Aga & Kocaman (2006) menempatkan *price earning ratio* sebagai variabel independen. Secara teori, muara dari penilaian saham perusahaan dalam perspektif investasi adalah untuk mengharapkan *stock return* yang tinggi. Penelitian ini memodifikasi atau mengubah metode penelitian sebelumnya dengan mengintegrasikan dalam satu model kausalitas.

Penilaian saham dengan pendekatan *price earning ratio* telah diselidiki, dianalisis dan didiskusikan oleh para peneliti dan praktisi sejak dekade yang lalu, namun belum dicapai persetujuan secara umum. Analisis mengenai determinan *price eraning ratio* yang dikaitkan dengan *stock return* dalam satu model kausalitas belum ditemukan dalam publikasi ilmiah. Penelitian tentang *price earning ratio* masih perlu dilakukan untuk pengujian kembali terhadap variabel penelitian yang digunakan. Variabel-variabel fundamental keuangan yang menentukan *price earning ratio* dan *stock return* yang dikaji dalam penelitian ini meliputi *financial leverage*, *dividend payout ratio*, *standard deviation of earning growth* dan *return on equity*. Pemilihan variabel-variabel tersebut dilakukan karena merupakan karakteristik perusahaan yang mempunyai hubungan fungsional dengan *price earning ratio dan stock return*, yang dapat digunakan untuk memprediksi *price earning ratio dan stock return* (Fuller & Farrel, 1997; Haugen, 2001),

dan berdasarkan pada hasil penelitian empiris dan argumentasi teoritis.

Permasalahan yang diuraikan pada latar belakang di atas, tampak adanya masalah yang perlu dikaji lebih lanjut tentang faktor penentu *price earning ratio* yang berimplikasi terhadap *stock return*.

Manfaat praktis berupa kontribusi bagi pemerintah, dalam hal ini otoritas pasar modal dalam merumuskan berbagai kebijakan, khususnya terhadap saham-saham syariah. Hasil penelitian ini juga dapat memberikan manfaat bagi investor dalam melakukan analisis dan pengambilan keputusan investasi yang tepat dan menguntungkan.

Investasi

Investasi berarti mengorbankan uang sekarang untuk mendapatkan uang dimasa yang akan datang (Sharpe, *et al.*, 1997). Pengorbanan terjadi saat sekarang dan memiliki kepastian, sedangkan hasil baru akan diperoleh kemudian yang besarnya tidak pasti. Seorang investor membeli sejumlah saham saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham ataupun sejumlah dividen di masa yang akan datang, sebagai imbalan atas waktu dan resiko yang terkait dengan investasi tersebut. Istilah investasi dapat juga diartikan sebagai komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang.

Investasi dalam Perspektif Syariah Islam

Investasi merupakan salah satu ajaran dari konsep Islam yang memenuhi proses *tadrij* dan *trichotomy* pengetahuan. Hal itu dapat dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spritual karena menggunakan norma syariah, sekaligus merupakan hakikat dari sebuah ilmu dan amal, oleh karena itu investasi sangat dianjurkan bagi setiap muslim (Yuliana, 2010). Allah SWT, dalam Surah Lukman ayat 34 secara tegas menyatakan bahwa tiada seorangpun dialam semesta ini yang dapat mengetahui apa yang akan terjadi pada esok hari, sehingga diperintahkan untuk melakukan investasi sebagai bekal dunia dan akhirat.

Investasi dalam perspektif syariah Islam, menyebutkan bahwa semua perbuatan manusia, baik

hubungannya dengan Allah maupun hubungannya dengan sesama, merupakan investasi yang akan dinikmati di dunia dan akhirat. Artinya Investasi syariah tidak hanya membicarakan persoalan duniawi, tetapi Islam memadukan antara dimensi dunia dan akhirat. Kehidupan dunia hanyalah bersifat sementara untuk mencapai kehidupan yang lebih kekal di akhirat. Setiap muslim harus berupaya meraih kebahagiaan di dunia dan akhirat.

Jadi, investasi yang islami adalah pengorbanan sumber daya pada masa sekarang untuk mendapatkan hasil yang pasti, dengan harapan memperoleh hasil yang lebih besar di masa yang akan datang, baik langsung maupun tidak langsung seraya tetap berpijak pada prinsip-prinsip syariah secara menyeluruh (*kaffah*). Selain itu, semua bentuk investasi dilakukan dalam rangka ibadah kepada Allah untuk mencapai kebahagiaan lahir dan batin di dunia dan akhirat baik generasi sekarang maupun generasi yang akan datang (Nafik HR, 2009).

Pendekatan *Price Earning Ratio*

Pendekatan *price earning ratio* disebut juga pendekatan multiplier, investor akan menghitung berapa kali (*multiplier*) nilai *earning* yang tercermin dalam harga suatu saham, artinya *price earning ratio* menggambarkan rasio atau perbandingan antara harga saham dengan *earning* perusahaan.

Mengacu pada rumus model Gordon, maka dapat diturunkan model *price earning ratio* dengan membagi masing-masing sisi dengan *earning* (Jones, 2007), sehingga menghasilkan rumus *price earning ratio*, sebagai berikut:

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{D_1/E_1}{k - g}$$

Dari persamaan diatas tampak bahwa *price earning ratio* ditentukan oleh beberapa variabel yaitu : *dividend payout ratio* (D_1/E_1), *required rate of return* (k) dan *growth rate* (g). Semakin tinggi *dividend payout ratio*, semakin tinggi *price earning ratio*, apabila variabel lain konstan. Demikian juga halnya dengan *growth rate*. Sebaliknya semakin tinggi *required rate of return*, maka semakin rendah *price earning ratio* (Jones, 2007).

Selanjutnya pengembangan perumusan *price earning ratio* dapat dilakukan dalam model ekonometrika.

Salah satu model awal yang menggunakan pendekatan ini adalah model yang dikembangkan oleh Whitbeck-Kisor (1963). Dalam model Whitbeck-Kisor (1963) *price earning ratio* merupakan fungsi dari pertumbuhan laba, dividend payout ratio dan deviasi standar pertumbuhan laba. Model dirumuskan dalam bentuk regresi berganda dengan tiga variabel independen atau eksplanatori. Pertumbuhan laba dan *dividend payout ratio* diharapkan mempunyai pengaruh positif terhadap *price earning ratio*, karena kedua faktor tersebut mewakili prospek perusahaan di masa yang akan datang, sedangkan standar deviasi pertumbuhan laba yang mewakili faktor risiko diharapkan mempunyai hubungan negatif terhadap *price earning ratio*.

Determinan Price Earning Ratio

Titik awal pengembangan kerangka konseptual dari model *price earning ratio* adalah model penilaian yang dikenalkan oleh Gordon tahun 1962. Turunan dari model Gordon (1962), dapat disimpulkan bahwa *price earning ratio* ditentukan oleh beberapa variabel yaitu *dividend payout ratio*, *required rate of return* sebagai proksi risiko dan tingkat pertumbuhan. Menurut Fischer dan Jordan (2005:263), beberapa variabel penentu dari model P/E adalah: *growth of earning*, *dividend payout ratio*, *sales stability dan financial leverage*. Secara empiris hasil penelitian Witbeck and Kisor (1963), menggunakan tiga variabel yang menentukan *price earning ratio*, yaitu tingkat pertumbuhan laba, *dividend payout ratio* dan deviasi standar tingkat pertumbuhan laba sebagai *proxi* risiko. Demikian halnya Malkiel & Cragg (1970) menemukan bahwa terdapat hubungan antara rasio *market price earning* dengan faktor-faktor *historical earning growth*, *divident payout* dan variabel risiko. Model regresi yang dikemukakan dapat dipakai untuk menentukan *overvalue* atau *undervalue* saham. Gruber (1971) menyatakan bahwa variabel-variabel yang menentukan *price earning ratio* adalah *earning growth*, *divident payout ratio*, *earning instability*, *financial leverage* dan *size*.

Beaver dan Morse (1978), dengan menggunakan *stock beta* sebagai ukuran risiko dan perubahan persentase dalam pendapatan per saham atau *earning per share* (EPS) sebagai ukuran pertumbuhan pendapatan, menemukan ada hubungan yang signifi-

kan antara P/E dan risiko serta pertumbuhan untuk 25 perusahaan Amerika Serikat. Kane et al (1996) memperkirakan volatilitas P/E dengan menggunakan rasio P/E pada S&P 500 indeks sebagai variabel dependen, dan menemukan variabel volatilitas (gejolak) pasar yang signifikan dan sangat menentukan. Shamsuddin dan Hillier (2004) melakukan penelitian di bursa efek Australia, menemukanya bahwa P/E multiple meningkat dengan naiknya *dividend payout ratio* dan *growth rate of GDP*, sebaliknya P/E multiple menurun dengan naiknya market volatility. Ramcharran (2002) mengevaluasi pentingnya *pertumbuhan ekonomi* dan *resiko kredit* sebagai faktor penentu rasio P/E, menggunakan data per tahun di 21 negara. Melalui sebuah fokus global, Nikbakht dan Polat (1998) menemukan signifikansi pertumbuhan yang diharapkan dalam pendapatan dan pada risiko yang diukur dengan standard deviasi pendapatan sebagai faktor penentu rasio P/E perusahaan-perusahaan internasional.

Dalam teori investasi, Jones (2007:278) menyatakan determinan *price earning ratio* adalah (i) *dividend payout ratio*, (ii) *required rate of return sebagai proxi risiko*, (iii) *growth rate*. Lebih lanjut Fuller dan Farrell (1987) menguraikan hubungan fungsional antara *price earning ratio* dengan semua variabel determinannya, diantaranya: (i) *Leverage* merupakan ukuran risiko suatu perusahaan, yang diharapkan mempunyai hubungan negatif dengan *price earning ratio*; (ii) *dividen payout ratio* diharapkan mempunyai hubungan positif dengan *price earning ratio*; (iii) *standard deviation of earning growth* diharapkan mempunyai hubungan negatif dengan *price earning ratio*; (v) ROE merupakan variabel pertumbuhan suatu perusahaan, diharapkan mempunyai hubungan yang positif dengan *price earning ratio*.

Hasil Penelitian Terdahulu

Model awal yang menggunakan pendekatan *Price Earning Ratio*, adalah model yang dikembangkan oleh Whitbeck & Kisor (1963), yang menggunakan model regresi *cross sectional*. Mereka menggunakan tiga variabel yang menentukan *price earning ratio* yaitu *growth rate for earnings per share (g)*, *divident payout ratio (b)* dan *standard deviation of earning per share changes (ó)*. Hasil penelitian

mencerminkan rata-rata P/E di NYSE adalah 8,2 kali, dimana tampak hubungan positif antara *price earning ratio* dan pertumbuhan laba dan *divident payout ratio*, dan hubungan negatif dengan standar deviasi pertumbuhan laba.

Penelitian yang dilakukan oleh Withbeck & Kisor (1963) telah memberikan kontribusi yang signifikan pada literatur mengenai *price earning ratio* dalam penilaian saham. Selanjutnya penelitian mengenai *price eraning ratio* terus dikembangkan oleh peneliti-peneliti berikutnya diberbagai negara dengan variabel independen yang dianggap penting oleh peneliti, seperti, Malkiel & Cragg (1970), Gruber (1972), Beaver & Morse (1978), Kane, Markus & Noh (1996), Nikbatkht & Polat (1998), White (2000), Ramcharran (2002), Shamsuddin & Hillier (2004), Dudney at al.(2008), dan Sinaei (2010). Beberapa penelitian di Indonesia tentang *price earning ratio*, telah dilakukan oleh Mpaata & Sartono (1997), Suhadak (2005), Kodrat (2006), dan Supriyanto (20007).

Disisi lain beberapa peneliti menganalisis *price earning ratio* dengan prosedur yang berbeda yaitu dengan melihat hubungan *price earning ratio* dan *stock return*, seperti Aydogan & Gursoy (2000); Trevino & Robertson (2002); Aga & Kocaman (2006); Mahmood, *et al* (2007); dan Khan (2009).

METODE

Pendekatan Penelitian

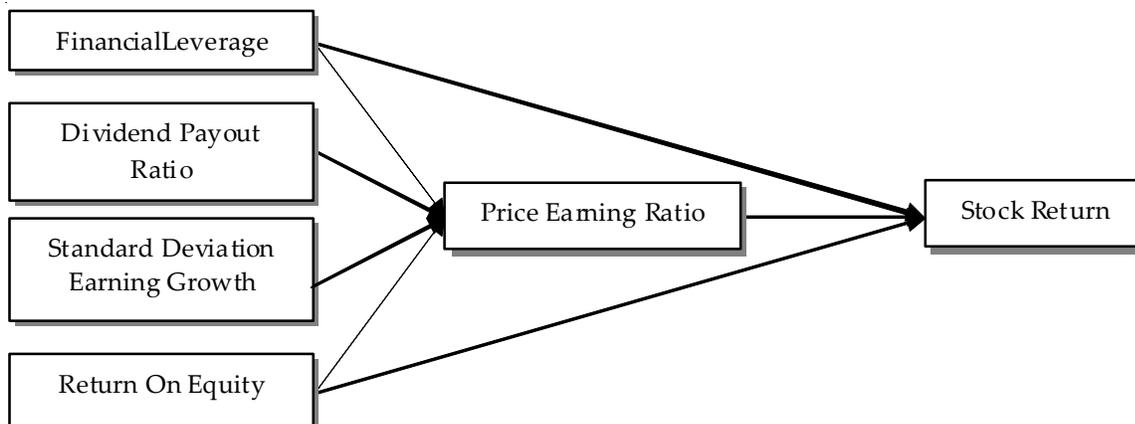
Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dan didukung dengan hasil wawancara mendalam

(*indepth interview*). Penelitian ini bertujuan untuk memberikan penjelasan kausal antar variabel melalui pengujian hipotesis, sehingga penelitian ini adalah penelitian eksplanatori. Pendekatan kuantitatif digunakan karena pemaknaan masing-masing variabel maupun hubungan antara variabel didasarkan pada pengukuran kuantitatif. Penelitian ini akan menguji hubungan kausalitas variabel-variabel yang menentukan *price earning ratio* dan *stock return*, dengan variabel eksogen (*financial leverage, dividend payout ratio, standard deviation of earning growth dan return on equity*); sedangkan *price earning ratio* dan *stock return* sebagai variabel endogen.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah perusahaan *go-public* yang saham-sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan masuk dalam Daftar Efek Syariah (DES). Berdasarkan keputusan ketua BAPEPAM dan LK nomor: Kep-523/BL/2010, yang dikeluarkan tanggal 29 Nopember 2010 tentang Daftar Efek Syariah, terdapat 209 saham syariah. Kriteria yang digunakan untuk memilih perusahaan dalam penelitian ini adalah:

- Labanya tidak negatif (rugi) selama periode pengamatan, karena *price earning ratio* tidak memiliki makna bila perusahaan rugi atau *earning per share* perusahaan negatif.
- Membagikan dividen selama periode pengamatan, karena salah satu variabel yang menjelaskan adalah *dividend payout ratio*.



Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian

Berdasarkan kriteria tersebut, maka jumlah yang memenuhi ada sebanyak 22 perusahaan, sehingga jumlah observasi dalam penelitian ini adalah 110 observasi atau kasus, dengan demikian maka dalam penelitian ini digunakan sampel jenuh (sensus).

Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dan primer. Data sekunder dikumpulkan dari berbagai sumber, antara lain *homepage* BEI dan Bapepam-LK, *Indonesian Capital Market Directory*, *IDX Statistics*, dan berbagai publikasi pasar modal Indonesia lainnya. Sedangkan data primer diperoleh dari hasil wawancara secara mendalam pada pihak-pihak terkait yang dipilih yaitu investor yang berinvestasi pada saham syariah, *expert* investasi dan investasi syariah, serta anggota bursa seperti pimpinan Wakil Perantara Pedagang Efek (WPPE) pada beberapa perusahaan sekuritas.

Metode Analisis Data

Analisis Kuantitatif

Analisis data dalam penelitian terdiri dari dua jenis analisis, yaitu analisis statistik deskriptif dan analisis statistik inferensial. Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran atau deskriptif empiris atas data yang dikumpulkan dalam penelitian (Ferdinand, 2006). Penelitian ini menggunakan analisis statistik deskriptif berupa nilai rata-rata. Analisis statistik inferensial digunakan untuk menarik inferensi dari sampel ke populasi, metode analisis yang digunakan adalah *path analysis*. *Path analysis* merupakan model dasar yang digunakan untuk menganalisis jalur

dalam mengestimasi kekuatan dari hubungan-hubungan kausal yang digambarkan dalam *path model*, dirancang berdasarkan konsep dan teori (Rinaldo, 2010 & Wibowo, 2004).

Analisis Kualitatif

Penelitian ini juga menggunakan analisis data dalam pendekatan kualitatif. Analisis kualitatif digunakan dengan maksud untuk menjelaskan lebih mendalam hasil-hasil dari analisis kuantitatif yang sudah dilakukan. Melalui wawancara mendalam diharapkan dapat memberikan penjelasan tambahan yang diperlukan terhadap hasil penelitian kuantitatif. Eksplorasi dilakukan dengan cara sistematis kepada pihak-pihak terkait yang dipilih. Cara sistematis dalam *interview* yakni menggunakan panduan berupa kerangka pertanyaan yang akan diajukan yang dimaksudkan agar diperoleh informasi yang relevan. Perspektif keobjektifan hasil analisis dilakukan dengan menggunakan data subyektif (menurut perspektif informan).

HASIL

Analisis Statistik Deskriptif

Pengujian Hipotesis

Evaluasi *goodness of fit* model analisis jalur diukur menggunakan nilai *predictive-relevance* (Q^2). Berdasarkan perhitungan dapat diketahui bahwa *predictive-relevance* sebesar 0,5261 atau 52,61%, artinya model mampu menjelaskan fenomena *price earning ratio* dan *stock return* sebesar 52,61%, sedangkan sisanya 47,39% dijelaskan oleh variabel lain yang belum masuk dalam model.

Tabel 1. Deskripsi Statistik Variabel Penelitian

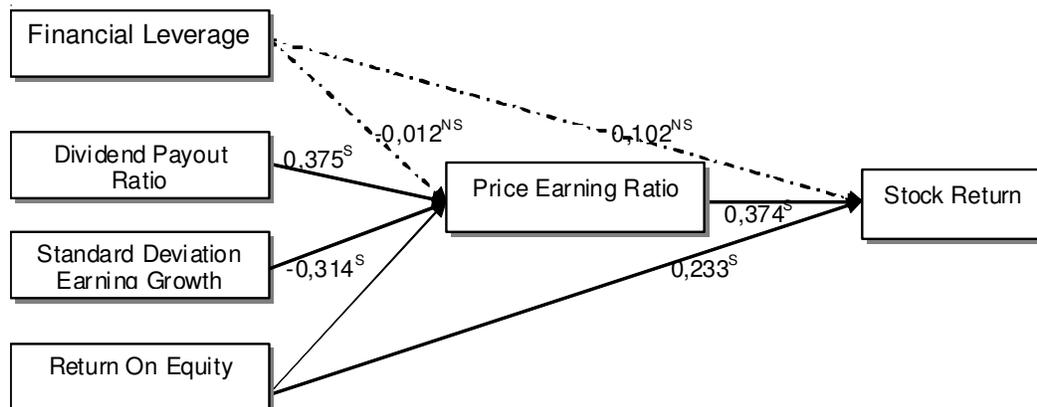
Variabel	Rata-Rata	Maximum	Minimum
<i>Price Earning Ratio</i> (x)	14,31	28,87	4,56
<i>Financial Leverage</i> (%)	38	68	11
<i>Dividend Payout Ratio</i> (%)	31,70	61,59	8,03
<i>Standard Deviation Earning Growth</i> (%)	75,47	324,57	12,76
<i>Return On Equity</i> (%)	18,48	74,34	4,87
<i>Stock Return</i> (%)	21,10	58,34	-26,41

Sumber: ICMD, 2004–2010, diolah

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh Langsung

Variabel Independen	Variabel dependen	Koefisien Jalur	t-statistik ($t_{kritis}=1,96$)	Keterangan
<i>Financial Leverage</i>	<i>Price Earning Ratio</i>	-0,012	0,161	Tidak Signifikan
<i>Dividend Payout Ratio</i>	<i>Price Earning Ratio</i>	0,357	4,604	Signifikan
<i>Standard Deviation Earning growth</i>	<i>Price Earning Ratio</i>	-0,314	4,139	Signifikan
<i>Return On Equity</i>	<i>Price Earning Ratio</i>	0,202	3,161	Signifikan
<i>Financial Leverage</i>	<i>Stock Return</i>	0,102	1,381	Tidak Signifikan
<i>Price Earning Ratio</i>	<i>Stock Return</i>	0,374	3,845	Signifikan
<i>Return On Equity</i>	<i>Stock Return</i>	0,233	3,002	Signifikan

Sumber: Hasil Analisis



Gambar 2. Diagram Jalur Hasil Pengujian Hipotesis

Keterangan:

S = signifikan, NS = non_signifikan

PEMBAHASAN

Pengaruh *Financial Leverage* Terhadap *Price Earning ratio*

Kemungkinan yang dapat menjelaskan mengapa hipotesis pertama tidak terdukung, (1) perusahaan yang tergolong saham syariah adalah perusahaan yang mapan, stabil dan mempunyai kemampuan menghasilkan laba. Keadaan ini mendorong perusahaan untuk tidak terlalu bergantung pada hutang dalam struktur modalnya, sehingga ada kecenderungan mengurangi pendanaan yang bersumber dari hutang. Hal tersebut terlihat pada fakta di lapangan bahwa hutang tidak lancar (hutang jangka panjang) emiten sangat rendah dibandingkan hutang lancar (hutang jangka pendek) dan selama periode pengamatan terhadap *financial leverage* terjadi penurunan rata-rata 4% per tahun. Kenyataan ini tampaknya diapresiasi dengan baik oleh investor, sehingga investor memandang *financial leverage*, sebagai salah satu sumber *financial risk* atau risiko keuangan dalam berinvestasi mempunyai

potensi yang sangat kecil terhadap kemungkinan kebangkrutan perusahaan, (2) emiten yang masuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) berdasarkan pada penyaringan atas dasar indikator keuangan. Fakta di lapangan menunjukkan bahwa total hutang dibandingkan dengan modal sendiri memenuhi kriteria syariah. Kelihatannya investor mengapresiasi hal ini dengan baik, sehingga menimbulkan kepercayaan investor terhadap kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya membayar beban atau biaya modal dan kepercayaan investor terhadap regulasi saham syariah di bursa efek dalam proses *screening* khususnya terhadap indikator keuangan, karena hal tersebut dapat memberikan perlindungan baik di dunia maupun di akhirat kepada investor terutama investor muslim yang berpegang teguh pada keyakinannya.

Hasil wawancara dengan *expert* di bidang investasi syariah (Bapak Jlld), menguatkan alasan tersebut di atas, beliau mengatakan bahwa aturan MUI terhadap kriteria saham syariah dalam proses seleksi dari indikator keuangan, terkait dengan dua hal. *Pertama*,

persentase itu mengatur batasan percampuran harta emiten yang dibolehkan dalam perspektif Islam antara yang halal dan yang haram, walaupun hal ini masih menjadi perdebatan para ulama. Kedua, persentase itu terkait dengan risiko keuangan emiten dalam hal pembayaran beban hutang tersebut, sebagaimana banyak dinyatakan dalam hadis mengenai bahaya hutang.

Ketentuan DSN-MUI terhadap indikator rasio hutang berbasis bunga terhadap modal sendiri sebesar 82% masih terlalu tinggi karena memberikan risiko yang sangat tinggi kepada investor dalam berinvestasi pada saham-saham syariah. Idealnya kriteria DSN-MUI terhadap rasio hutang berbasis bunga dengan modal sendiri adalah di bawah 50% (hutang berbasis bunga, 33% : modal sendiri 67%), karena emiten saham syariah sudah memiliki rata-rata hutang lancar yang lebih besar dari hutang tidak lancar, walaupun pada kenyataannya, hasil dari penelitian ini mengindikasikan investor yang berinvestasi pada saham syariah sudah merasa aman dengan regulasi DSN-MUI yang sedang berlaku saat ini. Hal ini menunjukkan keunikan bahwa investor yang berinvestasi pada saham syariah dalam membuat keputusannya memprioritaskan aspek akidah, yaitu melihat unsur halalnya terlebih dahulu, baru setelah itu mendasarkan pada pertimbangan rasionalitas. Artinya, pilihan investor muslim terhadap saham syariah memiliki dasar justifikasi yang berbeda dengan yang non muslim.

Temuan penelitian ini diperkuat oleh pernyataan dari hasil wawancara dengan investor saham syariah (Bapak Ltf) yang menyatakan bahwa, *financial leverage* sebagai salah satu risiko berinvestasi, belum dipertimbangkan sebagai faktor risiko utama saat memutuskan berinvestasi pada saham syariah. Investor baru akan mempertimbangkan *financial leverage* sebagai risiko utama dalam keputusan investasinya jika terjadi krisis ekonomi. Dukungan itu diberikan juga oleh Direktur WPPE (Ibu Ls) yang mengatakan bahwa investor melihat *financial leverage* sebagai salah satu risiko finansial, namun hal tersebut belum menjadi pertimbangan utama dalam keputusan investasi mereka pada saham syariah di Bursa Efek Indonesia.

Temuan penelitian ini tidak mendukung teori Gordon (1962), yang menyatakan bahwa *required rate of return* yang mencerminkan risiko diharapkan

berhubungan negatif dan menentukan *price earning ratio*. Temuan penelitian ini juga tidak mendukung teori investasi modern oleh Fuller & Farrell (1997), yang menyatakan bahwa *leverage* merupakan fungsi *price earning ratio* dan menentukan *price earning ratio*. Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rizqoni (1985) dan Pambangun (2001), yang menemukan bahwa *financial leverage* mempengaruhi secara signifikan dan negatif terhadap *price earning ratio*, artinya semakin rendah komposisi hutang dalam struktur modal perusahaan, semakin baik respon yang diberikan oleh investor, sehingga harga saham semakin tinggi akibatnya *price earning ratio* juga semakin tinggi. Namun hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Mpaata & Sartono (1997) dan Suhadak (2005).

Pengaruh *Dividend Payout Ratio* terhadap *Price Earning ratio*

Hubungan positif *dividend payout ratio* dengan *price earning ratio* mengandung makna bahwa semakin meningkat pembayaran dividen oleh emiten, semakin tinggi harga saham tersebut, ceteris paribus. Artinya, pembayaran dividen yang semakin tinggi mendorong investor merespon positif, dengan menghargai saham itu lebih tinggi. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa investor saham syariah menginginkan kepastian dari dana yang diinvestasikan melalui penerimaan dividen.

Dalam perspektif syariah Islam, dividen (sistem bagi hasil) dipandang lebih adil, karena tidak ada pihak yang pasti menerima pendapatan. Kerjasama dengan sistem bagi hasil ini telah dipraktekan oleh Nabi Muhammad SAW. pada masa mudanya. Nabi Muhammad SAW berbisnis dengan menjalankan modal orang lain berdasarkan persetujuan bagi hasil. Kerjasama bisnis Nabi Muhammad SAW. yang banyak diriwayatkan adalah dengan Siti Khadijah RA (Nafik HR, 2009). Pada masa Rasulullah SAW. yang dikenal hanyalah perdagangan komoditas barang riil seperti layaknya yang terjadi pada pasar biasa. Pengakuan kepemilikan sebuah perusahaan (*syirkah*) pada masa itu belum direpresentasikan dalam bentuk saham seperti layaknya sekarang.

Syirkah sebagai bagian dari *muamalah*, dalam perspektif Islam disamping berdimensi duniawi juga berdimensi ukhrawi dengan nilai moral spiritual,

sehingga hikmah di dalam kerjasama adalah adanya tolong menolong, saling bantu membantu dalam kebaikan, menjauhi sifat egoisme, menumbuhkan saling percaya, dan menimbulkan keberkahan atau barokah dalam usaha. Barokah adalah suatu karunia yang tidak bisa dipantau dan tidak bisa dikalkulasi dengan mata uang apapun, karena keberkahan adalah suatu hadiah yang tidak kasat mata dari Yang Maha Memberi dan Maha Rahman kepada hamba yang dicintai yang selalu mentaati segala ketentuan-Nya (Djakfar, 2008). Barokah dalam usaha dapat terwujud jika pihak-pihak yang bekerjasama tidak berkhianat, sebagaimana sabda Rasulullah SAW. dalam HR. Bukhari: "Allah akan menolong dua orang yang berserikat selama mereka tidak saling berkhianat". Hal tersebut juga ditegaskan oleh Allah SWT. sebagaimana firman-Nya dalam surat Al-Maidah ayat 2. Firman tersebut memberi penjelasan mengenai prinsip dasar dalam menjalin kerja sama dengan siapapun selama tujuannya adalah kebajikan dan ketakwaan (Shihab, 2010).

Temuan penelitian diperkuat oleh pernyataan dari hasil wawancara dengan investor yang berinvestasi pada saham syariah (Bapak Ltf), yang menyatakan bahwa di Indonesia sangat memungkinkan bagi investor mempertimbangkan dividen dalam keputusan investasinya, karena di Indonesia ada investor individual dan investor institusional. Investor institusional jumlahnya lebih besar dari investor individual. Investor institusional, seperti lembaga-lembaga dana pensiun lebih banyak memiliki reksadana, dimana mereka memang sangat mengharapkan tingkat keuntungan yang pasti berupa dividen. Investor institusional yang lain adalah lembaga asuransi yang lebih banyak memberikan proteksi atau perlindungan bagi investor, sehingga investor lembaga asuransi ini umumnya adalah orang pensiunan dan pegawai negeri yang sangat mengharapkan tingkat kepastian berupa dividen.

Pernyataan Direktur WPPE (Ibu Ls), menguatkan juga temuan penelitian ini yang menyatakan bahwa investor dengan usia diatas lima puluh tahun tidak berniat terlibat dalam perdagangan jangka pendek. Niat investor adalah untuk memegang saham dalam jangka panjang. Tujuannya mengalokasikan tabungan, memperoleh pendapatan berupa dividen dan keuntungan dari apresiasi harga saham pada saat

dijual dimasa depan. Motif investor dalam berinvestasi adalah menabung dengan menyimpan saham dalam jangka panjang.

Temuan penelitian ini mendukung teori relevansi dividen yang dikemukakan oleh Gordon (1963) dan Lintner (1962) yang menyatakan bahwa pemegang saham menyukai dividen sekarang dan ada hubungan langsung antara kebijakan dividend dan nilai pasarnya. Dasar pemikirannya adalah bahwa investor umumnya menghindari risiko dan dividen yang diterima sekarang mempunyai risiko yang lebih kecil daripada dividen yang diterima pada masa yang akan datang. Hasil penelitian konsisten dengan teori Gordon (1962) dan teori Fuller & Farrell (1997), yang menyatakan bahwa *dividend payout ratio* merupakan fungsi dari *price earning ratio* yang diharapkan berhubungan positif dan menentukan *price earning ratio*. Temuan penelitian juga mendukung hasil penelitian yang dilakukan Whitbeck & Kisor (1963), Malkiel & Cragg (1970), Beaver & Morse (1978), White (2000), Shamsuddin & Hillier (2004), Sinaei (2010), Mpaata & Sartono (1997), Suhadak (2005) dan Supriyanto (2007) yang menyatakan bahwa *dividend payout ratio* mempengaruhi *price earning ratio* secara signifikan dan positif.

Pengaruh *Standard Deviation of Earning Growth* terhadap *Price Earning Ratio*

Standard deviation of earning growth merupakan salah satu ukuran risiko saham. Syariah Islam tidak menafikan fenomena risiko investasi tersebut, sehingga setiap pihak yang terlibat didalamnya harus menanggung bersama setiap risiko (ketidakpastian hasil) investasi untuk menghindari kezoliman dan ketidakadilan, karena hal tersebut tegas-tegas diharamkan oleh Islam. Islam mengajarkan investasi yang menguntungkan semua pihak (*win win solution*) dan melarang manusia melakukan investasi *zero sum game* atau *win loss* (Nafik HR, 2009). Al-Quran melarang manusia mencari rezeki dengan cara berspekulasi yang hasilnya merupakan *zero sum game*, sebagaimana firman-Nya dalam surah Al-Maidah ayat 3.

Risiko berinvestasi yang diperhitungkan seperti mempertimbangkan fluktuasi pertumbuhan laba, akan menghindarkan investor yang berinvestasi pada saham syariah pada tindakan spekulasi yang dapat

mengarah kepada perbuatan judi. Menurut Tandelilin (2010), jika investor mengharapkan *return* tinggi dalam berinvestasi dengan mengambil risiko tinggi termasuk dalam tindakan spekulasi dan jika mengharapkan *return* sangat tinggi dalam berinvestasi dengan mengambil risiko sangat tinggi termasuk dalam tindakan judi.

Allah SWT tidak melarang manusia untuk mengambil bagian dari kenikmatan duniawi selama bagian itu tidak atas risiko kehilangan bagian kenikmatan ukhrawi sebagaimana firman Allah dalam surat Al-Qashash ayat 77. Dengan demikian, Islam tidak melarang umatnya untuk menanggung risiko dalam menjalankan investasi, melainkan menyuruh berani menanggung risiko yang dapat diperhitungkan dalam bisnis. Perhitungan risiko dengan mempertimbangkan fluktuasi pertumbuhan laba agar diketahui apakah berinvestasi pada saham syariah berisiko tinggi atau rendah, pada prinsipnya boleh dilakukan. Setiap mukmin harus melakukan tindakan yang terbaik untuk hari ini dengan melakukan segala upaya sesuai dengan syariah Islam dan menyerahkan hasil upayanya kepada Allah SWT.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa investor saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia menginginkan simpangan baku pertumbuhan laba yang rendah. Artinya, investor dalam berinvestasi pada saham cenderung menghindari risiko dengan cara mencari saham yang mempunyai pertumbuhan laba yang stabil, sehingga merespon secara negatif saham-saham syariah yang mempunyai fluktuasi pertumbuhan laba yang tinggi.

Temuan penelitian ini didukung oleh pernyataan dari hasil wawancara dengan investor saham syariah (Bapak Ltf), yang menyatakan bahwa investor sangat memperhatikan risiko berinvestasi pada saham syariah, salah satu diantaranya adalah fluktuasi pertumbuhan laba. Perhitungan risiko tersebut bertujuan untuk memperoleh gambaran mengenai kestabilan pertumbuhan laba emiten. Investor saham syariah mengharapkan fluktuasi pertumbuhan laba yang stabil karena hal tersebut mencerminkan risiko yang rendah dalam berinvestasi.

Temuan penelitian ini mendukung teori model Gordon (1962), yang menyatakan bahwa *required rate of return* yang mencerminkan risiko diharapkan berhubungan negatif dan menentukan *price earning*

ratio. Temuan penelitian ini juga mendukung teori investasi modern Fuller & Farrell (1997), yang menyatakan bahwa *standard deviation of earning growth* merupakan fungsi dari *price earning ratio* dan diharapkan berpengaruh negatif terhadap *price earning ratio*. Hasil penelitian juga mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Whitbeck & Kisor (1963), Nikbakht & Polat (1998), Shamsuddin & Hillier (2004), yang menyatakan bahwa *standard deviation of earning growth* mempengaruhi *price earning ratio* secara signifikan dan negatif.

Pengaruh Return On Equity terhadap Price Earning ratio

Hubungan positif *return on equity* dengan *price earning ratio* mengandung makna bahwa semakin meningkat *return on equity* emiten maka semakin tinggi *price earning ratio*, ceteris paribus. Artinya, *return on equity* yang tinggi mencerminkan semakin banyak keuntungan yang menjadi hak pemilik modal sendiri, sehingga penghasilan atau *income* yang tersedia bagi pemegang saham atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan juga semakin tinggi, dan investor akan merespon positif, dengan menghargai saham itu lebih tinggi. Selama lima tahun pengamatan mulai tahun 2005 sampai dengan tahun 2009, pertumbuhan *return on equity* cenderung naik rata-rata sebesar 24,5% dengan fluktuasi yang relatif stabil. Bagi investor *return on equity* merupakan indikator keberhasilan emiten dalam mengelola modal sendirinya untuk mendapatkan keuntungan. Besar kecilnya *return on equity* tersebut selanjutnya digunakan sebagai bahan pertimbangan bagi investor sehubungan dengan dana yang akan atau ditanamkannya.

Hal itu didukung juga oleh pernyataan dari investor yang berinvestasi pada saham syariah (Bapak Ltf) di Bursa Efek Indonesia, beliau menerangkan bahwa faktor utama yang dipertimbangkan investor dalam memutuskan membeli saham adalah laba. Investor melihat *return on equity* (ROE) sebagai salah satu cerminan kemampuan perusahaan menghasilkan laba, sehingga ROE dilihat investor sebagai harapan laba perlembar saham yang dapat diberikan oleh perusahaan. Apabila modal cenderung stabil, maka perubahan ROE akan sangat ditentukan oleh laba.

Dalam perspektif syariah Islam, investasi yang sesuai dengan syariah akan mendapatkan balasan yang setimpal, begitu pula investasi yang melanggar syariah, sehingga Islam memerintahkan umatnya untuk meraih kesuksesan dan berupaya meningkatkan hasil investasi, serta meninggalkan investasi yang tidak menguntungkan. Investor boleh mengharapkan keuntungan yang tinggi dari investasinya. Salah satu cara yang dapat dilakukan adalah dengan melihat dan memilih saham-saham syariah yang mampu menghasilkan laba yang tinggi dari modal sendirinya, namun tetap memperhatikan dan memegang teguh syariah Islam. Pernyataan dari *expert* investasi syariah (Bapal Jlld), memberikan penjelasan yang dapat membenarkan hasil temuan dalam penelitian ini, beliau menyatakan bahwa investor yang berinvestasi pada saham syariah boleh mengharapkan dan mendapatkan keuntungan yang besar dari investasinya, sepanjang perolehan keuntungan itu dilakukan dengan cara-cara yang sesuai dengan ketentuan Allah SWT atau cara-cara yang sesuai dengan syariah Islam.

Temuan penelitian ini mendukung teori model Gordon (1962), yang menyatakan bahwa *growth* sebagai cerminan prospek diharapkan menentukan *price earning ratio* secara positif. Temuan penelitian juga mendukung teori investasi modern Fuller & Farrell (1997), yang menyatakan bahwa *return on equity* sebagai fungsi dari *price earning ratio* diharapkan menentukan *price earning ratio* secara positif.

Pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Stock Return*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *financial leverage* tidak mampu menjelaskan variasi perubahan *stock return* saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Temuan ini mempunyai arti bahwa meningkatnya variabel *financial leverage*, tidak dapat meningkatkan *return* saham, dan sebaliknya. Dengan demikian, penggunaan sumber dana dengan hutang tidak mampu meningkatkan pendapatan yang tersedia bagi investor. Artinya, semakin tinggi hutang semakin tinggi risiko yang dihadapi, dan investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi, tidak berlaku pada saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia.

Pada kenyataannya proporsi hutang emiten yang sahamnya tergolong syariah dibandingkan dengan aktiva sangat kecil. Oleh karena itu, investor melihat potensi risiko yang kecil terhadap kebangkrutan perusahaan. Hal tersebut menyebabkan *financial leverage* tidak berdampak pada harga saham, artinya investor tidak bereaksi signifikan atas proporsi hutang perusahaan. Dengan demikian ditemukan *financial leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock return*, karena *return* diukur salah satunya dari perubahan harga penutupan saham, yang merupakan cerminan mekanisme permintaan dan penawaran yang dilakukan oleh investor.

Temuan penelitian ini tidak mendukung teori investasi modern dari Haugen (2001), yang mengungkapkan jumlah hutang relatif dalam struktur modal perusahaan mempunyai hubungan yang positif dengan *return* yang diharapkan dari investasi saham. Temuan ini juga tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Bhandari (1988) dan Mukherji, *et al.*, (1997), yang digunakan sebagai prediksi awal, yang menyatakan bahwa *leverage* perusahaan secara positif dan signifikan mempunyai pengaruh terhadap *return* saham. Artinya, sifat investor pada umumnya adalah *risk averse*, semakin tinggi risiko yang dihadapi investor, semakin tinggi tambahan *return* yang diharapkan, tingginya *financial leverage* menunjukkan tingginya risiko tidak terbayarnya hutang perusahaan sehingga investor mengharapkan tambahan *return* yang lebih tinggi atas saham tersebut, tidak berlaku pada saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh *Price Earning Ratio* terhadap *Stock Return*

Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa perkembangan *price earning ratio* dengan *stock return* adalah searah. Pada tahun 2006–2007 pertumbuhan *price earning ratio* mengalami peningkatan sebesar 3,6%, sedangkan *stock return* mengalami peningkatan sebesar 129%. Sementara pada tahun 2007–2008, *price earning ratio* mengalami penurunan sebesar 48,9%, sedangkan *stock return* juga mengalami penurunan sebesar 105%. Selanjutnya pada tahun 2008–2009, *price earning ratio* mengalami peningkatan sebesar 44,8%, sedangkan *stock return* mengalami peningkatan sebesar 1127%. Fakta

empiris tersebut mengakibatkan pengaruh positif dan signifikan *price earning ratio* terhadap *stock return*. Dengan demikian, *price earning ratio* mampu sebagai prediktor terhadap *stock return* saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia.

Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Aga & Kocaman (2006) dan Aydogan & Gursoy (2000), yang digunakan sebagai prediksi awal, yang menyatakan bahwa *price earning ratio* berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap *stock return*. Namun hasil ini bertentangan dengan temuan Basu (1977), yang menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *price earning ratio* dan *stock return*. Hasil penelitian ini tidak mendukung juga hasil penelitian dari Trevino & Robertson (2002), dan Mahmood, *et al.* (2007), yang menyimpulkan ada pengaruh negatif *price earning ratio* terhadap *stock return*.

Temuan penelitian ini tidak mendukung teori efisiensi pasar modal oleh Fama (1970), yang menyatakan bahwa tidak akan ada seorang investor pun yang dapat menikmati keuntungan diatas normal secara konsisten dengan memanfaatkan informasi masa lalu, sekarang maupun yang akan datang karena harga sudah mencerminkan informasi yang relevan. Berdasarkan teori tersebut seharusnya tidak terdapat lagi hubungan *price earning ratio* dengan *stock return*. Kenyataannya hal itu tidak berlaku di Bursa Efek Indonesia karena ditemukan adanya hubungan positif dan signifikan *price earning ratio* dengan *stock return*. Artinya, investor dapat menggunakan *price earning ratio* untuk memprediksi keuntungan yang akan diperoleh dari investasi pada saham syariah. Hal ini membuktikan investor yang berinvestasi pada saham syariah dapat menikmati keuntungan yang tinggi secara konsisten, dengan memanfaatkan informasi publikasi. Pernyataan dari investor yang berinvestasi pada saham syariah (Bapak Ltf), menguatkan hasil penelitian ini. Beliau menyatakan bahwa investor dengan pengalaman dan wawasan yang sangat luas, akan mempunyai kemampuan untuk mendapatkan tingkat pengembalian investasi yang sangat tinggi, kecuali pada saat krisis ekonomi. Bapak Ltf yakin bahwa Investor yang berinvestasi pada saham syariah masih mempunyai peluang yang besar untuk mendapatkan *return* yang tinggi di Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh *Return On Equity* Terhadap *Stock Return*

Return on equity menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih bagi pemegang saham, semakin tinggi *return on equity* berarti semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih bagi pemegang saham. Bagi investor yang membeli saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia, peningkatan *return on equity* ditanggapi positif dan pada akhirnya akan menaikkan *return* saham. Hasil penelitian ini mengindikasikan perilaku investor di Bursa Efek Indonesia merespon positif rasio keuangan *return on equity* di dalam melakukan investasi. Investor yang berinvestasi pada saham-saham syariah melihat bahwa *return on equity* merupakan tingkat keberhasilan investasi yang berasal dari modal pemilik, menjamin tingkat keberhasilan perusahaan tersebut.

Temuan penelitian ini mendukung teori investasi modern oleh Haugen (2001), yang mengungkapkan bahwa rasio dari *operating income to total equity* merupakan faktor pertumbuhan potensial yang diharapkan mempunyai hubungan positif dengan *return* saham di masa depan. Temuan ini juga mendukung penelitian Rita (2003) yang dipergunakan sebagai prediksi awal, bahwa *return on equity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan dapat disimpulkan bahwa:

- *Financial leverage* merupakan rasio hutang sebagai proksi risiko, tidak menjadi variabel fundamental yang menentukan *price earning ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa investor memandang *financial leverage* emiten syariah sebagai risiko keuangan, namun belum dijadikan sebagai pertimbangan risiko yang utama dalam pengambilan keputusan investasi mereka pada saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia. Hal ini mengindikasikan keunikan pada dasar justifikasi investor pada saat berinvestasi di pasar modal, yaitu ada kemungkinan bahwa investor dalam mengambil keputusan investasi mengedepankan

pertimbangan akidah dulu baru kemudian pertimbangan rasionalitas.

- *Dividend payout ratio* menentukan *price earning ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa dividen yang dibayarkan emiten direspon positif oleh investor, artinya investor mengharapkan pembayaran dividen sebagai salah satu keuntungan dalam berinvestasi pada saham-saham syariah. Pembayaran dividen yang tinggi memberikan sinyal yang baik bagi investor, sehingga investor akan menghargai saham tersebut lebih tinggi.
- *Standar deviation of earning growth* menentukan *price earning ratio*. Hal ini berarti bahwa investor di Indonesia cenderung *risk averse* yaitu menghindari risiko, sehingga merespon negatif saham-saham yang mempunyai fluktuasi pertumbuhan laba yang tinggi, dan cenderung mengharapkan fluktuasi pertumbuhan laba yang relatif stabil.
- *Return on equity* emiten yang besar mampu meningkatkan *price earning ratio*. Hal tersebut mengindikasikan bahwa investor yang berinvestasi pada saham-saham syariah melihat kemampuan modal sendiri dalam menghasilkan keuntungan sebagai salah satu prospek yang dipertimbangkan. Artinya prospek yang baik dari emiten yang tercermin pada *return on equity* akan direspon positif oleh investor, sehingga semakin besar *return on equity*, semakin tinggi investor menghargai saham tersebut.
- *Financial leverage* belum mampu menentukan *stock return*. Hal ini mengindikasikan bahwa investor yang berinvestasi pada saham-saham syariah, memandang *financial leverage* sebagai proksi risiko tidak terbayarnya hutang perusahaan, mempunyai potensi yang sangat kecil terhadap kemungkinan terjadinya kebangkrutan perusahaan.
- *Price earning ratio* mampu memprediksi *stock return*. Hal ini berarti bahwa investor yang berinvestasi pada saham-saham syariah akan memperoleh keuntungan di atas normal dengan konsisten dengan memilih saham yang mempunyai *price earning ratio* yang tinggi.
- *Return on equity* menentukan *stock return*. Hal ini mengindikasikan bahwa investor yang berinvestasi pada saham syariah di Bursa Efek

Indonesia merespon positif *return on equity* yang tinggi, sehingga dapat meningkatkan nilai saham dan pada akhirnya akan menaikkan *return* saham tersebut. Investor yang berinvestasi pada saham-saham syariah melihat bahwa *return on equity* merupakan tingkat keberhasilan investasi yang berasal dari modal pemilik, menjamin tingkat keberhasilan perusahaan.

Saran

Berdasarkan pada temuan dan hasil analisis, maka beberapa saran dapat dikemukakan sebagai berikut:

- Investor muslim yang komitmen dengan keyakinannya seharusnya menjadikan nilai-nilai syariah Islam sebagai pedoman dalam melakukan aktivitas jual beli saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia, karena investasi dalam perspektif syariah Islam tidak hanya berdimensi duniawi/dunia tapi juga berdimensi ukhrawi/akhirat.
- Investor sebaiknya mempertimbangkan aspek fundamental perusahaan dalam keputusan investasi pada saham-saham syariah, karena secara empiris terbukti bahwa pembayaran dividen (*dividend payout ratio*), fluktuasi pertumbuhan laba (*standard deviation of earning growth*), dan tingkat pengembalian dari modal sendiri (*return on equity*) sangat mempengaruhi nilai saham.
- Pemerintah atau otoritas pasar modal sebaiknya mempertimbangkan kembali ketentuan kriteria seleksi untuk indikator keuangan yaitu rasio antara total hutang dengan modal sendiri. Jika memungkinkan sebaiknya dilakukan pemisahan antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah, agar dapat mengakomodir kebutuhan investor muslim yang berpegang teguh pada keyakinannya untuk dapat berinvestasi di pasar modal sesuai dengan prinsip syariah Islam secara *kafah*.
- Emiten atau manajemen perusahaan sebaiknya memperhatikan variabel rasio pembayaran dividen, karena investor yang berinvestasi pada saham syariah sangat merespon positif pembayaran dividen, yang tentunya dapat menaikkan harga saham. Emiten juga perlu menjaga agar

tidak terjadi fluktuasi pertumbuhan laba yang sangat tinggi, karena itu akan direspon negatif oleh investor. Selanjutnya emiten perlu juga memperhatikan *return on equity*), karena semakin tinggi rasio ini dipandang sebagai prospek pertumbuhan perusahaan bagi investor. Semakin tinggi rasio ini, semakin tinggi penghargaan investor terhadap saham tersebut.

- Bagi penelitian lebih lanjut diharapkan melakukan pengujian terhadap konsistensi penelitian ini dengan mengacu pada isu yang sama, namun mengembangkan variabel fundamental perusahaan yang menentukan *price earning ratio* dan *stock return*.
- Kajian mendalam dengan pendekatan kualitatif dapat dilakukan oleh penelitian yang akan datang untuk mengungkap beberapa indikasi yang dijelaskan pada temuan penelitian ini.
- Berdasarkan pada keterbatasan penelitian ini, maka studi berikutnya dalam mengukur *stock return*, sebaiknya menggunakan perubahan harga saham selama tahun tersebut, dengan menghitung akumulasi rata-rata perubahan harian, mingguan, bulanan atau tiga bulanan. Hal itu dapat menjadi proksi yang lebih baik lagi, karena dapat merekam perubahan selama tahun tersebut dan itu akan menggambarkan kondisi yang lebih riil.

DAFTAR RUJUKAN

- Al-Qur'an, dan Terjemahannya. 2006. Kementrian Agama, Jakarta.
- Andriansyah, dkk. 2008. *Identifikasi Pemodal Asing di Pasar Modal Indonesia*, Departemen Keuangan Republik Indonesia, BAPEPAM dan Lembaga Keuangan.
- Aga, M., & Kocaman, B. 2006. An Empirical Investigation of the Relationship between Inflation, P/E Ratios and Stock Price Behaviors Using a New Series Called Index-20 for Istanbul Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*, 1450–2887.
- Aydogan, K., & Gursoy, G. 2000. *P/E and Price to Book Ratios as Predictors of Stock Return in Emerging Equity Market*. Faculty of Business Administration Bilkent University, Ankara, Turkey.
- Beik, S.I. 2008. "Sejarah Singkat Industri Syariah", International Islamic University Islamabad Pakistan. <http://www.reksadanasyariah.net>.
- Bhandari, L.C. 1988. Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Return, *Journal Financial*, Vol.43. No.2, June, pp. 507–528.
- Bodie, Zv., Kane, A., & Marcus, J. 2009. *Investasi*, Edisi Keenam. Jakarta: Penerbit Salemba Empat FE UI.
- Beaver, W.H., Morse, D. 1978. What determines the price-earnings ratio? *Financial Analysts Journal* July/August, 65e76.
- Basu, S. 1977. 'The Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price- Earnings Ratios'. *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 3, pp. 663–82.
- Djakfar, M. 2008. *Etika Bisnis Islami: Tataran Teoritis dan Praktis*, Cetakan I, Penerbit UIN-Malang Press (Anggota IKAPI), Malang.
- Dewi, F.W. 2010. *Peranan Perguruan Tinggi dalam Pengembangan Pasar Modal*, Materi Kuliah Umum Pasar Modal oleh Direktur Pengembangan Bursa Efek Indonesia, Universitas Brawijaya Malang.
- Dudney, J., & Zorn. 2008, Return Predictability and the P/E Ratio: Reading the Entrails, *Journal of Investing*. ABI/INFORM Research pg.75.
- Djazuli, H.A. 2007. *Kaidah-Kaidah Fikih, Kaidah-Kaidah Hukum Islam dalam Menyelesaikan Masalah yang Praktis*, Cetakan ke-2. Jakarta: Penerbit Kencana Prenada Media Group.
- Elton, E.J., & Martin, J.G. 1991. *Theory and Investment Analysis*, Fourth Edition, John Wiley & Son, Inc. Singapore.
- Fabozzi, F.J. 1999. *Manajemen Investasi*, Edisi Kedua. Jakarta: Salemba Empat.
- Fama, E.F. 1970. Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No 2, pp. 383–417.
- Ferdinand, A. 2006. *Metodologi Penelitian Manajemen*, Edisi Kedua, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Fischer, D.E., & Ronald, J.J. 1995. *Security Analysis and Portfolio Management*. New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- Fuller, R.J., & James, L.F. 1987. *Modern Investment and Security Analysis*, Mc. Graw-Hill International Edition, Finance Series, Singapore.
- Ghozali, H.I. 2009 *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Cetakan IV, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gordon, M.J. 1963. Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, May,p.264–272.
- Gordon. 1962. *The Investment Financing and Valuation of the Corporation*. Irwin, Homwood.
- Gruber, M.J. 1971. *The Determinants of Common Stock Price*, (University Park), Pennsylvania State Press.

- Gruber, M.J., and Elton, E. 1994. *Modern Portfolio and Investment Analysis*. New York: John Wiley and Sons.
- Hasnawati, S. 2010. The Value And Glamor Stock Performance At The Indonesia Stock Exchange Using The price Earning Ratio Approach, *The International Business & Economics Research Journal*, 9,7; ABI/INFORM Research pg. 43.
- Haugen, R.A. 2001. *Modern Investment Theory*, Fifth Edition, Prentice Hall, New Jersey 07458.
- Husnan, S. 1996. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Kedua. Yogyakarta: AMP YKPN.
- Huang, Y., Tsai, C.H., & Chen, C.R. 2007. Expected P/E, Residual P/E, and Stock Return Reversal: Time-Varying Fundamentals or Investor Overreaction? *International Journal of Business and Economics*, Vol.6, No.1, pp. 11–28.
- Jogiyanto. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Ketujuh, Cetakan Pertama. Yogyakarta: Penerbit BPFE.
- Jones, C.P. 2007. *Investment Analysis and Management*. New York: John Wiley and Sons. Inc.
- Kane, A., Marcus, A.J., Noh, J. 1996. The P/E multiple and market volatility. *Financial Analysts Journal* 52 (4), 16–24.
- Khan, M.I. 2009. Price Earnings Ratio and Market to Book Ratio. *IUB Journal of Social Sciences and Humanities*, Vol.7 No.2.
- Kodrat, D.S. 2007. Uji Konsistensi Penentuan Nilai Saham-Saham Industri Properti dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekuitas*, Akreditasi No.55a/DIKTI/Kep/2006, Vol.11 No. 1, 1–18.
- Litner, J. 1965. Security Prices, Risk, and Maksimum Gains From Diversification, *Journal Finance*, December, p.587–616.
- Malkiel, B.G., & J.G. Cragg. 1970. *Expectations and the Structure of Share Prices*. American Economic Review, September.
- Mahmood, W., et al. 2007. *Multivariate Causal Estimates of Dividend Yields, Price Earning Ratio and Expected Stock Return: Experience from Malaysia*. Annual Conference on Pasific Basin Finance, Economic, Accounting and Mangement.
- Mpaata, K.A., & Sartono, A. 1997. Factor Determining Price Earning (P/E) Ratio. *Kelola*, No. 15/VI/1997. pp. 133–158.
- Mukherji, S., et al. 1997. A Fundamental Analysis of Korean Stock Return. *Financial Analysts Journal*, Vol. 54. No 3. pp. 75–80.
- Nafik, H.R., Muhamad. 2009. *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, Cetakan I. Jakarta: Penerbit PT Serambi Ilmu Semesta.
- Nikbakht, & Polat. 1998. A Global Perspective of P/E Ratio Determinants: The Case of Ards.. *Global Finance Journals*, 9(2):253–257.
- Pambangun, H.C.2001. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Price earning Ratio Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*, Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Ramcharran, H. 2002. *An empirical analysis of the determinants of the P/E ratio in emerging markets*, *Emerging Markets Review* 3, 165–178.
- Rita. 2003. *Ukuran Kinerja EVA, ROA, ROE, dan Hubungannya dengan Return Saham (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*, Fakultas Ekonomi Universitas Diponegara.
- Rinaldo, A. 2010. *Pelatihan Pemodelan Statistika: Struktural Equation Modeling*, Universitas Brawijaya Malang.
- Rizqoni, A. 1995. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Price Earning Ratio dalam Penilaian Saham (Studi pada Pasar Modal Indonesia)*, Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga Surabaya.
- Syarief, A.A. 2008. *Evaluasi Satu Semester Penerbitan Daftar Efek Sariah Demi Pengembangan Industri Pasar Modal Syariah di Indonesia*, KARIM Review Special Edition, hal.38.
- Sharpe, W.F., Alexander, G.J., & Bailey, J.V. 1997. *Investasi*, Edisi Bahasa Indonesia, Jilid 1. Jakarta: PT Prenhalindo.
- Shamsuddin, A.F.M., and Hillier, J.R. 2004. Fundamental Determinants of The Australian Price-Earning Multiple. *Pacific-Basin Finance Journal* 12, 565–576.
- Sinaei, H. 2010. The Role of Fundamental Variables in Stock Price in the Collection of Evaluating Basic Models. *International Research Journal of Finance Economics*.
- Shihab, M.Q. 2010. *Tafsir Al-Mishbah: Pesan, Kesan, dan Keserasian al-Qur'an*. Jakarta: Penerbit Lentera Hati.
- Suhadak. 2005. Analisa P/E Ratio (Price Earning Ratio) Perusahaan Industri di BEJ, Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*. Volume 6, No. 1, 80–84.
- Supriyanto. 2007. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Price Earning Ratio pada Perusahaan-Perusahaan Emiten yang Terdaftar dalam Kelompok LQ-45 di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Manajemen Mutu*, Vol. 6, No. 2. 93–106.
- Tandelilin. 2010. *Portofolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi*, Edisi Pertama. Yogyakarta: Penerbit Kanisius (Anggota IKAPI).

- Truong, C. 2009. *Value Investing Using Price Earning Ratio In New Zealand*, Business Review, Volume 11, No.1.
- Trevino, R., Robertson, F. 2002. P/E Ratios and Stock Market Returns. *Journal of Financial Planning*. Pg. 76.
- Vorek, Marian. 2009. *Does High Price Earnings Ratio Predict Future Falls Of Stock Price?* Faculty of finance and accounting University of Economics in Prague.
- Wibowo, A. 2004. *Pengantar Analisis Jalur (Path Analysis)*, Kumpulan Materi Pelatihan Structural Equation Modeling, Angkatan V, Kerjasama Lemlit Unair dengan Balitbang Prov. Jawa Timur. Tanggal 24 s/d 26 Mei 2004.
- William, J.B. 1938. *The Theory of Investment Value*. Harvard University Press, Cambridge.
- Whitbeck, V., and Kisor, M. 1963. "A new tool in investment decision making", *Financial Analysts Journal*, May/June, pp. 55–62.
- White, C.B. 2000. What P/E will the U.S. stock market support? *Financial Analysts Journal* 56 (6), 30–38.
- Yamin, S., dan Kurniawan, H. 2009 *Struktural Equation Modeling*. Jakarta: Penerbit Salemba Infotek.
- Yuliana, I. 2010. *Investasi, Produk Keuangan Syariah*. Malang: Penerbit UIN-Maliki Press.