



**ANOMALI *VALUE PREMIUM* PADA PERUSAHAAN LQ45  
YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA  
PERIODE 2017-2021**

Skripsi

Dibuat oleh:

Fajar Firdaus Malika

021120703

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS PAKUAN  
BOGOR**

**FEBRUARI 2023**

## ABSTRAK

FAJAR FIRDAUS MALIKA. 021120703. Anomali *Value Premium* Pada Perusahaan LQ45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2021. Di bawah bimbingan : TUTUS RULLY dan ZUL AZHAR. 2023.

Kegiatan investasi di Indonesia mengalami pertumbuhan yang tinggi terutama investasi pada saham. Investor pada dasarnya ingin hasil yang maksimal dari investasi mereka, sehingga mereka mencari strategi pola *return* untuk mencapai hal tersebut. Salah satu strategi pola *return* yang bisa dimanfaatkan untuk memberikan imbal hasil yang baik adalah anomali *value premium*. Tujuan penelitian ini adalah Menganalisa perbedaan *return* pada portofolio *high book-to-market* (saham *value*) dengan portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021. Sampel yang digunakan pada penelitian ini sebanyak 27 perusahaan. Sampel dipilih menggunakan metode *purposive sampling*. Penelitian ini menggunakan jenis penelitian verifikatif dengan metode komparatif. Pengumpulan data dilakukan dengan cara mengunduh data sekunder menggunakan media elektronik. Uji yang dilakukan adalah uji asumsi klasik (uji normalitas dan uji homogenitas), dan uji beda menggunakan uji *independent sample t-Test*.

Hasil penelitian ini menghasilkan nilai signifikansi uji beda sebesar 0,568. Hal tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *return* pada portofolio *high book-to-market* (saham *value*) dengan portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021. Hasil ini menyimpulkan bahwa berinvestasi pada portofolio *high book-to-market* atau portofolio *low book-to-market* selama periode penelitian mendapatkan nilai *excess return* yang cenderung sama.

Kata kunci : anomali *value premium*, portofolio *book-to-market*, Perusahaan LQ45.

## PERNYATAAN PELIMPAAHAN HAK CIPTA

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Fajar Firdaus Malika

Npm : 021120703

Judul Skripsi : Anomali Value Premium pada Perusahaan LQ45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2021

Dengan ini saya menyatakan bahwa Paten dan Hak Cipta dari produk skripsi di atas adalah benar karya saya dengan arahan dari komisi pembimbing dan belum diajukan dalam bentuk apapun kepada keperguruan tinggi manapun.

Sumber informasi yang berasal atau dikutip dari karya yang diterbitkan maupun yang tidak diterbitkan dari penulis lain telah disebutkan dalam teks dan dicantumkan dalam Daftar Pustaka di bagian akhir skripsi ini.

Dengan ini saya melimpahkan Paten, Hak Cipta dari karya tulis saya kepada Universitas Pakuan.

Bogor, Februari 2023



Fajar Firdaus Malika

021120703

**© Hak Cipta milik Fakultas Ekonomi Universitas Pakuan, tahun 2023**  
**Hak Cipta dilindungi Undang-undang**

*Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan atau menyebutkan sumbernya. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik, atau tinjauan suatu masalah, dan pengutipan tersebut tidak merugikan kepentingan yang wajar Fakultas Ekonomi Pakuan.*

*Dilarang mengumumkan dan atau memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis dalam bentuk apapun tanpa seizin Fakultas Ekonomi Universitas Pakuan*



**ANOMALI *VALUE PREMIUM* PADA PERUSAHAAN LQ45  
YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA  
PERIODE 2017-2021**

Skripsi

Diajukan sebagai salah satu syarat dalam menyelesaikan tugas Sarjana Manajemen  
Program Studi Manajemen pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pakuan  
Bogor



Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
(Dr. Hendro Sasongko, Ak., MM., CA)

Ketua Program Studi  
(Prof. Dr. Yohanes Indrayono, Ak., MM., CA)

**ANOMALI VALUE PREMIUM PADA PERUSAHAAN LQ45  
YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA  
PERIODE 2017-2021**

Skripsi

Telah disidangkan dan dinyatakan lulus  
Pada hari Rabu, tanggal 8 Februari 2023

Fajar Firdaus Malika

021120703

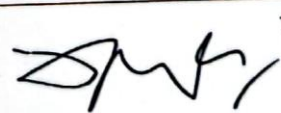
Ketua Penguji Sidang  
(Drs. Nugroho Arimuljarto, M.M.)

 23/05/23

Ketua Komisi Pembimbing  
(Tutus Rully, S.E., M.M.)



Anggota Komisi Pembimbing  
(Zul Azhar, Ir., M.M.)

 23/5-2023

## PRAKATA

Syukur Alhamdulillah kehadiran Allah SWT atas rahmat dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“ANOMALI VALUE PREMIUM PADA PERUSAHAAN LQ45 YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2017-2021”** sebagai salah satu syarat kelulusan pada Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pakuan Bogor.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini masih terdapat banyak kekurangan. Selain itu penulis juga sempat mengalami berbagai kendala, namun penulis tetap berusaha semaksimal mungkin dalam menyelesaikan dan menyajikan skripsi ini. Berkat dorongan semangat yang diberikan dari berbagai pihak akhirnya skripsi ini dapat diselesaikan dengan baik.

Dalam penyusunan skripsi ini, penulis mendapat bantuan bimbingan, dukungan dan doa dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada :

1. Kedua orang tua tercinta yang senantiasa memberikan dukungan moral dan do'a sehingga dapat diselesaikannya penelitian ini.
2. Diri sendiri yang telah berusaha dan bertahan hingga dapat menyelesaikan skripsi ini.
3. Bapak Prof. Dr.rer.pol. Ir. Didik Notosudjono, M.Sc., selaku Rektor Universitas Pakuan.
4. Bapak Dr. Hendro Sasongko, Ak., MM., CA., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pakuan.
5. Bapak Prof. Dr. Yohanes Indrayono, Ak., M.M., CA., selaku Ketua Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pakuan.
6. Bapak Doni Wihartika, S.pi., M.M., selaku Sekretaris Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pakuan.
7. Ibu Tutus Rully, S.E., M.M., selaku Ketua Komisi Pembimbing yang telah memberikan arahan dan masukan dalam penyusunan skripsi ini.
8. Bapak Zul Azhar, Ir., M.M., selaku Anggota Komisi Pembimbing yang telah memberikan arahan dan masukan dalam penyusunan skripsi ini.
9. Ibu Yudhia Mulya, S.E., M.M., selaku dosen yang banyak memberikan masukan dan arahan, serta membentuk cara berfikir dalam penyusunan skripsi.

Harapan saya, semoga Allah Subhanahu Wata'ala memberikan imbalan yang setimpal kepada semua pihak yang telah memberikan bantuan dan dukungan serta menjadikan semua bantuan ini sebagai ibadah.

Penulis,

Fajar Firdaus Malika

# DAFTAR ISI

	Halaman
<b>ABSTRAK.....</b>	<b>i</b>
<b>PRAKATA .....</b>	<b>vi</b>
<b>DAFTAR ISI.....</b>	<b>vii</b>
<b>DAFTAR TABEL.....</b>	<b>x</b>
<b>DAFTAR GAMBAR.....</b>	<b>xi</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN .....</b>	<b>xii</b>
<b>BAB I. PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang Penelitian .....	1
1.2 Identifikasi dan Perumusan Masalah.....	8
1.2.1 Identifikasi Masalah .....	8
1.2.2 Perumusan Masalah .....	9
1.3 Maksud dan Tujuan Penelitian .....	9
1.3.1 Maksud Penelitian .....	9
1.3.2 Tujuan Penelitian .....	9
1.4 Kegunaan Penelitian.....	9
1.4.1 Kegunaan Teoritis .....	9
1.4.2 Kegunaan Praktis .....	10
<b>BAB II. TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>11</b>
2.1 Manajemen Keuangan.....	11
2.1.1 Pengertian Manajemen Keuangan.....	11
2.1.2 Tujuan Manajemen Keuangan .....	11
2.1.3 Fungsi Manajemen Keuangan.....	12
2.2 Pasar Modal.....	13
2.2.1 Peran Pasar Modal.....	13
2.2.2 Fungsi Pasar Modal.....	14
2.2.3 Instrumen Pasar Modal .....	14
2.3 Teori Portofolio .....	15
2.4 Teori <i>Return</i> .....	15
2.4.1 <i>Excess Return</i> .....	16
2.5 Fama-French <i>Three Factor Model</i> .....	17
2.5.1 Rasio <i>Book-to-Market</i> .....	18
2.5.1.1 <i>Price to Book Value</i> .....	19



2.6 Hipotesis Pasar Efisien ( <i>Efficient Market Hypothesis</i> atau EMH).....	19
2.6.1 Efisien Dalam Bentuk Semi Kuat .....	20
2.6.1.1 Anomali <i>Value Premium</i> .....	21
2.7 Penelitian Terdahulu dan Kerangka Pemikiran.....	21
2.7.1 Penelitian Terdahulu .....	21
2.7.2 Kerangka Pemikiran.....	25
2.8 Hipotesis Penelitian.....	28
<b>BAB III. METODE PENELITIAN .....</b>	<b>29</b>
3.1 Jenis Penelitian.....	29
3.2 Objek, Unit Analisis, dan Lokasi Penelitian .....	29
3.3 Jenis dan Sumber Data Penelitian .....	29
3.4 Operasional Variabel.....	29
3.5 Metode Penarikan Sampel.....	30
3.6 Metode Pengumpulan Data .....	31
3.7 Analisis Data .....	31
3.7.1 Uji Asumsi Klasik.....	33
3.7.1.1 Uji Normalitas .....	34
3.7.1.2 Uji Homogenitas .....	34
3.7.2 Uji Beda .....	34
<b>BAB IV. HASIL DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>35</b>
4.1 Hasil Pengumpulan Data.....	35
4.2 Analisis Data .....	38
4.2.1 Pembentukan Portofolio.....	38
4.2.2 Uji Asumsi Klasik.....	42
4.2.2.1 Uji Normalitas .....	43
4.2.2.2 Uji Homogenitas .....	43
4.2.3 Uji Beda .....	44
4.3 Pembahasan.....	45
4.3.1 Hasil Pembentukan Portofolio .....	45
4.3.2 Hasil Uji Normalitas .....	49
4.3.2 Hasil Uji Homogenitas .....	49
4.3.3 Uji Beda <i>Excess Return</i> Portofolio <i>High Book-to-Market</i> dan <i>Low Book-to-Market</i> .....	49
<b>BAB V. SIMPULAN DAN SARAN .....</b>	<b>51</b>

5.1 Simpulan.....	51
5.2 Saran.....	51
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>52</b>
<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP.....</b>	<b>56</b>
<b>LAMPIRAN.....</b>	<b>57</b>

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1. Perkembangan Kegiatan Investasi Saham Tahun 2017-2021 .....	1
Tabel 1.2. Rata-rata Return dan Standar Deviasi IHSG dan LQ45 Tahun 2017-2021	2
Tabel 1.3. Rasio Price to Book Value LQ45 Periode 2016-2020 .....	4
Tabel 1.4. Portofolio dan Return berdasarkan Kategori Rasio Book to Market LQ45 Periode 2017-2021 .....	6
Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu .....	22
Tabel 3.1. Operasional Variabel.....	29
Tabel 3.2. Perusahaan Sampel Penelitian .....	30
Tabel 4.1. Perusahaan Sampel Penelitian .....	37
Tabel 4.2. Rasio Book-to-Market Tahunan Perusahaan Sampel .....	39
Tabel 4.3. Gambaran Umum Portofolio.....	40
Tabel 4.4. Return Value Premium .....	41
Tabel 4.5. Hasil Uji Normalitas Data.....	43
Tabel 4.6. Hasil Uji Homogenitas Data .....	43
Tabel 4.7. Hasil Uji Statistik.....	44
Tabel 4.8. Hasil Uji Beda.....	44

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1 Rata-rata Return LQ45 dengan IHSG Periode 2016-2021 .....	3
Gambar 2.1 Konstelasi Penelitian .....	28
Gambar 3.1 Skema Pembentukan Portofolio .....	33
Gambar 4.1 Sektor Saham pada Indeks LQ45 .....	36
Gambar 5.1 Fluktuasi Return Value Premium dan Return IHSG .....	42

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Harga Saham Perusahaan Sampel untuk Portofolio 2017 .....	58
Lampiran 2. Portofolio High Book-to-Market 2017 .....	59
Lampiran 3. Portofolio Medium Book-to-Market 2017 .....	59
Lampiran 4. Portofolio Low Book-to-Market 2017.....	60
Lampiran 5. Harga Saham Perusahaan Sampel untuk Portofolio 2018.....	61
Lampiran 6. Portofolio <i>High Book-to-Market</i> 2018 .....	62
Lampiran 7. Portofolio Medium Book-to-Market 2018 .....	62
Lampiran 8. Portofolio Low Book-to-Market 2018.....	63
Lampiran 9. Harga Saham Perusahaan Sampel untuk Portofolio 2019 .....	64
Lampiran 10. Portofolio High Book-to-Market 2019 .....	65
Lampiran 11. Portofolio Medium Book-to-Market 2019 .....	65
Lampiran 12. Portofolio Low Book-to-Market 2019.....	66
Lampiran 13. Harga Saham Perusahaan Sampel untuk Portofolio 2020.....	67
Lampiran 14. Portofolio High Book-to-Market 2020 .....	68
Lampiran 15. Portofolio Medium Book-to-Market 2020 .....	68
Lampiran 16. Portofolio Low Book-to-Market 2020.....	69
Lampiran 17. Harga Saham Perusahaan Sampel untuk Portofolio 2021 .....	70
Lampiran 18. Portofolio High Book-to-Market 2021 .....	71
Lampiran 19. Portofolio Medium Book-to-Market 2021 .....	71
Lampiran 20. Portofolio Medium Book-to-Market 2021 .....	72
Lampiran 21. Susunan Portofolio Setiap Tahun .....	73
Lampiran 22. Output SPSS 23 Uji Normalitas .....	74
Lampiran 23. Output SPSS 23 Uji Homogenitas.....	79
Lampiran 24. Output SPSS 23 Hasil Uji Beda .....	81

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Penelitian

Investasi merupakan suatu tindakan menunda penggunaan dana untuk aktivitas konsumsi pada saat ini ke masa yang akan datang dengan harapan memperoleh penghasilan yang lebih banyak (Jones, 2019). Investasi dilakukan untuk mengelola kekayaan atau kesejahteraan secara efektif guna melindungi kekayaan investor dari tekanan inflasi, pajak, penurunan nilai kekayaan yang disebabkan oleh faktor lain (Tandelilin, 2017). Menurut Tandelilin (2017), tujuan seseorang melakukan investasi adalah mencapai tingkat kesejahteraan yang lebih baik di masa depan, mengurangi risiko inflasi, mengurangi ketidakpastian, dan dorongan untuk penghematan pembayaran pajak.

Istilah investasi berkaitan dengan berbagai macam aktivitas. Alternatif Investasi yang dapat digunakan untuk menginvestasikan modal yang dimiliki yaitu dapat berupa aset riil dan aset keuangan (Handini dan Astawinetu, 2020). Investasi pada aset keuangan (*financial asset investment*) merupakan komitmen mengikat aset pada sektor keuangan atau disebut dengan investasi portofolio. Contoh aset keuangan antara lain obligasi, opsi, kontrak *futures* dan saham. Saham merupakan sertifikat yang menunjukkan kepemilikan seseorang atas suatu perusahaan (Nuzula dan Nurlaily, 2020).

Kegiatan investasi di Indonesia mengalami pertumbuhan yang tinggi terutama investasi pada saham. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai lembaga yang mengawasi kegiatan transaksi di pasar modal (UU No 21 Tahun 2011) telah menyediakan data statistik kegiatan investasi khususnya investasi pada saham. Data kegiatan investasi tersaji pada tabel berikut :

Tabel 1.1. Perkembangan Kegiatan Investasi Saham Tahun 2017-2021

Tahun	Volume Transaksi (miliar saham)	Nilai Perdagangan (Rp Triliun)	Frekuensi (ribu kali)
2017	6,70	4,90	230,66
2018	7,10	5,60	259,07
2019	9,72	6,00	313,95
2020	11,23	7,86	567,77
2021	14,16	9,17	888,39

Sumber: [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id) (Data diolah penulis, 2022)

Data pada tabel di atas menyajikan kegiatan investasi pada saham. Volume transaksi merupakan jumlah lembar saham yang diperjual belikan pada periode tersebut. Rata-rata kenaikan volume transaksi dari tahun ke tahun yaitu sebesar 1,86 miliar lembar saham atau meningkat sekitar 21% pertahun. Nilai perdagangan

merupakan nilai atau total harga saham yang diperjual belikan selama periode tersebut. Rata-rata kenaikan nilai perdagangan dari tahun ke tahun yaitu sebesar Rp 1,07 triliun atau meningkat sekitar 17,29%. Frekuensi merupakan jumlah kegiatan transaksi investasi saham selama periode tersebut. Rata-rata kenaikan frekuensi transaksi dari tahun ke tahun adalah 164,43 ribu kali atau meningkat sekitar 42,7%. Bahkan peningkatan frekuensi kegiatan investasi pada saham yang sangat signifikan terjadi pada 2 tahun terakhir yaitu meningkat sebesar 80% pada tahun 2020 dan 56% pada tahun 2021. Data di atas menunjukkan bahwa kegiatan investasi di Indonesia terus meningkat setiap tahun. Masyarakat mulai sadar dengan pentingnya investasi saham yang cukup memberikan keuntungan yang menjanjikan (Latifah, 2020). Keuntungan yang didapat dari berinvestasi saham yaitu *dividen* dan *capital gain* (Halim, 2018).

Terdapat tiga dasar keputusan bagi investor sebelum melakukan keputusan investasi, yaitu imbal hasil yang diharapkan (*expected return*), tingkat risiko dan hubungan antara *return* dan risiko (Ekananda, 2019). Diperlukan pengestimasi *return* dan *risk* terhadap saham yang akan dibeli. *Return* dan risiko menjadi dua hal yang sangat penting dan tak terpisahkan untuk dipertimbangkan karena merupakan *trade-off* dalam berinvestasi (Hartono, 2019). Menurut Markowitz (1952) *return* dan risiko memiliki hubungan yang positif. Semakin tinggi risiko suatu aset maka semakin tinggi *return* yang didapat atau semakin rendah risiko suatu aset maka semakin rendah *return* yang diterima oleh investor. Berikut penyajian data rata-rata *return* dan standar deviasi (risiko) tahun 2017-2021 pada indeks IHSG dan LQ45.

Tabel 1.2. Rata-rata *Return* dan Standar Deviasi IHSG dan LQ45 Tahun 2017-2021

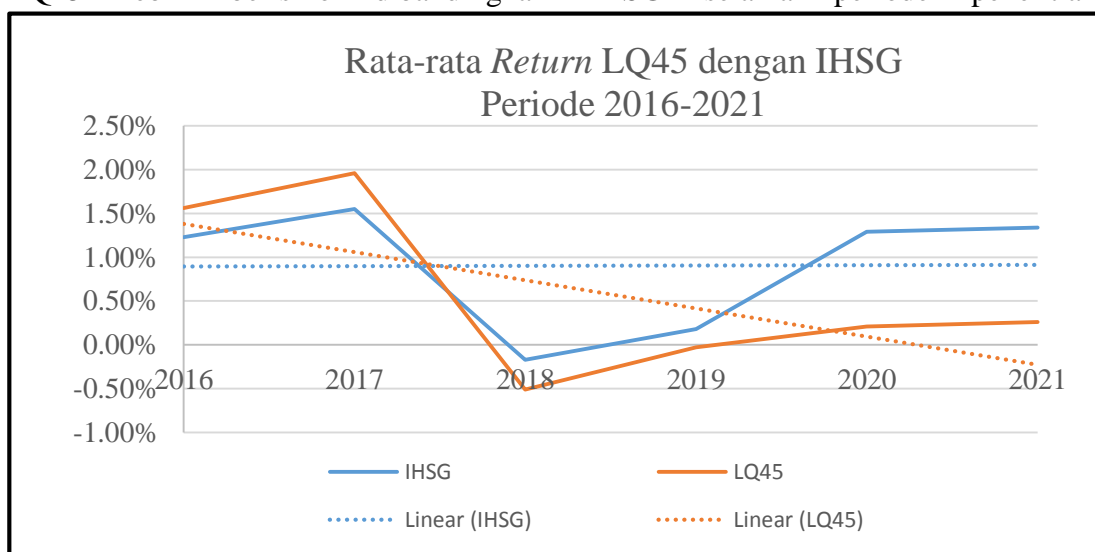
Tahun	IHSG		LQ45	
	Rata-rata <i>Return</i> (%)	Standar Deviasi (%)	Rata-rata <i>Return</i> (%)	Standar Deviasi (%)
2016	1,23	1,96	1,56	2,63
2017	1,55	2,75	1,96	3,01
2018	-0,17	4,07	-0,51	5,10
2019	0,18	2,04	-0,03	2,13
2020	1,29	3,34	0,21	2,65
2021	1,34	3,42	0,26	3,41
Rata-rata	0,93	2,93	0,57	3,16

Sumber: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (Data diolah penulis, 2022)

Tabel 1.2 menjelaskan bahwa *return* LQ45 dan risikonya (standar deviasi) meningkat dan menurun secara bersamaan. Rata-rata *return* IHSG dan LQ45 tertinggi yaitu pada tahun 2017 sebesar 1,55% dan 1.96%. Rata-rata *return* IHSG dan LQ45 terendah yaitu pada tahun 2018 sebesar -0,17% dan -0,51%. Berdasarkan nilai rata-rata *return* pada tabel 1.2, disimpulkan bahwa pergerakan rata-rata *return* IHSG dan LQ45 memiliki pergerakan yang searah. Artinya, ketika *return* pasar IHSG meningkat

maka *return* LQ45 pun meningkat. Selama periode penelitian, rata-rata *return* IHSG lebih baik dibandingkan dengan rata-rata *return* LQ45.

Tabel 1.2 menjelaskan mengenai nilai standar deviasi. Standar deviasi menunjukkan keanekaragaman atau ketidak pastian sebagai pengukur risiko. Nilai risiko tertinggi terjadi pada tahun 2018 yaitu sebesar 4,07% pada IHSG dan 5,10% pada LQ45. Nilai risiko terendah yaitu pada tahun 2019 sebesar 2.04% pada IHSG dan 2,13% pada LQ45. Berdasarkan tabel di atas, disimpulkan bahwa pergerakan tingkat risiko IHSG dan LQ45 memiliki pergerakan nilai yang searah. Artinya, ketika nilai risiko IHSG naik maka nilai risiko LQ45 pun naik. Selama periode penelitian, nilai standar deviasi LQ45 lebih tinggi dibandingkan dengan IHSG. Hal tersebut meunjukkan bahwa indeks LQ45 lebih berisiko dibandingkan IHSG selama periode penelitian.



Gambar 1.1 Rata-rata *Return* LQ45 dengan IHSG Periode 2016-2021

Sumber: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (Data diolah penulis. 2022)

Gambar 1.1 menunjukkan pergerakan rata-rata *return* atau rata-rata imbal hasil IHSG dan LQ45 periode 2016-2021. Pertumbuhan *return* IHSG tertinggi yaitu pada tahun 2020 sebesar 1,11% dari tahun sebelumnya. Pertumbuhan *return* LQ45 tertinggi yaitu pada tahun 2019 yaitu sebesar 0,48%. Pada tahun 2018 terjadi penurunan *return* terbesar pada IHSG dan LQ45 yaitu menurun sebesar 1,72% dan 2,47% dari tahun sebelumnya. Secara umum, pergerakan rata-rata *return* IHSG cenderung tidak mengalami perubahan. Hal tersebut ditunjukkan oleh garis tren IHSG yang stagnan. Rata-rata *return* LQ45 cenderung menurun. Hal tersebut ditunjukkan oleh garis tren LQ45 yang menurun dari tahun 2016-2021.

Setelah mengestimasi imbal hasil dan risiko, keputusan investasi sangat bergantung pada perilaku investor tersebut. Perilaku investor yang cenderung menghindari risiko (*risk averse*) tidak mengharapkan keuntungan yang besar. Mereka berkeinginan mendapatkan keuntungan yang pasti walaupun sedikit. Adapun perilaku investor yang berani mengambil risiko (*risk taker*). Mereka memilih imbal hasil yang terbaik yaitu nilai imbal hasil yang tertinggi. Selanjutnya perilaku investor yang realistis (*risk*



*neutral*). Investor ini netral terhadap risiko dan bersedia menanggung risiko hingga tingkat tertentu dengan pertimbangan beberapa faktor yang mempengaruhi investasi di masa depan.

Pada dasarnya, investor ingin hasil yang maksimal dari investasi mereka (Hartono, 2019). Adapun strategi lain dalam menentukan pola return yang bertentangan dengan hipotesis pasar efisien, hal ini disebut dengan *anomali* pasar efisien (Bodie, Kane dan Marcus, 2019). Salah satu contoh anomali yang terjadi adalah anomali *value premium* (Bodie, Kane dan Marcus, 2019). Anomali *value premium* dapat dimanfaatkan untuk memperoleh imbal hasil. Hal ini menjadi menarik bagi para investor.

Anomali *Value premium* merupakan sebuah anomali pasar keuangan yang memungkinkan investor atau manajer portofolio mendapatkan imbal hasil yang baik namun tidak dapat diprediksi oleh nilai keseimbangan aset *pricing* yang berlaku atau model *capital asset pricing model* (CAPM) (Mogapi, 2018). Menurut Pratika (2022), anomali *value premium* menunjukkan bahwa kinerja saham *value* lebih baik daripada kinerja saham *growth*. Mogapi (2018) menerangkan bahwa *value premium* terjadi karena kinerja saham *value* lebih baik daripada saham *growth*. Hasil penelitian Fama dan French (1992) menunjukkan bahwa rasio *book to market* berpengaruh positif terhadap imbal hasil. Artinya saham dengan rasio *book to market* tinggi (*high book-to-market*) atau saham *value* lebih baik daripada saham *growth* (*Low book-to-market*). Dengan demikian, hal yang menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi pada saham adalah berinvestasi pada saham *value* atau saham *growth*.

Menurut Gagliolo dan Cardullo (2020), saham *value* adalah saham yang diperdagangkan di pasar dengan harga lebih rendah dibandingkan dengan nilai intrinsik perusahaannya. Saham *growth* adalah saham perusahaan yang biasanya aktif di sektor yang inovatif sehingga dinilai positif oleh pasar dengan nilai atau harga yang relatif tinggi. Klasifikasi ini pertama kali di perkenalkan oleh Dodd dan Graham pada 1934.

Gagliolo dan Cardullo (2020) mengacu pada Dodd dan Graham (1934) menjelaskan bahwa ada beberapa indikator akuntansi yang biasa digunakan untuk mengidentifikasi saham *value* dan *growth*. Indikator tersebut yaitu rasio *Price/Earnings* (P/E), rasio *Price-to-Book* (P/B) dan rasio *Price/Cash Flows* (P/CF). Berikut merupakan tabel rasio *Price-to-Book* (PBV) dari perusahaan *listing* LQ45 selama periode 2016-2020 sebagai indikator identifikasi saham *value* dan *growth*.

Tabel 1.3. Rasio *Price to Book Value* LQ45 Periode 2016-2020

No	Kode Emiten	PBV Tahun				
		2016	2017	2018	2019	2020
1	ADRO	1,09	0,60	0,77	0,79	1,16
2	AKRA	2,94	1,80	1,61	1,24	1,50
3	ANTM	0,83	0,96	1,01	2,46	2,66
4	ASII	2,26	1,98	1,55	1,25	1,10

No	Kode Emiten	PBV Tahun				
		2016	2017	2018	2019	2020
5	BBCA	4,23	4,46	4,91	4,66	4,55
6	BBNI	1,90	1,58	1,21	1,02	1,03
7	BBRI	2,83	2,57	2,72	2,64	2,22
8	BBTN	1,84	1,16	0,93	1,04	0,89
9	BMRI	2,28	1,95	1,78	1,56	1,54
10	BSDE	1,23	0,81	0,73	0,76	0,61
11	GGRM	4,04	3,75	2,15	1,39	1,02
12	HMSP	17,78	13,74	7,65	6,11	4,00
13	ICBP	5,20	5,56	5,15	2,34	1,92
14	INCO	1,17	1,16	1,35	1,68	1,54
15	INDF	1,46	1,35	1,34	0,80	0,67
16	INTP	3,35	3,01	3,13	2,38	2,07
17	JSMR	2,61	1,65	1,69	1,39	1,12
18	KLBF	5,97	4,89	4,71	3,88	3,79
19	MNCN	1,90	0,94	1,95	1,23	0,81
20	PGAS	1,00	1,04	1,13	0,83	0,71
21	PTBA	2,20	3,32	1,77	1,95	1,49
22	PTPP	1,31	0,73	0,59	0,81	0,43
23	SMGR	1,95	2,15	2,16	2,09	1,10
24	TLKM	4,05	3,50	3,38	2,78	3,37
25	UNTR	2,86	1,87	1,36	1,55	1,19
26	UNVR	66,4	38,62	46,5	43,2	29,4
27	WIKA	1,06	0,96	0,97	1,10	0,55

Sumber: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (Data diolah penulis. 2022)

Data pada tabel 1.3 merupakan nilai rasio *price to book* (PBV) perusahaan yang selalu *listing* di LQ45 selama periode 2016-2020. Saham dengan nilai PBV yang rendah pada rasio tersebut dapat diartikan sebagai saham *value*. Saham *growth* ditunjukkan dengan nilai PBV yang tinggi. Perhitungan *value premium* dapat dilakukan dengan cara mengelompokkan saham berdasarkan *Price Book to Value* (PBV). *High book-to-market* dikelompokkan berdasarkan saham dengan nilai PBV yang rendah (saham *value*). *Low book-to-market* dikelompokkan berdasarkan saham *growth* atau saham dengan nilai PBV tinggi (Kuntarto, 2009).

Data pada tabel 1.3 dijadikan sebagai dasar pembentukan portofolio perusahaan yang selalu *listing* di LQ45 selama periode 2017-2021. Penelitian Fama dan French (1992) menjelaskan bahwa pembentukan portofolio dengan rasio *book to market* dikelompokkan berdasarkan rasio BM tahun sebelumnya (t-1) dan membagi menjadi 3 bagian yaitu *high book-to-market*, *medium book-to-market* dan *low book-to-market*.

Berdasarkan data pada tabel 1.3, saham ADRO selalu tergolong *high book-to-market* selama periode penelitian. Hal tersebut dikarenakan ADRO selalu memiliki

nilai PBV rendah dari tahun ke tahun. Adapun saham yang terkadang masuk portofolio *high book-to-market* lalu pada tahun selanjutnya tergolong portofolio *low book-to-market*. Saham tersebut yaitu saham ANTM. Saham ANTM tergolong saham *high book-to-market* dari tahun 2016 hingga tahun 2020. Pada akhir tahun penelitian, nilai PBV ANTM meningkat sehingga ANTM tergolong saham *low book-to-market*. Adapun saham yang selalu tergolong kelompok *low book-to-market* yaitu saham UNVR. Saham tersebut selalu memiliki nilai PBV yang paling tinggi setiap tahun penelitian. Hal ini menyebabkan UNVR menjadi saham *low book-to-market* selama periode penelitian.

*Value premium* disebut juga *book to market effect*. *Value premium* dapat diprosikan dengan konsep *High Minus Low* (HML). Konsep ini menghitung selisih rata-rata *return* setiap bulan dan *holding* selama 6 bulan dari portofolio yang memiliki rasio *book to market* tinggi (*high book-to-market*) dengan portofolio yang memiliki rasio *book to market* rendah (*low book-to-market*) (Fama dan French, 1992). Perhitungan *high minus low* dapat menerangkan tingkat *value premium* dari sebuah portofolio berdasarkan *price book to value* (PBV). Berikut tabel *return* berdasarkan kategori rasio *book to market* pada perusahaan LQ45 periode 2017-2021 berdasarkan klasifikasinya.

Tabel 1.4. Portofolio dan *Return* berdasarkan Kategori Rasio *Book to Market* LQ45 Periode 2017-2021

Kategori	<i>Return</i> Portofolio Tahun Ke-				
	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)	2020 (%)	2021 (%)
<i>High Book-to-Market</i>	1,06	0,53	-3,14	2,68	2,29
<i>Medium Book-to-Market</i>	1,00	1,05	-2,65	0,82	1,59
<i>Low Book-to-Market</i>	-1,45	-0,09	-2,16	-0,79	3,61
<i>High Minus Low</i>	2,51	0,62	-0,98	3,47	-1,31

Sumber: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (Data diolah penulis. 2022)

Sebagai acuan dalam penelitian ini, teori Fama dan French (1992) menjelaskan bahwa semakin besar rasio *book to market* maka semakin besar pula imbal hasil yang didapatkan. Berdasarkan data di atas, 3 dari 5 tahun periode yang diteliti yaitu tahun 2017, 2018 dan 2020 menunjukkan bahwa *return* portofolio *high book-to-market* (saham *value*) lebih tinggi dari pada portofolio *low book-to-market* (saham *growth*). Rasio *book to market* memiliki hubungan positif dengan *return* portofolio. Hal ini disebut *value premium anomaly*. Namun pada portofolio tahun 2019 dan 2021 tidak terjadi anomali *value premium*. Fama dan French (2020) memaparkan bahwa *value premium* dapat menurun bahkan hilang. Hal tersebut terjadi jika investor tidak menyimpulkan bahwa saham *value* pada beberapa dimensi multifaktor lebih berisiko daripada saham *growth*.

Pada tabel 1.4, *high book-to-market* dan *low book-to-market* memiliki pola *return* yang berbeda. Selama 4 dari 5 tahun pengamatan yaitu pada tahun 2017, 2018, 2020,

dan 2021, *high book-to-market* menghasilkan *return* yang positif. Selama 4 dari 5 tahun pengamatan yaitu pada tahun 2017, 2018, 2019, dan 2020, *low book-to-market* menghasilkan *return* yang negatif. Portofolio *high book-to-market* menghasilkan *return* positif lebih banyak daripada *low book-to-market*. Portofolio *low book-to-market* menghasilkan *return* negatif lebih banyak daripada *high book-to-market*. Menurut Mogapi (2018) kinerja saham *value* (*high book-to-market*) lebih baik daripada saham *growth* (*low book-to-market*) menyebabkan *value premium*.

Berdasarkan data pada tabel 1.4, *return high minus low* atau *value premium* bergerak fluktuatif. *High minus low* menghasilkan *return* positif pada 3 dari 5 tahun pengamatan yaitu tahun 2017, 2018 dan 2020. Pada tahun 2017, *return high minus low* sebesar 2.51% . Kondisi pasar yang diproksikan oleh IHSG pada tahun tersebut juga memiliki *return* positif sebesar 1,55%. Pada tahun 2018 *high minus low* mengalami penurunan dari tahun sebelumnya. *High minus low* masih menghasilkan *return* yang positif pada tahun tersebut sebesar 0,62%. Hal ini searah dengan kondisi pasar (IHSG) yang menurun. Namun *return* pasar (IHSG) pada tahun tersebut menurun bahkan menghasilkan *return* negatif (-0,17%). Pada tahun 2020, *high minus low* menghasilkan *return* positif tertinggi selama periode pengamatan sebesar 3,47%. Pada tahun tersebut *return high minus low* mengalami peningkatan sebesar 4,45% dari tahun sebelumnya. Searah dengan peningkatan *return* IHSG sebesar 1,11%. Kondisi pasar IHSG pada tahun 2020 pun menghasilkan *return* positif sebesar 1,29%. Maka hal ini menunjukkan bahwa *value premium* tahun 2017, 2018 dan 2020 terjadi searah dengan kondisi pasar IHSG. Artinya, *value premium* terjadi saat kondisi pasar *bearish* ataupun *bullish*.

Data pada tabel 1.4 menunjukkan *high minus low* menghasilkan *return* negatif pada tahun 2019, dan 2021. Pada tahun 2019, *high minus low* menghasilkan *return* negatif sebesar -0,98%. *Return* tersebut mengalami penurunan sebesar 1,6% dari tahun sebelumnya. Penurunan *return high minus low* justru berlawanan dengan kondisi pasar. IHSG pada tahun 2019 menghasilkan *return* positif sebesar 0,18%. *Return* IHSG mengalami kenaikan sebesar 0,35% dari tahun sebelumnya. Pada tahun 2021, *high minus low* menghasilkan *return* negatif tertinggi selama periode pengamatan sebesar -1,31%. Pada tahun tersebut *return high minus low* mengalami penurunan sebesar 4,78% dari tahun sebelumnya. Penurunan *return high minus low* tahun 2021 kembali berlawanan dengan kondisi pasar. IHSG pada tahun 2021 menghasilkan *return* positif sebesar 1,34%. *Return* IHSG tahun 2021 meningkat 0,05% dari tahun sebelumnya. *Value premium* tahun 2019 dan 2021 tidak terjadi pada indeks LQ45 walaupun kondisi pasar IHSG mengalami peningkatan. Hal ini menunjukkan bahwa *value premium* tidak searah dengan kondisi pasar IHSG.

Kesimpulan Athnassakos (2009), dan Rabbani (2016) sesuai dengan keterkaitan *value premium* dan kondisi pasar pada penelitian ini. Athanassakos (2009) menyimpulkan bahwa *value premium* secara kuat dan konsisten terjadi pada saat kondisi pasar *bullish* ataupun *bearish*, begitupun saat ekspansi dan resesi. Rabbani (2016) menjelaskan bahwa *value premium* tidak bergantung pada beberapa *outlier*.

*Value premium* dipengaruhi oleh *return* positif dari saham *value* yang membentuk portofolio *value* dan *value premium* tidak dipengaruhi oleh industri tertentu.

Penelitian mengenai anomali *value premium* sudah banyak dilakukan di dalam negeri seperti Pratika (2022), Rabbani (2016), dan Pahlevi (2015). Adapun penelitian anomali *value premium* yang dilakukan di luar negeri yaitu Fama dan French (1993), Maio (2021), dan Mogapi (2018). Penelitian yang dilakukan oleh Pratika (2022) pada objek penelitian saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan likuiditas tinggi, memaparkan bahwa terjadi anomali *value premium* dan investor akan mendapatkan keuntungan lebih jika berinvestasi pada saham *value* atau portofolio *High book-to-market*.

Maio (2021) menyimpulkan bahwa banyak bukti yang menunjukkan bahwa CAPM tidak bisa menjelaskan *return* saham pada periode pasca perang. Kinerja *return* saham *value* dianggap mengalahkan atau lebih baik daripada *return* saham *growth*. Hal tersebut dinamakan anomali *value premium*. Kemudian penelitian Fama dan French (1993) menunjukkan bahwa rasio *book-to-market* memiliki pengaruh positif terhadap imbal hasil yang didapatkan. Mereka menyimpulkan *return* saham *value* (*high book-to-market*) lebih baik daripada saham *growth* (*low book-to-market*). Namun penelitian Pahlevi (2015) dengan objek penelitian perusahaan LQ45 selama periode 2009-2013, menyimpulkan bahwa tidak ada perbedaan *return* yang signifikan antara portofolio saham *value* dan *glamour*. Kemudian penelitian Rabbani (2016) dengan objek penelitian yaitu perusahaan yang listing di BEI periode 2002-2015 menyimpulkan bahwa tidak terjadi *value premium* atau tidak terdapat perbedaan *return* antara saham *value* dan saham *growth*.

Mogapi (2018) menyatakan bahwa anomali *value premium* menjadi hal yang menarik bagi para investor. Hal tersebut menjadi pendorong untuk dilakukannya penelitian ini. Anomali *value premium* dapat dimanfaatkan untuk memperoleh imbal hasil, sehingga penting dilakukan penelitian mengenai anomali *value premium*. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adakah anomali *value premium* pada perusahaan LQ45 yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 2017-2021 dengan cara menguji beda antara *return* saham *value* (*high book-to-market*) dengan *return* saham *growth* (*low book-to-market*).

## **1.2 Identifikasi dan Perumusan Masalah**

### **1.2.1 Identifikasi Masalah**

Berdasarkan pemaparan latar belakang, dapat diidentifikasi permasalahan pada penelitian ini sebagai berikut :

1. Kegiatan investasi di Indonesia semakin meningkat dari tahun ke tahun. Keputusan investor sangat bergantung pada perilakunya, namun pada umumnya investor menginginkan imbal hasil yang maksimal.
2. Anomali *value premium* dapat dimanfaatkan untuk memperoleh imbal hasil yang baik. Namun tidak dapat diprediksi oleh nilai keseimbangan aset *pricing* yang

berlaku atau model *capital asset pricing model* (CAPM). Hal ini menjadi menarik bagi investor dalam pertimbangan investasi.

3. Terdapat anomali *value premium* pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di BEI periode 2017,2018 dan 2020. Hal ini ditunjukkan dengan nilai *return* portofolio *high book-to-market* yang lebih besar dibandingkan nilai *return* portofolio *low book-to-market* pada ketiga tahun tersebut.
4. Pergerakan *return high minus low* (HML) searah dengan *return* pasar IHSG. Namun pada tahun 2019 dan 2021, *return high minus low* (HML) berlawanan dengan *return* pasar IHSG.

### **1.2.2 Perumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang dan identifikasi masalah, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah terdapat perbedaan *return* pada portofolio *high book-to-market* (saham *value*) dengan portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021 ?

## **1.3 Maksud dan Tujuan Penelitian**

### **1.3.1 Maksud Penelitian**

Maksud dilakukan penelitian ini yaitu untuk memperoleh data yang relevan dan akurat sebagai sumber penelitian. Lalu dilakukan pengolahan data agar menghasilkan informasi yang akurat. Informasi tersebut dapat digunakan untuk mengaplikasikan teori dengan praktik dalam memanfaatkan anomali pasar pada kegiatan investasi dan membentuk portofolio optimal dengan pendekatan *return* portofolio berdasarkan rasio *book to market*.

### **1.3.2 Tujuan Penelitian**

Berdasarkan perumusan masalah, maka tujuan penelitian sebagai berikut :

1. Menganalisa perbedaan *return* pada portofolio *high book-to-market* (saham *value*) dengan portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021.

## **1.4 Kegunaan Penelitian**

Berdasarkan hasil dari penelitian, diharapkan penelitian ini dapat memenuhi kegunaannya sebagai berikut :

### **1.4.1 Kegunaan Teoritis**

Adapun kegunaan teoritis yang diharapkan pada penelitian ini diharapkan dapat menjadi informasi dan referensi bagi peneliti di masa yang akan datang.

### **1.4.2 Kegunaan Praktis**

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan mengenai pengambilan keputusan untuk membentuk portofolio di pasar modal sehingga investor dapat memperoleh imbal hasil yang terbaik dan melakukan investasi dengan tepat.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Manajemen Keuangan

##### 2.1.1 Pengertian Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan merupakan kegiatan perencanaan, penganggaran, pengecekan, pengelolaan, *controlling*, pencarian dan penyimpanan dana organisasi atau perusahaan. Manajemen keuangan menjadi bagian dari ilmu manajemen pada kegiatan atau keputusan mengenai keuangan. Hal tersebut bertujuan untuk meningkatkan *value* perusahaan agar mensejahterakan para *stakeholder*.

Menurut Anwar (2019), manajemen keuangan merupakan ilmu tentang pengelolaan keuangan perusahaan. Mengelola keuangan dari sisi pencarian sumber dana dan pembagian keuntungan perusahaan. Menurut Hanafi (2018), manajemen keuangan dapat didefinisikan sebagai manajemen fungsi-fungsi keuangan perusahaan.

Pendapat lain mengenai manajemen keuangan dikemukakan oleh Sulindawati, Yuniarta dan Purnamawati (2020), dimana manajemen keuangan berkembang mulai dari pengertian manajemen yang hanya mengutamakan aktivitas perolehan dana saja hingga mengutamakan perolehan dan menggunakan dana serta pengelolaan terhadap aktiva.

Musthafa (2017) berpendapat bahwa manajemen keuangan menjelaskan mengenai keputusan yang harus dilakukan. Keputusan tersebut adalah keputusan investasi (*investment decisions*) keputusan (*financing decisions*) dan keputusan kebijakan dividen (*dividend policy*). Menurut Titman, Keown, dan Martin (2021) *Finance is the study of how people and businesses evaluate investments and raise capital to fund them*. Adapun pengertian manajemen keuangan menurut Van Horne dan Wachowicz (2008), *Financial management is concerned with the acquisition, financing, and management of assets with some overall goal in mind*.

Kesimpulan berdasarkan para ahli di atas, manajemen keuangan adalah aktivitas perusahaan mengenai cara memperoleh dana, menggunakan dana secara efektif, mengelola sesuai tujuan perusahaan secara menyeluruh dan mendorong pengambilan keputusan yang baik.

##### 2.1.2 Tujuan Manajemen Keuangan

Menurut Hartono, (2019) Manajemen keuangan yang efisien memenuhi adanya tujuan yang digunakan sebagai standar dalam memberi penilaian keefisienan. Adapun tujuan manajemen keuangan yaitu :

1. Tujuan normatif manajemen keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini dilakukan dengan memaksimalkan nilai perusahaan.
2. Memaksimalkan nilai sekarang perusahaan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.



3. Pedoman dalam pengambilan keputusan yang mempertimbangkan risiko.

Musthafa (2017) memaparkan tujuan manajemen keuangan diantaranya :

1. Pendekatan Keuntungan dan Risiko

Manajemen keuangan harus memaksimalkan keuntungan dengan tingkat risiko yang paling rendah. Hal tersebut bertujuan untuk meningkatkan *value* perusahaan dan mensejahterakan pemegang saham.

- a) Keuntungan maksimum bertujuan agar perusahaan mencapai tujuan perusahaan yaitu mendapatkan keuntungan sebesar mungkin.
- b) Risiko minimum menyebabkan biaya operasional yang dikeluarkan bisa sekecil mungkin namun tetap efisien.
- c) Pengawasan aliran dana sangat krusial dan perlu dilakukan. Hal ini bertujuan agar tercapainya keuntungan yang maksimum dengan risiko minimum.

2. Pendekatan Likuiditas dan Profitabilitas

- a) Manajemen keuangan perlu menjaga ketersediaan uang kas untuk memenuhi kewajiban likuiditas.
- b) Manajemen keuangan perlu mendapatkan laba terutama laba jangka panjang.
- c) Menjaga likuiditas dan profitabilitas

Berdasarkan pemaparan di atas, dapat disimpulkan bahwa manajemen keuangan memiliki tujuan untuk mengelola aspek keuangan, melakukan pemilihan keputusan dengan benar agar memperoleh tujuan yang diharapkan secara maksimal, salah satunya keuntungan.

### **2.1.3 Fungsi Manajemen Keuangan**

Adapun beberapa fungsi manajemen keuangan menurut Van Horne dan Wachowicz (2008), mereka menyimpulkan bahwa ada tiga fungsi utama dalam manajemen keuangan. Fungsi utama manajemen keuangan adalah investasi, pendanaan dan keputusan manajemen asset.

Pendapat lain mengenai fungsi manajemen keuangan menurut Ekananda (2019), yaitu:

1. Perencanaan Keuangan
2. Penganggaran Keuangan
3. Pengelolaan Keuangan
4. Pencarian Keuangan
5. Penyimpanan Keuangan
6. Pengendalian Keuangan
7. Pemeriksaan Keuangan

Adapun fungsi manajemen keuangan menurut Handini (2020) adalah :

1. *Planning* dan *forecasting*
2. Keputusan dalam investasi dan pembiayaan
3. Pengkoordinasian dan pengendalian
4. Interaksi dengan pasar uang

Harjito dan Martono (2018), dan Sutrisno (2018) memiliki penjelasan yang sama mengenai fungsi manajemen. Mereka berpendapat untuk mencapai tujuan sebuah perusahaan, manajemen keuangan perlu menerapkan fungsinya dengan baik. Terdapat tiga fungsi utama manajemen keuangan yaitu :

1. Keputusan investasi
2. Keputusan pendanaan
3. Keputusan manajemen aset dan dividen

Berdasarkan pemaparan di atas, disimpulkan bahwa fungsi manajemen keuangan terbagi menjadi tiga fungsi utama. Fungsi tersebut adalah mengenai investasi, pendanaan, dan keputusan dalam manajemen aset dan kebijakan dividen.

## **2.2 Pasar Modal**

Pasar modal merupakan salah satu jenis pasar keuangan. Investor menjalin kerja sama dengan pihak yang membutuhkan modal. Pasar keuangan memiliki fungsi utama dalam sistem keuangan. Pasar keuangan menyalurkan dana dari *lender-borrower* (individu, perusahaan, pemerintah) yang memiliki kelebihan dana kepada *borrower-spender* (rumah tangga, perusahaan, pemerintah). Hal tersebut bertujuan untuk membiayai aktivitas produktif yang jumlahnya melebihi pendapatan mereka saat ini (Ekananda, 2019).

Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek (UU No. 8 Tahun 1995, Bab 1 Pasal 1). Pasar modal tidak terbatas pada tempat atau lokasi tertentu dalam melakukan operasinya. Pasar modal menjadi pasar yang terorganisir dengan baik dan lengkap yang menyediakan berbagai instrumen pembiayaan jangka panjang (dalam bentuk utang atau penyertaan). Instrumen tersebut diperdagangkan secara terbuka kepada peserta pasar dan masyarakat. Instrumen diterbitkan oleh perusahaan milik pemerintah dan swasta yang terdaftar. Proses transaksi tersebut berlangsung pada pasar saham atau bursa efek, seperti Bursa Efek Indonesia (BEI).

Berdasarkan pendapat ahli di atas, maka pasar modal disimpulkan sebagai wadah yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek yang dapat diakses secara terbuka dan tidak terbatas oleh tempat atau lokasi tertentu.

### **2.2.1 Peran Pasar Modal**

Adapun peran pasar modal menurut Ekananda (2019) adalah sebagai berikut :

1. Memberi peluang pada investor untuk menjual kembali sekuritas yang dimiliki dan atau segera mengganti dengan sekuritas yang dapat memberikan keuntungan lebih baik.
2. Memberi peluang pada masyarakat untuk terlibat dalam perekonomian dan peningkatan kesejahteraan masyarakat.
3. Memfasilitasi interaksi antara peserta pasar tanpa harus bertatap muka secara langsung.
4. Menyediakan informasi untuk menentukan tingkat imbal hasil yang diharapkan investor.
5. Mengurangi biaya informasi dan transaksi bagi investor.

### **2.2.2 Fungsi Pasar Modal**

Adapun fungsi pasar modal menurut Azis, Mintarti dan Nadir (2015) adalah menciptakan pasar secara terus menerus bagi efek yang telah ditawarkan kepada masyarakat, menciptakan harga yang wajar bagi efek yang bersangkutan melalui mekanisme penawaran dan permintaan.

Pendapat lain mengenai fungsipasar modal menurut Ekananda (2019) yang mengaitkan fungsi pasar modal di setiap negara, yaitu sebagai berikut:

#### **1. Fungsi Likuiditas**

Pasar modal menyediakan cara untuk mengkonversi instrumen pasar modal seperti saham dan obligasi menjadi uang tunai. Lembaga keuangan depository menyediakan berbagai alternatif instrumen simpanan yang memiliki likuiditas yang tinggi.

#### **2. Fungsi Pinjaman**

Pasar modal menyediakan kredit untuk membiayai kebutuhan konsumsi dan investasi dalam ekonomi. Kredit merupakan pinjaman yang disertai dengan janji untuk membayar kembali di masa yang akan datang.

#### **3. Fungsi Tabungan**

Obligasi, saham dan instrumen lain diperjualbelikan di pasar uang dan pasar modal. Pasar tersebut menjanjikan suatu pendapatan dengan risiko rendah bagi masyarakat penabung yang mengalir melalui pasar keuangan. Aliran dana tersebut kemudian digunakan untuk investasi sehingga barang dan jasa dapat diproduksi.

#### **4. Fungsi Penyimpanan Kekayaan**

Instrumen pasar modal menyediakan cara terbaik untuk menyimpan kekayaan. Cara tersebut adalah menahan nilai aset yang dimiliki sampai dana tersebut dibutuhkan untuk dibelanjakan.

### **2.2.3 Instrumen Pasar Modal**

Menurut Ekananda (2019), instrumen pasar modal dapat dikategorikan sebagai berikut :

### 1. Utang/Obligasi

Obligasi menyatakan suatu pihak memiliki utang pada pihak lain. Instrumen ini biasanya memiliki tingkat risiko yang rendah.

### 2. Derivatif

Derivatif berisi perjanjian antara penjual dengan pembeli yang sepakat melaksanakan kewajiban dan tanggung jawab masing-masing pada periode yang disepakati.

### 3. Penyertaan (Saham)

Saham menyatakan kepemilikan seseorang atas suatu perusahaan. Instrumen ini memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi daripada obligasi.

## 2.3 Teori Portofolio

Imbal hasil dari suatu sekuritas tidak dapat dipastikan perolehannya. Besaran risiko akan semakin besar jika dana yang dimiliki investor ditempatkan pada satu sekuritas saja (Ekananda, 2019). Markowitz (1952) menjelaskan bahwa investor harus melakukan upaya diversifikasi. Membentuk portofolio menjadi salah satu upaya diversifikasi. Portofolio diartikan sebagai kumpulan aset yang diinvestasikan sebagai satu kesatuan investasi yang menyeluruh (Ekananda, 2019). Portofolio merupakan kumpulan dari beberapa sekuritas. Selain menyebarkan risiko, tingkat imbal hasil portofolio yang diperoleh pun akan semakin baik.

Mengestimasi *return* dan risiko portofolio berarti menghitung *return* harapan dan risiko dari kumpulan aset individual yang dikombinasikan dalam portofolio. Aset dapat mengalami perubahan secara bersamaan. Hal tersebut menjadi dasar bahwa perhitungan risiko suatu portofolio tidak hanya dengan menjumlahkan seluruh aset risiko individual. Risiko yang muncul akibat keterkaitan antar aset pun perlu diperhitungkan (Tandelilin, 2017).

Imbal hasil harapan dari suatu portofolio bisa dihitung dengan rata-rata tertimbang *return* harapan dari masing-masing aset individual yang ada dalam portofolio. Persentase nilai portofolio dari aset yang diinvestasikan disebut sebagai bobot portofolio. Jika seluruh bobot dijumlahkan maka akan berjumlah 100%. Artinya, seluruh dana telah diinvestasikan dalam portofolio (Tandelilin, 2017).

Berdasarkan pemaparan di atas, disimpulkan bahwa portofolio merupakan gabungan dari beberapa aset keuangan. Portofolio menjadi upaya untuk mendapatkan imbal hasil yang lebih baik dan diversifikasi.

## 2.4 Teori Return

*Return* atau imbal hasil adalah ukuran hasil yang diperoleh dari aktivitas investasi. Investor akan berusaha memaksimalkan return dari setiap tindakan atau keputusan yang diambil (Ekananda, 2019). Imbal hasil bersumber dari dua komponen. Komponen tersebut adalah *yield* dan *capital gain*. *Yield* mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi (dividen atau kupon). *Capital gain* merupakan perubahan harga dari surat berharga yang memberikan keuntungan bagi investor (Tandelilin, 2017).

Return total dapat dihitung dengan menjumlahkan *yield* dan *capital gain* yang diperoleh dari suatu investasi. Ekananda (2019) dan Tandelilin (2017) menerangkan bahwa persamaan return total suatu investasi adalah :

$$\text{Total return} = \text{Yield} + \text{Capital gain}$$

*Yield* hanya akan berupa angka nol atau positif. Hal ini dikarenakan tidak adanya kewajiban perusahaan untuk selalu membayarkan dividen kepada pemegang saham. *Capital gain* dapat berupa angka minus, nol, atau positif (Ekananda, 2019) (Tandelilin, 2017). Hal tersebut tergantung pada perubahan harga sekuritas. Jika perubahan harga lebih kecil dari harga sebelumnya, maka nilai *capital gain* akan minus (*capital loss*). Jika tidak terjadi perubahan harga dari harga sebelumnya, maka nilai *capital gain* 0. Jika perubahan harga lebih besar dari harga sebelumnya, maka nilai *capital gain* positif.

*Return* saham adalah pendapatan yang dinyatakan dalam persentase dari modal awal investasi. Pendapatan investasi dalam saham ini meliputi keuntungan jual beli saham. Dimana jika untung disebut *capital gain* dan jika rugi disebut *capital loss* (Samsul, 2017). Selain itu, *return* saham merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya (Musthafa, 2017).

Mulya, Zaini dan Ramdani (2019) mengatakan bahwa semakin besar *return* suatu sekuritas maka semakin besar pula risiko suatu sekuritas. *Return* dan risiko merupakan dua hal yang tidak terpisahkan, karena pertimbangan suatu investasi merupakan *trade-off* dari kedua faktor tersebut. *Return* suatu saham dapat dihitung sebagai berikut :

$$\text{Return Saham} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

$P_t$  = *Closing price* pada bulan t

$P_{t-1}$  = *Closing price* pada bulan t-1

#### 2.4.1 Excess Return

Berbeda dengan *return* saham, *Excess return* merupakan kelebihan *return* yang sesungguhnya terhadap *return* normal (Hartono, 2019). Wiley (2018) menjelaskan bahwa *excess return* merupakan selisih pengembalian dari suatu ikatan (saham/obligasi/dsb) dengan risiko tingkat bunga. Menurut Berk dan DeMarzo (2014), *excess return* merupakan selisih antara rata-rata *return* dari investasi dengan rata-rata *return* dari investasi *risk-free*.

*Excess return* saham yang digunakan pada penelitian merupakan selisih *return* portofolio terhadap tingkat bunga bebas risiko. Tingkat bunga bebas risiko diperoleh dari rata-rata repo rate (Mulya, Zaini, dan Ramdani, 2019). Perhitungan *excess return* portofolio saham sebagai berikut:

$$\text{Excess Return Portofolio Saham} = \text{Excess Return Portofolio Saham} = R_{pt} - RFR_t$$

Keterangan:

$R_{pt}$  = Return Portofolio Bulanan  
 $RFR_t$  = Rata-rata tingkat bunga bebas risiko

Berdasarkan pemaparan para ahli di atas, dapat disimpulkan bahwa *return* saham merupakan pengembalian yang diperoleh berupa *dividend* atau *capital gain*. Namun *excess return* merupakan pengembalian yang akan diperoleh pemegang saham, atas kepemilikan suatu aset setelah dikurangi risiko tingkat bunga.

### 2.5 Fama-French Three Factor Model

Teori Fama dan French menjadi acuan dalam penelitian ini. Model ini menjadi alternatif pendekatan dalam menentukan faktor makroekonomi yang relevan sebagai sumber risiko sistematis. Pada model ini, faktor yang dianggap relevan yaitu karakteristik perusahaan. Dimana faktor tersebut memiliki latar belakang pengujian empiris sebagai proksi terhadap risiko sistematis (Bodie, Kane dan Marcus, 2019).

Menurut Fama dan French (1986), penambahan indeks pasar dengan ukuran perusahaan dan rasio *book to market* dapat menjelaskan imbal hasil rata-rata. Dua variabel karakteristik tersebut dipilih berdasarkan hasil observasi dalam jangka waktu yang lama. Variabel tersebut merupakan proksi dari variabel fundamental lain yang belum diketahui. Pada tahun 1992, Fama dan French melakukan penelitian *return* saham di AS pada periode 1962-1990. Kesimpulan yang dihasilkan adalah beta CAPM sebagai pengukur dari risiko pasar perusahaan tidak memiliki kekuatan penjelas yang signifikan. Ukuran perusahaan dan ratio *book to market* baik secara individu maupun bersamaan secara signifikan berpengaruh terhadap return saham.

Persamaan model penetapan harga aset tiga faktor Fama dan French (1992) adalah sebagai berikut:

$$(R_{pt} - RFR_t) = a_i + b_{i1}(R_{Mt} - RFR_t) + b_{i2}SMB_t + b_{i3}HML_t + e_{it}$$

Keterangan:

$R_{pt}$  = Return portofolio

$RFR_t$  = Tingkat bunga bebas resiko

$R_{Mt}$  = Return Pasar

$SMB_t$  = Return portofolio saham kapitalisasi pasar rendah dikurangi dengan return portofolio saham kapitalisasi pasar besar

$HML_t$  = Return portofolio saham dengan rasio *book-to-market* tinggi dikurangi dengan return portofolio saham dengan rasio *book-to-market* rendah

$e_{it}$  = Error term

### 2.5.1 Rasio *Book-to-Market*

Pontif dan Schall (1998) mengatakan bahwa penggunaan rasio *book to market* dimotivasi oleh hasil observasi Fama dan French (1992). Dimana hasil observasi tersebut menunjukkan rasio *book to market* individual saham memiliki kemampuan untuk menjelaskan return saham. Teori Fama dan French (1992) menjelaskan bahwa semakin besar rasio *book to market* maka semakin besar pula imbal hasil yang didapatkan. Rasio *book to market* memiliki hubungan yang positif dengan return. Rasio *book to market* menjadi indikator utama dalam penelitian ini. Rasio *book to market* merupakan faktor ketiga dalam model Fama dan French.

Donnelly (2019) mengatakan bahwa banyak literatur yang mengindikasikan *book to market ratio* dapat memprediksikan kemampuan *return* saham seperti Fama dan French (1992), Rosenberg et al (1985), Strong dan Xu (1997). Menurut Darusman (2019), rasio *book to market* adalah cerminan pasar menghargai suatu saham. Secara sederhana rasio ini dapat menjelaskan apakah perusahaan *undervalue* atau *overvalue*.

Fama dan French menunjukkan bahwa perusahaan dengan rasio *book to market* yang tinggi kemungkinan besar akan berada dalam kondisi keuangan yang sulit. Kemudian kelompok perusahaan tersebut akan menekan nilai pasar relatif terhadap nilai buku. Sebagian besar kelompok perusahaan dengan rasio *book to market* yang tinggi merupakan perusahaan yang sudah lama berdiri. Selain itu, perolehan nilai pasarnya dari aset yang telah dimiliki bukan pada peluang pertumbuhan. Kelompok ini disebut dengan saham *value*. Perusahaan dengan rasio *book to market* rendah dipandang sebagai perusahaan yang mengalami pertumbuhan nilai pasarnya diperoleh dari arus kas masa depan yang diperkirakan, bukan pada aset yang telah dimiliki (Bodie, Kane dan Marcus, 2019).

*Book to market ratio* merupakan hasil bagi dari antara nilai buku atau *book value* dengan nilai pasar atau *market value* (Justina 2017). Sedangkan nilai buku adalah perbandingan antara nilai ekuitas dengan jumlah saham beredar. Nilai buku per lembar saham sangat mencerminkan nilai perusahaan (Putri, 2017). Adapun rumus *book to market ratio* menurut Tandelilin (2017) adalah sebagai berikut :

$$\text{Book-to-market ratio} = \frac{\text{Book Value}}{\text{Market Value}}$$

Gagliolo dan Cardullo (2020) mengacu pada Dodd dan Graham (1934) menjelaskan bahwa ada beberapa indikator rasio *book to market* yang biasa digunakan untuk mengidentifikasi saham *value* dan *growth*. Indikator tersebut yaitu rasio *Price/Earnings* (P/E), rasio *Price-to-Book* (P/B) dan rasio *Price/Cash Flows* (P/CF).

Berdasarkan pendapat para ahli di atas, dapat disimpulkan bahwa rasio *book-to-market* merupakan hasil bagi antara nilai buku per lembar saham dengan nilai pasar saham per lembar saham. Rasio ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar perbandingan antara nilai buku dengan nilai harga pasar yang berlaku untuk perusahaan tersebut.

### 2.5.1.1 Price to Book Value

*Price to book value* merupakan salah satu indikator nilai saham untuk mengetahui nilai wajar saham. Rasio ini digunakan dalam menilai bagaimana pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Semakin tinggi PBV maka menjadi cerminan tingginya harga saham dibandingkan nilai bukunya (Dewanti dan Suaryana, 2018). Menurut Person dan Stalhberg (2017), PBV relatif stabil dibandingkan rasio-rasio lain. Sesuai dengan penelitian ini, rasio PBV digunakan untuk menghindari nilai negatif dan cenderung memiliki nilai yang positif.

*Price to book value* yang tinggi membuat pasar percaya atas prospek perusahaan di masa depan (Sambora, 2017). *Price to book value* bagi investor dapat dijadikan sebagai penentuan strategi investasi di pasar modal. Melalui *price to book value*, investor dapat mengestimasi saham yang *overvalued* atau *undervalued* (Putri, 2016). Rasio ini menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku perusahaan. Hal itu menyebabkan perubahan harga saham akan turut memengaruhi perubahan nilai *price to book value*.

Saham dengan nilai PBV yang rendah dapat diartikan sebagai saham *value*. Saham *growth* ditunjukkan dengan nilai PBV yang tinggi. *High book-to-market* dikelompokkan berdasarkan saham dengan nilai PBV yang rendah (saham *value*). *Low book-to-market* dikelompokkan berdasarkan saham *growth* atau saham dengan nilai PBV tinggi (Kuntarto, 2009).

Adapun rumus untuk menghitung nilai *Price to Book Value* adalah :

$$\text{Price to Book Value} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}$$

Dimana *market price per share* merupakan harga pasar saham atau nilai pasar sekuritas yang diperoleh investor ketika menjual atau membeli saham. Penentuan harga tersebut berdasarkan kepada harga penutupan atau *closing price* pada hari tersebut. *Book value per share* merupakan aktiva bersih atau sama dengan total ekuitas pemegang saham. Nilai buku per lembar saham merupakan total ekuitas dibagi dengan jumlah saham yang beredar.

Berdasarkan pendapat para ahli di atas, dapat disimpulkan bahwa *Price Book-to-Value* merupakan perbandingan antara harga per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Rasio ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar pasar menghargai perusahaan tersebut.

## 2.6 Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis* atau EMH)

Konsep pasar yang efisien lebih ditekankan pada aspek informasi. Artinya, pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperjual belikan mencerminkan semua informasi yang diserap. Informasi dalam hal ini adalah informasi masa lalu, saat ini, dan informasi yang bersifat opini rasional. Informasi masa lalu yaitu seperti laba tahun lalu. Kemudian informasi saat ini seperti rencana



kenaikan dividen tahun ini. Informasi yang bersifat opini dapat mempengaruhi perubahan harga. Contoh informasinya adalah investor atau tokoh yang memberikan opini bahwa harga saham X akan naik, maka informasi tersebut akan tercermin pada perubahan harga saham yang cenderung naik (Tandelilin, 2017). Menurut McLaney (2017), konteks kata “efisien” berarti seluruh informasi yang tersedia mengenai prospek sekuritas tertentu secara rasional direfleksikan oleh harga sekuritas tersebut. Pasar efisien adalah pasar tempat harga sekuritas sama dengan nilai investasi sepanjang waktu. Hal ini artinya pada pasar efisien setiap sekuritas dijual pada harga yang wajar setiap waktu (Suganda, 2018).

Bodie, Kane dan Marcus (2019) menerangkan bahwa harga saham seharusnya mengikuti *random walk*. Artinya, perubahan harga yang terjadi seharusnya secara acak dan tidak dapat diperkirakan. Harga saham berkembang secara acak merupakan akibat dari persaingan investor dalam menemukan informasi yang relevan. Perubahan harga secara acak dan tidak bisa diperkirakan merupakan hasil dari penyerapan informasi baru yang acak dan tidak bisa diprediksi. Kondisi harga saham yang mencerminkan seluruh informasi disebut hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis* atau EMH). Pada pasar efisien, harga sekuritas akan dengan cepat berubah sesuai dengan adanya informasi penting yang berkaitan dengan sekuritas tersebut. Sedangkan pada pasar yang kurang efisien, harga saham akan kurang mencerminkan informasi yang ada. Pada kondisi tersebut akan terdapat *lag* dalam menyesuaikan harga dengan informasi. Hal tersebut membuka celah investor dalam memperoleh keuntungan.

Fama (1970) telah mengklasifikasikan bentuk pasar efisien kedalam 3 EMH, sebagai berikut :

1. Efisien dalam bentuk lemah (*weak*)
2. Efisien dalam bentuk semi kuat (*semi strong*)
3. Efisien dalam bentuk kuat (*strong*)

Bentuk-bentuk ini dibedakan berdasarkan pengertian terkait istilah “ketersediaan seluruh informasi”.

### **2.6.1 Efisien Dalam Bentuk Semi Kuat**

Penelitian ini berfokus pada efisien pasar bentuk semi kuat. Pada bentuk ini, harga saham yang terbentuk telah mencerminkan informasi historis dan informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan seperti *earning*, dividen, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru, kesulitan yang dialami perusahaan, dan kejadian terpublikasi yang mempengaruhi aliran kas perusahaan di masa depan. Seluruh investor memiliki akses untuk informasi dari sumber yang tersedia dipublik. Hal tersebut membuat investor memperkirakan informasi sudah tercermin dalam harga saham (Tandelilin, 2017).

Menurut Bodie, Kane dan Marcus (2019), analisis fundamental menggunakan informasi yang luas untuk pembentukan portofolio. Pengujian mengenai informasi yang tersedia dipublik dapat digunakan untuk memperbaiki kinerja investasi. Setelah dilakukan pengujian, terjadi *abnormal return* yang telah disesuaikan dengan risiko.

abnormal *return* sangat kompleks untuk direkonsiliasi dengan hipotesis pasar efisien. Hal tersebut sering disebut dengan anomali pasar efisien.

Jones (1996) pada Hartono (2019) mengartikan bahwa anomali pasar sebagai strategi yang bertentangan dengan pasar efisien. Bodie, Kane dan Marcus (2019) menjelaskan bahwa anomali merupakan pola *return* yang tampak bertentangan dengan hipotesis pasar efisien. Adapun beberapa contoh anomali pasar yaitu *P/E effect*, *small firm effect*, *neglected firm effect*, dan *book-to-market effect*. Penelitian ini akan berfokus pada anomali *book-to-market effect* atau anomali *value premium*.

### 2.6.1.1 Anomali Value Premium

*Value premium* merupakan sebuah anomali pasar keuangan yang memungkinkan investor atau manajer portofolio mendapatkan imbal hasil yang baik namun tidak dapat diprediksi oleh nilai keseimbangan aset *pricing* yang berlaku atau model *capital asset pricing model* (CAPM) (Mogapi, 2018). Menurut Pratika (2022), anomali *value premium* menunjukkan bahwa kinerja saham *value* lebih baik daripada kinerja saham *growth*. Mogapi (2018) menerangkan bahwa *value premium* terjadi karena kinerja saham *value* lebih baik daripada saham *growth*. Hasil penelitian Fama dan French (1992) menunjukkan bahwa rasio *book-to-market* berpengaruh positif terhadap imbal hasil. Artinya saham dengan rasio *book to market* tinggi (*high book-to-market*) atau saham *value* lebih baik daripada saham *growth* (*Low book-to-market*). Anomali *value premium* menjadi hal yang menarik bagi para investor. Anomali *value premium* dapat dimanfaatkan untuk memperoleh imbal hasil.

*Value premium* disebut juga *book to market effect*. *Value premium* dapat diprosikan dengan konsep *High Minus Low* (HML). Konsep ini menghitung selisih rata-rata *return* setiap bulan dan *holding* selama 6 bulan dari portofolio yang memiliki rasio *book to market* tinggi (*high book-to-market*) dengan portofolio yang memiliki rasio *book to market* rendah (*low book-to-market*) (Fama dan French 1992). Perhitungan *high minus low* dapat menerangkan tingkat *value premium* dari sebuah portofolio berdasarkan *price book to value* (PBV).

Penelitian Fama dan French (1992) menjelaskan bahwa pembentukan portofolio dengan rasio *book to market* dikelompokkan berdasarkan rasio BM tahun sebelumnya (t-1) dan membagi menjadi 3 bagian yaitu *high book-to-market*, *medium book-to-market* dan *low book-to-market*. Adapun rumus perhitungan *high minus low* yaitu :

$$\text{High minus low} = \text{Return portofolio high book-to-market} - \text{Return portofolio low book-to-market}$$

## 2.7 Penelitian Terdahulu dan Kerangka Pemikiran

### 2.7.1 Penelitian Terdahulu

Adapun beberapa penelitian terdahulu yang digunakan sebagai referensi dalam penelitian ini :

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu

No	Nama Penulis	Judul	Hasil	Publikasi
1	Fama dan French (1992)	<i>The Cross-Section of Expected Stock Returns</i>	Portofolio dengan rasio <i>book-to-market</i> tinggi menghasilkan excess return yang lebih baik.	<i>The Journal of Finance</i> Vol. XLVII, No.2
2	Fama dan French (1993)	<i>Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>return</i> yang lebih tinggi diperoleh dari saham berkapitalisasi kecil dan B/M tinggi adalah kompensasi untuk menanggung risiko yang berkaitan dengan keadaan ekonomi.	<i>Journal of Financial Economics</i> 33 (3-56). North Holland
3	Fama dan French (1995)	<i>Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns</i>	<i>Consistent with rational pricing, high BE/ME signals persistent poor earnings and low BE/ME signals strong earnings. The market and size factors in earnings help explain those in returns, but we find no link between BE/ME factors in earnings and returns.</i>	<i>The Journal Of Finance</i> Vol. L, No 1.
4	Lee, Strong dan Zhu (2014)	<i>Did the Value Premium Survive the Subprime Credit Crisis?</i>	<i>We provide evidence that value stocks significantly underperformed growth stocks during the subprime credit crisis, despite a positive value premium before the crisis.</i>	<i>The British Accounting Review</i> xxx (2014) 1–13
5	Joshipura dan Peswani (2018)	<i>The Volatility Effect in Value and Growth Stocks:</i>	<i>It provides evidence that in the Indian equity market, low risk anomaly and value effect, both exists. The universe of value stocks delivers higher</i>	ISSN: 0971-1023   NMIMS Management Review Volume XXXVI

No	Nama Penulis	Judul	Hasil	Publikasi
		<i>Evidence from India</i>	<i>excess returns than the universe of growth stocks.</i>	
6	Mogapi (2018)	<i>The Value Premium Anomaly: Evidence From The Jse In The Post-Global Financial Crisis Era</i>	<i>There is a value premium anomaly for shares listed on the JSE in the period before, during and after the global financial crisis. Furthermore, the proxies by which value portfolios can be defined dan ranked by order of significance are the Price to Book dan book-to-market ratio.</i>	<i>University of Johannesburg</i>
7	Fama dan French (2020)	<i>The Value Premium</i>	<i>Value stocks in the U.S. produce higher average returns for the full July 1963-June 2019 period than the market portfolio of all listed U.S. stocks. Value premiums are on average much lower in the second half of the July 1963-June 2019 period. But the high volatility of monthly premiums prevents us from rejecting the hypothesis that expected premiums are the same in both halves of the sample.</i>	<i>Chicago Booth Paper No. 20-01</i>
8	Gagliolo dan Cardullo (2020)	<i>Value Stocks and Growth Stocks: A Study of the Italian Market</i>	<i>Value stocks provided a higher excess return than growth stocks with a rather significant difference.</i>	<i>International Journal of Economics and Financial Issues</i> ISSN: 2146-4138
9	Pahlevi (2015)	<i>Evaluasi Return dan Risk</i>	<i>Tidak ada perbedaan return dan risk-adjusted performance yang signifikan</i>	<i>Diponegoro Journal Of Management</i>

No	Nama Penulis	Judul	Hasil	Publikasi
		<i>Adjusted Performance</i> Portofolio <i>Value Versus Glamour</i> Pada Pasar Modal Indonesia	antara formasi portofolio saham <i>value</i> dan <i>glamour</i> selama periode 2009-2013.	
10	Rabbani (2016)	Analisis <i>Value Stock</i> dan <i>Growth Stock</i> Di Bursa Efek Indonesia Setelah Krisis Global 2008	Tidak ditemukan adanya perbedaan <i>return</i> dan <i>sharpe ratio</i> pada portofolio <i>value</i> dan <i>growth</i> . Hal ini mengindikasikan bahwa pembentukan portofolio berdasarkan saham <i>value</i> dan saham <i>growth</i> tidak dapat dijadikan sebagai pedoman untuk mendapatkan return yang banyak.	<i>Diponegoro Journal Of Management</i> Volume 6, Nomor 1, Tahun 2017, Halaman 1-8 ISSN (Online): 2337-3792
11	Gunawan, Sujana dan Saputra (2017)	Perbedaan <i>Return-Sesuaian Risiko</i> Antara <i>Value Stock</i> Dan <i>Growth Stock</i> Di Bursa Efek Indonesia	<i>Return</i> -sesuaian risiko saham <i>value</i> lebih tinggi daripada <i>return</i> -sesuaian risiko saham <i>growth</i> . Disimpulkan bahwa terjadi <i>value premium</i> di Bursa Efek Indonesia. Hal ini mengindikasikan bahwa Bursa Efek Indonesia tergolong sebagai pasar efisien bentuk lemah.	ISSN : 2337-3067 E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana 6.3 (2017): 909-934

Sumber : Penelitian terdahulu (2022)

Penelitian mengenai anomali *value premium* sudah banyak dilakukan di dalam negeri seperti Gunawan, Sujana dan Saputra (2017), Rabbani (2016), dan Pahlevi (2015). Adapun penelitian anomali *value premium* yang dilakukan di luar negeri yaitu Fama dan French (1992), Fama dan French (1993), Lee, Strong dan Zhu (2014), Gagliolo dan Cardullo (2020), Mogapi (2018), dan Joshipura dan Peswani (2018).

Secara umum penelitian Fama dan French (1992), Fama dan French (1993), Gagliolo dan Cardullo (2020), Mogapi (2018), Joshipura dan Peswani (2018), Gunawan, Sujana dan Saputra (2017) menjelaskan bahwa terdapat anomali *value*

*premium* pada penelitiannya. Penelitian di atas menunjukkan bahwa imbal hasil saham *value* di negara Amerika, Afrika, Italia dan Indonesia lebih baik dibandingkan dengan imbal hasil saham *growth*. Kemudian imbal hasil portofolio *value* dan *growth* memiliki perbedaan yang signifikan. Namun penelitian Lee, Strong dan Zhu (2014) menjelaskan bahwa saham *value* di Amerika menghasilkan imbal hasil yang lebih rendah dibandingkan dengan saham *growth* ketika terjadi krisis kredit *subprime*. Kemudian penelitian Pahlevi (2015) menjelaskan bahwa tidak terdapat perbedaan imbal hasil yang signifikan antara portofolio *value* dan *glamour (growth)* di Indonesia. Kemudian penelitian Rabbani (2016) menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *return* antara saham *value* dengan saham *growth* di Indonesia. Menurutnya, Pembentukan portofolio berdasarkan saham *value* dan saham *growth* tidak dapat dijadikan sebagai pedoman untuk mendapatkan *return* yang lebih baik.

### 2.7.2 Kerangka Pemikiran

*Value premium* merupakan sebuah anomali pasar keuangan yang memungkinkan investor atau manajer portofolio mendapatkan imbal hasil yang baik namun tidak dapat diprediksi oleh nilai keseimbangan aset *pricing* yang berlaku atau model *capital asset pricing model* (CAPM) (Mogapi, 2018). Anomali *value premium* terjadi ketika *return* saham *value* lebih besar daripada *return* saham *growth* (Pratika, 2022). *Value premium* dapat diprosikan dengan konsep *High Minus Low* (HML). Konsep ini menghitung selisih rata-rata *return* setiap bulan dan *holding* selama 6 bulan dari portofolio yang memiliki rasio *book to market* tinggi (*high book-to-market*) dengan portofolio yang memiliki rasio *book to market* rendah (*low book-to-market*) (Fama dan French 1992). Perhitungan *high minus low* dapat menerangkan tingkat *value premium* dari sebuah portofolio berdasarkan *price book to value* (PBV) (Mogapi, 2018).

Ketika nilai *value premium* diantara nol, mengindikasikan sikap acuh dalam pembelian saham *value* atau *growth*. Ketika nilai *value premium* ada dibawah nol, mengindikasikan eksistensi dari *discount value*. Dimana saham *growth* memberikan *return* lebih tinggi dari saham *value*. Ketika *value premium* secara signifikan dan substansial lebih besar dari *return* pasar, maka gelembung potensial akan terbentuk (Brown et al, 2008).

Perbedaan yang signifikan antara *return* saham *value* dengan *return* saham *growth* saat terjadi anomali *value premium*, menunjukkan bahwa pembentukan portofolio berdasarkan saham *value* dengan *return* saham *growth* dapat dijadikan sebagai pedoman dalam pembentukan portofolio untuk mendapat keuntungan yang lebih baik. Jika tidak ada perbedaan *return* yang signifikan dalam seluruh kategori portofolio (*value, medium* dan *growth*), maka kategori tersebut tidak dapat menjelaskan *return* dari setiap portofolio. Kemudian, *return* portofolio tidak dipengaruhi oleh kategori *value, medium, dan growth*. Hal ini menjadikan kategori tersebut dianggap tidak dapat menjadi dasar untuk membuat sebuah portofolio (Rabbani, 2016).

Fama dan French (1998) meneliti kemungkinan *value premium* di 16 negara berkembang. Dari penelitiannya ditemukan 14,13% *value premium* yang dianggap

sangat tinggi dibandingkan dengan pasar saham negara maju. Huang Yang (2008) dalam penelitiannya juga berhasil menemukan *value premium* di pasar saham Tiongkok. Brown et al (2008) yang meneliti pasar saham berkembang di Asia mencatat eksistensi dari *value premium* di Hong Kong (0,72%), Korea (0,42%) dan Singapura (0,42%), namun ada diskon *value* di Taiwan (1,26%). Pada awalnya IHSG termasuk dalam indeks yang rendah di ASEAN. Semenjak tahun 2004, *return* IHSG tumbuh melebihi Thailand dan Malaysia, bahkan melebihi Singapura setelah krisis keuangan yang terjadi pada tahun 2008 sampai sekarang. Sebuah fenomena menarik dimana *return* IHSG naik secara dramatis setelah krisis keuangan. Maka dapat disimpulkan bahwa pasar saham Indonesia juga memiliki imbal hasil saham *value* dan *growth* yang tinggi dan sangat menarik bagi para investor. Begitu pula dengan penelitian mengenai fenomena *value premium* di pasar saham Indonesia (Rabbani, 2016).

Penelitian terdahulu seperti Fama dan French (1992), Fama dan French (1993), Gagliolo dan Cardullo (2020), Mogapi (2018), Joshipura dan Peswani (2018), dan Gunawan, Sujana dan Saputra (2017) memaparkan bahwa terdapat perbedaan *return* yang signifikan antara portofolio saham *value* dengan portofolio saham *growth*. Peneliti terdahulu tersebut menjelaskan bahwa *return* saham *value* lebih baik daripada saham *growth*.

Fama dan French (1993) membuktikan bahwa rasio *book to market* berpengaruh positif terhadap imbal hasil. Artinya saham dengan rasio *book to market* tinggi (*high book-to-market*) atau saham *value* lebih baik daripada saham *growth* (*Low book-to-market*). Fama dan French (1993) melakukan penelitian pada semua perusahaan dalam NYSE (*New York Stock Exchange*), AMEX (*American Stock Exchange*) dan NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) yang merupakan perusahaan non-finansial dalam periode 1962-1989. Fama dan French tidak menggunakan perusahaan finansial karena tingginya *leverage*, yang dimana normal untuk perusahaan finansial namun belum tentu untuk perusahaan non-finansial. Kesimpulannya, Portofolio dengan rasio *book-to market* tinggi menghasilkan *excess return* yang lebih baik.

Fama dan French (2020) melakukan penelitian kembali untuk membuktikan nilai *value premium* menurun atau bahkan hilang setelah penelitiannya pada tahun 1992 dan 1993. Penelitian ini dilakukan pada seluruh perusahaan NYSE (*New York Stock Exchange*), AMEX (*American Stock Exchange*) dan NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) periode 1963-2019. Pada paruh kedua sampel (1963-2019), mereka membuktikan bahwa rata-rata *excess return* perbulan semua saham *value* menurun dari 0,42% menjadi 0,11%. Kemudian, premi rata-rata ketiga portofolio saham *growth* selama 1963-2019 sangat kecil bahkan tidak dapat dibedakan dengan 0. Pada portofolio *big growth* (BG) menghasilkan premi sebesar -0,03% per bulan. Pada portofolio *market growth* (MG) menghasilkan premi sebesar -0,02% per bulan. Kemudian pada portofolio *small growth* (SG) menghasilkan premi

sebesar 0.06% pe bulan. Fama dan French (2020) menyimpulkan bahwa rata-rata *value premium* pada paruh kedua sampel yaitu tahun 1963-2019 mengalami penurunan.

Mogapi (2018) melakukan penelitian di Indeks pasar saham utama Afrika yaitu FTSE/JSE Top 40 Index. Penelitian ini membagi 3 sub periode, yaitu sebelum krisis keuangan global, saat krisis keuangan global, dan pasca krisis keuangan global tahun 2007-2009. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa terjadi anomali *value premium* di ketiga sub periode penelitiannya. Mogapi (2018) menerangkan bahwa *value premium* terjadi karena kinerja saham *value* lebih baik daripada saham *growth*, sehingga Anomali *value premium* menjadi hal yang menarik bagi para investor dan dapat dimanfaatkan untuk memperoleh imbal hasil yang lebih.

Gagliolo dan Cardullo (2020) melakukan penelitian mengenai anomali *value premium* pada FTSE Italia All-Share Index di Italian Stock Market periode 2001-2018. Gagliolo dan Cardullo membagi penelitian menjadi 3 sub periode, yaitu tahun 2001-2006, tahun 2007 – 2012, dan tahun 2013-2018. Pada sub periode tahun 2001-2006, nilai *excess return* saham *value* mengungguli saham *growth*. Hal tersebut menghasilkan *value premium* hingga 20%. Namun pada sub periode 2007-2012, tidak terjadi anomali *value premium*. Bahkan *return* dari keduanya pun bernilai negatif. Menurut Gagliolo dan Cardullo (2020), *value premium* pada sub periode tersebut menghilang sejak pecahnya fenomena krisis ekonomi dan keuangan global.

Gunawan, Sujana dan Saputra (2017) melakukan penelitian pada perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* saham *value* dan *return* saham *growth*. Dimana *return* saham *value* lebih besar daripada *return* saham *growth*. Hal tersebut membuktikan bahwa terjadi fenomena *value premium* di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Gunawan, Sujana dan Saputra (2017) menyimpulkan bahwa *value premium* merupakan sebuah *abnormal return*, dimana investor dapat memperoleh *return* melebihi *return* normal dengan cara membeli saham *value*.

Adapun beberapa penelitian yang menunjukkan bahwa kinerja saham *value* lebih rendah daripada saham *growth*, sehingga tidak terjadi anomali *value premium*. Penelitian tersebut dibuktikan oleh Lee, Strong dan Zhu (2014), Pahlevi (2015), dan Rabbani (2016). Mereka menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *return* antara saham *value* dan saham *growth*. Kemudian hasil *value premium* tidak didapatkan karena *return* saham *growth* lebih besar dibandingkan dengan *return* saham *value*.

Lee, Strong dan Zhu (2014) melakukan penelitian pada perusahaan non-finansial di Amerika pada indeks NYSE, AMEX, dan NASDAQ periode 1963 – 2008. Mereka membuktikan bahwa saham *value* mengalami penurunan nilai selama krisis kredit *subprime*. Mereka berpendapat bahwa krisis ini merupakan krisis keuangan terburuk setelah *great depression* pada tahun 1930-an. Krisis ini mengakibatkan krisis kredit yang melanda seluruh pasar modal dan berdampak negatif terhadap pendanaan eksternal dari perusahaan non-finansial (Brunnermeier, 2009). Lee, Strong dan Zhu (2014) menyimpulkan bahwa *return* saham *value* lebih rendah daripada *return* saham *growth* selama periode krisis. Hal ini menguatkan pemikiran rasional *value premium*

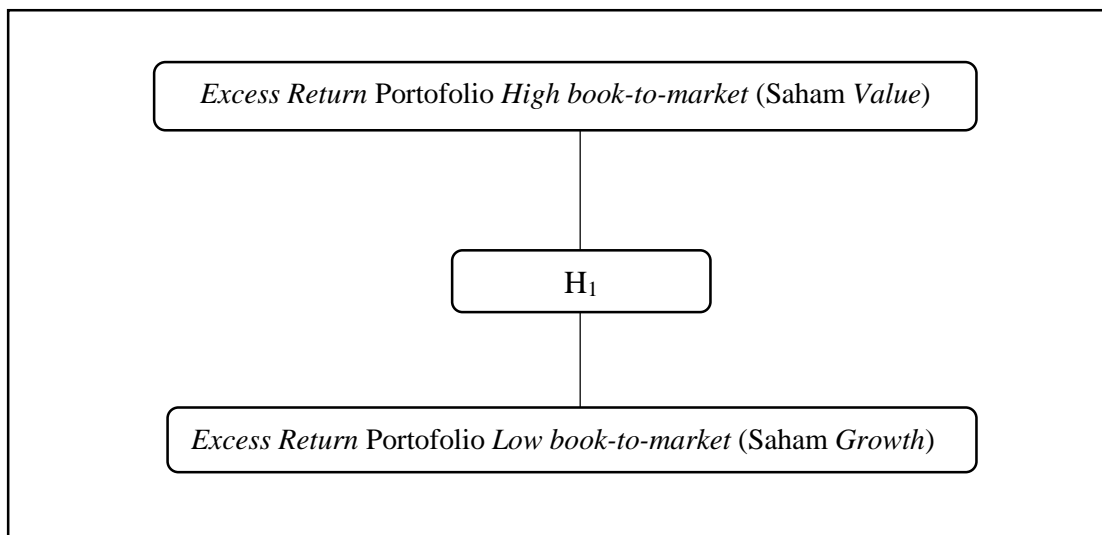


bahwa saham *value* mendapatkan imbal hasil lebih baik berdasarkan risiko yang lebih besar juga.

Rabbani (2016) melakukan penelitian pada perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia tahun 2002-2015. Dia membagi saham dalam 3 portofolio. Portofolio yang dibentuk yaitu *value*, *medium*, dan *growth*. Disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan *return* yang signifikan dalam seluruh kategori portofolio. Hal ini menunjukkan bahwa *return* portofolio tidak dipengaruhi oleh kategori *value*, *medium*, dan *growth*. Kategori tersebut pun tidak dapat menjelaskan *return* dari setiap portofolio. Kemudian, kategori tersebut pun dianggap tidak dapat menjadi dasar untuk membuat sebuah portofolio.

Perbedaan hasil dari penelitian terdahulu menjadi motivasi dalam melakukan pengujian mengenai perbedaan *return* portofolio *value* dan *return* portofolio *growth* pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021.

Berdasarkan pemahaman dan penelitian terdahulu, maka dapat digambarkan konstelasi penelitian mengenai perbedaan *return* portofolio *high book-to-market* dan *low book-to-market* sebagai berikut :



Gambar 2.1 Konstelasi Penelitian

## 2.8 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran dan konstelasi penelitian, hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

$H_0$  = Tidak terdapat perbedaan *excess return* pada portofolio *high book-to-market* (saham *value*) dengan portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021.

$H_1$  = Terdapat perbedaan *excess return* pada portofolio *high book-to-market* (saham *value*) dengan portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021.

## BAB III METODE PENELITIAN

### 3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian verifikatif. Penelitian ini menunjukkan perbandingan untuk mengetahui perbedaan antar variabel. Penelitian ini merupakan pengaplikasian ulang dari penelitian terdahulu, dengan perbedaan yang terletak pada perusahaan sampel dan periode penelitian. Pengujian ini bertujuan untuk menguji hipotesis.

### 3.2 Objek, Unit Analisis, dan Lokasi Penelitian

Objek penelitian pada penelitian ini adalah *excess return* dan *ratio book-to-market* menggunakan pendekatan Fama dan French *three factor model*. Unit analisis penelitian ini adalah perusahaan indeks LQ45 yang listing di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021. Lokasi penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia yang terletak di Jl. Jenderal Sudirman Kav 52-53, Senayan, Kebayoran Baru, Jakarta Selatan, Daerah Khusus Ibu Kota Jakarta.

### 3.3 Jenis dan Sumber Data Penelitian

Jenis data yang digunakan adalah data kuantitatif. Sumber data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder yang digunakan seperti harga saham penutupan (*closing price*) per bulan selama 2017-2021 dan rasio *price to book value* (PBV) perusahaan selama periode Desember 2016 - Desember 2020 yang diperoleh dari ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). Kemudian data suku bunga Bank Indonesia (*Risk Free Rate*) per bulan diperoleh dari ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)).

### 3.4 Operasional Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio *book-to-market*, dan *excess return*.

Tabel 3.1. Operasional Variabel

Variabel	Indikator	Ukuran	Skala
<i>Excess Return</i> Portofolio <i>High book-to-market</i> (Saham <i>Value</i> )	Selisih dari <i>return</i> saham portofolio <i>high book-to-market</i> bulanan dengan rata-rata tingkat bunga bebas risiko bulanan.	<i>Excess Return</i> Portofolio <i>High book-to-market</i> = $R_{pt \text{ High BM}} - RFR_t$	Rasio
<i>Excess Return</i> Portofolio <i>Low book-to-</i>	Selisih dari <i>return</i> saham portofolio <i>low book-to-</i>	<i>Excess Return</i> Portofolio <i>Low book-to-market</i> = $R_{pt \text{ Low BM}} - RFR_t$	Rasio

Variabel	Indikator	Ukuran	Skala
<i>Low book-to-market</i> (Saham <i>Growth</i> )	<i>market</i> bulanan dengan rata-rata tingkat bunga bebas risiko bulanan.		

### 3.5 Metode Penarikan Sampel

Sampel yang diteliti merupakan data saham indeks LQ45 periode 2017-2021 yang diperoleh dari lokasi penelitian. Indeks tersebut digunakan untuk mengukur performa harga dari saham yang memiliki likuiditas tinggi, kapitalisasi pasar yang besar dan didukung oleh fundamental yang baik. Indeks ini dianggap dapat melengkapi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Terutama dalam menyediakan sarana yang objektif dan terpercaya bagi analisis keuangan, manajer investasi, investor dan juga pemerhati pasar modal dalam memperhatikan pergerakan harga dari saham yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (IDX, 2020).

Metode penarikan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah :

- Perusahaan selalu terdaftar pada indeks LQ45 selama periode 2017-2021.
- Perusahaan memiliki laporan keuangan periode Desember 2016 - Desember 2020. Hal ini untuk menghitung rasio *book-to-market* sebagai pembentukan portofolio tahunan.
- Perusahaan memiliki informasi harga saham selama bulan Juni 2017 – Juni 2022. Hal ini untuk menghitung *return* portofolio tahunan.

Terdapat 45 perusahaan yang terdaftar pada LQ45. Berdasarkan kriteria di atas, didapatkan 27 perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut sehingga digunakan sebagai sampel penelitian. Perusahaan yang dijadikan sebagai sampel adalah sebagai berikut :

Tabel 3.2. Perusahaan Sampel Penelitian

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Sektor
1	ADRO	Adaro Energy Tbk.	<i>Mining</i>
2	AKRA	AKR Corporindo Tbk.	<i>Trade, Service dan Investment</i>
3	ANTM	Aneka Tambang Tbk.	<i>Metal dan Mineral Mining</i>
4	ASII	Astra International Tbk.	<i>Miscellaneous Industry</i>
5	BBCA	Bank Central Asia Tbk.	<i>Finance</i>
6	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk.	<i>Finance</i>
7	BBRI	Bank Rakyat Indonesia Tbk.	<i>Finance</i>

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Sektor
8	BBTN	Bank Tabungan Negara Tbk.	<i>Finance</i>
9	BMRI	Bank Mandiri Tbk.	<i>Finance</i>
10	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.	<i>Property, Real Estate dan Building Construction</i>
11	GGRM	Gudang Garam Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
12	HMSP	HM Sampoerna Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
13	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
14	INCO	Vale Indonesia Tbk.	<i>Mining</i>
15	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
16	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.	<i>Basic Industry dan Chemicals</i>
17	JSMR	Jasa Marga Tbk.	<i>Infrastructure, Utilities dan Transportation</i>
18	KLBF	Kalbe Farma Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
19	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk.	<i>Trade, Service dan Investment</i>
20	PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk.	<i>Infrastructure, Utilities dan Transportation</i>
21	PTBA	Bukit Asam Tbk.	<i>Mining</i>
22	PTPP	PP Tbk.	<i>Property, Real Estate dan Building Construction</i>
23	SMGR	Semen Indonesia Tbk.	<i>Basic Industry dan Chemicals</i>
24	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk.	<i>Infrastructure, Utilities dan Transportation</i>
25	UNTR	United Tractors Tbk.	<i>Trade, Service dan Investment</i>
26	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
27	WIKA	Wijaya Karya Tbk.	<i>Property, Real Estate dan Building Construction</i>

Sumber: Data diolah penulis (2022)

### 3.6 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah melalui elektronik. Data sampel perusahaan yang dijadikan penelitian dikumpulkan dengan cara diunduh. Pengumpulan data harga saham dan rasio *price to book value* diunduh pada website Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). Kemudian data suku bunga Bank Indonesia (*Risk Free Rate*) per bulan diperoleh dari ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)).

### 3.7 Analisis Data

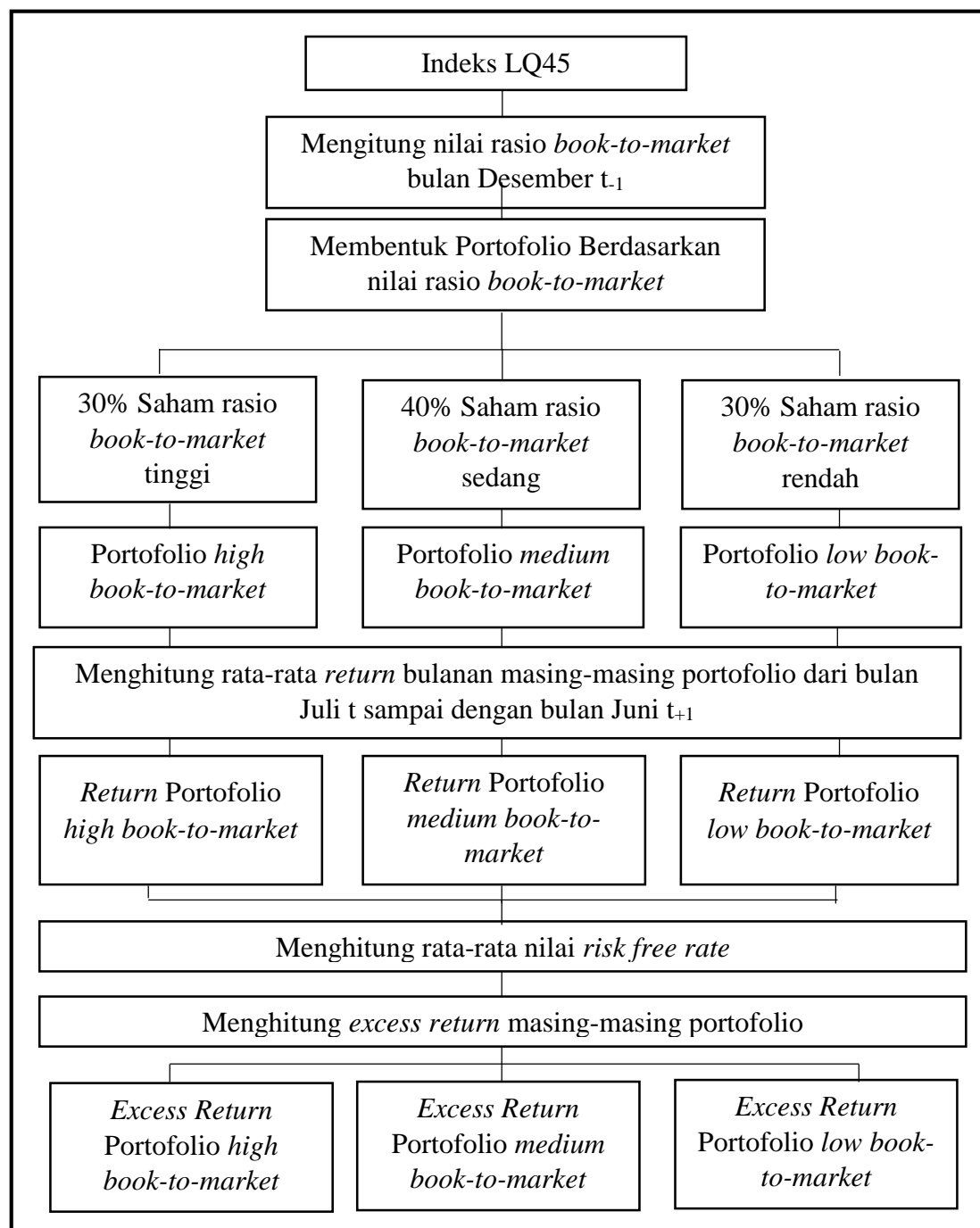
Analisis data yang dilakukan pada penelitian ini adalah analisis komparatif. Pemilihan metode analisis tersebut bertujuan untuk menguji perbedaan dari kedua variabel yang diuji. Sebelum melakukan analisis data menggunakan uji beda, dilakukan pembentukan portofolio berdasarkan rasio *book-to-market* dengan pendekatan metode *Fama dan French Three Factors Model*. Penyusunan portofolio

mengacu pada pembentukan portofolio yang dilakukan dalam penelitian Mulya et al (2019), Abbas et al (2015), Davis et al (1999), dan Fama et al (1995). Disimpulkan bahwa langkah penyusunan portofolio berdasarkan para ahli tersebut adalah sebagai berikut :

1. Mengelompokkan saham perusahaan sampel menjadi tiga portofolio berdasarkan rasio *book-to-market*, yaitu portofolio *high book-to-market*, *medium book-to-market*, dan *low book-to-market*. Portofolio *high book-to-market* adalah portofolio dengan nilai rasio *book-to-market* yang tinggi. Portofolio tersebut terdiri dari saham *value*. Portofolio *high book-to-market* tersusun dari 30% total jumlah saham perusahaan dengan rasio *book-to-market* tertinggi. Portofolio *medium book-to-market* adalah portofolio dengan nilai rasio *book-to-market* menengah atau *medium*. Portofolio *medium book-to-market* tersusun dari 40% total jumlah saham perusahaan dengan rasio *book-to-market* menengah. Portofolio *low book-to-market* adalah portofolio dengan nilai rasio *book-to-market* yang rendah. Portofolio tersebut terdiri dari saham *growth*. Portofolio *low book-to-market* tersusun dari 30% total jumlah saham perusahaan dengan rasio *book-to-market* terendah. Penyusunan dan pengelompokkan portofolio ini dilakukan setiap tahun.
2. Menghitung nilai rasio *book-to-market* perusahaan sampel setiap tahun . Nilai rasio *book-to-market* yang digunakan adalah nilai akhir tahun fiskal pada tahun sebelumnya, yaitu bulan Desember t-1. Penggunaan Nilai akhir tahun fiskal pada tahun sebelumnya (Desember t-1) bertujuan untuk memastikan seluruh variabel akuntansi telah diketahui.
3. Menghitung rata-rata *return* bulanan portofolio dari *return* bulan Juli t sampai dengan *return* bulan Juni t<sub>+1</sub>. Hal ini bertujuan untuk memastikan *gap* atau jeda waktu antara laporan keuangan akhir tahun fiskal dengan return saham. Gap atau jeda waktu untuk kedua hal tersebut adalah minimal 6 bulan.
4. Menghitung rata-rata nilai *risk free rate* bulanan periode 2017-2021.
5. Menghitung *excess return* portofolio, yaitu selisih *return* bulanan portofolio dengan nilai rata-rata *risk free rate* bulanan.

$$\text{Excess Return Portofolio} = R_{pt} - RFR_t$$

Berdasarkan metode penyusunan portofolio tersebut, dapat digambarkan skema pembentukan portofolio sebagai berikut :



Gambar 3.1. Skema Pembentukan Portofolio

Sumber: Mulya et al (2019), Abbas et al (2015), Davis et al (1999), dan Fama et al (1995).

### 3.7.1 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang dilakukan yaitu uji normalitas dan uji homogenitas menggunakan software SPSS 23. Kedua uji tersebut harus dilakukan untuk menentukan metode uji beda yang akan digunakan.

### 3.7.1.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui sebaran data berdistribusi normal atau tidak (Sintia, Pasarella, dan Nohe, 2022). Adapun ketentuan untuk mengetahui data berdistribusi normal atau tidak adalah sebagai berikut :

- a) Jika signifikansi  $< 0,05$  maka data terdistribusi tidak normal.
- b) Jika signifikansi  $> 0,05$  maka data terdistribusi normal.

### 3.7.1.2 Uji Homogenitas

Uji Homogenitas adalah uji yang dilakukan setelah uji normalitas data. Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah populasi sampel penelitian adalah homogen atau tidak (Indraswono, Saputro, dan Utami, 2020). Adapun ketentuan untuk mengetahui data homogen atau tidak adalah sebagai berikut :

- a) Jika signifikansi  $< 0,05$  maka data tidak homogen.
- b) Jika signifikansi  $> 0,05$  maka data homogen.

### 3.7.2 Uji Beda

Uji beda yang disebut juga uji t merupakan bagian dari statistika dengan jenis parametrik atau inferensial. Tujuan dilakukan uji beda adalah menguji perbedaan rata-rata skor antara dua sampel atau kelompok (Mustafa, 2022) Uji beda yang digunakan harus sesuai dengan distribusi data sampel yang diperoleh. Uji beda yang digunakan untuk data yang berdistribusi normal adalah uji *independent sample t-test*. Uji *independent sample t-test* adalah uji komparatif untuk mengetahui adakah perbedaan *mean* antar dua kelompok bebas (Zulkarnain, 2022). Adapun syarat penggunaan uji *independent t-test* adalah sebagai berikut :

1. Diujikan pada kelompok yang berbeda.
2. Pengujian beda rata-rata hanya terdiri dari dua kelompok.
3. Memenuhi uji asumsi klasik atau sebaran data sampel berdistribusi normal (data tersignifikansi  $\geq 0,05$ ).

Adapun hipotesis yang diuji adalah :

$H_0$  = Tidak terdapat perbedaan *excess return* portofolio *high book-to-market* (saham *value*) dengan *excess return* portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021.

$H_1$  = Terdapat perbedaan *excess return* portofolio *high book-to-market* (saham *value*) dengan *excess return* portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021.

Level signifikansi ( $\alpha$ ) yang akan ditentukan dalam peneltian ini sebesar 0,05. Jika hasil signifikansi uji *independent sample t-test*  $\geq 0,05$  maka terima  $H_0$ . Artinya, tidak

terdapat perbedaan rata-rata yang signifikan antara dua kelompok yang diuji. Jika hasil signifikansi uji *independent sample t-test*  $\leq 0,05$  maka tolak  $H_0$  dan terima  $H_1$ . Artinya, terdapat perbedaan rata-rata yang signifikan antara dua kelompok yang diuji.



## BAB IV

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Hasil Pengumpulan Data

Objek dalam penelitian ini adalah *excess return* portofolio dan *ratio book to market* menggunakan pendekatan *Fama* dan *French Three Factor Model*. Unit analisis penelitian ini adalah perusahaan indeks LQ45 yang listing di Bursa Efek Indonesia periode 2017 – 2021. Lokasi penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia yang terletak di Jl. Jenderal Sudirman Kav 52-53, Senayan, Kebayoran Baru, Jakarta Selatan, Daerah Khusus Ibu Kota Jakarta.

Jenis data yang diteliti adalah data kuantitatif. Sumber data yang digunakan adalah data sekunder. Data sekunder yang digunakan seperti harga saham penutupan (*close price*) per bulan selama 2017-2022 dan rasio *price to book value* (PBV) perusahaan selama periode Desember 2016 – Desember 2020 yang diperoleh dari ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). Kemudian data suku bunga Bank Indonesia (*Risk Free Rate*) per bulan diperoleh dari ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)).

Metode pengumpulan data dilakukan dengan cara diunduh melalui media elektronik. Pengumpulan data harga saham dan rasio *price-book- to-value* diunduh pada website Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). Data suku bunga Bank Indonesia (*risk free rate*) per bulan diperoleh dari ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)).

Metode penarikan sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling* dengan kriteria sampel sebagai berikut :

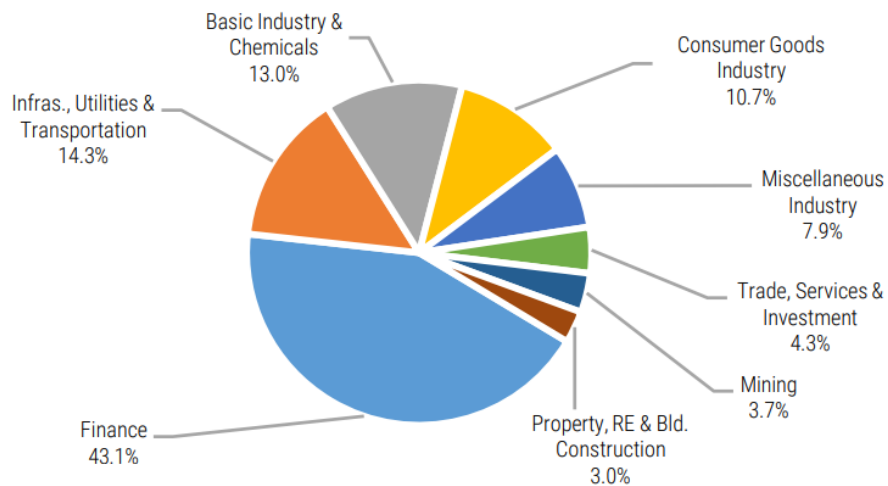
- a) Perusahaan selalu terdaftar pada indeks LQ45 selama periode 2017-2021.
- b) Perusahaan memiliki laporan keuangan periode Desember 2016 - Desember 2020. Hal ini untuk menghitung rasio *book-to-market* sebagai pembentukan portofolio tahunan.
- c) Perusahaan memiliki informasi harga saham selama bulan Juni 2017 – Juni 2022. Hal ini untuk menghitung *return* portofolio tahunan.

Berikut merupakan gambaran umum mengenai indeks LQ45 yang digunakan di penelitian ini. Pengambilan sampel untuk penelitian ini dilakukan pada indeks LQ45. Indeks LQ45 diluncurkan pada tanggal 1 Februari 1997. Tujuan utama diluncurkannya indeks LQ45 adalah untuk dapat menjadi pelengkap dari IHSG dan indeks sektoral. Dalam indeks LQ45, terdapat 45 saham perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar besar, serta perusahaan tersebut memiliki fundamental yang bagus. Bursa Efek Indonesia menyatakan terdapat beberapa faktor yang dipergunakan sebagai kriteria suatu emiten

untuk dapat masuk kedalam perhitungan indeks LQ45 yaitu sebagai berikut:

- Telah tercatat di Bursa Efek Indonesia minimal 3 bulan.
- Aktivitas transaksi di pasar regular yaitu nilai, volume dan frekuensi transaksi.
- Jumlah hari perdagangan di pasar regular.
- Kapitalisasi pasar pada periode waktu tertentu.
- Selain mempertimbangkan kriteria likuiditas dan kapitalisasi pasar, akan dilihat juga keadaan keuangan dan prospek pertumbuhan perusahaan tersebut.

Selain itu, indeks LQ45 digunakan oleh investor untuk mengetahui performa harga secara umum atas saham-saham yang dimilikinya, karena indeks LQ45 selalu dipantau perkembangan sahamnya oleh pihak Bursa Efek Indonesia. Terdapat evaluasi mayor dan minor yang akan selalu memantau saham-saham di dalam indeks LQ45. Evaluasi mayor bertujuan memilih saham konstituen indeks untuk periode selanjutnya disertai dengan menyesuaikan jumlah saham untuk indeks dan/atau bobot dari konstituen, evaluasi ini dilakukan setiap 6 bulan sekali, yaitu pada bulan Januari dan Juli. Sedangkan, evaluasi minor hanya bertujuan menyesuaikan jumlah saham untuk indeks dan/atau bobot dari konstituen tanpa pemilihan konstituen indeks untuk periode selanjutnya, sehingga evaluasi ini akan meninjau saham-saham dalam indeks LQ45 setiap 3 bulan, dengan melakukan *review* pergerakan dan rangking saham-saham yang akan dimasukkan dalam indeks LQ45. Terdapat diagram yang dipublikasi oleh Bursa Efek Indonesia mengenai persentase sektor-sektor yang sahamnya termasuk dalam indeks LQ45 tahun 2022, yaitu sebagai berikut:



Gambar 4.1 Sektor Saham pada Indeks LQ45

Sumber: *Index Fact Sheet* Bursa Efek Indonesia (2022)

Terdapat 45 perusahaan yang terdaftar pada LQ45. Berdasarkan kriteria di atas, didapatkan 27 perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut sehingga digunakan sebagai sampel penelitian. Perusahaan yang dijadikan sebagai sampel disajikan pada tabel 4.1.

Tabel 4.1. Perusahaan Sampel Penelitian

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Sektor
1	ADRO	Adaro Energy Tbk.	<i>Mining</i>
2	AKRA	AKR Corporindo Tbk.	<i>Trade, Service dan Investment</i>
3	ANTM	Aneka Tambang Tbk.	<i>Metal dan Mineral Mining</i>
4	ASII	Astra International Tbk.	<i>Miscellaneous Industry</i>
5	BBCA	Bank Central Asia Tbk.	<i>Finance</i>
6	BBNI	Bank Negara Indonesia Tbk.	<i>Finance</i>
7	BBRI	Bank Rakyat Indonesia Tbk.	<i>Finance</i>
8	BBTN	Bank Tabungan Negara Tbk.	<i>Finance</i>
9	BMRI	Bank Mandiri Tbk.	<i>Finance</i>
10	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.	<i>Property, Real Estate dan Building Construction</i>
11	GGRM	Gudang Garam Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
12	HMSP	HM Sampoerna Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
13	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
14	INCO	Vale Indonesia Tbk.	<i>Mining</i>
15	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
16	INTP	Indocement Tungal Prakarsa Tbk.	<i>Basic Industry dan Chemicals</i>
17	JSMR	Jasa Marga Tbk.	<i>Infrastructure, Utilities dan Transportation</i>
18	KLBF	Kalbe Farma Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
19	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk.	<i>Trade, Service dan Investment</i>
20	PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk.	<i>Infrastructure, Utilities dan Transportation</i>
21	PTBA	Bukit Asam Tbk.	<i>Mining</i>
22	PTPP	PP Tbk.	<i>Property, Real Estate dan Building Construction</i>
23	SMGR	Semen Indonesia Tbk.	<i>Basic Industry dan Chemicals</i>
24	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk.	<i>Infrastructure, Utilities dan Transportation</i>
25	UNTR	United Tractors Tbk.	<i>Trade, Service dan Investment</i>
26	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.	<i>Consumer Goods Industry</i>
27	WIKA	Wijaya Karya Tbk.	<i>Property, Real Estate dan Building Construction</i>

Sumber: Data diolah penulis (2022)

## 4.2 Analisis Data

Analisis data yang dilakukan pada penelitian ini adalah analisis komparatif. Penelitian tersebut bertujuan untuk menguji perbedaan dari kedua variabel yang diuji. Uji yang dilakukan pada penelitian ini adalah uji beda. Sebelum dilakukan analisis data menggunakan uji beda, dilakukan pembentukan portofolio berdasarkan rasio *book-to-market* dengan pendekatan metode *Fama dan French Three Factors Model*. Penyusunan portofolio mengacu pada pembentukan portofolio yang dilakukan dalam penelitian Mulya et al (2019), Abbas et al (2015), Davis et al (1999), dan Fama et al (1995). Disimpulkan bahwa langkah penyusunan portofolio berdasarkan para ahli tersebut adalah sebagai berikut :

1. Mengelompokkan saham perusahaan sampel menjadi tiga portofolio berdasarkan rasio *book-to-market*, yaitu portofolio *high book-to-market*, *medium book-to-market*, dan *low book-to-market*. Portofolio *high book-to-market* adalah portofolio dengan nilai rasio *book-to-market* yang tinggi. Portofolio tersebut terdiri dari saham *value*. Portofolio *high book-to-market* tersusun dari 30% total jumlah saham perusahaan dengan rasio *book-to-market* tertinggi. Portofolio *medium book-to-market* adalah portofolio dengan nilai rasio *book-to-market* menengah atau *medium*. Portofolio *medium book-to-market* tersusun dari 40% total jumlah saham perusahaan dengan rasio *book-to-market* menengah. Portofolio *low book-to-market* adalah portofolio dengan nilai rasio *book-to-market* yang rendah. Portofolio tersebut terdiri dari saham *growth*. Portofolio *low book-to-market* tersusun dari 30% total jumlah saham perusahaan dengan rasio *book-to-market* terendah. Penyusunan dan pengelompokkan portofolio ini dilakukan setiap tahun.
2. Menghitung nilai rasio *book-to-market* perusahaan sampel setiap tahun . Nilai rasio *book-to-market* yang digunakan adalah nilai akhir tahun fiskal pada tahun sebelumnya, yaitu bulan Desember t-1. Penggunaan Nilai akhir tahun fiskal pada tahun sebelumnya (Desember t-1) bertujuan untuk memastikan seluruh variabel akuntansi telah diketahui.
3. Menghitung rata-rata *return* bulanan portofolio dari *return* bulan Juli t sampai dengan *return* bulan Juni t+1. Hal ini bertujuan untuk memastikan *gap* atau jeda waktu antara laporan keuangan akhir tahun fiskal dengan return saham. Gap atau jeda waktu untuk kedua hal tersebut adalah minimal 6 bulan.
4. Menghitung rata-rata nilai *risk free rate* bulanan periode 2017-2021.
5. Menghitung *excess return* portofolio, yaitu selisih *return* bulanan portofolio dengan nilai rata-rata *risk free rate* bulanan.

$$\text{Excess Return Portofolio} = R_{pt} - RFR_t$$

### 4.2.1 Pembentukan Portofolio

Menurut Darusman (2019), rasio *book-to-market* adalah cerminan pasar menghargai suatu saham. *Book-to-market ratio* merupakan hasil bagi dari nilai buku

atau *book value* dengan nilai pasar atau *market value* (Justina 2017). Sedangkan nilai buku adalah perbandingan antara nilai ekuitas dengan jumlah saham beredar. Nilai buku per lembar saham sangat mencerminkan nilai perusahaan (Putri, 2020). Rasio *book-to-market* menjadi indikator utama dalam penelitian ini. Rumus perhitungan *book to market ratio* adalah sebagai berikut :

$$\text{Book-to-market ratio} = \frac{\text{Book Value}}{\text{Market Value}}$$

Adapun hasil perhitungan rasio *book-to-market* pada perusahaan sampel disajikan pada tabel 4.2.

Tabel 4.2. Rasio *Book-to-Market* Tahunan Perusahaan Sampel

No	Kode Emiten	Rasio <i>Book-to-Market</i>				
		Tahun				
		2016	2017	2018	2019	2020
1	ADRO	0,847	0,917	1,667	1,299	1,266
2	AKRA	0,294	0,340	0,556	0,621	0,806
3	ANTM	0,952	1,205	1,042	0,990	0,407
4	ASII	0,410	0,442	0,505	0,645	0,800
5	BBCA	0,290	0,236	0,224	0,204	0,215
6	BBNI	0,840	0,526	0,633	0,826	0,980
7	BBRI	0,488	0,353	0,389	0,368	0,379
8	BBTN	0,901	0,543	0,862	1,075	0,962
9	BMRI	0,602	0,439	0,513	0,562	0,641
10	BSDE	0,662	0,813	1,235	1,370	1,316
11	GGRM	0,316	0,248	0,267	0,465	0,719
12	HMSP	0,069	0,056	0,073	0,131	0,164
13	ICBP	0,182	0,192	0,180	0,194	0,427
14	INCO	1,010	0,855	0,862	0,741	0,595
15	INDF	0,645	0,685	0,741	0,746	1,250
16	INTP	0,461	0,299	0,332	0,319	0,420
17	JSMR	0,455	0,383	0,606	0,592	0,719
18	KLBF	0,174	0,168	0,204	0,212	0,258
19	MNCN	0,403	0,526	1,064	0,513	0,813
20	PGAS	0,578	1,000	0,962	0,885	1,205
21	PTBA	0,358	0,455	0,301	0,565	0,513
22	PTPP	0,258	0,763	1,370	1,695	1,235
23	SMGR	0,532	0,513	0,465	0,463	0,478
24	TLKM	0,262	0,247	0,286	0,296	0,360
25	UNTR	0,493	0,350	0,535	0,735	0,645
26	UNVR	0,020	0,015	0,026	0,022	0,023

No	Kode Emiten	Rasio <i>Book-to-Market</i>				
		Tahun				
		2016	2017	2018	2019	2020
27	WIKA	0,248	0,943	1,042	1,031	0,909

Sumber: Data diolah penulis (2022)

Pembentukan portofolio berdasarkan rasio *book-to-market* mengacu pada penelitian Mulya et al (2019), Abbas et al (2015), Davis et al (1999), dan Fama et al (1995). Saham perusahaan dibentuk menjadi tiga portofolio berdasarkan rasio *book-to-market*, yaitu portofolio *high book-to-market*, *medium book-to-market*, dan *low book-to-market*. Pembentukan portofolio tersebut dilakukan setiap tahun.

Berdasarkan portofolio setiap tahun yang terbentuk menggunakan pendekatan *Fama-French Three Factor Model*, didapatkan gambaran umum portofolio yang disajikan pada tabel 4.3.

Tabel 4.3. Gambaran Umum Portofolio

Periode	Portofolio <i>Book-To – Market</i>	Jumlah Saham	Rata-Rata Rasio <i>Book-to-Market</i> $t_{-1}$	<i>Excess Return</i> Portofolio (%)
2017	<i>High</i>	8	0,81	1,06
	<i>Medium</i>	11	0,44	1,00
	<i>Low</i>	8	0,19	-1,45
2018	<i>High</i>	8	0,90	0,53
	<i>Medium</i>	11	0,44	1,05
	<i>Low</i>	8	0,18	-0,09
2019	<i>High</i>	8	1,16	-3,14
	<i>Medium</i>	11	0,56	-2,65
	<i>Low</i>	8	0,20	-2,16
2020	<i>High</i>	8	1,15	2,68
	<i>Medium</i>	11	0,60	0,82
	<i>Low</i>	8	0,22	-0,79
2021	<i>High</i>	8	1,14	2,29
	<i>Medium</i>	11	0,65	1,59
	<i>Low</i>	8	0,28	3,61
Selama Periode Penelitian	Rata-Rata Rasio <i>Book-to-Market</i> $t_{-1}$	<i>High</i>	1,03	
		<i>Medium</i>	0,54	
		<i>Low</i>	0,21	
	Rata-Rata <i>Excess Return</i> Portofolio (%)	<i>High</i>		0,68
		<i>Medium</i>		0,36

Periode	Portofolio <i>Book-To – Market</i>	Jumlah Saham	Rata-Rata Rasio <i>Book-to-Market t-1</i>	<i>Excess Return</i> Portofolio (%)
			<i>Low</i>	-0,18

Sumber: Data Diolah Penulis (2022)

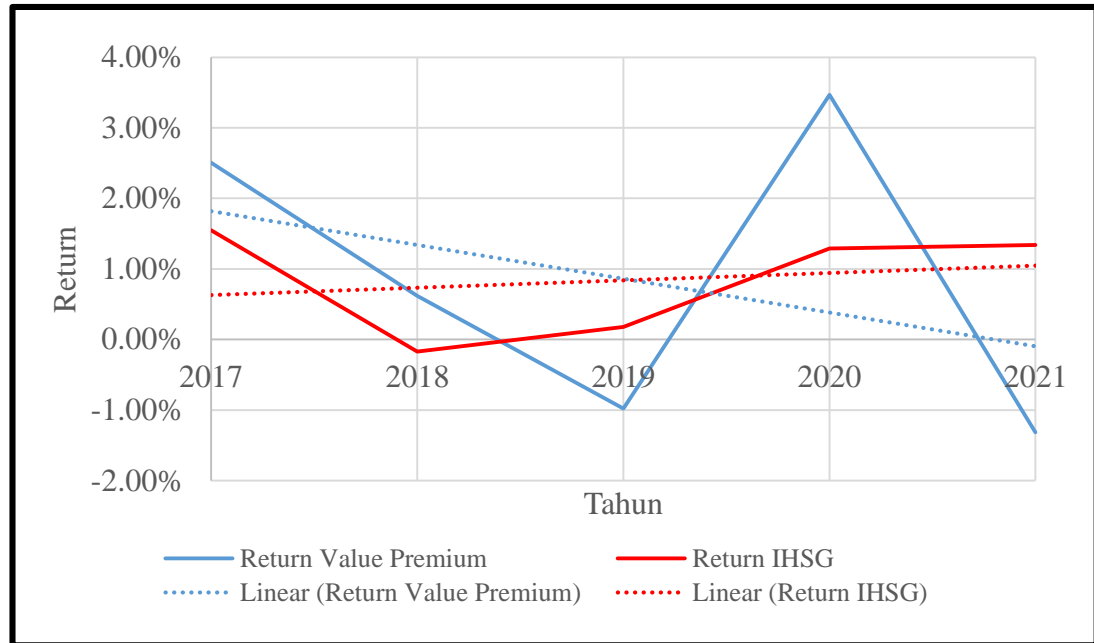
Berdasarkan hasil pada tabel 4.3 tersebut menunjukkan bahwa portofolio berdasarkan kategori rasio *book-to-market* dari tahun ke tahun memiliki jumlah perusahaan yang sama. Portofolio *high book-to-market* terdiri dari 8 saham perusahaan yang memiliki rasio *book-to-market* tertinggi (tabel 4.2) dengan rata-rata rasio *book-to-market* sebesar 1,03. Rata-rata *excess return* portofolio *high book-to-market* sebesar 0,68%. Portofolio *medium book-to-market* terdiri dari 11 saham perusahaan yang memiliki rasio *book-to-market* menengah (tabel 4.2) dengan rata-rata rasio *book-to-market* sebesar 0,54. Rata-rata *excess return* portofolio *medium book-to-market* sebesar 0,36%. Portofolio *low book-to-market* terdiri dari 8 saham perusahaan yang memiliki rasio *book-to-market* rendah (tabel 4.2) dengan rata-rata rasio *book to market* sebesar 0,21. Rata-rata *excess return* portofolio *low book-to-market* sebesar -0,18%. *Value premium* dapat diprosikan dengan konsep *High Minus Low* (HML). Nilai *return value premium* setiap tahun disajikan pada tabel 4.4.

Tabel 4.4 *Return Value Premium*

Portofolio	<i>Excess Return</i> Portofolio Tahun Ke-				
	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)	2020 (%)	2021 (%)
<i>High Book-to-Market</i>	1,06	0,53	-3,14	2,68	2,29
<i>Medium Book-to-Market</i>	1,00	1,05	-2,65	0,82	1,59
<i>Low Book-to-Market</i>	-1,45	-0,09	-2,16	-0,79	3,61
<i>High Minus Low (Value Premium)</i>	2,51	0,62	-0,98	3,47	-1,31

Sumber: Data Diolah Penulis (2022)

Anomali *value premium* terjadi ketika kinerja saham *value* atau portofolio dengan rasio *book-to-market* tinggi lebih besar daripada kinerja portofolio dengan rasio *book-to-market* rendah (Mogapi,2018). Artinya, anomali *value premium* dapat dilihat pada nilai HML (*high minus low*). Berdasarkan hasil tabel 4.4, didapatkan nilai *value premium* positif pada tahun 2017, 2018, dan 2020 dengan nilai *value premium* sebesar 2,51%, 0,62%, dan 3,47%. Tahun 2020 menjadi tahun dengan perolehan *value premium* tertinggi selama periode penelitian. Nilai *value premium* negatif pada tahun 2019 dan 2021 dengan nilai sebesar -0,98% dan -1,31%. Tahun 2021 menjadi tahun dengan perolehan *value premium* terendah selama periode penelitian. Fluktuasi *return value premium* dan *return* pasar IHSG disajikan pada gambar 4.1.



Gambar 5.1 Fluktuasi Return Value Premium dan Return IHSG

Sumber: Data diolah penulis (2022)

Pada gambar 4.1, garis berwarna biru merupakan fluktuasi *return value premium* selama periode penelitian. Garis biru putus-putus merupakan tren *return value premium* yang terjadi selama periode penelitian. Garis berwarna merah merupakan fluktuasi *return IHSG* selama periode penelitian. Garis merah putus-putus merupakan tren *return IHSG* yang terjadi selama periode penelitian.

Berdasarkan gambar 4.1, didapatkan nilai *return value premium* tahun 2017 sebesar 2,51%. Nilai *value premium* tahun 2018 sebesar 0,62%. Nilai *value premium* tahun 2019 sebesar -0,98%. Nilai *value premium* tahun 2020 sebesar 3,47%, tahun ini menjadi tahun dengan perolehan *return value premium* terbesar selama periode penelitian. Nilai *value premium* tahun 2021 sebesar -1,31%. Secara umum, pergerakan *return value premium* menurun.

Berdasarkan gambar 4.1, didapatkan nilai *return IHSG* tahun 2017 sebesar 1,55%, tahun ini menjadi tahun dengan perolehan *return IHSG* terbesar selama periode penelitian. Nilai *return IHSG* tahun 2018 sebesar -0,17%. Nilai *return IHSG* tahun 2019 sebesar 0,18%. Nilai *return IHSG* tahun 2020 sebesar 1,29%. Nilai *return IHSG* tahun 2021 sebesar 1,34%. Secara umum, pergerakan *return IHSG* meningkat.

#### 4.2.2 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang dilakukan yaitu uji normalitas dan homogenitas. Kedua uji ini dilakukan untuk menentukan metode uji beda yang digunakan.



#### 4.2.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui sebaran data berdistribusi normal atau tidak (Sintia, Pasarella, dan Nohe, 2022). Ketentuan atau syarat untuk mengetahui data yang diteliti berdistribusi normal atau tidak adalah :

- a) Jika signifikansi  $< 0,05$  maka data terdistribusi tidak normal.
- b) Jika signifikansi  $> 0,05$  maka data terdistribusi normal.

Uji normalitas yang digunakan pada penelitian ini adalah *One-Sample Shapiro-Wilk Test*. Uji tersebut dilakukan pada data *excess return* portofolio *high-book to-market* dan *excess return* portofolio *low book-to-market*. Hasil uji normalitas disajikan pada tabel 4.5

Tabel 4.5. Hasil Uji Normalitas Data

Tests Of Normality			
	Shapiro-Wilk		
	Statistic	Df	Sig.
<i>High</i>	.863	5	.240
<i>Low</i>	.855	5	.212

Sumber: Data diolah dengan SPSS 23 (2022).

Berdasarkan tabel 4.5, dilakukan pengujian normalitas data pada *excess return* portofolio *high book-to-market* dan *excess return* portofolio *low book-to-market* masing-masing sebanyak 5 data. Hasil pada tabel 4.5 menunjukkan bahwa nilai signifikansi *excess return* portofolio *high book-to-market* sebesar 0,240 dan *excess return* portofolio *low book-to-market* sebesar 0,212. Artinya, kedua portofolio tersebut memiliki data yang tersebar secara normal karena memenuhi syarat pengujian (signifikansi  $> 0,05$ ).

#### 4.2.2.2 Uji Homogenitas

Uji homogenitas dilakukan setelah melakukan uji normalitas data. Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah populasi sampel penelitian homogen atau tidak (Indraswono, Saputro, dan Utami, 2020). Ketentuan untuk mengetahui data yang diteliti homogen atau tidak adalah sebagai berikut :

- a) Jika signifikansi  $< 0,05$  maka data tidak homogen.
- b) Jika signifikansi  $> 0,05$  maka data homogen.

Uji homogenitas yang digunakan adalah *Bartlett Test*. Syarat untuk melakukan *Bartlett Test* yaitu data yang akan diuji harus terdistribusi secara normal. Artinya, uji normalitas harus dilakukan sebelum *Barlett Test*. Hasil uji homogenitas disajikan pada tabel 4.6.

Tabel 4.6. Hasil Uji Homogenitas Data

Test Result		
Box's M		.003
F	Approx.	.003

Test Result		
	df1	1
	df2	192
	Sig.	.960

Sumber: Data diolah dengan SPSS 23 (2022)

Berdasarkan tabel 4.6, dilakukan pengujian homogenitas data pada *excess return* portofolio *high book-to-market* dan *excess return* portofolio *low book-to-market* masing-masing sebanyak 5 data. Hasil pada tabel 4.6 menunjukkan bahwa nilai signifikansi *excess return* portofolio *high book to market* dan *excess return* portofolio *low book to market* sebesar 0,960. Artinya, kedua portofolio tersebut memiliki data yang homogen karena memenuhi syarat pengujian (signifikansi > 0,05).

#### 4.2.3 Uji Beda

Uji beda yang digunakan untuk data yang berdistribusi normal adalah uji *independent sample t-test*. Uji *independent sample t-test* bertujuan untuk mengetahui adakah perbedaan mean antar dua kelompok bebas (Zulkarnain, 2022). Adapun hasil uji beda menggunakan *independent sample t-test* disajikan pada tabel 4.7 dan tabel 4.8.

Tabel 4.7. Hasil Uji Statistik

Group Statistics					
Portofolio		N	Mean	Std Deviation	Std Error Mean
ExRet	<i>High BM</i>	5	.00682	.023112	.010336
	<i>Low BM</i>	5	-.00178	.022503	.010064

Sumber: Data diolah dengan SPSS 23 (2022)

Pada tabel 4.7, terdapat masing-masing 5 data dari *excess return* portofolio *high book-to-market* dan *return* portofolio *low book-to-market*. Nilai rata-rata *excess return* portofolio *high book-to-market* adalah 0,00682, standar deviasi sebesar 0,023112, dan rata-rata standar error sebesar 0,10336. Nilai rata-rata *excess return* portofolio *low book-to-market* adalah -0,00178, standar deviasi sebesar 0,022503, dan rata-rata standar error sebesar 0,010064. Data hasil uji beda disajikan pada tabel 4.8.

Tabel 4.8. Hasil Uji Beda

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
ExRet	Equal variance assumed	.002	.962	.596	8	.568	.008599	.014426	-.02467	.04187

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
Equal variance not assumed			.596	7.994	.568	.008599	.014426	-.02467	.04187

Sumber: Data diolah dengan SPSS 23 (2022)

Tabel 4.8 menjelaskan hasil uji beda *excess return* portofolio *high book-to-market* dengan *excess return* portofolio *low book-to-market*. Didapatkan hasil signifikansi 2 tailed sebesar 0,568. Nilai *mean difference* atau selisih rata-rata *excess return* portofolio *high book-to-market* dengan *excess return* portofolio *low book-to-market* sebesar 0,008599. Kemudian *standar error difference* atau selisih standar error *excess return* portofolio *high book-to-market* dengan *excess return* portofolio *low book-to-market* sebesar 0,014426.

### 4.3 Pembahasan

#### 4.3.1 Hasil Pembentukan Portofolio

Pontif dan Schall (1998) mengatakan bahwa penggunaan rasio *book-to-market* dimotivasi oleh hasil observasi Fama dan French (1992). Dimana hasil observasi tersebut menunjukkan rasio *book-to-market* memiliki kemampuan untuk menjelaskan *return* saham.

Berdasarkan hasil pembentukan portofolio, nilai rata-rata rasio *book-to-market* tertinggi pada perusahaan yang tergabung dalam portofolio *high book-to-market* adalah tahun 2019 sebesar 1,16. Kemudian nilai rata-rata rasio *book-to-market* terendah pada perusahaan yang tergabung dalam portofolio *high book-to-market* adalah tahun 2017 sebesar 0,81. Nilai rata-rata rasio *book-to-market* tertinggi pada perusahaan yang tergabung dalam portofolio *medium book-to-market* adalah tahun 2021 sebesar 0,65, dan terendah pada tahun 2017 dan 2018 yaitu sebesar 0,44. Nilai rata-rata rasio *book-to-market* tertinggi pada perusahaan yang tergabung dalam portofolio *low book-to-market* adalah tahun 2021 sebesar 0,28. Kemudian nilai rata-rata rasio *book-to-market* terendah pada perusahaan yang tergabung dalam portofolio *low book-to-market* adalah tahun 2018 sebesar 0,18. Selama periode penelitian, dapat disimpulkan bahwa rata-rata nilai rasio *book-to-market* perusahaan yang tergabung pada portofolio *high book-to-market* sebesar 1,03. Pada portofolio *medium book-to-market* sebesar 0,54. Kemudian rata-rata nilai rasio *book-to-market* perusahaan yang tergabung pada portofolio *low book to market* sebesar 0,21.

Mengacu pada hasil tabel 4.3, *excess return* portofolio *high book-to-market* (saham *value*) tertinggi yaitu sebesar 2,68% pada tahun 2020, sedangkan terendah yaitu sebesar -3,14% pada tahun 2019. *Excess return* portofolio *medium book-to-market*

tertinggi yaitu sebesar 1,59% pada tahun 2021, sedangkan terendah yaitu sebesar -2,65% pada tahun 2019. *Excess return* portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) tertinggi yaitu sebesar 3,61% pada tahun 2021, sedangkan terendah yaitu sebesar -2,16% pada tahun 2019. Portofolio *high book-to-market* menghasilkan rata-rata *excess return* lebih besar dibandingkan dengan *excess return* portofolio *medium* ataupun *low book-to-market*. Hal ini menunjukkan bahwa selama periode penelitian, berinvestasi pada portofolio *high book-to-market* lebih menguntungkan.

Perusahaan yang tergabung pada portofolio dengan rasio *book-to-market* tinggi terdiri dari 1 perusahaan pada sektor pertambangan, makanan, dan infrastruktur. Kemudian 2 perusahaan pada sektor keuangan dan 3 perusahaan pada sektor properti. Perusahaan penyusun portofolio dengan rasio *book-to-market* menengah terdiri dari 1 perusahaan sektor keuangan, infrastruktur, sektor aneka industri, dan sektor industri dasar dan kimia. Kemudian 2 perusahaan pada sektor pertambangan, dan makanan, dan 3 perusahaan pada sektor perdagangan jasa dan investasi. Perusahaan yang tergabung pada portofolio dengan rasio *book-to-market* rendah terdiri dari 1 perusahaan pada sektor pertambangan metal dan mineral, sektor industri dasar dan kimia, dan sektor infrastruktur. Kemudian 2 perusahaan pada sektor keuangan dan 3 perusahaan pada sektor makanan. Berdasarkan jumlah perusahaan berdasarkan sektor pada masing-masing portofolio, dapat disimpulkan bahwa portofolio dengan rasio *book-to-market* tinggi didominasi oleh perusahaan sektor properti, portofolio dengan rasio *book-to-market* menengah didominasi oleh perusahaan sektor perdagangan jasa dan investasi, kemudian portofolio dengan rasio *book-to-market* rendah didominasi oleh perusahaan sektor makanan.

Hasil pada tabel 4.4 menunjukkan bahwa tiga dari lima tahun periode penelitian didapatkan nilai *return value premium* positif pada tahun 2017, 2018, dan 2020. Pada tahun 2017 didapatkan nilai *return value premium* sebesar 2,51% dengan jarak nilai rata-rata rasio *book-to-market* antara portofolio *high* dan *low book-to-market* sebesar 0,62. Pada tahun 2018, nilai *return value premium* sebesar 0,62% dengan jarak nilai rata-rata rasio *book-to-market* antara portofolio *high* dan *low book-to-market* sebesar 0,72. Kemudian pada tahun 2020, nilai *return value premium* sebesar 3,47% dengan jarak nilai rata-rata rasio *book-to-market* antara portofolio *high* dan *low book-to-market* sebesar 0,93. Hasil *return value premium* tersebut didapatkan karena nilai *excess return* portofolio *high-book-to-market* (saham *value*) lebih besar daripada nilai *excess return* portofolio *low-book-to-market* (saham *growth*). Artinya, terdapat anomali *value premium* pada tahun 2017, 2018, dan 2020. Hal ini sesuai dengan pemaparan Mogapi (2018) yang menyatakan bahwa anomali *value premium* terjadi ketika kinerja saham *value* atau portofolio *high book-to-market* lebih besar daripada kinerja portofolio *low book-to-market* (saham *growth*). *Return value premium* tertinggi pada penelitian ini yaitu pada tahun 2020 sebesar 3,47%.

Berdasarkan hasil perhitungan *return value premium*, dua dari lima tahun periode penelitian didapatkan nilai *return value premium* negatif pada tahun 2019 dan 2021. Pada tahun 2019, didapatkan nilai *return value premium* sebesar -0,98% dengan jarak

nilai rata-rata rasio *book-to-market* antara portofolio *high* dan *low book-to-market* sebesar 0,96. Kemudian pada tahun 2021, *return value premium* sebesar -1,31% dengan jarak nilai rata-rata rasio *book-to-market* antara portofolio *high* dan *low book-to-market* sebesar 0,86. Hasil *return value premium* negatif didapatkan karena nilai *excess return* portofolio *high-book-to-market* (saham *value*) lebih rendah daripada nilai *excess return* portofolio *low-book-to-market* (saham *growth*). Pada kondisi ini, strategi terbaik untuk mendapatkan keuntungan yaitu menggunakan strategi *growth investing* (Lakonishok dan Chan, 2004). Strategi tersebut berfokus dengan mengambil keuntungan pada prospek pertumbuhan perusahaan dan *capital gain* (Forsberg dan Sundqvist, 2022).

Gambar 4.1 menjelaskan mengenai fluktuasi *return value premium*. Pada tahun 2017, *return value premium* sebesar 2,51%. Kemudian pada tahun 2018, *return value premium* sebesar 0,62%. Pada tahun ini terjadi penurunan *return value premium* sebesar 1,89% dari tahun sebelumnya. Hal ini disebabkan pada tahun 2018 nilai *return* portofolio *high book-to-market* (tabel 4.4) mengalami penurunan sebesar 0,53% dari tahun sebelumnya dan nilai *return* portofolio *low book-to-market* (tabel 4.4) mengalami peningkatan sebesar 1,36% dari tahun sebelumnya. Pada tahun tersebut nilai *return* portofolio *high book-to-market* masih mengalahkan nilai *return* portofolio *low book-to-market*. *Return* pasar IHSG pada tahun 2018 dalam kondisi *bearish* dengan *return* -0,17%, menurun sebesar 1,72% dari tahun sebelumnya. Hal ini searah dengan pergerakan *value premium*. Pada tahun 2018 anomali *value premium* terjadi saat kondisi pasar sedang *bearish*. Memanfaatkan anomali *value premium* tahun 2018 pada perusahaan LQ45 lebih menguntungkan daripada pasar IHSG, karena *return value premium* pada perusahaan LQ45 lebih besar daripada pasar IHSG.

Pada tahun 2019, *return value premium* sebesar -0,98%. Pada tahun ini terjadi penurunan *return value premium* sebesar 1,60% dari tahun sebelumnya. Hal ini disebabkan pada tahun 2019 nilai *return* portofolio *high book-to-market* (tabel 4.4) mengalami penurunan sebesar 3,67% dari tahun sebelumnya dan nilai *return* portofolio *low book-to-market* (tabel 4.4) mengalami penurunan sebesar 2,07% dari tahun sebelumnya. Pada tahun tersebut nilai *return* portofolio *high book-to-market* lebih rendah dari nilai *return* portofolio *low book-to-market*. *Return* pasar IHSG pada tahun 2019 dalam kondisi *bullish* dengan *return* 0,18%, meningkat sebesar 0,35% dari tahun sebelumnya. Hal ini berlawanan arah dengan pergerakan *value premium*. Pada tahun 2019 anomali *value premium* tidak terjadi dan kondisi pasar sedang *bullish*. Menerapkan strategi *growth investing* pada LQ45 di tahun ini tidak lebih baik daripada berinvestasi pada pasar IHSG, karena *return* pasar IHSG masih mengungguli *return* portofolio *low book-to-market* (saham *growth*).

Pada tahun 2020, *return value premium* sebesar 3,47%. Pada tahun ini terjadi peningkatan *return value premium* sebesar 4,45% dari tahun sebelumnya. Hal ini disebabkan pada tahun 2020 nilai *return* portofolio *high book-to-market* (tabel 4.4) mengalami peningkatan sebesar 5,82% dari tahun sebelumnya dan nilai *return* portofolio *low book-to-market* (tabel 4.4) mengalami peningkatan sebesar 1,37% dari

tahun sebelumnya. Pada tahun ini nilai *return* portofolio *high book-to-market* lebih tinggi dari nilai *return* portofolio *low book-to-market*. Tahun 2020 menjadi tahun dengan perolehan dan peningkatan *return value premium* tertinggi selama periode penelitian. *Return* pasar IHSG pada tahun 2020 dalam kondisi *bullish* dengan *return* 1,29%, meningkat sebesar 1,11% dari tahun sebelumnya. Hal ini searah dengan pergerakan *value premium*. Pada tahun 2020 anomali *value premium* terjadi saat kondisi pasar sedang *bullish*. Memanfaatkan anomali *value premium* tahun 2020 pada perusahaan LQ45 lebih menguntungkan daripada pasar IHSG, karena *return value premium* pada perusahaan LQ45 lebih besar daripada pasar IHSG.

Pada tahun 2021, *return value premium* sebesar -1,31%. Pada tahun ini terjadi penurunan *return value premium* sebesar 4,78% dari tahun sebelumnya. Hal ini disebabkan pada tahun 2021 nilai *return* portofolio *high book-to-market* (tabel 4.4) mengalami penurunan sebesar 0,39% dari tahun sebelumnya dan nilai *return* portofolio *low book-to-market* (tabel 4.4) mengalami peningkatan sebesar 4,40% dari tahun sebelumnya. Pada tahun tersebut nilai *return* portofolio *high book-to-market* lebih rendah dari nilai *return* portofolio *low book-to-market*, sehingga tidak terjadi anomali *value premium*. Tahun 2021 menjadi tahun dengan perolehan *return value premium* terendah dan penurunan *return value premium* terbesar selama periode penelitian. *Return* pasar IHSG pada tahun 2021 dalam kondisi *bullish* dengan *return* 1,34%, meningkat sebesar 0,05% dari tahun sebelumnya. Hal ini berlawanan arah dengan pergerakan *value premium*. Pada tahun 2021 anomali *value premium* tidak terjadi dan kondisi pasar sedang *bullish*. Menerapkan strategi *growth investing* pada LQ45 di tahun ini akan lebih baik daripada berinvestasi pada pasar IHSG, karena *return* portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) mengungguli *return* pasar IHSG.

Berdasarkan hasil pada gambar 4.1, *value premium* terjadi saat kondisi pasar *bearish* yaitu pada tahun 2018. Kemudian *value premium* terjadi saat kondisi pasar *bullish* pada tahun 2020. Pada tahun 2019 dan 2021, kondisi pasar sedang *bullish* namun tidak terdapat *value premium*. Hal tersebut menunjukkan *value premium* selama periode penelitian terjadi saat kondisi pasar *bearish* ataupun *bullish*. Hasil ini selaras dengan penelitian Athnassakos (2009), dan Rabbani (2016) mengenai keterkaitan *value premium* dan kondisi pasar. Athanassakos (2009) menyimpulkan bahwa *value premium* secara kuat dan konsisten terjadi pada saat kondisi pasar *bullish* ataupun *bearish*, begitupun saat ekspansi dan resesi. Rabbani (2016) menjelaskan bahwa *value premium* tidak bergantung pada beberapa *outlier*. *Value premium* dipengaruhi oleh *return* positif dari saham *value* yang membentuk portofolio *value* dan *value premium* tidak dipengaruhi oleh industri tertentu.

Secara umum pergerakan *return value premium* selama periode penelitian cenderung menurun. Hal ini ditunjukkan oleh garis tren *return value premium* (garis biru putus-putus pada gambar 4.1) yang menunjukkan penurunan. Bahkan pada tahun 2021, garis tren menyentuh nilai negatif. Artinya, pada tahun tersebut tidak didapatkan *return value premium*. Berdasarkan tren tersebut, diartikan bahwa *return value premium* dari tahun ke tahun secara umum menurun bahkan hilang. Hasil tersebut

selaras dengan penelitian Fama dan French (2020). Penelitian tersebut menunjukkan penurunan nilai *value premium* pada paruh kedua sampel tahun 1991-2019. Fama dan French (2020) memaparkan bahwa *value premium* dapat menurun bahkan hilang. Bodie Kane dan Marcus (2019) mengatakan bahwa sejumlah anomali tidak memperlihatkan ketahanannya setelah dilaporkan dan masuk ke dalam referensi akademik. Strategi *book-to-market* banyak mendapat perhatian di era 90-an, namun menjadi tidak efektif selama dekade 90-an.

#### **4.3.2 Hasil Uji Normalitas**

Hasil uji normalitas pada tabel 4.5 menunjukkan bahwa signifikansi data *excess return* portofolio *high book-to-market* yaitu sebesar 0,240. Kemudian signifikansi data *excess return* portofolio *low book-to-market* yaitu sebesar 0,212. Berdasarkan hasil signifikansi pada tabel 13, didapatkan hasil bahwa kedua data tersebut memiliki signifikansi di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa data *excess return* portofolio *high book-to-market* dan *excess return* portofolio *low book-to-market* terdistribusi secara normal.

#### **4.3.2 Hasil Uji Homogenitas**

Hasil uji homogenitas pada tabel 4.6 menunjukkan bahwa signifikansi data *excess return* portofolio *high book-to-market* dan *excess return* portofolio *low book-to-market* yaitu sebesar 0,960. Berdasarkan hasil tersebut didapatkan bahwa kedua data tersebut memiliki signifikansi di atas 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa data *excess return* portofolio *high book-to-market* dan *excess return* portofolio *low book-to-market* adalah homogen.

#### **4.3.3 Uji Beda *Excess Return* Portofolio *High Book-to-Market* dan *Low Book-to-Market***

Uji beda dilakukan pada objek penelitian yaitu *excess return* portofolio *high book-to-market* dengan *excess return* portofolio *low book-to-market*. Adapun hipotesis yang dibentuk adalah sebagai berikut:

$H_0$  = Tidak terdapat perbedaan *excess return* portofolio *high book-to-market* (saham *value*) dengan *excess return* portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021.

$H_1$  = Terdapat perbedaan *excess return* portofolio *high book-to-market* (saham *value*) dengan *excess return* portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021.

Hasil pada tabel 4.7 menunjukkan bahwa *excess return* portofolio *high book-to-market* memiliki 5 data yang diteliti, dengan rata-rata nilai *excess return* portofolio sebesar 0,682%, simpangan baku sebesar 2,311% dan rata-rata standar error sebesar 1,034%. *Excess return* portofolio *low book-to-market* memiliki 5 data yang diteliti,

dengan rata-rata nilai *excess return* portofolio sebesar -0,178%, simpangan baku sebesar 2,250% dan rata-rata standar error sebesar 1,006%.

Hasil uji beda pada tabel 4.8 menjelaskan hasil uji beda *excess return* portofolio *high book-to-market* dengan *excess return* portofolio *low book-to-market*. Hasil pada tabel tersebut menunjukkan nilai *mean difference* atau selisih rata-rata *excess return* portofolio *high book-to-market* dengan *excess return* portofolio *low book-to-market* sebesar 0,860%. Kemudian *standar error difference* atau selisih standar error *excess return* portofolio *high book-to-market* dengan *excess return* portofolio *low book-to-market* sebesar 1,4426%. Hasil nilai signifikansi *2 tailed* sebesar 0,568.

Berdasarkan hasil uji beda menggunakan *independent sample t-test* didapatkan nilai hasil signifikansi *2-tailed*  $> 0,05$ . Hal tersebut menunjukkan bahwa  $H_0$  diterima. Artinya, tidak terdapat perbedaan *excess return* pada portofolio *high book-to-market* (saham *value*) dengan *excess return* portofolio *low book-to-market* (saham *growth*) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021. Hasil uji beda tersebut menunjukkan bahwa selama periode penelitian, berinvestasi pada portofolio *high book-to market* (saham *value*) menghasilkan *excess return* yang cenderung sama dengan portofolio *low book to market* (saham *growth*). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Pahlevi (2015) dan Rabbani (2016).

Pahlevi (2015) melakukan penelitian dengan sampel saham perusahaan yang tercatat di LQ45 selama periode Januari 2009 - Desember 2013. Penelitian tersebut menemukan bahwa tidak ada perbedaan *return* dan *risk-adjusted performance* yang signifikan antara formasi portofolio saham *value* dan *glamour* selama periode 2009-2013. Menurut Kuntarto (2009), *high book-to-market* dikelompokkan berdasarkan saham dengan nilai PBV rendah (saham *value*) sedangkan *low book-to-market* dikelompokkan berdasarkan saham dengan nilai PBV tinggi (saham *growth*).

Rabbani (2016) melakukan penelitian dengan sampel saham perusahaan yang tergabung pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2002-2015. Penelitian tersebut menemukan bahwa tidak ada perbedaan *return* yang signifikan pada portofolio saham *value* dengan portofolio saham *growth*.



## **BAB V**

### **SIMPULAN DAN SARAN**

#### **5.1 Simpulan**

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan mengenai “Anomali Value Premium pada Perusahaan LQ45 yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2021”, maka diperoleh simpulan sebagai berikut:

1. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *excess return* portofolio *high book-to-market* dengan *excess return* portofolio *low book-to-market*. Hal ini menunjukkan bahwa berinvestasi pada portofolio *high book to market* atau portofolio *low book-to-market* selama periode penelitian mendapatkan nilai *excess return* yang cenderung sama.

#### **5.2 Saran**

Adapun saran berdasarkan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya diharapkan tidak hanya menggunakan saham yang konsisten saja. Disarankan menggunakan seluruh saham yang tergabung pada konstituen indeks yang diteliti, karena konstituen indeks kemungkinan berbeda tiap semester. Hal ini bertujuan agar hasil dapat mencerminkan dan mewakili perilaku *return* setiap tahun dari indeks yang diteliti.
2. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan sub sektor sebagai unit analisis. Hal ini bertujuan agar rasio *book-to-market* yang diteliti lebih beragam.
3. Penelitian selanjutnya diharapkan untuk memperpanjang periode penelitian. Penelitian ini hanya menggunakan 5 tahun sehingga tidak begitu akurat dalam memperlihatkan siklus perubahan situasi ekonomi dan anomali *value premium* yang terjadi di Indonesia. Memperpanjang periode penelitian bertujuan untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat.
4. Bagi investor yang berinvestasi pada indeks LQ45, penelitian ini membuktikan bahwa hasil yang diperoleh dari portofolio *high book-to-market* dan *low book-to-market* adalah sama. Hal ini menunjukkan bahwa investor tidak dapat memanfaatkan anomali *value premium* untuk mendapatkan return yang lebih.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abbas, Z., et al. (2015). A Study to Check the Applicability of Fama and French, Three-Factor Model on KSE 100-Index from 2004-2014. *International Journal of Financial Research*, Vol 6, p.93-94.
- Anwar, M. (2019). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Penerbit Kencana.
- Athanassakos, G. (2009). Value versus Growth Stock Returns and the Value Premium: The Canadian Experience 1985–2005. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Vol 26.
- Azis, M. Mintarti, S. Nadir, M. (2015). *Manajemen Investasi: Fundamental, Teknikal, Perilaku Investor dan Return Saham*. Edisi pertama. Yogyakarta: Deepublish.
- Berk, J. and DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance*. Edisi ke tiga. Boston: Pearson Education.
- Bodie, Z. Kane, A. & Marcus, A. J. (2019). *Dasar-Dasar Investasi*. Edisi ke sembilan. Jakarta: Salemba Empat.
- Bodie, Z. Kane, A. & Marcus, A. J. (2018). *Invesments*. Edisi ke sebelas. New York: McGraw-Hill Education.
- Brown, S., et al. (2008). The Returns to Value and Momentum in Asian Markets. *Emerging Markets Review*, Vol 9, p.79–88.
- Brunnermeier, M.K. and Oehmke, M. (2009). Complexity in Financial Markets. *Princeton University*, Vol 8.
- Davis, J.L. Fama, E.F. and French, K.R. (1999). Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929-1997. *The Center for Research in Security Prices*.
- Darusman, D. (2019). Analisis Pengaruh Firm Size, Book to Market Ratio, Price Earning Ratio, dan Momentum Terhadap Return Portofolio Saham. *Universitas Diponegoro*.
- Dewanti, K. dan Suaryana, I.G. (2018). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Price Book Value (PBV) dengan Manajemen Laba Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol 24.
- Donnelly, R. (2019). The Book-to-Market Ratio, Optimism And Valuation. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Vol 4.
- Ekananda, M. (2019). *Manajemen Investasi*. Jakarta: Erlangga.

- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory And Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol 25, p.383-417.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1992). The Cross-Section Of Expected Stock Returns. *The Journal Of Finance*, Vol 47.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, Vol 33.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Financial*, Vol 50.
- Fama, E.F. and French, K.R. (2020). The Value Premium. *Chicago Booth Paper*, Vol 20.
- Forsberg, B. and Sundqvist, J. (2022). The Value and Growth Investment Strategies on the Swedish Stock Market. *Linkoping University*.
- Gagliolo, F. and Cardullo, G. (2020). Value Stocks and Growth Stocks: A Study of the Italian Market. *International Journal of Economics and Financial Issues*. Vol 10.
- Gunawan, K.H. Sujana, I.K. dan Suputra, D. (2017). Perbedaan Return-Sesuaian Risiko Antara Value Stock Dan Growth Stock di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, Vol 6.
- Halim, P. dan Widanaputra, A. (2018). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan dan Risiko Bisnis Pada Struktur Modal. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol 23.
- Hanafi, M.H. (2018). *Manajemen Keuangan*. Edisi ke dua. Yogyakarta: BPFEE.
- Handini, S. dan Astawinetu, E. (2020). *Manajemen Keuangan: Teori dan Praktek*. Surabaya: Scopindo Media Pustaka.
- Handini, S. dan Astawinetu, E. (2020). *Teori Portofolio dan Pasar Modal Indonesia*. Penerbit Scopindo Media Pustaka. Surabaya: Scopindo Media Pustaka.
- Hartono, J. (2019). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi ke sebelas. Yogyakarta: BPFEE.
- Jones, C.P. (2019). *Investasi: Prinsip dan Konsep*. Edisi ke dua belas. Jakarta: Salemba Empat.
- Joshipura, M. and Peswani, S. (2018). The Volatility Effect in Value and Growth Stocks: Evidence from India. *NMIMS Management Review*, Vol 36.
- Justina, D. (2017). Pengaruh Firm Size dan Market to Book Ratio Terhadap Return Portofolio. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya*, 138-145.

- Lakonishok, J. dan Chan, L. (2004). Value and Growth Investing: Review and Update. *Financial Analysts Journal*, Vol 60.
- Latifah, H.C. dan Suryani, A.W. (2020). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Harga Saham. *Jurnal Akuntansi Aktual*, Vol 7.
- Lee, E., et al. (2014). Did The Value Premium Survive The Subprime Credit Crisis. *The British Accounting Review*, Vol 30.
- Kuntarto, F. (2009). Analisis Growth Stock, Value Stock dan Eksistensi Value Premium di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2009. *Universitas Gadjah Mada*.
- Maio, P. Barroso, P. and Detzel, A. (2021). The Volatility Puzzle Of The Low-Risk Anomaly. *JEL classification*.
- Markowitz, H. (1952). Portofolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol 7.
- McLaney, E.J. (2017). *Business Finance: Theory and Practice*. Edisi ke sebelas. New York: Pearson Education.
- Mogapi, B. (2018). The Value Premium Anomaly: Evidence From The JSE In The Post-Global Financial Crisis Era. *International Journal of Economics and Financial Issues*.
- Mulya, Y., Zaini, O.K., Ramdani, S.H. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Excess Return dengan Pendekatan Model Tiga Faktor Fama-French. *Call for Papers FMI 2019 Samarinda*.
- Musthafa. (2017). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi.
- Nuzula, N.F. dan Nurlaily, F. (2020). *Dasar-Dasar Manajemen Investasi*. Edisi pertama. Malang: UB Press.
- Pahlevi, N.R. (2015). Evaluasi Return Dan Risk Adjusted Performance Portofolio Value Versus Glamour Pada Pasar Modal Indonesia. *Diponegoro Journal Of Management*.
- Pemerintah Indonesia. (1995). *Undang-Undang (UU) No. 8 Tahun 1995, Bab 1 Pasal 1 tentang Pasar Modal*. Kementerian Keuangan, Jakarta.
- Pontiff, J. and Schall, L.D. (1998). Book-To-Market Ratios As Predictors of Market Returns. *Journal of Financial Economics*, Vol 49.
- Pratika, R.A. dan Asri, M. (2022). *Analisis Eksistensi Value Premium dan Fenomena Small Cap Effect Di Bursa Efek Indonesia*. Tesis. Universitas Gadjah Mada.

- Putri, A. (2020). *Pengaruh Fama-French Three Factor Model Terhadap Excess Return Saham Pada Perusahaan LQ45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019*. Skripsi. Universitas Pakuan.
- Rabbani, M.F. dan Muharam, H. (2016). Analisis Value Stock Dan Growth Stock Di Bursa Efek Indonesia Setelah Krisis Global 2008 Studi Kasus Pada Perusahaan Di Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2015. *Diponegoro Journal Of Management*, Vol 6.
- Suganda, T.R. (2018). *Event Study: Teori dan Pembahasan Reaksi Pasar Modal Indonesia*. Edisi pertama. Malang: Seribu Bintang.
- Sulindawati, G. Yuniarta, G.A. dan Purnamawati, G.A. (2020). *Manajemen Keuangan Sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Bisnis*. Edisi ke dua. Jakarta: Rajawali Pers.
- Sutrisno, B. et al. (2018). Pengaruh CGPI, Kualitas Audit, Ukuran Perusahaan dan Leverage terhadap manajemen laba. *Journal of Applied Business and Economics*, Vol 4.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Kanisius.
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar Modal: Manajemen Portofolio & Investasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Titman, S. Keown, A.J. and Martin, J.D. (2021). *Financial Management: Principles and Applications*. United Kingdom: Pearson Education.
- Sintia, I. Pasarella, M.D. dan Nohe, D.A. (2022). Perbandingan Tingkat Konsistensi Uji Distribusi Normalitas Pada Kasus Tingkat Pengangguran di Jawa. Di dalam: *Seminar Nasional Matematika, Statistika, dan Aplikasinya*. Samarinda: e-ISSN: 2657-232X.
- Van Horne, J. and Wachowicz J.M. (2008). *Fundamentals of Financial Management*. Edisi ke tiga belas. Boston: Pearson Education Limited.
- Zulkarnain, S.K. (2022). *Uji Beda Kualitas Layanan Pada Coffeshop Asing Dan Coffeshop Lokal (Studi Pada Konsumen Starbucks Dan Retrorika)*. Disertasi. Universitas Brawijaya.

## **WEBSITE**

[www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

[www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)

## DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Fajar Firdaus Malika  
Alamat : Kp. Pasarebo 004/003, desa Selaawi, kecamatan  
Sukaraja, kabupaten Sukabumi, Jawa Barat  
Agama : Islam  
Pendidikan  
• SD : SDN 2 Selaawi Sukabumi  
• SMP : SMPN 1 Sukaraja Sukabumi  
• SMA : SMAN 2 Sukabumi  
• Perguruan Tinggi : Institut Pertanian Bogor  
Universitas Pakuan

Bogor, 8 Februari 2023

(Fajar Firdaus Malika)

# LAMPIRAN

## Lampiran 1. Harga Saham Perusahaan Sampel untuk Portofolio 2017

No	Kode Emiten	HARGA SAHAM JUNI 2017 s/d JUNI 2018 (Rp)												
		2017							2018					
		Jun	Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	INCO	1.850	2.420	2.970	2.590	2.940	3.040	2.890	3.750	3.390	2.790	3.160	3.860	4.040
2	ANTM	695	690	740	640	645	665	625	915	955	775	845	865	890
3	BBTN	2.600	2.600	3.010	3.150	2.760	3200	3.570	3.660	3.740	3.800	3.110	3.050	2.450
4	ADRO	1.580	1.800	1.825	1.825	1.825	1700	1.860	2.450	2.350	2.130	1.835	1.885	1.790
5	BBNI	6.600	7.450	7.350	7.400	7.600	8100	9.900	9.400	9.725	8.675	8.050	8.475	7.050
6	BSDE	1.830	1.790	1.835	1.770	1.720	1650	1.700	1.820	1.935	1.780	1.690	1.705	1.565
7	INDF	8.600	8.375	8.375	8.425	8.200	7325	7.625	7.750	7.575	7.200	6.975	7.075	6.650
8	BMRI	6.375	6.825	6.550	6.725	7.050	7400	8.000	8.150	8.300	7.675	7.125	7.050	6.850
9	PGAS	2.250	2.250	2.120	1.575	1.840	1700	1.750	2.610	2.670	2.300	1.985	2.070	1.995
10	SMGR	10.000	9.950	10.475	10.125	10.900	9400	9.900	11.150	11.125	10.350	9.650	8.400	7.125
11	UNTR	27.450	30.100	30.300	32.000	34.675	33500	35.400	38.900	35.600	32.000	34.100	35.050	31.600
12	BBRI	3.050	2.955	3.025	3.055	3.120	3210	3.640	3.700	3.780	3.600	3.220	3.080	2.840
13	INTP	18.450	17.500	19.800	18.900	22.450	18425	21.950	21.800	21.975	16.000	17.725	17.625	13.650
14	JSMR	5.350	5.850	5.825	5.600	6.500	6375	6.400	5.700	5.350	4.580	4.370	4.450	4.180
15	ASII	8.925	7.975	7.875	7.900	8.000	7975	8.300	8.500	8.075	7.300	7.150	6.900	6.600
16	MNCN	1.840	1.800	1.490	1.320	1.560	1300	1.285	1.525	1.535	1.415	1.325	1.200	920
17	PTBA	2.390	2.620	2.475	2.090	2.295	11250	2.460	3.400	3.170	2.940	3.240	3.800	3.970
18	GGRM	78.300	76.100	69.200	65.800	70.000	76525	83800	81.050	79.750	72.475	69.325	68.500	67.250
19	AKRA	6.525	6.900	6.775	7.100	7.450	6350	6350	6.225	6.100	5.675	4.900	4.920	4.300
20	BBCA	18.150	18.700	18.950	20.300	20.900	20350	21900	22.725	23.175	23.300	22.100	22.700	21.475
21	TLKM	4.520	4.690	4.690	4.680	4.030	4150	4440	3.990	4.000	3.600	3.830	3.520	3.750
22	PTPP	3.140	3.030	2.810	2.310	2.850	2570	2640	3.130	3.100	2.610	2.430	2.580	1.995
23	WIKA	2.210	2.080	1.985	1.790	1.970	1805	1550	2.080	1.925	1.680	1.585	1.670	1.325
24	ICBP	8.800	8.350	8.725	8.725	8.800	8450	8900	8.725	8.975	8.275	8.675	8.700	8.850
25	KLBF	1.625	1.735	1.710	1.665	1.600	1600	1690	1.665	1.600	1.500	1.505	1.370	1.220
26	HMSP	3.840	3.550	3.640	3.860	3.980	4100	4730	4.900	4.280	3.980	3.540	3.790	3.580
27	UNVR	9.760	9.790	10.110	9.795	9.920	9860	11180	10.880	10.780	9.905	9.270	9.120	9.220



Lampiran 2. Portofolio *High Book-to-Market* 2017

No	Kode Emiten	BM Des 2016	Excess Return Juli 2017 s/d Juni 2018 (%)											
			2017						2018					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	INCO	1,01	30,44	22,36	-13,16	13,14	3,03	-5,30	29,39	-9,97	-18,07	12,89	21,78	4,29
2	ANTM	0,95	-1,09	6,88	-13,88	0,41	2,73	-6,39	46,03	4,00	-19,22	8,66	2,00	2,52
3	BBTN	0,90	-0,37	15,40	4,28	-12,75	15,57	11,19	2,15	1,82	1,23	-18,53	-2,30	-20,04
4	ADRO	0,85	13,55	1,02	-0,37	-0,37	-7,22	9,04	31,35	-4,45	-9,73	-14,22	2,35	-5,41
5	BBNI	0,84	12,51	-1,71	0,31	2,33	6,21	21,85	-5,42	3,09	-11,17	-7,57	4,91	-17,18
6	BSDE	0,66	-2,56	2,14	-3,91	-3,20	-4,44	2,66	6,69	5,95	-8,38	-5,43	0,52	-8,58
7	INDF	0,65	-2,99	-0,37	0,23	-3,04	-11,04	3,73	1,27	-2,63	-5,32	-3,50	1,06	-6,38
8	BMRI	0,60	6,69	-4,40	2,30	4,46	4,59	7,74	1,50	1,47	-7,90	-7,54	-1,42	-3,21
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			7,02	5,16	-3,03	0,12	1,18	5,56	14,12	-0,09	-9,82	-4,40	3,61	-6,75
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			1,06											

Lampiran 3. Portofolio *Medium Book-to-Market* 2017

No	Kode Emiten	BM Des 2016	Excess Return Juli 2017 s/d Juni 2018 (%)											
			2017						2018					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	PGAS	0,58	-0,37	-6,15	-26,08	16,4	-7,98	2,57	48,77	1,93	-14,23	-14,07	3,91	-4,0
2	SMGR	0,53	-0,87	4,91	-3,71	7,28	-14,13	4,95	12,26	-0,6	-7,34	-7,13	-13,32	-15
3	UNTR	0,49	9,28	0,29	5,24	7,99	-3,76	5,30	9,52	-8,8	-10,48	6,19	2,42	-10
4	BBRI	0,49	-3,48	2,00	0,62	1,76	2,51	13,0	1,28	1,79	-5,13	-10,93	-4,72	-8
5	INTP	0,46	-5,52	12,77	-4,92	18,4	-18,30	18,8	-1,05	0,43	-27,56	10,41	-0,93	-22
6	JSMR	0,45	8,98	-0,80	-4,23	15,7	-2,29	0,02	-11,3	-6,5	-14,76	-4,96	1,46	-6
7	ASII	0,41	-11,01	-1,62	-0,05	0,90	-0,68	3,71	2,04	-5,4	-9,97	-2,42	-3,87	-5
8	MNCN	0,40	-2,54	-17,59	-11,78	17,8	-17,04	-1,52	18,31	0,29	-8,19	-6,73	-9,80	-24
9	PTBA	0,36	9,25	-5,90	-15,93	9,44	3,89	-7,5	37,84	-7,1	-7,63	9,83	16,91	4,10
10	GGRM	0,32	-3,18	-9,44	-5,28	6,01	8,95	9,14	-3,65	-1,9	-9,49	-4,72	-1,56	-2,2
11	AKRA	0,29	5,38	-2,18	4,43	4,56	-15,14	-0,37	-2,34	-2,3	-7,34	-14,03	0,04	-13
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			0,54	-2,16	-5,61	9,67	29,27	-2,08	10,15	-2,6	-11,10	-3,50	-0,86	-9,7
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			1,00											

Lampiran 4. Portofolio *Low Book-to-Market* 2017

No	Kode Emiten	BM Des 2016	Excess Return Juli 2017 s/d Juni 2018 (%)											
			2017						2018					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	BBCA	0,29	2,66	0,97	6,75	2,59	-3,00	7,25	3,40	1,61	0,17	-5,52	2,34	-5,77
2	TLKM	0,26	3,39	-0,37	-0,58	-14,26	2,61	6,62	-10,51	-0,12	-10,37	6,02	-8,46	6,16
3	PTPP	0,26	-3,87	-7,63	-18,16	23,01	-10,19	2,35	18,19	-1,33	-16,18	-7,27	5,80	-23,04
4	WIKA	0,25	-6,25	-4,94	-10,19	9,69	-8,75	-14,50	33,82	-7,82	-13,10	-6,02	4,99	-21,03
5	ICBP	0,18	-5,48	4,12	-0,37	0,49	-4,35	4,96	-2,34	2,50	-8,17	4,46	-0,08	1,35
6	KLBF	0,17	6,40	-1,81	-3,00	-4,27	-0,37	5,25	-1,85	-4,27	-6,62	-0,04	-9,34	-11,32
7	HMSP	0,07	-7,92	2,17	5,67	2,74	2,64	15,00	3,22	-13,02	-7,38	-11,43	6,69	-5,91
8	UNVR	0,02	-0,06	2,90	-3,49	0,91	-0,98	13,02	-3,05	-1,29	-8,49	-6,78	-1,99	0,73
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			-1,39	-0,57	-2,92	2,61	-2,80	4,99	5,11	-2,97	-8,77	-3,32	-0,01	-7,35
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			-1,45											

## Lampiran 5. Harga Saham Perusahaan Sampel untuk Portofolio 2018

No	Kode Emiten	HARGA SAHAM JUNI 2018 s/d JUNI 2019 (Rp)												
		2018							2019					
		Jun	Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	ANTM	890	915	870	845	680	615	765	965	1.015	885	865	725	845
2	PGAS	1.995	1.700	2.140	2.250	2.220	1.955	2.120	2.570	2.540	2.360	2.320	2.060	2.110
3	WIKA	1.325	1.550	1.550	1.365	1.100	1.505	1.655	1.895	1.785	2.150	2.420	2.270	2.430
4	ADRO	1.790	1.905	1.865	1.835	1.650	1.285	1.215	1.390	1.310	1.340	1.305	1.295	1.360
5	INCO	4.040	4.370	3.800	3.710	2.920	3.030	3.260	3.850	3.740	3.390	3.050	2.700	3.120
6	BSDE	1.565	1.350	1.200	1.155	1.100	1.350	1.255	1.330	1.355	1.420	1.435	1.350	1.535
7	PTPP	1.995	2.080	1.900	1.525	1.330	1.855	1.805	2.340	2.000	2.100	2.400	1.970	2.210
8	INDF	6.650	6.350	6.375	5.900	5.975	6.600	7.450	7.750	7.075	6.425	6.950	6.600	7.025
9	BBTN	2.450	2.360	2.750	2.630	2.120	2.670	2.540	2.740	2.430	2.450	2.530	2.470	2.460
10	BBNI	7.050	7.400	7.800	7.400	7.325	8.500	8.800	9.075	8.800	9.400	9.600	8.400	9.200
11	MNCN	920	985	905	805	780	790	690	845	935	750	940	1.140	1.040
12	SMGR	7.125	7.600	9.450	9.925	9.000	12.025	11.500	12.675	12.650	13.875	13.500	11.550	11.575
13	PTBA	3.970	4.480	4.050	4.320	4.250	4.020	4.300	4.310	3.980	4.210	3.960	3.060	2.960
14	ASII	6.600	7.150	7.250	7.350	7.900	8.550	8.225	8.450	7.150	7.300	7.625	7.450	7.450
15	BMRI	6.850	6.650	6.900	6.725	6.850	7.400	7.375	7.450	7.125	7.475	7.725	7.675	8.025
16	JSMR	4.180	4.690	4.530	4.470	4.150	4.130	4.280	4.920	5.225	5.975	6.100	5.700	5.725
17	BBRI	2.840	3.070	3.180	3.150	3.150	3.620	3.660	3.850	3.850	4.110	4.370	4.100	4.360
18	UNTR	31.600	35.250	34.400	33.000	33.500	27.500	27.350	25.725	26.500	27.000	27.175	25.350	28.200
19	AKRA	4.300	4.210	3.610	3.670	3.460	3.900	4.290	5.250	5.550	4.730	4.450	3.980	4.090
20	INTP	13.650	14.125	17.725	18.500	17.300	19.100	18.450	19.225	19.225	21.350	22.000	21.200	20.000
21	GGRM	67.250	75.150	73.000	74.050	72.300	82.000	83.625	83.650	85.400	83.200	84.475	80.475	76.875
22	TLKM	3.750	3.570	3.490	3.640	3.850	3.680	3.750	3.900	3.860	3.960	3.790	3.900	4.140
23	BBCA	21.475	23.275	24.800	24.150	23.650	26.050	26.000	28.175	27.575	27.550	28.750	29.100	29.975
24	ICBP	8.850	8.725	8.675	8.825	8.925	9.850	10.450	10.775	10.225	9.325	9.725	9.800	10.150
25	KLBF	1.220	1.295	1.345	1.380	1.370	1.525	1.520	1.600	1.495	1.520	1.545	1.405	1.460
26	HMSP	3.580	3.840	3.830	3.850	3.730	3.680	3.710	3.830	3.800	3.750	3.500	3.380	3.140
27	UNVR	46.100	43.250	43.850	47.025	43.225	42.250	45.400	10.000	9.735	9.840	9.100	8.900	9.000

Lampiran 6. Portofolio *High Book-to-Market* 2018

No	Kode Emiten	BM Des 2017	Excess Return Juli 2018 s/d Juni 2019 (%)											
			2018						2019					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	ANTM	1,20	2,32	-5,41	-3,36	-20,01	-10,05	23,90	25,66	4,69	-13,30	-2,75	-16,67	16,06
2	PGAS	1,00	-15,27	25,39	4,65	-1,82	-12,42	7,95	20,74	-1,66	-7,57	-2,18	-11,69	1,94
3	WIKA	0,94	16,49	-0,49	-12,42	-19,90	36,33	9,48	14,01	-6,29	19,96	12,07	-6,69	6,56
4	ADRO	0,92	5,94	-2,59	-2,10	-10,57	-22,61	-5,94	13,92	-6,24	1,80	-3,10	-1,25	4,53
5	INCO	0,85	7,68	-13,53	-2,86	-21,78	3,28	7,10	17,61	-3,34	-9,85	-10,52	-11,96	15,07
6	BSDE	0,81	-14,23	-11,60	-4,24	-5,25	22,24	-7,52	5,49	1,39	4,31	0,57	-6,41	13,22
7	PTPP	0,76	3,77	-9,14	-20,22	-13,27	38,99	-3,18	29,15	-15,02	4,51	13,80	-18,40	11,69
8	INDF	0,68	-5,00	-0,09	-7,94	0,78	9,97	12,39	3,54	-9,20	-9,68	7,68	-5,52	5,95
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			0,21	-2,18	-6,06	-11,48	8,22	5,52	16,26	-4,46	-1,23	1,95	-9,83	9,38
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			0,53											

Lampiran 7. Portofolio *Medium Book-to-Market* 2018

No	Kode Emiten	BM Des 2017	Excess Return Juli 2018 s/d Juni 2019 (%)											
			2018						2019					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	BBTN	0,54	-4,16	16,04	-4,85	-20	25,46	-5,36	7,39	-12	0,34	2,78	-2,86	-0,89
2	BBNI	0,53	4,48	4,92	-5,62	-1,5	15,55	3,04	2,64	-3,5	6,33	1,64	-12,99	9,04
3	MNCN	0,53	6,58	-8,61	-11,54	-3,6	0,79	-13,1	21,98	10,2	-20,27	24,85	20,79	-9,26
4	SMGR	0,51	6,18	23,85	4,54	-9,8	33,12	-4,85	9,73	-0,7	9,20	-3,19	-14,93	-0,27
5	PTBA	0,45	12,36	-10,09	6,18	-2,1	-5,90	6,48	-0,26	-8,1	5,29	-6,43	-23,22	-3,76
6	ASII	0,44	7,85	0,91	0,89	7,00	7,74	-4,29	2,25	-16	1,61	3,96	-2,78	-0,49
7	BMRI	0,44	-3,41	3,27	-3,02	1,37	7,54	-0,83	0,53	-4,9	4,42	2,86	-1,14	4,07
8	JSMR	0,38	11,71	-3,90	-1,81	-7,6	-0,97	3,14	14,47	5,71	13,87	1,60	-7,05	-0,05
9	BBRI	0,35	7,61	3,10	-1,43	-0,5	14,43	0,62	4,70	-0,5	6,27	5,84	-6,67	5,85
10	UNTR	0,35	11,06	-2,90	-4,56	1,03	-18,40	-1,03	-6,43	2,52	1,40	0,16	-7,20	10,75
11	AKRA	0,34	-2,58	-14,74	1,17	-6,2	12,23	9,51	21,89	5,23	-15,26	-6,41	-11,05	2,28
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			5,24	1,08	-1,82	-3,8	8,33	-0,61	7,17	-2	1,20	2,51	-6,28	1,57
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			1,05											

Lampiran 8. Portofolio *Low Book-to-Market* 2018

No	Kode Emiten	BM Des 2017	Excess Return Juli 2018 s/d Juni 2019 (%)											
			2018						2019					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	INTP	0,30	2,99	25,00	3,88	-6,97	9,92	-3,89	3,71	-0,49	10,57	2,56	-4,12	-6,15
2	GGRM	0,25	11,26	-3,35	0,95	-2,85	12,93	1,49	-0,46	1,60	-3,06	1,04	-5,22	-4,96
3	TLKM	0,25	-5,29	-2,73	3,81	5,28	-4,90	1,41	3,51	-1,51	2,10	-4,78	2,41	5,67
4	BBCA	0,24	7,89	6,06	-3,11	-2,56	9,66	-0,68	7,88	-2,62	-0,58	3,87	0,73	2,52
5	ICBP	0,19	-1,90	-1,06	1,24	0,65	9,88	5,60	2,62	-5,59	-9,29	3,80	0,28	3,08
6	KLBF	0,17	5,66	3,37	2,11	-1,21	10,83	-0,82	4,78	-7,05	1,18	1,16	-9,55	3,43
7	HMSP	0,06	6,77	-0,75	0,03	-3,60	-1,83	0,33	2,75	-1,27	-1,80	-7,15	-3,92	-7,59
8	UNVR	0,02	-6,67	0,90	6,75	-8,57	-2,74	6,97	-7,8	-3,14	0,59	-8,01	-2,69	0,64
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			2,59	3,43	1,96	-2,48	5,47	1,30	-6,71	-2,51	-0,04	-0,94	-2,76	-0,42
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			-0,09											

## Lampiran 9. Harga Saham Perusahaan Sampel untuk Portofolio 2019

No	Kode Emiten	HARGA SAHAM JUNI 2019 s/d JUNI 2020 (Rp)												
		2019							2020					
		Jun	Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	ADRO	1.360	1.270	1.125	1.290	1.310	1.230	1.555	1.225	1.155	990	920	1.100	995
2	PTPP	2.210	2.150	1.850	1.705	1.775	1.350	1.585	1.380	1.205	550	670	725	870
3	BSDE	1.535	1.420	1.350	1.390	1.415	1.250	1.255	1.115	1.000	670	705	635	740
4	MNCN	1.040	1.375	1.240	1.235	1.315	1.250	1.630	1.590	1.285	905	915	850	905
5	ANTM	845	935	1.070	975	890	750	840	720	575	450	510	535	605
6	WIKA	2.430	2.340	2.210	1.925	1.980	1.735	1.990	1.890	1.875	835	950	1.085	1.200
7	PGAS	2.110	2.050	1.920	2.100	2.110	1.920	2.170	1.705	1.280	775	855	860	1.135
8	BBTN	2.460	2.460	2.000	1.960	1.860	2.130	2.120	1.870	1.700	840	880	760	1.245
9	INCO	3.120	3.030	3.530	3.510	3.710	3.000	3.640	3.160	2.450	2.160	2.570	2.780	2.800
10	INDF	7.025	7.075	7.925	7.700	7.700	7.950	7.925	7.825	6.500	6.350	6.525	5.750	6.525
11	BBNI	9.200	8.475	7.700	7.350	7.675	7.500	7.850	7.200	7.025	3.820	4.100	3.830	4.580
12	JSMR	5.725	6.000	5.600	5.700	5.450	4.940	5.175	4.600	4.860	2.540	3.150	3.550	4.400
13	AKRA	4.090	4.000	4.270	3.800	3.960	3.400	3.950	3.310	2.650	1.975	2.400	2.350	2.540
14	UNTR	28.200	24.925	20.925	20.575	21.675	20.925	21.525	19.200	16.600	16.900	16.300	15.700	16.550
15	BMRI	8.025	7.975	7.250	6.975	7.025	6.975	7.675	7.550	7.275	4.680	4.460	4.470	4.950
16	ASII	7.450	7.000	6.675	6.600	6.950	6.500	6.925	6.350	5.525	3.900	3.850	4.770	4.800
17	SMGR	11.575	12.875	13.250	11.550	12.650	11.450	12.000	11.950	10.475	7.625	7.950	9.800	9.625
18	BBRI	4.360	4.480	4.270	4.120	4.210	4.090	4.400	4.460	4.190	3.020	2.730	2.950	3.030
19	INTP	20.000	22.475	21.725	18.725	20.000	19.400	19.025	16.475	14.925	12.500	11.650	12.100	11.800
20	PTBA	2.960	2.740	2.470	2.260	2.250	2.420	2.660	2.210	2.240	2.180	1.875	1.945	2.020
21	TLKM	4.140	4.300	4.450	4.310	4.110	3.930	3.970	3.800	3.490	3.610	3.500	3.150	3.050
22	GGRM	76.875	75.500	69.475	52.375	56.100	50.375	53.000	55.775	51.000	41.100	45.300	48.750	47.175
23	BBCA	29.975	30.950	30.500	30.350	31.450	31.400	33.425	32.400	31.450	27.625	25.850	25.950	28.475
24	KLBF	1.460	1.470	1.690	1.675	1.595	1.525	1.620	1.430	1.220	1.200	1.440	1.415	1.460
25	ICBP	10.150	10.700	12.050	12.025	11.625	11.325	11.150	11.375	10.275	10.225	9.875	8.150	9.350
26	HMSP	3.140	3.030	2.690	2.290	2.130	1.935	2.100	2.070	1.700	1.425	1.595	1.940	1.645
27	UNVR	9.000	8.720	9.770	9.300	8.745	8.360	8.400	7.950	6.825	7.250	8.275	7.750	7.900

## Lampiran 10. Portofolio High Book-to-Market 2019

No	Kode Emiten	BM Des 2018	Excess Return Juli 2019 s/d Juni 2020 (%)											
			2019						2020					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	ADRO	1,67	-7,03	-11,8	14,26	1,14	-6,52	26,01	-21,6	-6,12	-14,70	-7,48	19,2	-9,96
2	PTPP	1,37	-3,12	-14,4	-8,25	3,70	-24,35	17,00	-13,3	-13,1	-54,77	21,4	7,80	19,59
3	BSDE	1,23	-7,90	-5,34	2,55	1,39	-12,07	-0,01	-11,5	-10,7	-33,41	4,81	-10,3	16,13
4	MNCN	1,06	31,80	-10,2	-0,81	6,07	-5,35	29,99	-2,86	-19,6	-29,98	0,70	-7,51	6,06
5	ANTM	1,04	10,24	14,03	-9,29	-9,13	-16,14	11,59	-14,7	-20,5	-22,15	12,9	4,49	12,67
6	WIKA	1,04	-4,11	-5,97	-13,31	2,45	-12,78	14,29	-5,43	-1,20	-55,88	13,4	13,8	10,19
7	PGAS	0,96	-3,25	-6,75	8,97	0,07	-9,41	12,61	-21,8	-25,3	-39,86	9,91	0,18	31,57
8	BBTN	0,86	-0,41	-19,1	-2,41	-5,51	14,11	-0,88	-12,2	-9,50	-51,00	4,35	-14,0	63,41
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			2,03	-7,44	-1,04	0,02	-9,07	13,83	-13	-13,3	-37,72	7,50	1,69	18,71
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			-3,14											

## Lampiran 11. Portofolio Medium Book-to-Market 2019

No	Kode Emiten	BM Des 2018	Excess Return Juli 2019 s/d Juni 2020 (%)											
			2019						2020					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	INCO	0,86	-3,29	16,09	-0,98	5,29	-19,55	20,9	-13,6	22,9	-12,25	18,57	7,76	0,31
2	INDF	0,74	0,30	11,60	-3,25	-0,4	2,84	-0,72	-1,67	-17	-2,72	2,35	-12,29	13,07
3	BBNI	0,63	-8,29	-9,55	-4,96	4,01	-2,69	4,26	-8,69	-2,8	-46,03	6,92	-7,00	19,17
4	JSMR	0,61	4,39	-7,08	1,38	-4,8	-9,77	4,35	-11,5	5,2	-48,15	23,61	12,29	23,53
5	AKRA	0,56	-2,61	6,34	-11,42	3,80	-14,55	16,7	-16,6	-20	-25,88	21,11	-2,49	7,68
6	UNTR	0,53	-12,02	-16,46	-2,08	4,94	-3,87	2,46	-11,2	-13	1,40	-3,96	-4,09	5,00
7	BMRI	0,51	-1,03	-9,50	-4,20	0,31	-1,12	9,63	-2,04	-4,0	-36,08	-5,11	-0,19	10,33
8	ASII	0,51	-6,45	-5,05	-1,53	4,89	-6,88	6,13	-8,71	-13	-29,82	-1,69	23,49	0,22
9	SMGR	0,47	10,82	2,50	-13,24	9,11	-9,90	4,39	-0,83	-13	-27,62	3,85	22,86	-2,20
10	BBRI	0,39	2,34	-5,10	-3,92	1,77	-3,26	7,17	0,95	-6,5	-28,33	-10,01	7,65	2,30
11	INTP	0,33	11,97	-3,75	-14,22	6,40	-3,41	-2,34	-13,8	-9,8	-16,66	-7,21	3,45	-2,89
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			-0,35	-1,81	-5,31	3,21	-6,56	6,55	-7,98	-11	-24,74	4,40	4,68	6,96
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			-2,65											

Lampiran 12. Portofolio *Low Book-to-Market* 2019

No	Kode Emiten	BM Des 2018	Excess Return Juli 2019 s/d Juni 2020 (%)											
			2019						2020					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	PTBA	0,30	-7,84	-10,3	-8,91	-0,85	7,15	9,51	-17,3	0,95	-3,09	-14,4	3,32	3,45
2	TLKM	0,29	3,46	3,08	-3,56	-5,05	-4,79	0,61	-4,69	-8,57	3,03	-3,46	-10,4	-3,58
3	GGRM	0,27	-2,20	-8,39	-25,02	6,70	-10,61	4,80	4,83	-8,97	-19,82	9,81	7,21	-3,64
4	BBCA	0,22	2,84	-1,86	-0,90	3,21	-0,57	6,04	-3,48	-3,34	-12,57	-6,84	-0,02	9,32
5	KLBF	0,20	0,28	14,56	-1,30	-5,19	-4,80	5,82	-12,1	-15,1	-2,05	19,6	-2,15	2,77
6	ICBP	0,18	5,01	12,21	-0,62	-3,74	-2,99	-1,95	1,61	-10,1	-0,90	-3,83	-17,9	14,31
7	HMSP	0,07	-3,91	-11,6	-15,28	-7,40	-9,56	8,12	-1,84	-18,3	-16,59	11,5	21,2	-15,6
8	UNVR	0,03	-3,52	11,63	-5,22	-6,38	-4,81	0,07	-5,77	-14,6	5,82	13,7	-6,75	1,53
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			-0,74	1,17	-7,60	-2,34	-3,87	4,13	-4,85	-9,74	-5,77	3,27	-0,68	1,07
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			-2,16											



## Lampiran 13. Harga Saham Perusahaan Sampel untuk Portofolio 2020

No	Kode Emiten	HARGA SAHAM JUNI 2020 s/d JUNI 2021 (Rp)												
		2020							2021					
		Jun	Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	PTPP	870	975	970	825	915	1.360	1.865	1.635	1.615	1.370	1.220	1.115	915
2	BSDE	740	690	775	740	890	1.050	1.225	1.125	1.160	1.120	1.175	1.120	965
3	ADRO	995	1.085	1.085	1.135	1.129	1.390	1.430	1.200	1.180	1.175	1.245	1.190	1.205
4	BBTN	1.245	1.265	1.575	1.200	1.390	1.645	1.725	1.570	2.070	1.720	1.590	1.635	1.370
5	WIKA	1.200	1.190	1.240	1.095	1.205	1.620	1.985	1.800	1.740	1.535	1.440	1.250	990
6	ANTM	605	730	820	705	1.055	1.145	1.935	2.220	2.840	2.250	2.490	2.450	2.300
7	PGAS	1.135	1.265	1.255	925	1.075	1.390	1.655	1.345	1.440	1.315	1.225	1.115	1.005
8	BBNI	4.580	4.600	5.100	4.440	4.740	6.000	6.175	5.550	5.950	5.725	5.700	5.400	4.630
9	INDF	6.525	6.450	7.625	7.150	7.000	7.100	6.850	6.050	6.050	6.600	6.500	6.350	6.175
10	INCO	2.800	3.420	3.790	3.560	4.050	4.610	5.100	5.500	6.075	4.380	4.610	4.730	4.610
11	UNTR	16.550	21.350	23.000	22.800	21.125	23.000	26.600	22.850	22.550	22.125	21.175	22.550	20.250
12	ASII	4.800	5.150	5.100	4.460	5.425	5.300	6.025	6.100	5.400	5.275	5.500	5.250	4.940
13	AKRA	2.540	2.880	2.900	2.550	2.680	2.910	3.180	2.840	3.370	3.220	3.270	3.240	3.150
14	JSMR	4.400	3.930	3.910	3.610	3.560	4.190	4.630	4.320	4.170	4.040	4.150	3.950	3.520
15	PTBA	2.020	2.030	2.404	1.970	1.960	2.360	2.810	2.580	2.710	2.620	2.370	2.210	2.000
16	BMRI	4.950	5.800	5.950	4.960	5.775	6.325	6.325	6.575	6.150	6.150	6.175	6.000	5.900
17	MNCN	905	820	890	720	830	1.015	1.140	1.035	1.135	955	980	925	930
18	GGRM	47.175	49.975	47.500	40.050	40.975	42.250	41.000	37.725	36.500	36.175	36.100	33.150	44.200
19	SMGR	9.625	9.225	10.550	9.175	9.575	11.700	12.425	10.600	10.200	10.425	10.425	9.700	9.500
20	BBRI	3.030	3.160	3.510	3.040	3.360	4.090	4.170	4.180	4.710	4.400	4.050	4.260	3.940
21	INTP	11.800	12.375	11.875	10.400	12.225	14.300	14.475	13.375	12.500	12.225	12.850	12.100	10.300
22	TLKM	3.050	3.050	2.860	2.560	2.620	3.230	3.310	3.110	3.490	3.420	3.200	3.440	3.150
23	KLBF	1.460	1.565	1.580	1.550	1.525	1.505	1.480	1.465	1.470	1.570	1.440	1.450	1.400
24	BBCA	28.475	31.200	31.375	27.100	28.950	31.025	33.850	33.800	33.550	31.075	32.025	31.875	30.125
25	ICBP	9.350	9.200	10.225	10.075	9.650	9.900	9.575	9.100	8.575	9.200	8.700	8.200	8.150
26	HMSP	1.645	1.705	1.650	1.400	1.415	1.525	1.505	1.310	1.335	1.375	1.320	1.270	1.215
27	UNVR	7.900	8.400	8.225	8.100	7.825	7.725	7.350	6.925	7.000	6.575	6.000	5.850	4.950

Lampiran 14. Portofolio *High Book-to-Market* 2020

No	Kode Emiten	BM Des 2019	Excess Return Juli 2020 s/d Juni 2021 (%)											
			2020						2021					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	PTPP	1,69	11,76	-0,82	-15,26	10,60	48,32	36,82	-12,6	-1,53	-15,48	-11,3	-8,92	-18,2
2	BSDE	1,37	-7,07	12,01	-4,83	19,96	17,67	16,36	-8,47	2,80	-3,76	4,60	-4,99	-14,1
3	ADRO	1,30	8,73	-0,31	4,30	-0,84	22,81	2,57	-16,4	-1,98	-0,73	5,65	-4,73	0,95
4	BBTN	1,08	1,30	24,20	-24,12	15,52	18,03	4,55	-9,30	31,54	-17,22	-7,87	2,52	-16,5
5	WIKA	1,03	-1,14	3,89	-12,00	9,73	34,13	22,22	-9,63	-3,64	-12,09	-6,50	-13,5	-21,1
6	ANTM	0,99	20,35	12,02	-14,34	49,33	8,22	68,68	14,42	27,62	-21,09	10,4	-1,92	-6,43
7	PGAS	0,88	11,14	-1,10	-26,61	15,91	28,99	18,75	-19	6,75	-8,99	-7,15	-9,29	-10,2
8	BBNI	0,83	0,13	10,56	-13,25	6,45	26,27	2,61	-10,4	6,90	-4,09	-0,75	-5,57	-14,6
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			5,65	7,55	-13,26	15,83	25,56	21,57	-8,94	8,56	-10,43	-1,62	-5,80	-12,5
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			2,68											

Lampiran 15. Portofolio *Medium Book-to-Market* 2020

No	Kode Emiten	BM Des 2019	Excess Return Juli 2020 s/d Juni 2021 (%)											
			2020						2021					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	INDF	0,75	-1,46	17,91	-6,54	-2,4	1,12	-3,83	-12	-0,3	8,78	-1,83	-2,62	-3,07
2	INCO	0,74	21,83	10,51	-6,38	13,4	13,52	10,3	7,53	10,1	-28,21	4,94	2,29	-2,85
3	UNTR	0,74	28,69	7,42	-1,18	-7,7	8,56	15,3	-14,4	-1,6	-2,20	-4,60	6,18	-10,51
4	ASII	0,65	6,98	-1,28	-12,86	21,3	-2,61	13,4	0,93	-12	-2,63	3,95	-4,86	-6,22
5	AKRA	0,62	13,08	0,38	-12,38	4,79	8,27	8,97	-11,0	18,3	-4,76	1,24	-1,23	-3,09
6	JSMR	0,59	-10,99	-0,82	-7,98	-1,7	17,39	10,2	-7,01	-3,8	-3,43	2,41	-5,13	-11,20
7	PTBA	0,56	0,18	18,11	-18,36	-0,8	20,10	18,8	-8,50	4,73	-3,63	-9,85	-7,06	-9,81
8	BMRI	0,56	16,86	2,28	-16,95	16,1	9,21	-0,31	3,64	-6,8	-0,31	0,10	-3,14	-1,98
9	MNCN	0,51	-9,70	8,23	-19,41	15	21,98	12,0	-9,52	9,35	-16,17	2,31	-5,92	0,23
10	GGRM	0,47	5,62	-5,26	-15,99	2,00	2,80	-3,27	-8,30	-3,6	-1,20	-0,52	-8,48	33,02
11	SMGR	0,46	-4,47	14,05	-13,34	4,05	21,88	5,89	-15,0	-4,1	1,90	-0,31	-7,27	-2,37
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			6,06	6,50	-11,94	5,83	11,11	7,95	-6,69	0,97	-4,71	-0,20	-3,39	-1,62
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			0,82											

Lampiran 16. Portofolio *Low Book-to-Market* 2020

No	Kode Emiten	BM Des 2019	Excess Return Juli 2020 s/d Juni 2021 (%)											
			2020						2021					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	BBRI	0,37	3,98	10,77	-13,70	10,22	21,42	1,65	-0,07	12,37	-6,89	-8,27	4,87	-7,82
2	INTP	0,32	4,56	-4,35	-12,73	17,24	16,66	0,91	-7,91	-6,85	-2,51	4,80	-6,15	-15,2
3	TLKM	0,30	-0,31	-6,54	-10,80	2,03	22,97	2,17	-6,35	11,91	-2,32	-6,74	7,19	-8,74
4	KLBF	0,21	6,88	0,65	-2,21	-1,92	-1,62	-1,97	-1,32	0,03	6,49	-8,59	0,38	-3,76
5	BBCA	0,20	9,26	0,25	-13,94	6,52	6,86	8,79	-0,46	-1,05	-7,69	2,75	-0,78	-5,80
6	ICBP	0,19	-1,92	10,83	-1,78	-4,53	2,28	-3,59	-5,27	-6,08	6,98	-5,75	-6,06	-0,92
7	HMSP	0,13	3,34	-3,54	-15,46	0,76	7,46	-1,62	-13,3	1,60	2,69	-4,31	-4,10	-4,64
8	UNVR	0,02	6,02	-2,39	-1,83	-3,71	-1,59	-5,17	-6,09	0,77	-6,38	-9,06	-2,81	-15,7
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			3,98	0,71	-9,06	3,33	9,30	0,15	-5,09	1,59	-1,20	-4,40	-0,93	-7,82
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			-0,79											

## Lampiran 17. Harga Saham Perusahaan Sampel untuk Portofolio 2021

No	Kode Emiten	HARGA SAHAM JUNI 2021 s/d JUNI 2022 (Rp)												
		2021							2022					
		Jun	Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	BSDE	965	935	960	1.000	1.110	1.070	1.010	905	915	1.020	965	945	910
2	ADRO	1.205	1.335	1.260	1.760	1.680	1.700	2.250	2.240	2.450	2.690	3.340	3.270	2.860
3	INDF	6.175	6.075	6.175	6.350	6.350	6.300	6.325	6.325	6.200	5.950	6.300	6.600	7.050
4	PTPP	915	840	905	1.090	1.205	1.130	990	930	955	995	935	935	945
5	PGAS	1.005	975	1.035	1.190	1.510	1.500	1.375	1.380	1.440	1.405	1.450	1.800	1.590
6	BBNI	4.630	4.780	5.400	5.375	7.000	6.800	6.750	7.325	8.000	8.250	9.225	9.175	7.850
7	BBTN	1.370	1.315	1.405	1.420	1.780	1.710	1.730	1.690	1.775	1.715	1.845	1.700	1.455
8	WIKA	990	920	940	1.210	1.245	1.160	1.105	1.035	1.010	995	950	965	970
9	MNCN	930	790	875	835	900	960	900	850	870	995	1.005	970	935
10	AKRA	3.150	3.600	3.890	4.360	4.270	3.970	4.110	3.650	3.775	4.550	5.350	5.600	5.150
11	ASII	4.940	4.720	5.225	5.500	6.025	5.775	5.700	5.475	5.800	6.575	7.575	7.350	6.625
12	GGRM	44.200	32.800	33.075	32.550	33.500	31.400	30.600	30.625	31.400	31.600	30.700	31.500	31.175
13	JSMR	3.520	3.940	3.960	3.880	4.200	4.070	3.890	3.290	3.380	3.850	4.030	4.000	3.540
14	UNTR	20.250	19.550	20.075	26.000	23.550	21.350	22.150	23.125	24.900	25.550	30.275	31.300	28.400
15	BMRI	5.900	5.700	6.100	6.150	7.175	7.000	7.025	7.475	7.700	7.900	8.950	8.500	7.925
16	INCO	4.610	5.500	5.075	4.590	4.850	4.790	4.680	4.710	5.400	6.700	7.300	8.225	5.650
17	PTBA	2.000	2.230	2.110	2.760	2.680	2.600	2.710	2.850	3.140	3.290	3.820	4.530	3.820
18	SMGR	9.500	7.700	9.250	8.200	9.100	8.000	7.250	6.725	7.200	6.650	6.400	7.300	7.125
19	ICBP	8.150	8.350	8.425	8.350	8.800	8.450	8.700	8.725	8.500	7.350	7.625	8.575	9.550
20	INTP	10.300	8.800	11.250	10.500	11.825	10.575	12.100	10.950	10.950	10.775	10.475	9.725	9.475
21	ANTM	2.300	2.520	2.390	2.290	2.340	2.300	2.300	1.770	2.220	2.440	2.600	2.510	1.800
22	BBRI	3.940	3.710	3.930	3.850	4.250	4.090	4.110	4.070	4.550	4.660	4.870	4.630	4.150
23	TLKM	3.150	3.240	3.400	3.690	3.800	3.990	4.040	4.190	4.340	4.580	4.620	4.310	4.000
24	KLBF	1.400	1.260	1.345	1.430	1.600	1.600	1.615	1.640	1.645	1.610	1.640	1.675	1.660
25	BBCA	30.125	29.850	32.750	35.000	7.475	7.275	7.300	38.125	40.250	39.875	40.625	38.750	36.250
26	HMSP	1.215	1.045	1.000	1.030	1.035	995	965	945	965	925	970	1.115	975
27	UNVR	4.950	4.220	4.050	3.950	4.420	4.480	4.110	4.030	3.680	3.660	3.890	4.730	4.770

Lampiran 18. Portofolio *High Book-to-Market* 2021

No	Kode Emiten	BM Des 2020	Excess Return Juli 2021 s/d Juni 2022 (%)											
			2021						2022					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	BSDE	1,32	-3,40	2,38	3,88	10,71	-3,90	-5,90	-10,7	0,81	11,18	-5,68	-2,36	-4,00
2	ADRO	1,27	10,50	-5,91	39,39	-4,84	0,90	32,06	-0,74	9,08	9,50	23,8	-2,39	-12,8
3	INDF	1,25	-1,91	1,35	2,54	-0,29	-1,08	0,11	-0,29	-2,27	-4,32	5,59	4,47	6,53
4	PTPP	1,23	-8,49	7,45	20,15	10,26	-6,52	-12,7	-6,35	2,40	3,90	-6,32	-0,29	0,78
5	PGAS	1,20	-3,28	5,86	14,68	26,60	-0,95	-8,63	0,07	4,06	-2,72	2,91	23,8	-12
6	BBNI	0,98	2,95	12,68	-0,75	29,94	-3,15	-1,03	8,23	8,92	2,83	11,5	-0,83	-14,7
7	BBTN	0,96	-4,31	6,55	0,78	25,06	-4,22	0,88	-2,60	4,74	-3,67	7,29	-8,15	-14,7
8	WIKA	0,91	-7,36	1,88	28,43	2,60	-7,12	-5,03	-6,63	-2,71	-1,78	-4,81	1,29	0,23
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			-1,91	4,03	13,64	12,50	-3,25	-0,03	-2,37	3,13	1,87	4,30	1,95	-6,34
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			2,29											

Lampiran 19. Portofolio *Medium Book-to-Market* 2021

No	Kode Emiten	BM Des 2020	Excess Return Juli 2021 s/d Juni 2022 ()											
			2021						2022					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	MNCN	0,81	-15,35	10,47	-4,86	7,49	6,38	-6,54	-5,85	2,06	14,08	0,71	-3,77	-3,90
2	AKRA	0,81	13,99	7,76	11,79	-2,4	-7,32	3,23	-11,5	3,13	20,24	17,29	4,38	-8,33
3	ASII	0,80	-4,75	10,41	4,97	9,25	-4,44	-1,59	-4,24	5,64	13,07	14,92	-3,26	-10,16
4	GGRM	0,72	-26,08	0,55	-1,88	2,63	-6,56	-2,84	-0,21	2,24	0,35	-3,14	2,31	-1,32
5	JSMR	0,72	11,64	0,22	-2,31	7,96	-3,39	-4,71	-15,7	2,44	13,61	4,38	-1,04	-11,79
6	UNTR	0,65	-3,75	2,39	29,22	-9,7	-9,63	3,46	4,11	7,38	2,32	18,20	3,09	-9,56
7	BMRI	0,64	-3,68	6,73	0,53	16,4	-2,73	0,07	6,11	2,72	2,31	13,00	-5,32	-7,06
8	INCO	0,60	19,01	-8,02	-9,85	5,37	-1,53	-2,59	0,35	14,4	23,78	8,66	12,38	-31,60
9	PTBA	0,51	11,21	-5,67	30,51	-3,2	-3,28	3,94	4,87	9,88	4,49	15,82	18,29	-15,96
10	SMGR	0,48	-19,24	19,84	-11,64	10,7	-12,38	-9,67	-7,53	6,77	-7,93	-4,05	13,77	-2,69
11	ICBP	0,43	2,16	0,61	-1,18	5,10	-4,27	2,67	0,00	-2,9	-13,82	3,45	12,17	11,08
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			-1,35	4,12	4,12	4,51	-4,47	-1,33	-2,69	4,89	6,59	8,11	4,82	-8,30
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			1,59											

Lampiran 20. Portofolio *Medium Book-to-Market* 2021

No	Kode Emiten	BM Des 2020	Excess Return Juli 2021 s/d Juni 2022 (%)											
			2021						2022					
			Jul	Agu	Sep	Okt	Nov	Des	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun
1	INTP	0,42	-14,85	27,55	-6,96	12,33	-10,86	14,13	-9,80	-0,29	-1,89	-3,08	-7,45	-2,86
2	ANTM	0,41	9,27	-5,45	-4,48	1,89	-2,00	-0,29	-23,3	25,13	9,62	6,27	-3,75	-28,6
3	BBRI	0,38	-6,13	5,64	-2,33	10,10	-4,06	0,20	-1,26	11,50	2,13	4,21	-5,22	-10,6
4	TLKM	0,36	2,57	4,65	8,24	2,69	4,71	0,96	3,42	3,29	5,24	0,58	-7,00	-7,48
5	KLBF	0,26	-10,3	6,45	6,03	11,60	-0,29	0,65	1,26	0,01	-2,42	1,57	1,84	-1,19
6	BBCA	0,21	-1,20	9,42	6,58	-78,93	-2,97	0,05	4,21	5,28	-1,22	1,59	-4,91	-6,74
7	HMSP	0,16	-14,3	-4,60	2,71	0,19	-4,16	-3,31	-2,36	1,82	-4,44	4,57	14,6	-12,8
8	UNVR	0,02	-15,0	-4,32	-2,76	11,61	1,07	-8,55	-2,24	-8,98	-0,84	5,99	21,30	0,55
Rata-rata <i>excess return</i> bulanan			-6,25	4,92	0,88	-3,57	-2,32	0,48	48,46	4,72	0,77	2,71	1,18	-8,73
Rata-rata <i>excess return</i> tahunan			3,61											

## Lampiran 21. Susunan Portofolio Setiap Tahun

Tahun	Portofolio		
	<i>High Book-To-Market</i>	<i>Medium Book-To-Market</i>	<i>Low Book-to-Market</i>
2017	INCO ANTM BBTN ADRO BBNI BSDE INDF BMRI	PGAS SMGR UNTR BBRI INTP JSMR ASII MNCN PTBA GGRM AKRA	BBCA TLKM PTPP WIKA ICBP KLBF HMSP UNVR
2018	ANTM PGAS WIKA ADRO INCO BSDE PTPP INDF	BBTN BBNI MNCN SMGR PTBA ASII BMRI JSMR BBRI UNTR AKRA	INTP GGRM TLKM BBCA ICBP KLBF HMSP UNVR
2019	ADRO PTPP BSDE MNCN ANTM WIKA PGAS BBTN	INCO INDF BBNI JSMR AKRA UNTR BMRI ASII SMGR BBRI INTP	PTBA TLKM GGRM BBCA KLBF ICBP HMSP UNVR
2020	PTPP BSDE ADRO BBTN WIKA ANTM PGAS BBNI	INDF INCO UNTR ASII AKRA JSMR PTBA BMRI MNCN GGRM SMGR	BBRI INTP TLKM KLBF BBCA ICBP HMSP UNVR
2021	BSDE ADRO INDF PTPP PGAS BBNI BBTN WIKA	MNCN AKRA ASII GGRM JSMR UNTR BMRI INCO PTBA SMGR ICBP	INTP ANTM BBRI TLKM KLBF BBCA HMSP UNVR

Lampiran 22. *Output* SPSS 23 Uji Normalitas**Case Processing Summary**

	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
High	5	100.0%	0	0.0%	5	100.0%
Low	5	100.0%	0	0.0%	5	100.0%

**Descriptives**

		Statistic	Std. Error
High	Mean	.00682	.010336
	95% Confidence Interval for		
	Mean		
	Lower Bound	-.02187	
	Upper Bound	.03552	
	5% Trimmed Mean	.00784	
	Median	.01058	
	Variance	.001	
	Std. Deviation	.023112	
	Minimum	-.031	
	Maximum	.027	
	Range	.058	
	Interquartile Range	.038	
	Skewness	-1.477	.913
Kurtosis	2.363	2.000	
Low	Mean	-.00178	.010064
	95% Confidence Interval for		
	Mean		
	Lower Bound	-.02972	
	Upper Bound	.02617	
	5% Trimmed Mean	-.00277	
	Median	-.00788	
	Variance	.001	
	Std. Deviation	.022503	
	Minimum	-.022	
	Maximum	.036	
	Range	.058	
	Interquartile Range	.036	
	Skewness	1.609	.913
Kurtosis	2.878	2.000	



### Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
High	.273	5	.200*	.863	5	.240
Low	.285	5	.200*	.855	5	.212

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

### High

High Stem-and-Leaf Plot

```

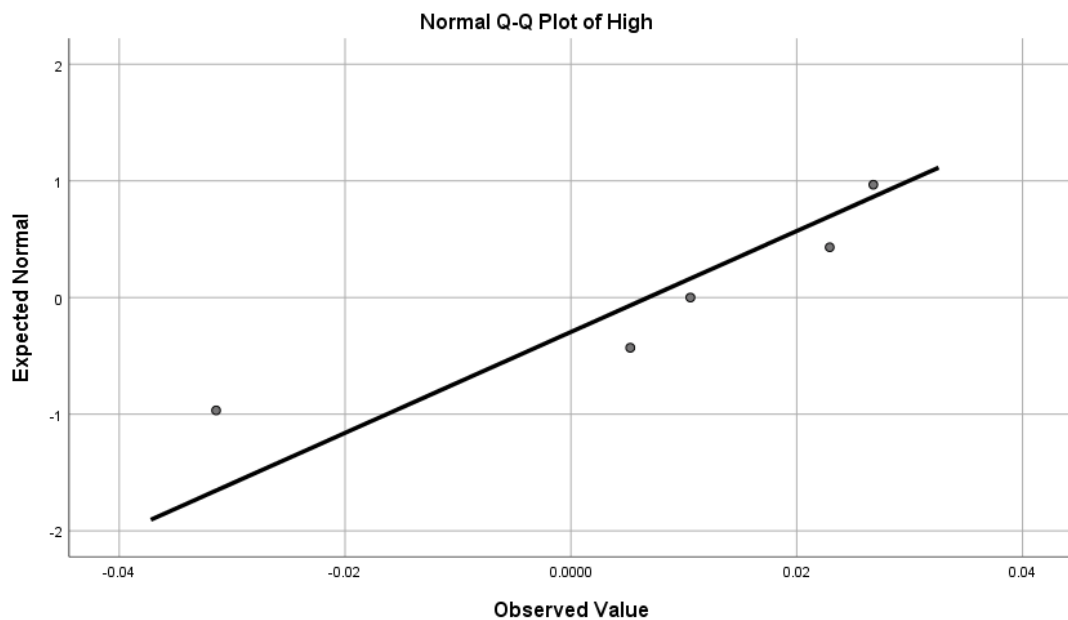
Frequency      Stem & Leaf
                1.00 Extremes      (= <-.031)
                1.00      0 . 5
                1.00      1 . 0
                2.00      2 . 26

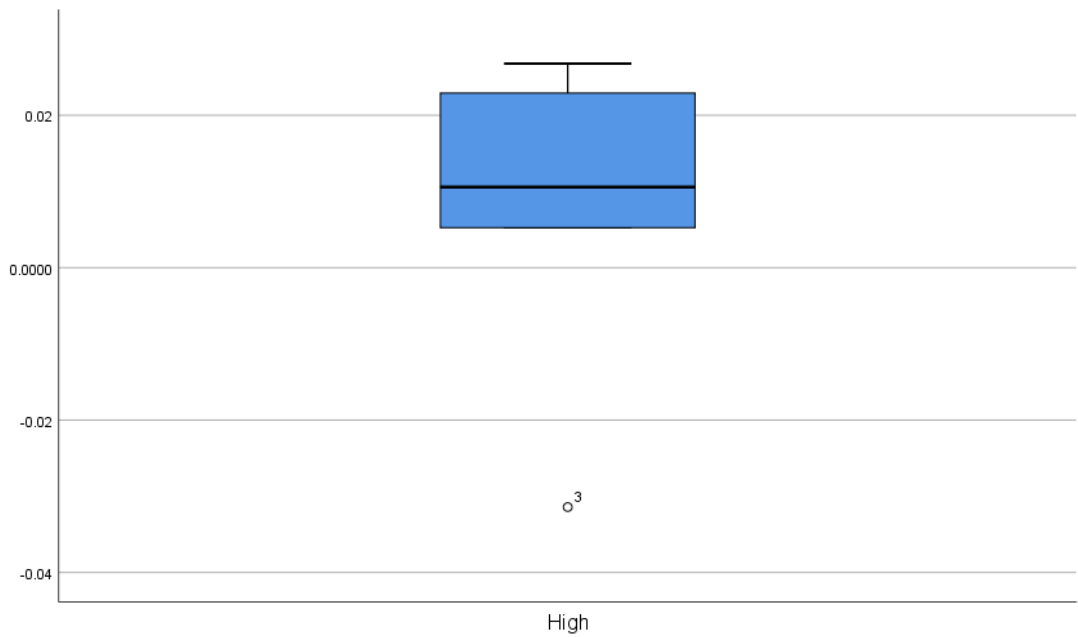
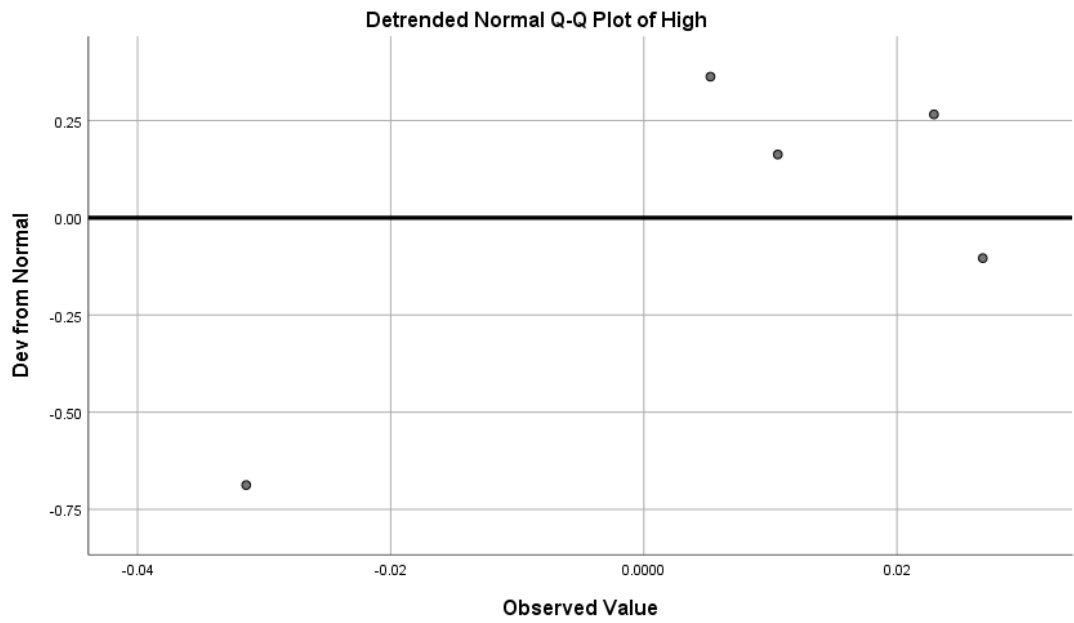
```

```

Stem width:      .010
Each leaf:      1 case(s)

```



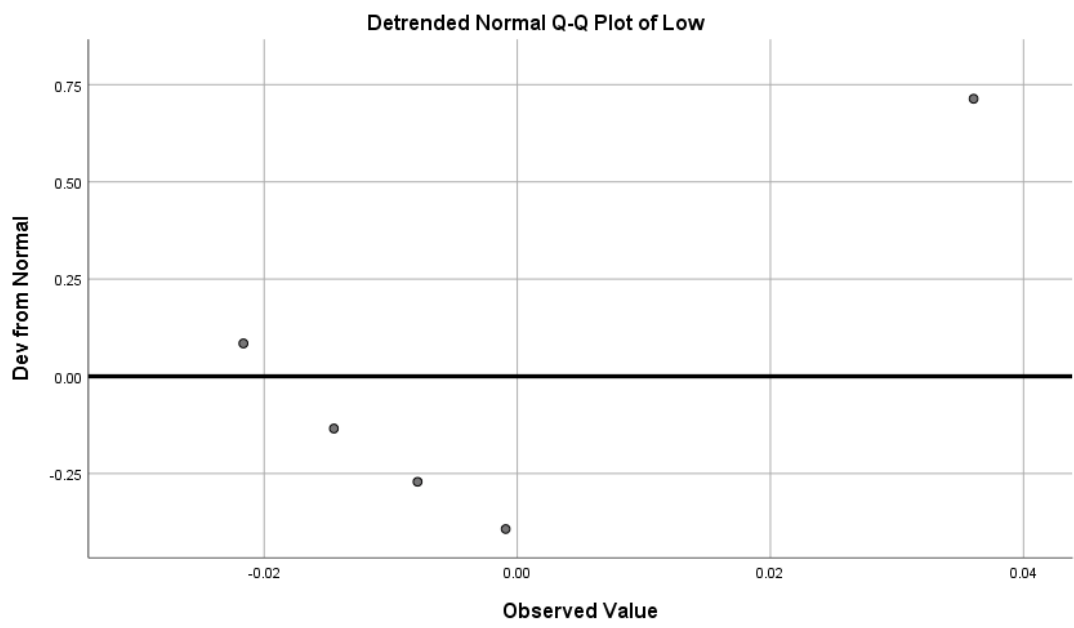
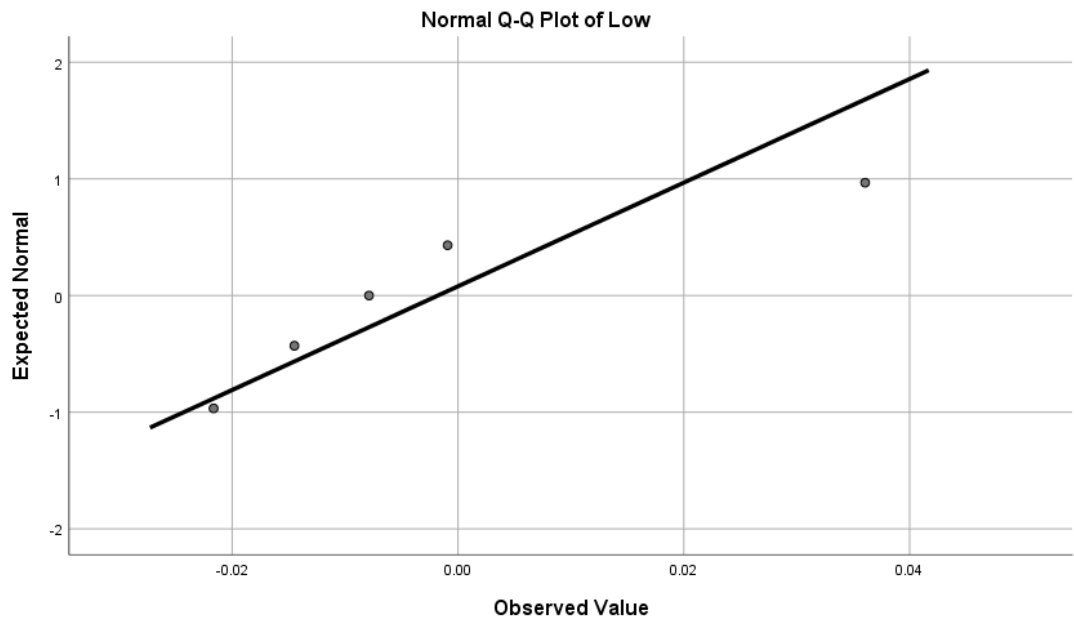


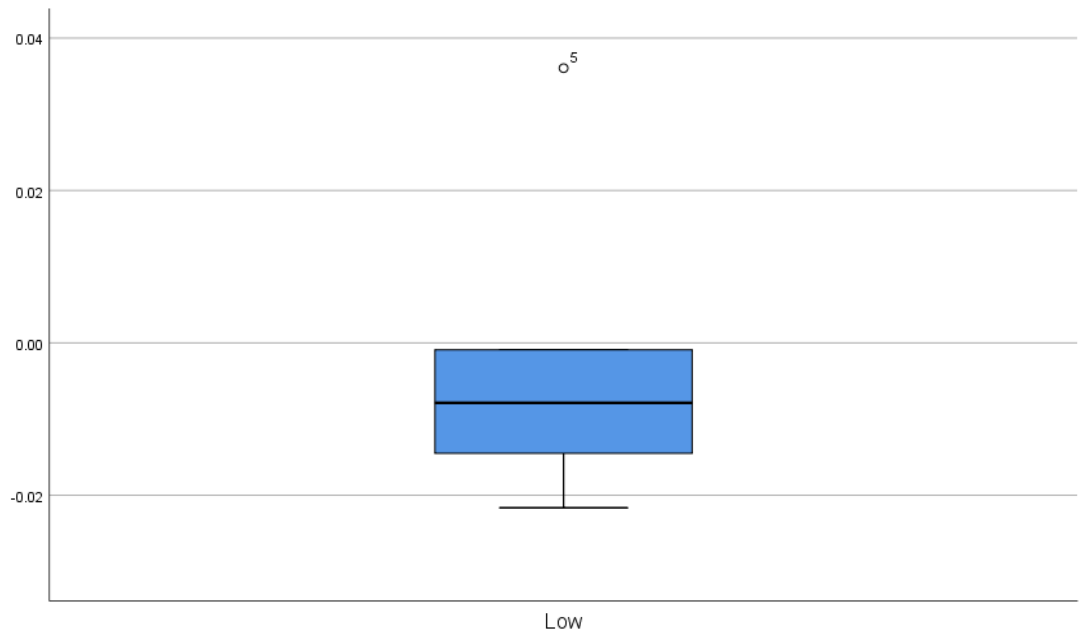
## Low

### Low Stem-and-Leaf Plot

Frequency	Stem & Leaf
1.00	-2 . 1
1.00	-1 . 4
2.00	-0 . 07
1.00	Extremes (>=.036)

Stem width: .010  
 Each leaf: 1 case(s)





Lampiran 23. *Output* SPSS 23 Uji Homogenitas**Test Results**

Box's M		.003
F	Approx.	.003
	df1	1
	df2	192.000
	Sig.	.960

Tests null hypothesis of equal  
population covariance matrices.



Lampiran 24. *Output* SPSS 23 Hasil Uji Beda

**T-Test**

**Group Statistics**

	Portofolio	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
ExRet	A	5	.00682	.023112	.010336
	B	5	-.00178	.022503	.010064

**Independent Samples Test**

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
ExRet		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
ExRet	Equal variances assumed	.002	.962	.596	8	.568	.008599	.014426	-.024667	.041866
	Equal variances not assumed			.596	7.994	.568	.008599	.014426	-.024671	.041870