

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Manajemen Keuangan dan Portofolio

2.1.1. Pengertian Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan adalah salah satu bagian dari konsep dasar akuntansi ataupun teori akuntansi. Manajemen keuangan dikenal sebagai seluruh aktivitas bisnis yang berkaitan dengan usaha dalam memperoleh dana dengan cara yang paling mudah, biaya yang minimal dan paling menguntungkan serta usaha untuk mengoptimalkan penggunaan dana yang diperoleh (Riyanto, 1995). Manajemen keuangan adalah salah satu aktivitas yang dapat mempengaruhi kehidupan suatu perusahaan dan membahas mengenai pengelolaan keuangan perusahaan (Kasmir, 2009). Manajemen keuangan merupakan cabang manajemen yang menerapkan konsep-konsep keuangan dalam pengembalian keputusan investasi jangka panjang dan pengelolaan modal kerja perusahaan, baik dalam konteks investasi maupun pendanaan jangka pendek (Sudana, 2011).

Berdasarkan beberapa definisi mengenai manajemen keuangan dari ketiga ahli di atas, dapat disimpulkan bahwa manajemen keuangan adalah segala aktivitas perusahaan yang berhubungan dengan cara memperoleh dana, mengelola dana secara efisien, dan sebagai salah satu prinsip pengambilan keputusan investasi baik jangka panjang maupun jangka pendek.

2.1.2. Tujuan Manajemen Keuangan

Suatu manajemen keuangan yang efisien tentu saja membutuhkan tujuan agar dapat digunakan sebagai standar pengambilan keputusan keuangan. Tujuan utama dari manajemen keuangan adalah untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan dengan memaksimalkan keuntungan perusahaan dan mengelola sumber daya keuangan secara efektif dan efisien. Tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran bagi para pemegang saham (Hery, 2017). Kesejahteraan pemegang saham ditunjukkan melalui harga pasar suatu perusahaan yang dilihat dari refleksi keputusan investasi, pendanaan, serta aktiva manajemen (Hasan, 2022).

Selain itu, Musthafa (2017) berpendapat bahwa tujuan manajemen keuangan adalah sebagai berikut:

1. Pendekatan Keuntungan dan Risiko

Seorang manajer keuangan dituntut untuk dapat menghasilkan keuntungan sebesar mungkin dengan meminimalkan tingkat risiko yang akan dihadapi. Menghasilkan keuntungan disini bertujuan agar dapat meningkatkan nilai perusahaan dan memakmurkan para pemilik saham dan pemilik perusahaan itu sendiri. Sedangkan meminimalkan tingkat risiko diperlukan sebagai upaya untuk menghindari kerugian yang akan dihadapi perusahaan, dan agar perusahaan dapat

mencapai target yang telah disusun sebelumnya, namun apabila target tidak tercapai setidaknya hasil yang diperoleh tidak jauh berbeda dari target tersebut.

- a. Laba yang maksimal, berarti perusahaan mengusahakan tingkat pengembalian terbesar yang sesuai dengan target perusahaan tersebut.
- b. Risiko yang minimal, berarti perusahaan berusaha untuk meminimalkan risiko dengan menggunakan biaya operasional perusahaan sekecil mungkin secara optimal dan efisien.
- c. Dalam usahanya memperoleh keuntungan yang maksimal dengan tingkat risiko yang minimal, perusahaan dapat melakukan pengawasan atas aliran dana yang digunakan. Hal ini dilakukan agar perusahaan dapat terus memantau aliran dana yang masuk dan keluar, sehingga sesuai dengan perencanaan dan mengurangi risiko adanya penyimpangan dana.
- d. Perusahaan juga perlu menjaga fleksibilitas usahanya, dimana seorang manajer keuangan harus terus memantau dan menjaga progres maju mundurnya suatu perusahaan.

2. Pendekatan Likuiditas Profitabilitas

Pendekatan likuiditas profitabilitas adalah suatu tujuan dalam manajemen keuangan yang dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a. Tujuan manajemen keuangan adalah untuk memelihara baik likuiditas maupun profitabilitas perusahaan.
- b. Likuiditas pada konteks ini mengacu pada upaya manajer keuangan untuk mengendalikan dan mempertahankan tingkat uang kas yang tersedia agar dapat memenuhi kewajiban keuangan pada waktu yang ditentukan.
- c. Profitabilitas pada konteks ini merujuk pada upaya manajer keuangan untuk menghasilkan keuntungan bagi perusahaan, terutama dalam jangka waktu yang panjang.

Dari pandangan beberapa pakar tentang tujuan manajemen keuangan, dapat disimpulkan bahwa tujuan manajemen keuangan adalah mengelola aspek keuangan dengan maksud memperoleh keuntungan dan meningkatkan kesejahteraan perusahaan serta para pemegang saham.

1.2 Investasi dan Portofolio

2.2.1. Pengertian Investasi

Investasi adalah suatu aktivitas penanaman modal yang pada umumnya dilakukan dengan rentang waktu jangka panjang yang bertujuan untuk memperoleh keuntungan di waktu yang akan datang. Investasi pada hakikatnya merupakan suatu kegiatan penanaman sejumlah dana oleh seorang pemilik modal atau investor yang dilakukan saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan dimasa depan (Halim, 2015). Investasi dalam artian luas memiliki arti sebagai bukti pengorbanan yang dilakukan seorang individu pada saat ini dengan tujuan memperoleh suatu pengembalian nilai yang lebih tinggi di masa yang akan datang (Tendelilin, 2001). Berdasarkan beberapa teori tersebut, maka dapat diketahui bahwa investasi adalah

suatu kegiatan penempatan sejumlah dana baik pada saham, barang atau surat berharga lainnya yang dilakukan seorang individu pada saat ini dengan harapan dapat memperoleh keuntungan di masa yang akan datang.

2.2.2. Tujuan Investasi

Untuk mencapai suatu keputusan investasi yang efektif dan efisien, terdapat beberapa tujuan melakukan investasi yang dikemukakan oleh Tandelilin (2010), yaitu:

1. Mencapai tingkat kesejahteraan dan kehidupan yang baik di masa depan, sehingga seseorang dapat memikirkan cara untuk meningkatkan kualitas hidupnya di masa depan.
2. Sebagai salah satu langkah untuk meredam tekanan inflasi adalah dengan melakukan investasi dalam kepemilikan perusahaan atau aset lainnya. melalui investasi ini, seseorang dapat melindungi diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau kepemilikan yang disebabkan oleh dampak inflasi.
3. Menghasilkan tingkat keuntungan yang berkesinambungan dalam investasi yang dilakukan (*continuity*).

2.2.3. Jenis Investasi

Investasi pada umumnya dapat diklasifikasikan ke dalam beberapa jenis, berikut merupakan penjelasan singkat mengenai jenis-jenis investasi:

1. Investasi Berdasarkan Aset

Investasi yang termasuk ke dalam bagian investasi berdasarkan asetnya terbagi menjadi dua jenis, yaitu investasi yang dilakukan terhadap aset riil dan investasi terhadap aset *financial*. Berikut merupakan jenis aset dalam investasi menurut Bodie, et al (2014):

a. Aset riil (*Real Asset*)

Aset riil adalah jenis aset yang terlihat wujudnya seperti rumah, tanah, emas, logam mulia dan lainnya. Berinvestasi pada *real asset* ini cenderung memberikan banyak keuntungan, karena meskipun harga yang ditetapkan cenderung tidak konsisten naik turunnya, namun aset riil cenderung akan memiliki nilai yang selalu meningkat dalam jangka panjang.

b. Aset Keuangan (*Financial Asset*)

Aset finansial adalah tipe aset yang tidak memiliki bentuk fisik tetapi dianggap memiliki nilai yang signifikan. Biasanya, jenis aset ini ditemukan dalam sektor keuangan dan pasar modal seperti yang ada di Bursa Efek Indonesia. Beberapa contohnya termasuk obligasi, saham dan reksa dana.

2. Investasi Berdasarkan Pengaruh

Jenis investasi ini dikelompokkan berdasarkan pada faktor-faktor yang dinilai mempengaruhi dan tidak mempengaruhi suatu aktivitas investasi itu sendiri, yaitu sebagai berikut:

- a. Investasi *Autonomus*
Yaitu investasi yang tidak berpengaruh terhadap tingkat pendapatan dan sifat spekulatif, contoh dari investasi ini adalah pembelian surat-surat berharga.
 - b. Investasi *Induced*
Yaitu investasi yang dipengaruhi oleh kenaikan permintaan terhadap barang dan jasa serta tingkat pendapatan, contoh dari investasi ini adalah penghasilan transitori atau suatu penghasilan yang didapatkan selain dari bekerja, seperti bunga dan lainnya.
3. Investasi Berdasarkan Sumber Pembiayaan
Jenis investasi ini dikelompokkan menjadi dua berdasarkan sumber pembiayaan investasi yang didapatkan, yaitu:
- a. Investasi yang bersumber dari investor asing.
 - b. Investasi yang bersumber dari dalam negeri.
4. Investasi Berdasarkan Bentuk
Jenis investasi berdasarkan bentuknya dibagi menjadi dua, dimana investasi ini dikelompokkan menurut cara penanaman investasi tersebut, diantaranya:
- a. Investasi Tidak Langsung
Merupakan jenis investasi yang dilakukan melalui pasar modal dengan menggunakan instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan lainnya.
 - b. Investasi Langsung
Merupakan bentuk investasi yang terjadi ketika individu atau entitas membangun, membeli sepenuhnya, atau mengakuisisi perusahaan secara langsung oleh pemiliknya.

2.2.4. Konsep *Risk* dan *Return* Investasi

Tandelilin (2010) berpendapat bahwa *return* adalah salah satu aspek yang dapat mempengaruhi interaksi investor dan berfungsi sebagai imbal balik atas keberanian seseorang mengambil risiko. *Return* merupakan tingkat pengembalian yang diperoleh dari suatu investasi yang dilakukan (Jogiyanto, 2000). *Return* yang dihasilkan dari suatu investasi bisa lebih tinggi atau lebih rendah dari yang diharapkan. Menurut Jogiyanto (2009), *return* saham dapat dibagi menjadi dua jenis, yaitu *return* realisasi dan *return* ekspektasi. *Return* realisasi merujuk pada *return* yang telah dihitung berdasarkan data historis, sementara *return* ekspektasi adalah *return* yang diharapkan oleh investor akan diperoleh di masa yang akan datang. Menurut Tandelilin (2001), *return* saham terdiri dari dua elemen utama, yaitu:

- a. *Capital Gain/Loss*, yaitu mengacu pada kenaikan atau penurunan harga saham yang berpotensi memberikan keuntungan atau kerugian bagi investor di masa depan.
- b. *Yield*, merupakan komponen *return* yang mencerminkan arus kas atau pendapatan periodik yang diperoleh dari investasi saham.

Brigham dan Houston (2006) merumuskan perhitungan *return* realisasi atau *return* aktual sebagai berikut:

$$Return (R) = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Keterangan:

P_1 = Harga pada saat waktu t

P_0 = Harga pada saat waktu $t-1$

Sedangkan menurut Suad Husnan (2005), tingkat *return* yang diharapkan atau *expected return* dapat dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$E(R_i) = \sum_{j=1}^M P_{ij} \times R_{ij}$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = Tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi i

P_{ij} = Probabilitas mendapatkan tingkat keuntungan pada investasi i

R_{ij} = Tingkat keuntungan pada investasi i

M = Jumlah peristiwa yang mungkin terjadi

Selain harus memperhatikan *return*, seorang investor juga harus mempertimbangkan risiko yang akan dihadapi. Karena pada umumnya setiap orang akan berusaha untuk menghindari risiko, hal ini diungkapkan oleh Jones (1996) dalam Zubir (2013). Menurut Gitman (2000) menyebutkan bahwa risiko merupakan peluang kerugian finansial atau lebih formalnya variabilitas pengembalian suatu aset tertentu. Seorang investor harus memperhatikan risiko, karena semakin besar risiko investasi pada saham maka akan semakin tinggi *return* yang hendak dicapai atau dikenal dengan konsep “*High risk – High return*”. Investor akan memiliki investasi dengan risiko lebih tinggi jika hasil yang akan diperolehnya sebanding dengan risikonya. Sebaliknya, investor yang menginginkan investasi dengan *return* pasti akan cenderung memilih investasi dengan risiko rendah bahkan tidak berisiko seperti deposito dan obligasi pemerintah.

Setiap jenis investasi selalu memiliki risiko di dalamnya, karena risiko selalu melekat pada setiap investasi baik investasi besar maupun kecil. Hal yang dapat dilakukan adalah dengan mengurangi risiko investasi. Untuk mengurangi risiko suatu investasi seorang investor harus mengetahui jenis-jenis risiko investasi. Secara garis besar, risiko sebuah investasi dapat dibedakan menjadi dua jenis, yaitu:

1. Risiko Sistematis (*Systematic Risk*), yaitu jenis risiko eksternal yang tidak dapat dihindari atau dikendalikan. Jenis risiko ini dapat mempengaruhi semua efek dan tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi. Contohnya adalah risiko inflasi, risiko nilai tukar mata uang (valas), risiko komoditas, risiko negara.
2. Risiko Tidak Sistematis (*Unsystematic Risk*), adalah jenis risiko yang dapat dihindari atau dikendalikan dalam bentuk portofolio investasi atau dengan

diversifikasi, berbeda dengan risiko sistematis. Contoh risiko ini adalah risiko likuiditas, risiko *reinvestment*, dan risiko bisnis.

Menurut Van Horne dan Wachowics, Jr. (1992) seperti yang dikutip oleh Jogiyanto (2012) mendefinisikan risiko sebagai selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang sebenarnya. Oleh karena itu, risiko investasi dapat diukur menggunakan *variance* atau akarnya, yaitu standar deviasi. Secara sistematis, formula standar deviasi yang dijabarkan oleh Husnan (2005) adalah sebagai berikut:

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^M \frac{[(R_{ij} - E(r_i))]^2}{N}$$

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

Keterangan:

R_{ij} = Tingkat keuntungan aktual pada investasi i

$E(R_i)$ = Tingkat keuntungan yang diharapkan pada investasi i

N = Jumlah peristiwa yang mungkin terjadi

2.2.5. Teori Portofolio

Portofolio merupakan salah satu metode yang diperhatikan dalam melakukan strategi investasi. Portofolio dikembangkan pertama kali pada tahun 1952 oleh Harry Markowitz. Teori portofolio ini merupakan kumpulan dari dua atau lebih saham. Teori ini menjelaskan mengenai cara bagaimana untuk memperoleh *return* maksimal dengan meminimalkan tingkat risiko. Teori portofolio juga memformulasikan antara tingkat pengembalian (*return*) dan risiko, dimana tingkat pengembalian dan risiko suatu investasi memiliki hubungan yang positif dan searah.

Portofolio investasi merupakan sekumpulan aset yang dimiliki seorang individu atau entitas lain yang berisikan beberapa susunan saham, obligasi, reksa dana, uang tunai maupun komoditas yang dimiliki seorang investor. Portofolio investasi dapat diartikan dengan kumpulan investasi dari banyaknya sekuritas yang diharapkan dapat menghilangkan risiko (Hadi, 2013). Teori portofolio tentu saja dikaitkan dengan pertimbangan investor terhadap tingkat pengembalian keuntungan dan risiko yang akan dihadapi. Menurut Markowitz, teori portofolio berlandaskan pada kenyataan bahwa seorang investor akan menginvestasikan dananya ke dalam berbagai jenis surat berharga yang dilakukan sebagai usaha untuk mengurangi tingkat risiko yang akan dihadapi dengan melakukan diversifikasi (membentuk portofolio). Diversifikasi tersebut dapat dinilai berhasil apabila koefisien korelasi dari pembentukan portofolio tersebut mendekati angka -1 (negatif satu), dan sebaliknya jika koefisien korelasi yang dihasilkan dari pembentukan portofolio tersebut bernilai sama dengan 1 (satu) maka diversifikasi yang dilakukan dinilai tidak berhasil dan tidak mampu membantu memperkecil risiko.

Menurut Robert Ang (1995) seperti yang dikutip dalam Hadi (2013) menyampaikan beberapa langkah yang diperlukan dalam melakukan manajemen portofolio, yaitu sebagai berikut:

1. Melakukan analisis terhadap berbagai instrumen investasi yang tersedia untuk dipilih.
2. Mengatribusikan bobot dari setiap instrumen investasi terhadap nilai total portofolio.
3. Menetapkan periode investasi yang diinginkan.
4. Mengestimasi perkiraan *return* dari masing-masing instrumen investasi sesuai dengan periode investasi yang telah ditetapkan.
5. Kalkulasi *expected return* dari setiap instrumen investasi sesuai dengan periode investasi yang telah ditetapkan.
6. Menghitung rata-rata *expected return* dari seluruh portofolio selama periode investasi.
7. Menghitung standar deviasi *expected return* dari portofolio.

Berdasarkan beberapa pandangan yang telah disampaikan, teori portofolio berkaitan erat dengan konsep risiko dan *return*. Portofolio sendiri merupakan kombinasi dari dua saham atau lebih yang dimiliki oleh individu atau perusahaan, yang bertujuan untuk mengurangi dan menyeimbangkan risiko.

Return portofolio adalah hasil dari investasi dalam berbagai instrumen keuangan selama periode tertentu (Samsul, 2006). Menurut Levy (2009), *return* portofolio merupakan rata-rata tertimbang dari *return* berbagai jenis aset, dengan bobot yang disesuaikan berdasarkan alokasi dana investor pada masing-masing aset tersebut. Sementara itu, risiko portofolio merujuk pada *variance return* dari sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio, yang mungkin lebih rendah daripada risiko rata-rata tertimbang dari masing-masing sekuritas tunggal. Hal ini melibatkan penentuan *return* yang diharapkan dari setiap instrumen investasi sesuai dengan periode investasi yang ditentukan.

1.3 Excess Return Saham

Sebelumnya, terdapat beberapa teori yang berhubungan dengan investasi dan pembentukan portofolio, terutama dalam konteks saham yang menitikberatkan pada upaya mencapai *return* yang tinggi sekaligus memperhatikan risiko yang terlibat. Dalam proses perancangan portofolio, seorang investor perlu mengevaluasi *actual return* yang diperoleh dari portofolio tersebut dibandingkan dengan apa yang akan diperoleh jika dana tersebut diinvestasikan dalam aset bebas risiko. *Actual return* yang diterima oleh investor adalah selisih antara *return* portofolio dengan tingkat bunga bebas risiko, yang disebut sebagai *excess return*. *Excess return* merupakan perbedaan antara tingkat pengembalian yang diperoleh pada suatu periode tertentu dengan tingkat pengembalian yang akan diperoleh jika dana tersebut ditempatkan dalam aset bebas risiko (Bodie, *et al.* 2013). Berbagai pengertian *excess return* juga telah disampaikan oleh para ahli.

Excess return adalah kelebihan *return* yang sebenarnya dari *return* normal (Jogiyanto, 2013). “*Excess return is the return of a bond after interest rate risk has been hedged*” (Wiley, 2018). Dengan kata lain, *excess return* merupakan tingkat pengembalian dari suatu investasi seperti saham setelah dikurangi tingkat bunga bebas risiko. “*The excess return represents the yield of a bond following the mitigation of interest rate risk*” (Clementi & Palazzo, 2018). Hal ini mengindikasikan bahwa *excess return* mengukur profitabilitas atau kerugian dari suatu saham, obligasi, atau aset lainnya setelah memperhitungkan risiko tingkat bunga.

Excess return portofolio saham dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut ini:

$$\text{Excess Return} = R_i - R_f$$

Keterangan:

R_i = *Actual return* individu

R_f = Tingkat bunga bebas risiko (*risk free rate*)

Berdasarkan beberapa pendapat mengenai *excess return* tersebut, dapat disimpulkan bahwa *excess return* adalah tingkat pengembalian yang didapatkan investor dari hasil kepemilikan aset setelah dikurangi dengan tingkat bunga bebas risiko.

1.4 Fama-French Three Factor Model

Teori Fama-French *Three Factor Model* merupakan konsep teori yang diperkenalkan oleh Eugene F. Fama dan Kenneth R. French pada tahun 1992 sebagai alternatif dalam menghitung *return* selain dengan metode CAPM dan APT. Fama & French (1993) menyarankan tiga faktor yang telah menjadi standar dalam penelitian empiris mengenai *return* aset serta dalam menjelaskan *return* rata-rata. Berbeda dengan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang hanya menggunakan premi risiko (*beta*) sebagai indikator utama dalam menilai *return*, *Fama-French Three Factor Model* melibatkan dua variabel tambahan untuk mengevaluasi *return* saham investor. Dua variabel tersebut adalah ukuran perusahaan yang direpresentasikan dengan *Small Minus Big* (SMB) dan *book-to-market ratio* yang direpresentasikan dengan *High Minus Low* (HML).

Pengembangan *Model Three Factor Fama French* pada awalnya dilatarbelakangi oleh pengujian model CAPM. Pada beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya mengungkapkan bahwa ditemukannya faktor lain selain *beta* yang dapat menjelaskan *return* saham dengan lebih baik. Penelitian yang dilakukan oleh Fama & Macbeth (1972) menyatakan bahwa terdapat hubungan kuat antara *beta* dengan ukuran suatu perusahaan, maka disimpulkan bahwa faktor ukuran perusahaan harus ikut dipertimbangkan dalam menjelaskan *return* saham. Penelitian lain juga dilakukan sebelumnya oleh Banz (1981), Reinganum (1981), Sattman (1980), Drew

& Veeraghavan (2003) dan Rosenberg, Rein & Lanstein (1985) yang mengungkapkan adanya temuan hubungan antara *return* saham, ukuran perusahaan dan nilai *book-to-market equity*. Selain itu ditemukan juga bahwa terdapat hubungan yang lemah antara *return* saham dengan *beta* berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Levy (1978).

Fama-French (1993) mengungkapkan bahwa terdapat beberapa variabel lain yang dapat mempengaruhi *return* saham selain *beta*, yaitu ukuran perusahaan yang diproksikan dengan *Small Minus Big* (SMB) dan *book-to-market equity* yang diproksikan dengan *High Minus Low* (HML).

Faktor *Beta* merupakan pengukur volatilitas (*volaticity*) *return* suatu sekuritas atau portofolio terhadap *return* pasar. Maka dari itu, faktor *beta* berpengaruh terhadap *return* saham. *Beta* digunakan untuk mengukur risiko sistematis (*systematic risk*) suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar (Pasaribu, 2009).

Faktor *Small Minus Big* (SMB) menunjukkan adanya perbedaan *return* antara saham perusahaan kecil dengan saham perusahaan besar. Saham perusahaan kecil cenderung memiliki risiko yang lebih tinggi dengan tingkat keuntungan yang diharapkan lebih tinggi dan sebaliknya, saham perusahaan besar cenderung memiliki risiko yang lebih rendah dengan tingkat keuntungan yang diharapkan lebih rendah (Pasaribu, 2009).

Faktor *High Minus Low* (HML) juga mempengaruhi *return*, dimana jika nilai *High Minus Low* (HML) besar maka hal ini mencerminkan sikap optimis investor terhadap masa depan perusahaan. Dan sebaliknya, jika nilai *High Minus Low* (HML) rendah maka investor pesimis akan masa depan perusahaan (Pasaribu, 2009).

Fama-French (1993) mengemukakan bahwa faktor *size* dan *book to market equity* merupakan faktor dominan dalam memprediksi dan menjelaskan *return*. Formulasi persamaan model penetapan harga set yang dituliskan dalam metode Fama-French *Three Factor Model* adalah sebagai berikut (Fama-French, 1992);

$$(R_i - R_f) = \alpha + \beta_i(R_M - R_f) + \gamma_i(SMB) + \delta_i(HML) + e_i$$

Keterangan:

R_i = *Return* portofolio

R_f = *Return risk free rate*

α = *Intercept* (konstanta)

β_i = *Beta* pasar atau koefisien regresi

R_M = *Return* pasar

γ_i = Koefisien regresi saham terhadap *return* SMB

SMB = *Small Minus Big*, yaitu selisih *return* portofolio saham kecil dengan portofolio saham besar

δ_i = Koefisien regresi saham terhadap *return* HML

HML = *High Minus Low*, yaitu selisih *return* portofolio saham dengan B/M tinggi dengan portofolio saham dengan B/M rendah.

e_i = *Error term*

Persamaan tersebut merupakan representasi dari $E(R_i)$, R_f dan R_m yang masing-masingnya menggambarkan *expected return*, *risk free rate*, dan *return* pasar. Komponen *Small Minus Big* (SMB) dalam persamaan tersebut menggambarkan *size* perusahaan yang berasal dari selisih nilai kapitalisasi pasar antara perusahaan kecil dengan nilai kapitalisasi pasar perusahaan besar. Sedangkan, komponen *High Minus Low* (HML) dalam persamaan tersebut mempresentasikan nilai *book-to-market ratio premium* yang berasal dari nilai buku perusahaan dengan rasio pasar tinggi dan nilai buku perusahaan dengan rasio pasar rendah.

Fama-French (1993) menjelaskan bahwa faktor *Small Minus Big* (SMB) dan *High Minus Low* (HML) yang digunakan sebagai faktor yang dapat mempengaruhi *return* saham dapat menjelaskan mengenai *return* saham yang dipertimbangkan berdasarkan ukuran perusahaan dan nilai *book-to-market equity* yang tidak dapat dijelaskan oleh model-model sebelumnya. Berikut merupakan pembahasan mengenai faktor-faktor yang terdapat di dalam *Model Three Factor Fama French*.

1.4.1 *Market Excess Return*

Variabel pertama yang terdapat dalam *Model Three Factor Fama French* adalah premi risiko/*beta*. Faktor *beta* yang dipakai dalam penelitian ini direpresentasikan oleh variabel *Market Excess Return*. Menurut Frank (1984) dan Fama & French (1993), *Market Excess Return* adalah perbedaan antara *return* pasar (R_m) dengan *return* aset bebas risiko atau *risk free rate* (R_f). Biasanya, di Indonesia nilai *return* pasar (R_m) diestimasi dengan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) karena mencakup semua saham industri di Indonesia. Namun, dalam penelitian ini, nilai *return* pasar yang digunakan adalah *return* dari Indeks LQ45. *Risk free rate* (R_f) mengacu pada tingkat bunga yang diterima investor saat berinvestasi dalam aset bebas risiko seperti obligasi pemerintah jangka pendek.

Premi risiko pasar dan konsepsi ini dijelaskan oleh *beta* pasar, yang mencerminkan risiko yang tidak bisa dihilangkan melalui diversifikasi. *Beta* adalah ukuran risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio dalam kaitannya dengan risiko pasar. Menurut Archaravci, et al. (2017), *beta* mampu menjelaskan korelasi antara perubahan *return* pasar dan *return* portofolio, dengan arah yang searah; hal ini berarti jika *return* pasar naik, *return* portofolio juga cenderung meningkat sejalan dengan pergerakan *return* pasar. *Beta* mencerminkan tingkat sensitivitas *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar, sehingga semakin tinggi nilai *beta*, semakin sensitif sekuritas tersebut terhadap pasar. Menurut Tandelilin (2001), *beta* juga berguna untuk membandingkan risiko sistematis antara satu saham dengan saham lainnya.

Market excess return atau premi risiko pasar merupakan perbedaan antara pengembalian pasar dengan set bebas risiko. Perhitungan nilai *market excess return* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Beigi et al, 2016):

$$RP_m = R_m - R_f$$

Keterangan:

RP_m = *Market Excess Return*

R_m = Tingkat pengembalian pasar

R_f = Tingkat bunga bebas risiko

1.4.2 *Small Minus Big (SMB)*

Dalam penelitian ini, variabel kedua dalam *Model Three Factor Fama French* adalah dimensi perusahaan atau ukuran perusahaan (*firm size*). Ukuran perusahaan adalah parameter yang digunakan untuk mengukur dimensi suatu perusahaan (Sheila, *et al.* 2017). Menurut Sudiyatno dan Irsad (2011), ukuran perusahaan dapat diperkirakan dengan menggunakan kapitalisasi pasar yang dihitung dari jumlah saham yang beredar dikalikan dengan harga saham dari setiap perusahaan. Selain itu, kapitalisasi pasar juga bisa dievaluasi dari nilai *market value* yang tercatat dalam laoran keuangan masing-masing perusahaan. Nurafiyana (2010) menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan dianggap penting karena perusahaan kecil cenderung memiliki risiko yang lebih tinggi daripada perusahaan besar. Oleh karena itu, investor biasanya mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari investasi pada perusahaan-perusahaan yang lebih kecil. Perhitungan *firm size* dapat dilakukan dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Firm Size} = \text{Jumlah saham beredar} \times \text{harga saham per lembar}$$

Firm size dalam penelitian ini diproksikan dengan *Small Minus Big (SMB)*, yaitu selisih dari rata-rata tiap bulan *return* pada tiga portofolio saham kecil dengan rata-rata tiap bulan *return* pada tiga portofolio saham besar. Dalam penelitian ini perusahaan dikelompokkan menjadi dua kategori yaitu perusahaan saham besar (B) dan perusahaan saham kecil (S) yang dibentuk berdasarkan ukuran perusahaannya. *Small Minus Big (SMB)* dikelompokkan dengan 50% saham perusahaan dikategorikan sebagai kelompok saham besar (B) dan 50% saham perusahaan dikategorikan sebagai kelompok saham kecil (S) yang dihitung berdasarkan median yang telah dihitung. Kelompok perusahaan yang termasuk ke dalam perusahaan kecil (S) meliputi seluruh perusahaan yang memiliki kapitalisasi pasar dibawah nilai median, sedangkan kelompok perusahaan besar (B) merupakan seluruh perusahaan yang mempunyai nilai kapitalisasi pasar diatas median (Fama-French, 1993).

Untuk menghitung nilai *Small Minus Big (SMB)* dapat dihitung dengan rumus perhitungan seperti berikut (Fama-French, 1992):

$$SMB = \frac{1}{3} \left(\frac{S}{L} + \frac{S}{M} + \frac{S}{H} \right) - \frac{1}{3} \left(\frac{B}{L} + \frac{B}{M} + \frac{B}{H} \right)$$

Keterangan:

SMB	=	<i>Small Minus Big. Return</i> portofolio yang berasal dari perhitungan selisih antara <i>return</i> portofolio saham kecil (S) dengan <i>return</i> portofolio saham besar (B)
B/H	=	<i>Return</i> portofolio yang berasal dari perusahaan besar (B) dan memiliki nilai rasio <i>book to market</i> tinggi (H).
B/M	=	<i>Return</i> portofolio yang berasal dari perusahaan besar (B) dan memiliki nilai rasio <i>book to market</i> menengah (M).
B/L	=	<i>Return</i> portofolio yang berasal dari perusahaan besar (B) dan memiliki nilai rasio <i>book to market</i> rendah (L).
S/H	=	<i>Return</i> portofolio yang berasal dari perusahaan kecil (S) dan memiliki nilai rasio <i>book to market</i> tinggi (H).
S/M	=	<i>Return</i> portofolio yang berasal dari perusahaan kecil (S) dan memiliki nilai rasio <i>book to market</i> menengah (M).
S/L	=	<i>Return</i> portofolio yang berasal dari perusahaan kecil (S) dan memiliki nilai rasio <i>book to market</i> rendah (L).

1.4.3 High Minus Low (HML)

variabel ketiga dalam *Model Three Factor Fama French* adalah *Book to Market Equity*, atau *Book Equity to Market Equity* (BE/ME), yang merupakan rasio antara nilai buku (*book value*) dengan nilai pasar (*market value*) (Justina, 2017). *Book value* yang dilihat dari jumlah ekuitas (*total equity*) yang didapat dari laporan keuangan tahunan tiap perusahaan, sedangkan *market value* didapat dari hasil perhitungan kapitalisasi pasar (*market capitalization*). Rasio ini menunjukkan sejauh mana perusahaan dapat menciptakan nilai terhadap modal yang diinvestasikan. Jika nilai rasio *book-to-market* suatu sekuritas lebih kecil dari *market value* (*book-to-market* < 1), maka saham perusahaan tersebut dianggap *overvalued*. Sedangkan, jika nilai rasio *book-to-market* sekuritas tersebut lebih besar daripada *market value* (*book-to-market* > 1) maka saham tersebut dianggap *undervalued*. Rasio BE/ME diperoleh dari nilai *total equity* perusahaan (BE) pada akhir tahun periode t dibagi dengan *market value* bulan desember tahun t-1. *Total equity* yang digunakan dapat dilihat dari laporan keuangan perusahaan yang telah dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia, dan nilai pasar (*market value*) dalam penelitian ini menggunakan nilai kapitalisasi pasar masing-masing perusahaan. *Book-to-market equity ratio* (BE/ME) dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut.

$$BE/ME = \frac{\text{Book Value}}{\text{Market Value}}$$

Dalam penelitian ini, rasio *book-to-market ratio* diwakili oleh *High Minus Low* (HML) yang merupakan hasil dari perbedaan antara rata-rata *return* portofolio dengan rasio *book-to-market ratio* tinggi (*value stock*) dan rata-rata *return* portofolio dengan rasio *book-to-market ratio* rendah (*growth stock*) (Fama-French, 1992). Pembentukan portofolio HML melibatkan pengurutan data berdasarkan rasio BE/ME pada perusahaan kecil dan besar secara terpisah. Portofolio HML dibentuk dengan membagi saham menjadi tiga kelompok: 30% saham dengan rasio *book-to-market ratio* tinggi termasuk dalam kelompok *High* (H), 40% saham dengan nilai rasio *book-to-market medium* termasuk ke dalam kelompok *Medium* (M), dan 30% saham dengan nilai rasio *book-to-market* rendah termasuk ke dalam kelompok *Low* (L).

Untuk menghitung besarnya HML dapat menggunakan rumus sebagai berikut (Fama-French, 1992):

$$HML = \frac{1}{2} \left(\frac{S}{H} + \frac{B}{H} \right) - \frac{1}{2} \left(\frac{S}{L} + \frac{B}{L} \right)$$

Keterangan:

- HML = *High Minus Low*. *Return* portofolio yang berasal dari perhitungan selisih antara *return* portofolio dengan nilai *book-to-market ratio* tinggi (H) dengan *return* portofolio dengan nilai *book-to-market ratio* rendah (L)
- B/H = *Return* portofolio yang berasal dari perusahaan besar (B) dan memiliki nilai rasio *book to market* tinggi (H).
- B/L = *Return* portofolio yang berasal dari perusahaan besar (B) dan memiliki nilai rasio *book to market* rendah (L).
- S/H = *Return* portofolio yang berasal dari perusahaan kecil (S) dan memiliki nilai rasio *book to market* tinggi (H).
- S/L = *Return* portofolio yang berasal dari perusahaan kecil (S) dan memiliki nilai rasio *book to market* rendah (L).

1.5 Indeks Harga Saham

1.5.1 Pengertian Indeks Harga Saham

Indeks harga saham merupakan cerminan dari pergerakan keseluruhan harga saham yang telah dipilih berdasarkan atas kriteria dan metodologi yang telah ditetapkan serta selalu dievaluasi secara berkala. Indeks harga saham memiliki manfaat dan tujuan, yaitu sebagai berikut:

- Indeks digunakan sebagai salah satu alat ukur sentimen pasar
- Indeks dijadikan sebagai produk investasi pasif seperti Reksa Dana Indeks, ETF Indeks serta produk turunan lainnya,
- Indeks digunakan sebagai standar untuk pembandingan bagi portofolio aktif
- Indeks merupakan proksi yang dapat mengukur dan membentuk model pengembalian investasi berupa *return*, risiko sistematis dan kinerja saham yang disesuaikan dengan risiko

- Proksi untuk kelas asset pada alokasi asset.

Saat ini, Bursa Efek Indonesia memiliki 44 jenis indeks harga saham yang terus diperbarui dan disebarakan melalui berbagai media, baik cetak maupun elektronik. Menurut INFOVESTA (2023), terdapat 7 jenis indeks di Bursa Efek Indonesia:

- a. Indeks individual, yang menggunakan harga saham masing-masing saham terhadap harga dasarnya, atau indeks individu dari setiap saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- b. Indeks Harga Saham Sektorial, menggabungkan semua saham yang termasuk dalam sektor-sektor tertentu, seperti keuangan, pertambangan, dan lain-lain. Di Bursa Efek Indonesia, indeks sektoral terbagi menjadi sembilan sektor, termasuk pertanian, pertambangan, industri dasar dan lain-lain.
- c. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), yang menggunakan semua saham yang terdaftar sebagai komponen perhitungan indeks.
- d. Indeks LQ45, yang terdiri dari 45 saham pilihan berdasarkan likuiditas perdagangan dan kapitalisasi pasar. Setiap 6 bulan, saham-saham baru ditambahkan ke dalam LQ45.
- e. Indeks Syariah atau JII (*Jakarta Islamic Index*), yang terdiri dari 30 saham yang sesuai dengan prinsip investasi syariah dalam Islam.
- f. Indeks Papan Utama dan Papan Pengembangan, adalah indeks harga saham yang didasarkan pada kelompok saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu kelompok Papan Utama dan Papan Pengembangan.
- g. Indeks KOMPAS100, hasil kerjasama antara Bursa Efek Indonesia dan harian KOMPAS yang mencakup 100 saham terdaftar di dalamnya.

1.5.2 Indeks LQ45

Indeks LQ45 merupakan Indeks Saham dari 45 saham perusahaan publik yang dapat diperjual belikan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Indeks LQ45 merupakan kumpulan dari saham-saham yang memiliki likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi yang terus direview setiap 6 bulan. Indeks LQ45 dapat menggambarkan penurunan dan kenaikan harga saham di waktu tertentu dibandingkan dengan melihat harga saham secara keseluruhan dalam waktu yang berbeda (Mario, 2012).

Kattopo (1997) menyatakan bahwa saham-saham yang masuk ke dalam indeks LQ45 harus memenuhi kriteria serta melewati seleksi berikut ini:

1. Masuk dalam ranking 60 besar dari total transaksi saham di pasar reguler (dengan rata-rata transaksi selama 12 bulan terakhir).
2. Peringkat berdasarkan kapitalisasi pasar (dengan rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
3. Sudah tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) minimum 3 bulan.
4. Keadaan keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhannya, frekuensi serta jumlah dari perdagangan transaksi pasar reguler yang baik.

Kriteria selanjutnya adalah melihat dari likuiditasnya. Terdapat tiga kriteria *liquidity* yang harus dipenuhi, yaitu dilihat dari frekuensi, *volume* dan *valued*. Selain itu, catatan pergerakan saham-saham perusahaan terkait harus bebas dari hukuman, seperti diberhentikan perdagangan sahamnya sementara (*suspensi*). Jika terdapat beberapa kriteria yang tidak lagi terpenuhi, maka saham emiten dapat digantikan dengan saham emiten lainnya. Sehingga, saham-saham yang diluar LQ45 mempunyai kemungkinan untuk masuk terdaftar ke dalam LQ45.

Indeks LQ45 juga dipandang lebih mewakili kondisi pasar di Bursa Efek Indonesia. Seperti terlihat pada tabel 1.5 yang menyatakan bahwa dengan angka rata-rata pertumbuhan LQ45 pada periode 2019-2022 sebesar 59,01%, mengindikasikan bahwa LQ45 telah memberikan kontribusi yang signifikan terhadap kapitalisasi pasar Bursa Efek Indonesia secara keseluruhan. Tujuan LQ45 digunakan dalam penelitian ini diharapkan dapat menyediakan sarana yang obyektif dan terpercaya bagi analisis dalam penelitian ini.

1.6 Penelitian Terdahulu dan Kerangka Pemikiran

2.6.1. Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian terkait mengenai penggunaan Fama-French Three Factor Model yang telah dilakukan, baik penelitian dalam negeri maupun luar negeri sehingga penelitian tersebut dapat dijadikan acuan dan digunakan sebagai poin penting bagi penelitian yang baru, berikut adalah *review* beberapa penelitian terdahulu yang terkait dengan penggunaan Fama-French Three Factor Model:

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No.	Nama Peneliti, Tahun & Judul Penelitian	Variabel yang Diteliti	Indikator dan Metode Analisis	Hasil Penelitian	Publikasi
1.	Eugene F. Fama dan Kenneth R. French. (1992) <i>Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds</i>	Variabel Independen: • <i>Market excess return</i> • <i>Size</i> yang diproksikan dengan <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>Book-to-market ratio</i> yang diproksikan dengan <i>High Minus Low</i> (HML). Variabel Dependen: <i>Return</i> saham	Indikator: • Harga saham • <i>Firm Size</i> • <i>Book-to-market ratio</i> • 25 portofolio yang digunakan yang terdiri dari portofolio <i>size</i> dan <i>book-to-market</i> Metode Analisis: • Regresi <i>time series</i>	• Hasil pada variabel <i>market excess return</i> menunjukkan bahwa <i>beta</i> dianggap belum cukup mampu untuk menjelaskan <i>return</i> saham dengan baik. Maka dari itu, perlu faktor tambahan yang dianggap mampu menjelaskan <i>return</i> saham, yaitu faktor <i>size</i> dan faktor <i>book-to-market equity</i>. • Dalam penelitian ini menunjukkan	<i>Journal of Financial Economics</i>

			• <i>Testing Statistic</i> dan <i>P-Value</i> • Analisis portofolio	bahwa nilai <i>slope Small Minus Big</i> (SMB) lebih besar pada perusahaan yang memiliki ukuran kecil, dan pada perusahaan kecil penelitian menghasilkan koefisien positif. • Hasil penelitian pada variabel <i>High Minus Low</i> (HML) menunjukkan bahwa koefisien <i>High Minus Low</i> (HML) berhubungan positif pada portofolio dengan nilai <i>book-to-market</i> tinggi.	
2.	Adam Nurkholik. (2018). Pengujian Tiga <i>Asset Pricing Model</i> Terhadap <i>Excess Return</i> Portofolio Pada Negara Berkembang di ASEAN	Variabel Independen: • <i>Market return</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML) • <i>Winner Minus Losser</i> (WML) Indikator Dependen: <i>Return</i> saham	Indikator: • Harga saham • <i>Firm size</i> • <i>Value</i> • <i>Momentum</i> • <i>Risiko</i> (<i>Underlying</i>) Metode Analisis: Model regresi berganda (<i>Multiple regression model</i>)	• Terdapat hasil yang menunjukkan bahwa variabel <i>market excess return</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>excess return</i> portofolio yang terjadi di Thailand, Malaysia dan Indonesia. • Diketahui bahwa pada variabel <i>small minus big</i> (SMB) berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>excess return</i> portofolio yang terjadi di Malaysia, namun menunjukkan adanya pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap <i>excess return</i> portofolio di Thailand dan Indonesia.	Jurnal Universitas Negeri Jakarta

				• Hasil uji menunjukkan bahwa variabel <i>High Minus Low</i> (HML) hanya berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>excess return</i> portofolio hanya di Malaysia, sedangkan di Thailand dan Indonesia menunjukkan pengaruh positif yang tidak signifikan. • Faktor momentum dalam penelitian ini menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap <i>excess return</i> portofolio terjadi di Thailand dan Malaysia, dan menunjukkan pengaruh positif yang tidak signifikan di Indonesia. • <i>Four Factors model</i> merupakan model estimasi yang terbaik dan paling akurat dalam menduga <i>excess return</i> saham	
3.	Anjadisa Putri, Hendro Sasongko, Yudhia Mulya. (2020) Pengaruh <i>Fama French Three Factor Model</i> Terhadap <i>Excess Return</i> Saham Pada Perusahaan LQ45 Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Variabel Independen: • <i>Market risk premium</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML) Variabel Dependen: <i>Return</i> saham	Indikator: • Harga saham • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market ratio</i> Metode Analisis: • Uji asumsi klasik • Uji regresi linear berganda • Uji parsial (Uji T)	• Berdasarkan penelitian yang dilakukan, diketahui bahwa variabel <i>excess return</i> pasar memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap <i>excess return</i> saham pada seluruh portofolio yang diteliti, kecuali pada portofolio <i>Big-Medium</i> (B/M).	Jurnal Universitas Pakuan Fakultas Ekonomi dan Bisnis

	Periode 2015-2019		• Uji simultan (Uji F) • Uji koefisien determinasi (R^2)	• Variabel <i>Small Minus Big</i> (SMB) diketahui berpengaruh positif dan signifikan pada portofolio atas perusahaan <i>small</i> dan berpengaruh negatif signifikan pada portofolio atas perusahaan saham <i>big</i>. • Variabel <i>High Minus Low</i> (HML) menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap <i>excess return</i> saham pada portofolio <i>Big-High</i> (B/H), <i>Big-Low</i> (B/L), <i>Small-High</i> (S/H) dan <i>Small-Medium</i> (S/M). • Secara simultan, variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh signifikan terhadap <i>excess return</i> saham dan dapat menjelaskan <i>return</i> saham dengan baik.	
4.	Muhammad Indragiri Effendy. (2021). Pengaruh <i>Excess Return</i> Saham Berdasarkan <i>Fama French Three Factor Model</i> (Studi Pada Perusahaan Sektor Manufaktur Yang Terdaftar	Variabel Independen: • <i>Excess return pasar</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML) Variabel Dependen: <i>Excess Return</i> saham	Indikator: • Faktor premi risiko • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market ratio</i> Metode Analisis: • Uji deskripsi statistik • Pengujian hipotesis	Berdasarkan penelitian ini, diketahui bahwa meningkatnya <i>excess return</i> pasar (<i>risk premium</i>) mampu meningkatkan <i>excess return</i> saham. Jika semakin tinggi <i>risk premium</i>, maka risiko investasi tersebut juga akan tinggi dan juga sebaliknya. Selain itu, diketahui bahwa semakin kecil <i>firm size</i> maka <i>excess return</i> saham akan mengalami	Jurnal Universitas Brawijaya

	di Bursa Efek Indonesia).			peningkatan. Dalam penelitian ini juga diketahui bahwa semakin besar <i>book to market ratio</i> maka akan meningkatkan <i>excess return</i> saham yang akan diterima.	
5.	Damar Hardianto Suherman. (2009). Pengujian <i>Fama French Three Factor Model</i> di Indonesia	Variabel Independen: • <i>Market return</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML) Variabel Dependen: <i>Excess return</i>	Indikator • Harga saham • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market equity</i> • Portofolio B/H, Portofolio B/M, portofolio B/L, portofolio S/H, portofolio S/M, dan portofolio S/L Metode Analisis: • Analisa Regresi Berganda • Uji T • Uji F • Koefisien Determinasi	Berdasarkan analisis yang telah dilakukan, penelitian ini menunjukkan bahwa ketiga variabel yang digunakan yaitu <i>Fama-French Three Factor Model</i> memiliki pengaruh yang signifikan terhadap <i>excess return</i> di Bursa Efek Jakarta, dan dalam penelitian ini model <i>Fama French</i> dinyatakan valid.	Jurnal Keuangan dan Perbankan
6.	Ivan Gumilar Sambas Putra, Neneng Susanti, & Okta Eka Putra. (2019). Pengujian <i>Fama-French Five Factors Asset Pricing Model</i> Pada Indeks LQ45 Periode 2014-2018	Variabel Independen: • <i>Market return</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML) • <i>Robust Minus Weak</i> (RMW) • <i>Conservative Minus Aggressive</i> (CMA) Variabel Dependen: <i>Excess Return</i>	Indikator: • Harga saham • <i>Risk free rate</i> • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market</i> • <i>Profitability</i> • <i>Investment</i> Metode Analisis: • Uji koefisien determinasi • Uji F •	Dalam penelitian ini, secara parsial bahwa variabel-variabel yang digunakan menunjukkan hasil sebagai berikut: • Variabel <i>market return</i> memiliki hubungan yang signifikan terhadap <i>excess return</i> saham dengan arah pengaruh positif. • Variabel <i>small minus big</i> (SMB) memiliki hubungan yang signifikan terhadap <i>excess return</i> saham	Jurnal Bisnis dan Manajemen (BISMA)

				dengan arah pengaruh positif • Variabel <i>high minus low</i> (HML) memiliki hubungan yang signifikan terhadap <i>excess return</i> saham dengan arah pengaruh positif • Variabel <i>robust minus weak</i> (RMW) memiliki hubungan yang signifikan terhadap <i>excess return</i> saham dengan arah pengaruh positif • Variabel <i>conservative minus aggressive</i> (CMA) memiliki hubungan yang signifikan terhadap <i>excess return</i> saham dengan arah pengaruh positif	
7.	M. Bobby Afif Nasution, Hermanto Suregar dan Trias Andati (2020). <i>Indonesian Property and Real Estate Return Analysis: Comparison of Capital Asset Pricing Model and Fama French Three Factors Model</i>	Variabel Independen: • <i>Market return</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML) Variabel Dependen: <i>Excess Return</i>	Indikator: • Harga saham • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market ratio</i> • <i>Risk free rate</i> • <i>Return</i> saham dan portofolio Metode Analisis: Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah CAPM dan <i>Fama-French Three Factors Model</i>. Analisis regresi yang digunakan adalah analisis regresi data panel.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa model CAPM secara signifikan mempengaruhi <i>excess return</i> dengan faktor pemuatan sebesar 0,7989, sedangkan model Fama-French menunjukkan bahwa faktor premi pasar, SMB dan HML secara signifikan mempengaruhi <i>excess return</i> saham dengan faktor pemuatan sebesar 0,7111, -0,1705 dan -0,0453. Kedua model secara konsisten menunjukkan hasil yang sama pada setiap variabel.	Jurnal Aplikasi Bisnis dan Manajemen

8.	Vera Mita Nia (2020). <i>The Effect of Corona Outbreak on the Indonesian Stock Market</i>	Variabel Independen: • <i>Market return</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML) Variabel Dependen: <i>Excess Return</i>	Indikator: • <i>Return</i> pasar • <i>Risk free rate</i> • <i>Return</i> portofolio perusahaan <i>small-low, small-medium, small-high, big-low, big-medium, big-high</i> • <i>Return</i> portofolio perusahaan <i>small-low, small-high, big-low, big-high</i>. • <i>Return</i> pada sekuritas atau portofolio Metode Analisis: Analisis regresi <i>time series</i>	Penelitian ini menemukan bahwa semua variabel independen mempengaruhi variabel dependen selama periode tersebut. Tetapi hanya 39,58% (secara parsial) dan 24,68% (secara simultan) yang dapat mempengaruhi variabel dependen. Faktor lain seperti kinerja bisnis atau informasi pasar, lebih berpengaruh daripada faktor sebelumnya. Nilai <i>expected return portfolio</i> dan pasar selama periode penelitian menunjukkan ketakutan pasar terhadap wabah virus corona. Koreksi yang dialami oleh sebagian besar anggota portofolio memberikan peluang bagi investor dengan sifat <i>risk taker</i> untuk mulai membeli saham tersebut.	American Journal of Humanities and Social Sciences Research
9.	Nur Mahfudh Febriansyah, Ronny Malavia Mardani, Ahmad Agus Priyono. (2017) <i>Pengujian Fama French Three Factor Models Dalam Mempengaruhi Return Saham Studi Kasus Pada Saham LQ45 Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2016.</i>	Variabel Independen: • <i>Market return</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML) Variabel Dependen: <i>Excess Return</i>	Indikator: • Harga saham • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market ratio</i> Metode Analisis: • Uji normalitas • Uji Asumsi klasik • Uji analisis regresi linear berganda • Uji hipotesis (Uji T) • Koefisien determinasi	Berdasarkan atas penelitian yang telah dilakukan, dapat diketahui bahwa variabel <i>market return</i> memiliki pengaruh positif yang signifikan, variabel <i>firm size</i> berpengaruh positif yang tidak signifikan, dan variabel <i>book-to-market ratio</i> berpengaruh positif yang tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham.	<i>E-jurnal Riset Manajemen Prodi Manajemen Fakultas Ekonom dan Bisnis UNISMA</i>

10.	Novia Istianing Astuti, et al (2022). Pengaruh <i>Fama-French Three Factor Model</i> Terhadap Return Saham Di Era Pandemi Covid-19.	Variabel Independen: • <i>Market return</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML) Variabel Dependen: <i>Excess Return</i>	Indikator: • Harga saham • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market ratio</i> Metode Analisis: • Analisis regresi linier berganda • Uji Asumsi klasik	Berdasarkan penelitian tersebut dapat diketahui bahwa variabel premi risiko pasar, ukuran perusahaan dan rasio penilaian dalam Fama French Three Factors Model secara simultan berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham di era pandemic covid-19 pada perusahaan sector basic materials.	<i>The 3rd Widyagama National Conference on Economics and Business</i> (WNCEB 2022)
11.	Elvira Yoanita (2022). Pengaruh <i>Fama-French Three Factor Model</i> Terhadap Tingkat Pengembalian Saham di Indonesia.	Variabel Independen: • <i>Market return</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML) Variabel Dependen: <i>Excess Return</i>	Indikator: • Harga saham • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market ratio</i> Metode Analisis: • Analisis regresi linier berganda	Model tiga faktor memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian saham pada industri agrikultur, industri pertambangan, industri kimia, industri aneka, industri barang konsumsi, industri properti, dan industri infrastruktur.	<i>IBS Repository</i>
12.	Esi Fitriani Komara, Erie Febrian, Mokhammad Anwar. (2019). Analisis <i>Three Factor Fama-French Model</i> terhadap Return pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2011-2014.	Variabel Independen: • <i>Market return</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML) Variabel Dependen: <i>Excess Return</i>	Indikator: • Harga saham • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market ratio</i> Metode Analisis: • Analisis regresi linier berganda • Uji Hipotesis (Uji F) • Uji Parsial (Uji T)	Berdasarkan penelitian ini, dihasilkan kesimpulan dimana faktor pertama Fama-French yaitu <i>market return</i> memiliki pengaruh positif terhadap <i>excess return</i>. Sedangkan dua faktor lainnya yaitu <i>firm size</i> dan <i>book to market</i> tidak memiliki pengaruh terhadap <i>excess return</i>.	Jurnal Inspirasi dan Manajemen
13.	Neneng Susanti (2010). Pengujian <i>Fama French Three Factor Model</i> Pada Perusahaan di Indonesia yang Sahamnya	Variabel Independen: • <i>Market return</i> • <i>Small Minus Big</i> (SMB) • <i>High Minus Low</i> (HML)	Indikator: • Harga saham • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market ratio</i> Metode Analisis: • Uji Asumsi klasik	Berdasarkan hasil uji pada penelitian ini, diketahui bahwa <i>market return</i> memiliki pengaruh yang signifikan terhadap <i>excess return</i> saham secara parsial, variabel SMB tidak	Prosiding Seminar Nasional

	Terdapat di LQ45 Tahun 2005-2009	Variabel Dependen: <i>Excess Return</i>	• Pengujian hipotesis • Pengujian simultan • Pengujian parsial	berpengaruh terhadap <i>excess return</i> secara parsial, variabel HML tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>excess return</i> secara parsial. Namun, secara simultan model <i>Three Factor Fama French</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>excess return</i> .	
14.	Emon Kalyan Chowdhury. (2017). <i>Functioning of Fama French Three Factor Model in Emerging Stock Market: An Empirical Study on Chittagong Stock Exchange Bangladesh</i>	Variabel Independen: • <i>Market risk factor</i> • <i>Size risk factor</i> (SMB) • <i>Market risk factor</i> (HML) Variabel Dependen: <i>Excess return</i> saham	Indikator: • <i>Market equity</i> • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market equity</i> • 9 portofolio gabungan <i>size</i> dan <i>book-to-market factor</i> Metode Analisis: Uji statistik	Uji analisis dilakukan dengan menggunakan 9 portofolio yang tersusun, menghasilkan bahwa portofolio dari perusahaan yang memiliki ukuran besar dan medium dianggap menghasilkan <i>excess return</i> saham lebih besar dibandingkan dengan portofolio <i>small size</i> . Berdasarkan nilai <i>book-to-market ratio</i> , perusahaan dengan nilai <i>high book-to-market ratio</i> menghasilkan <i>excess return</i> saham lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dengan <i>low book-to-market ratio</i> . Dalam penelitian ini dapat disimpulkan bahwa <i>Model Three Factor Fama-French</i> dapat berfungsi dengan baik pada <i>Chittagong Stock Exchange</i> .	<i>Journal of Financial Risk Management (2017). Scientific Research Publishing.</i>
15.	Veysel Eraslan. (2013). <i>Fama French Three Factor Model: Evidence from Istanbul Stock Exchange</i>	Variabel Independen: • <i>Market risk factor</i> • <i>Size risk factor</i> (SMB) • <i>Market risk factor</i> (HML)	Indikator: • <i>Market equity</i> • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market equity</i> • 9 portofolio gabungan <i>size</i> dan	Dalam penelitian ini diketahui bahwa <i>size factor</i> tidak berpengaruh pada portofolio dari perusahaan yang memiliki ukuran besar, tetapi dapat menjelaskan <i>excess return</i> saham dengan	<i>Business and Economics Research Journal.</i>

		Variabel Dependen: <i>Excess return</i> saham	<i>book-to-market factor</i> Metode Analisis: Uji statistik	baik pada portofolio dari perusahaan yang berukuran kecil dan medium. Faktor <i>book-to-market ratio</i> diketahui berpengaruh pada portofolio dari perusahaan dengan <i>high book-to-market ratio</i> . Berdasarkan hasil analisis tersebut, dapat disimpulkan bahwa <i>Fama-French Three Factor Model</i> dalam penelitian ini memiliki kemampuan yang baik dalam menjelaskan <i>excess return</i> saham portofolio, namun kemampuan ini tidak cukup kuat secara keseluruhan dalam masa periode ISE.	
16.	Gilbert V., Christopher Gan., Ji Wu. (2008). <i>Persistence of size and value premia and the robustness of the Fama French Three Factor Model in The Hong Kong Stock Market</i>	Variabel Independen: • <i>Market risk factor</i> • <i>Size risk factor</i> (SMB) • <i>Market risk factor</i> (HML) Variabel Dependen: <i>Excess return</i> saham	Indikator: • <i>Market equity</i> • <i>Firm size</i> • <i>Book-to-market equity</i> • 6 portofolio gabungan <i>size</i> dan <i>book-to-market factor</i> Metode Analisis: • Uji regresi linier berganda • Uji statistik	Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan, dapat diketahui bahwa dalam penelitian ini secara umum, <i>Model Three Factor Fama-French</i> dalam konsep <i>asset pricing model</i> lebih akurat jika dibandingkan dengan model CAPM. Selain itu, ketiga variabel yang digunakan dalam penelitian ini tampaknya merupakan variabel yang memiliki kemampuan yang kuat dalam menjelaskan <i>return</i> saham di <i>Hong Kong Market</i> .	<i>Investment Management and Financial Innovation.</i>

2.6.2. Kerangka Pemikiran

1.6.1.1 Pengaruh *Market Excess Return* Terhadap *Excess Return* saham Pada *Model Three Factor Fama French*

Risiko pasar merupakan risiko yang terkait dengan fluktuasi yang terjadi di pasar secara keseluruhan yang tidak dapat dihindari. Perubahan tersebut dapat mempengaruhi variasi *return* investasi. Risiko yang relevan dalam model CAPM terhadap *return* adalah risiko sistematis atau risiko pasar yang dinyatakan oleh *beta*, yang memiliki korelasi positif dengan *return* saham (Bodie, *et al.* 2011). Selanjutnya, Fama & French mengkaji faktor *beta* dalam memperkirakan *return* dan menemukan hubungan positif yang signifikan. Namun, menurut penelitian Fama & French (1992), berdasarkan data 25 *excess return* portofolio saham selama periode 1963-1991 atau selama 29 tahun, ditemukan bahwa *beta* saham yang digunakan untuk mengukur risiko pasar tidak mampu menjelaskan *return* saham sepenuhnya, karena terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi *return* saham, seperti ukuran dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Dalam penelitian ini, *beta* diaproksimasi dengan premi risiko atau *Market Excess Return*.

Market excess return merupakan tingkat pengembalian pasar yang diukur berdasarkan pergerakan indeks harga saham gabungan (IHSG). Dalam hal ini, kondisi faktor makro suatu negara sangat mempengaruhi nilai indeks harga saham gabungan. Faktor makro itu sendiri dapat mencakup situasi yang berkaitan dengan masalah ekonomi, politik atau keamanan suatu negara. Kegiatan suatu perusahaan akan berjalan dengan lancar dan mampu memperoleh keuntungan yang besar apabila di negara tersebut memiliki faktor makro dengan keadaan stabil. Tingginya tingkat keuntungan yang didapatkan perusahaan atas kegiatannya akan mempengaruhi tingkat harga saham pada perusahaan tersebut sehingga menimbulkan sentimen positif dari investor, begitupun sebaliknya apabila semakin banyak perusahaan yang terdampak atas buruknya kondisi makro negaranya sehingga menimbulkan kerugian atas perusahaan tersebut maka harga sahamnya pun ikut bergerak turun dan semakin rendah, sehingga kurangnya investor yang minat berinvestasi di perusahaan tersebut. Adanya pengaruh dari tingkat inflasi yang tinggi, suku bunga, aspek politik akan meningkatkan risiko pasar atas yang akan ditanggung sekuritas.

Dalam kerangka model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), risiko yang mempengaruhi *return* adalah risiko sistematis, yang dievaluasi melalui *beta* dan berkorelasi positif dengan *return* saham. Ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi nilai *beta*, semakin tinggi pula volatilitas saham tersebut, sehingga investor biasanya mengantisipasi tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari saham tersebut (Candika, 2017).

Hasil penelitian yang dilakukan Fama-French (1993) pada perusahaan Amerika tahun 1963-1991 dengan menggunakan 25 portofolio kombinasi 5 portofolio *size* dan 5 portofolio BE/ME menunjukkan bahwa hasil regresi yang hanya menggunakan *market excess return* saja maupun regresi *Three Factor Fama French* memiliki nilai

koefisien *beta* positif di seluruh portofolio. Namun, pada regresi yang hanya menggunakan *market excess return*, satu-satunya nilai R^2 yang mendekati 0,9 adalah portofolio saham besar dengan rasio BE/ME rendah. Hal ini mengindikasikan bahwa koefisien *beta* tidak cukup kuat untuk menjelaskan *excess return* saham. Sehingga, perlu menambahkan faktor lain yaitu *Small Minus Big* (SMB) dan *High Minus Low* (HML).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Hardianto dan Suherman (2009) menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *market excess return* dengan *excess return*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Fawziah (2016), Sudiyatno (2009), Nurkholik (2009), Vuong & Vu (2017), Gunathilaka *et al.* (2017), Boamah (2015), Hanauer & Linhart (2015) menyatakan bahwa terdapat hasil yang menunjukkan adanya pengaruh positif antara *market excess return* terhadap *excess return* saham. Selain itu, Putra, dkk (2021) juga menemukan bahwa *market excess return* memiliki pengaruh terhadap return dengan pendekatan *Fama-French Three Factors Model*. Maka dari itu, sesuai dengan uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa variabel *market excess return* berpengaruh terhadap *excess return saham*. Berdasarkan teori dan hasil penelitian di atas, maka diperoleh hipotesis penelitian sebagai berikut:

H₁ = *Market excess return* berpengaruh positif terhadap *excess return* portofolio saham

1.6.1.2 Pengaruh *Small Minus Big* (SMB) Terhadap *Excess Return* Saham Pada *Model Three Factor Fama French*

Firm size merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan investor dalam memilih investasi karena adanya risiko bisnis yang terlibat. *Big firm* dianggap memiliki risiko yang rendah karena dianggap kemampuan bertahanannya dalam kondisi krisis pada waktu jangka panjang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan dengan ukuran kecil, akibatnya *return* bagi investor dari memiliki saham perusahaan besar cenderung lebih rendah. Sebaliknya dengan saham pada perusahaan berukuran kecil yang dianggap lebih rentan terhadap perubahan kondisi bisnis, yang mencerminkan tingkat risiko yang lebih tinggi. Oleh karena itu, investor biasanya mengharapkan *return* yang lebih tinggi ketika memiliki saham pada perusahaan kecil. Banz (1981) menemukan kondisi ini saat melakukan pengujian mengenai hubungan total nilai pasar saham dengan *return*, kemudian kondisi ini dinamakan dengan ‘efek ukuran (*size effect*)’.

Firm size dapat dilihat melalui nilai *market value* dari masing-masing perusahaan yang tercatat di laporan keuangan yang telah dipublikasikan. *Market value* ini juga disebut dengan kapitalisasi pasar. Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan digunakan sebagai salah satu indikator untuk memproyeksikan *return* bagi investor yang ingin menentukan investasinya. Hal ini dilakukan dengan membandingkan selisih *return* antara saham perusahaan berukuran kecil dengan saham perusahaan berukuran besar, yang disebut *Small Minus Big* (SMB)

Small Minus Big (SMB) merupakan ukuran perbedaan antara *return* rata-rata bulanan portofolio saham kecil dengan *return* rata-rata bulanan dari portofolio saham besar (Bodie, Kane & Marcus, 2014). Faktor SMB ini membantu memberikan bobot pada model yang mendukung saham-saham dengan nilai *market capitalization* kecil. Berdasarkan Fama-French (1993) memprediksi bahwa portofolio investasi dengan saham bernilai kapitalisasi kecil akan memiliki tingkat *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio dengan saham yang bernilai kapitalisasi besar.

Fama-French (1993) menunjukkan bahwa *t-statistic* pada *slop* SMB untuk saham untuk saham bernilai lebih besar dari 4, sebagian bebsar bahkan lebih besar dari 10. Dengan ini *Small Minus Big* (SMB) dengan jelas dapat menangkap variasi dalam *return* saham yang terlewatkan oleh *market excess return* dan HML. Fama-French (1993) dalam penelitiannya menyatakan bahwa hasil dari regresi menunjukkan bahwa *slope Small Minus Big* (SMB) pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar kecil memiliki nilai yang lebih tinggi dibandingkan dengan *slope Small Minus Big* (SMB) pada perusahaan dengan nilai kapitalisasi besar. Hal ini dibuktikan dengan menurunnya *slope* SMB secara motorik dari kuantil *size* yang lebih kecil ke kuantil *size* yang lebih besar. Ini mengindikasikan bahwa saham-saham dari perusahaan-perusahaan kecil umumnya menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada saham-saham dari perusahaan-perusahaan besar.

Menurut Fama & French (2015), ukuran perusahaan memiliki kemampuan untuk menjelaskan rata-rata *return* saham, sehingga ukuran perusahaan (*firm size*) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rata-rata *return*. Beberapa studi yang telah dilakukan oleh Hardianto (2007), Irawan *et al.* (2011) dan Lestari (2015) menunjukkan bahwa terdapat hubungan dan pengaruh yang signifikan antara *Small Minus Big* (SMB) terhadap *return* saham. Penelitian oleh Jiao dan Lilti (2017) di pasar saham China menunjukkan bahwa variabel *Small Minus Big* (SMB) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Studi lain yang dilakukan oleh Banz (1981) mengenai risiko pasar dan ukuran perusahaan, menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang besar dalam menjelaskan tingkat *return*. Penelitian oleh Apergis, Artikis dan Sorros (2011), Fama & French (1992), Hanuer & Linhart (2015), Boamah (2015) dan Namira & Nugroho (2016) juga menunjukkan bahwa faktor *Small Minus Big* (SMB) memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Dari teori dan temuan penelitian tersebut, diperoleh hipotesis sebagai berikut.

H₂ = *Small Minus Big* (SMB) berpengaruh positif terhadap *excess return* portofolio saham.

1.6.1.3 Pengaruh HML (High Minus Low) Terhadap Excess Return saham

Variabel ketiga dalam *Model Three Factor Fama French* adalah *Book-to-market ratio*. Rasio *book-to-market* menggambarkan perbandingan antara nilai buku (*book value*) dan nilai pasar (*market value*) suatu perusahaan. *Book-to-market ratio* banyak

digunakan untuk menganalisis besarnya keuntungan dari saham yang diinvestasikan. *Book-to-market ratio* dinilai mempengaruhi *return* saham, yang digunakan sebagai indikator dalam mengukur kinerja suatu perusahaan melalui harga pasarnya. Apabila *market equity* suatu perusahaan lebih kecil dibandingkan dengan nilai bukunya (*high book-to-market*) maka hal ini mencerminkan produktivitas perusahaan di masa depan dan diperkirakan akan mengalami kegagalan operasi atau terjadi ancaman kerugian dalam masalah keuangan perusahaan tersebut. Hal ini menimbulkan sentimen negatif dari para investor, sehingga para investor akan mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi saat memutuskan untuk berinvestasi pada saham dalam perusahaan dengan *high book-to-market ratio*. Sebaliknya, perusahaan dengan *low book-to-market ratio* dianggap lebih kuat menghadapi perubahan dan ancaman di masa depan, sehingga perusahaan tidak memiliki risiko yang lebih besar. Hal ini membuat tingkat pengembalian yang akan diterima investor akan lebih rendah.

Perusahaan dengan *high book-to-market ratio* atau saham *undervalue* dianggap memiliki laba rendah jika dibandingkan dengan perusahaan dengan *low book-to-market ratio* atau saham *overvalue*. Pada saat saham dalam kondisi *undervalue* saham akan dianggap lebih rendah dibandingkan dengan nilai intrinsiknya. Sehingga risiko yang akan dialami para investor akan lebih tinggi, maka dari itu para investor akan mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih besar atas saham tersebut.

Penelitian Fama & French (1993) menyatakan bahwa *book-to-market ratio* (B/M) memiliki korelasi yang signifikan dengan *return* saham. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa saham-saham dengan rasio *book-to-market* yang tinggi cenderung menghasilkan *return* yang lebih tinggi dalam jangka panjang daripada saham-saham dengan rasio *book-to-market* yang rendah. Hal ini merupakan suatu anomali yang menentang model-model perhitungan harga aset tradisional seperti CAPM yang tidak memperhitungkan faktor-faktor lain seperti nilai buku dan nilai pasar. Kondisi ini digunakan sebagai indikator untuk memproyeksikan *return* bagi investor dengan membandingkan *return* saham dari perusahaan dengan rasio *book-to-market* tinggi dengan *return* saham dari perusahaan dengan rasio *book-to-market ratio* rendah, yang disebut dengan *High Minus Low* (HML).

High Minus Low (HML) merupakan variabel yang mencerminkan perbedaan antara *return* rata-rata bulanan dari saham-saham dengan tingkat *book-to-market ratio* tinggi (*high*) dan saham-saham dengan tingkat *book-to-market ratio* rendah (*low*). Faktor *High Minus Low* (HML) membantu memberikan bobot pada model yang mendukung saham-saham dengan tingkat *book-to-market ratio* tinggi. Menurut Fama & French (1993), saham-saham dengan tingkat *book-to-market ratio* tinggi yang juga disebut saham nilai (*value stock*), cenderung unggul dan memberikan pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham dengan tingkat *book-to-market ratio* rendah yang merupakan saham pertumbuhan (*growth stock*). Variabel *High Minus Low* (HML) mampu menjelaskan perbedaan dalam *return* rata-rata seluruh saham, sehingga mempengaruhi *return* rata-rata secara keseluruhan (Fama & French, 1993).

Penelitian terkait oleh Jiao dan Lilti (2017) pada pasar saham China, menyatakan bahwa HML dapat menjelaskan *return* saham dengan baik. Penelitian lain yang dilakukan oleh Siddiq (2020), Sutrisno (2016), Hardiyanto (2007) dan Irawan *et al.* (2011) menunjukkan terdapat pengaruh positif antara *High Minus Low* (HML) dengan *return* saham. Penelitian lain dilakukan di Indonesia oleh Hutajulu, dkk (2019) dan Candika (2019), dimana penelitian tersebut menghasilkan *High Minus Low* (HML) memiliki pengaruh terhadap *return* saham dengan pendekatan *Fama-French Three Factor Model*. Selain itu, penelitian sebelumnya juga dilakukan oleh Apergis *et al.* (2011), Fama-French (1992), Boamah (2015), Namira & Nugroho (2016), Gunathilaka *et al.* (2017) menunjukkan hasil yang menyatakan bahwa faktor *High Minus Low* (HML) berpengaruh positif terhadap *return* saham. Berdasarkan teori dan penelitian di atas, diperoleh hipotesis sebagai berikut.

H₃ = HML (*High Minus Low*) berpengaruh positif terhadap *excess return* portofolio saham

1.6.1.4 Pengaruh *Market Excess Return*, SMB dan HML Terhadap *Excess Return Saham*

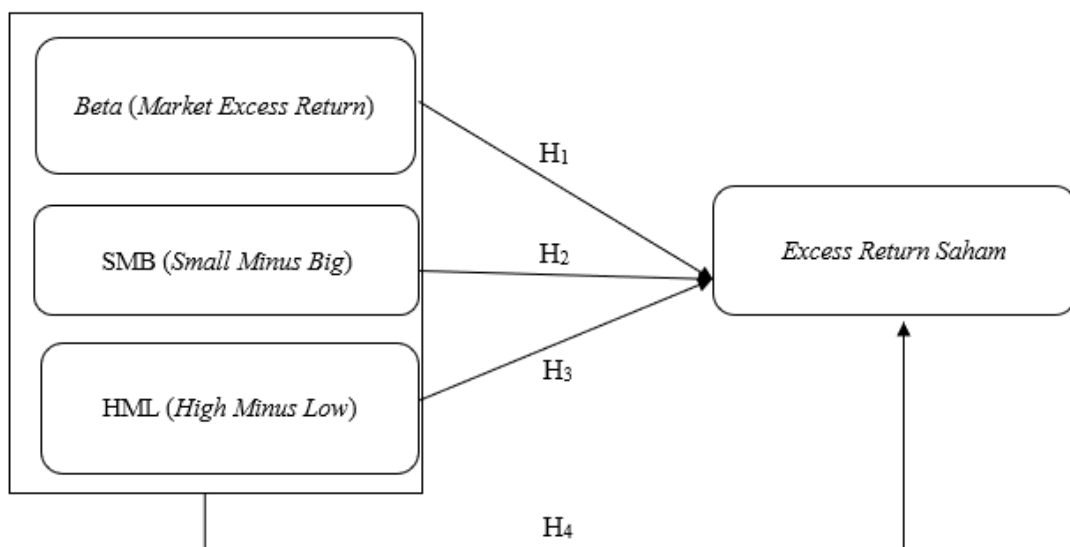
Perkembangan dalam metode perhitungan *return* di pasar modal dimulai sejak lima abad yang lalu, ketika William Sharpe (1964) dan John Lintner (1965) menyusun sebuah model yang dikenal sebagai *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). CAPM menggunakan *beta* sebagai indikator utama. Namun, beberapa peneliti mulai meragukan CAPM karena hanya mengandalkan *beta* sebagai satu-satunya penanda untuk menilai *return*. Mereka meyakini bahwa terdapat faktor-faktor lain selain *beta* yang dapat mempengaruhi *return*. Seiring berjalannya waktu, semakin banyak penelitian dilakukan untuk mencari metode alternatif yang dapat mempertimbangkan faktor-faktor lain yang mempengaruhi *return*. Pada akhirnya, Stephen Ross (1976) mengembangkan teori *pricing asset* lainnya yang dikenal sebagai *Arbitrage Pricing Theory* (APT). APT memiliki beberapa kesamaan dengan CAPM, tetapi hanya dapat diterapkan pada portofolio yang telah didiversifikasi dengan baik. Berdasarkan latar belakang ini, Fama & French (1992) menyatakan bahwa *beta* saham sebagai indikator risiko pasar tidak cukup untuk menjelaskan *return* saham, karena terdapat faktor-faktor lain seperti ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan yang turut berperan.

Fama & French (1992) mengembangkan sebuah model tiga faktor yang terdiri dari *beta* yang diaproksimasi dengan premi risiko (*Market Excess Return*), ukuran perusahaan yang diwakili oleh *Small Minus Big* (SMB) dan rasio buku pasar yang diwakili oleh *High Minus Low* (HML) terhadap *return* portofolio saham (Bodie, Kane & Marcus, 2006). Model tiga faktor Fama-French merupakan salah satu pendekatan atau model estimasi yang menjelaskan *return* suatu aset (Mulya, Zaini & Ramdani, 2019). Banyak penelitian telah dilakukan mengenai model ini, seperti penelitian yang dilakukan oleh Pasaribu (2009), Susanti (2013) dan Surono (2017), yang menyimpulkan bahwa faktor-faktor yang terkandung dalam *Model Three Factor Fama*

French memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *excess return* saham. Berdasarkan teori dan penjelasan di atas, hipotesis yang dihasilkan adalah sebagai berikut.

H₄ = *Market Excess Return*, *Small Minus Big* (SMB) dan *High Minus Low* (HML) berpengaruh signifikan terhadap *excess return* saham

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menguji pengaruh dari Risiko (*Market Excess Return*), *Firm Size* (*Small Minus Big*) dan *Book to Market* (*High Minus Low*) dalam menjelaskan *Excess Return* saham dengan menggunakan *Model Three Factor Fama French* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia selama periode 2019-2022. Dengan dasar pemahaman tersebut, konsep penelitian ini menggambarkan pengaruh antara variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, seperti *beta* (*Market Excess Return*) diwakili oleh X₁, ukuran perusahaan (*Small Minus Big*) diwakili oleh X₂, dan *book-to-market ratio* (*High Minus Low*) diwakili oleh X₃, dan *excess return* saham yang diwakili oleh Y, adalah sebagai berikut.



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

1.7 Hipotesis Penelitian

Hipotesis adalah sebuah pendapat atau dugaan yang perlu diperiksa kebenarannya. Hipotesis juga merupakan suatu asumsi awal tentang suatu fenomena yang belum teruji secara empiris. Pada umumnya, hipotesis menguraikan hubungan yang didua secara logis antara dua variabel atau lebih dalam rumusan masalah yang dapat diuji secara empiris. Oleh karena itu, penting untuk menguji kebenaran sebuah hipotesis agar dapat ditarik kesimpulan yang dapat dipertanggung jawabkan (Husaini, 2021).

Berdasarkan kerangka penelitian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H₁ = *Market excess return* memiliki pengaruh positif terhadap *excess return* saham.
- H₂ = *Small Minus Big* (SMB) memiliki pengaruh positif terhadap *excess return* saham.
- H₃ = *High Minus Low* (HML) memiliki pengaruh positif terhadap *excess return* saham.
- H₄ = *Market excess return*, *Small Minus Big* (SMB) dan *High Minus Low* (HML) memiliki pengaruh signifikan terhadap *excess return* saham.