

**PENGARUH *EXCESS RETURN* SAHAM BERDASARKAN
FAMA FRENCH THREE FACTORS MODEL (Studi Pada
Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia)**

Oleh :

Muhammad Indragiri Effendy
Universitas Brawijaya, Malang
indragiri.effendi@gmail.com

Dosen Pembimbing :

Atim Djazuli
Universitas Brawijaya, Malang

Abstract: This study aims to analyze the effect of the Fama-French Three Factors Model on Excess Return of Shares in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. The population in this study were manufacturing sub-sector companies, namely Basic Industry and Chemicals, Miscellaneous Industry, and Consumer Goods Industry. This study uses a population of companies in the manufacturing sector obtained from the research location using the purposive sampling method. The type of data studied is quantitative data (using numerical data in its statistical analysis) and the research data source is secondary data. Data analysis in this study was carried out using multiple linear regression analysis. The results of this study indicate that (1) market excess return able to increase stock excess return, these results apply to all forms of portfolio, (2) firm size able to increase on all portfolios with small market capitalization values, and (3) the results for BTM tend to be inconsistent, the effect that HML exerts on stock excess return will differ depending on the value of the company's portfolio. So that the strategy recommended in stock valuation uses the Fama-French three-factor model, the entire portfolio formed can be used as a basis for making investment decisions.

Keyword: Fama-French three factor model, excess return, firm size, HML

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh Fama-French Three Factors Model Terhadap Excess Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia. Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan subsektor manufaktur yaitu *Basic Industry and Chemicals*, *Miscellaneous Industry*, dan *Consumer Goods Industry*. Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan sektor manufaktur yang diperoleh dari lokasi penelitian menggunakan metode *purposive sampling*. Jenis data yang diteliti adalah data kuantitatif (dengan menggunakan data yang berbentuk angka pada analisis statistiknya) dan sumber data penelitian merupakan data sekunder. Analisis data pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa (1) *excess return* pasar berpengaruh signifikan terhadap *excess return* saham, hasil tersebut berlaku untuk seluruh bentuk portofolio, (2) *firm size* berpengaruh signifikan untuk seluruh portofolio dengan nilai kapitalisasi pasar kecil, dan (3) hasil untuk BTM cenderung tidak konsisten, pengaruh yang diberikan HML pada *excess return* saham akan berbeda tergantung dari nilai portofolio perusahaan. Sehingga strategi yang direkomendasikan dalam penilaian saham menggunakan Fama-French *three factor model*, seluruh portofolio yang terbentuk dapat digunakan sebagai landasan dalam pengambilan keputusan investasi.

Kata Kunci: Fama-French three factor model, excess return, firm size, HML

PENDAHULUAN

Return Saham merupakan imbal balik hasil yang diharapkan oleh investor ketika melakukan suatu investasi (Dmitrović-Šaponja & Suljović, 2017). Terdapat pernyataan yang dikenal diantara investordengan istilah *high risk high return* atau *low risk low return* (prinsip *self interest behavior*) artinya timbal balik hasil yang diharapkan berbanding lurus dengan resiko yang harus diterima oleh investor. Di sisi lain *excess return* saham mengaitkan antara selisih return yang digunakan dengan resiko tingkat bunga sehingga hal ini berdampak terhadap return yang diterima oleh investor melalui investasi yang di lakukan dengan mempertimbangkan risiko pada portofolio saham pada tahun 2015 – 2019. Jika *excess return* saham positif maka *actual return* atau return yang sesungguhnya lebih besar dari return yang diharapkan oleh investor, begitu sebaliknya jika *excess return* saham bernilai negatif.

Investor dalam memilih asset yang sesuai dengan kebutuhannya, maka investor memerlukan metode

yang sesuai untuk menganalisis suatu saham. Fama French pada tahun 1992 mengungkapkan bahwa perhitungan resiko dengan menggunakan CAPM maupun APT kurang relevan untuk menggambarkan keadaan keuangan perusahaan karena *excess return* saham masih dipengaruhi oleh *size* dan *market to book ratio* (Rehman & Baloch, 2016). Sehingga pada model yang dikembangkan oleh Fama French menyatakan bahwa untuk mengukur *Excess return* saham dibutuhkan setidaknya faktor perhitungan yang mempengaruhi saham yaitu CAPM, *size*, dan *book to market ratio*.

Penelitian sebelumnya telah memaparkan analisis perusahaan menggunakan *Fama-French Three Factors Model* (selanjutnya disingkat FF3FM) tetapi masih terdapat *gap* dalam penelitian tersebut. Hal ini dapat dilihat dari masih adanya perbedaan hasil korelasi yang dihasilkan oleh peneliti sebelumnya, sebagai contoh, penelitian yang dilakukan oleh Novak (2010) mengungkapkan bahwa analisis menggunakan FF3FM tidak lebih

unggul dibandingkan dengan CAPM, hal ini tentu bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama-French bahwa *beta* perusahaan tidak mampu untuk menggambarkan resiko yang dimiliki dengan tingkat *return* yang akan dihimpun oleh investor (Dmitrović-Šaponja & Suljović, 2017).

Tentunya dengan adanya perbedaan atau perdebatan mengenai efektifitas FF3FM untuk menggambarkan *return* saham perusahaan, peneliti merasa perlu untuk melakukan penelitian mengenai FF3FM dengan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia akan dijadikan populasi sebagai objek yang akan diteliti.

LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS

Fama French Three Factor Model

Model ini merupakan model yang dikembangkan oleh Fama dan French pada tahun 1993, yang merupakan kombinasi dari CAPM dan APT, karena melihat hubungan *return* saham berdasarkan tiga faktor. Dalam Bodie et al (2014) faktor sistematis pada model Fama dan

French adalah ukuran perusahaan dan rasio nilai buku terhadap nilai pasar di samping indeks pasar. Faktor tambahan ini secara empiris dimotivasi oleh observasi di mana imbal hasil rata-rata historis dari saham-saham perusahaan kecil serta saham-saham perusahaan yang mempunyai rasio nilai buku terhadap nilai pasar (*book-to-market*) adalah lebih besar dibandingkan yang diprediksi oleh garis pasar sekuritas dari CAPM. Observasi ini menyarankan agar ukuran perusahaan maupun rasio *book-to-market* dijadikan proksi terhadap eksposur bagi sumber resiko sistematis tidak tercakup dalam beta CAPM sehingga menghasilkan premi imbal hasil yang terkait dengan faktor-faktor ini.

Excess Return Saham

Excess return merupakan kelebihan *return* yang sesungguhnya terhadap *return* normal (Jogiyanto, 2013). Wiley (2018) berpendapat bahwa *excess return* adalah pengembalian dari suatu ikatan (saham/obligasi/dsb) setelah di kurangi resiko tingkat bunga.

Excess return didefinisikan sebagai selisih ER (*Expected Return/return* yang diharapkan) dengan *return* aktiva bebas resiko yang menggunakan nilai Sertifikat Bank Indonesia (Larasati, et al, 2013).

Sehingga dapat disimpulkan, bahwa *return* saham merupakan pengembalian yang diperoleh pemegang saham berupa *dividend*, maka dari itu *excess return* merupakan pengembalian yang akan diperoleh pemegang saham, atas kepemilikan suatu aset setelah dikurangi resiko tingkat bunga.

Excess Return Pasar

Faktor pertama yang digunakan dalam model Fama-French *Three Factor Model* adalah faktor premi resiko pasar (*market risk premium*) atau *beta*. Faktor premi resiko pasar pada penelitian ini diproksikan sebagai *excess return* pasar. *Excess return* pasar adalah selisih *return* pasar bulanan dengan tingkat bunga bebas risiko. *Return* pasar diperoleh dengan cara menggunakan data Indeks Harga Saham Gabungan bulanan selama

periode 2016-2019 (Mulya, et al, 2019).

Firm Size (Small Minus Big)

Firm size diperoleh dari perhitungan nilai kapitalisasi pasar yaitu perkalian dari jumlah saham yang beredar dengan harga saham pada setiap perusahaan yang dijadikan sampel (Sudiyatno & Irsad, 2011).

Firm size diproksikan dengan SMB (*Small Minus Big*). SMB (*Small Minus Big*) merupakan selisih dari rata-rata tiap bulan *return* pada tiga portofolio saham kecil dengan rata-rata tiap bulan *return* pada tiga portofolio saham besar. Kelompok perusahaan kecil (kelompok S) meliputi seluruh perusahaan yang berada di bawah median, sedangkan kelompok perusahaan besar (kelompok B) mempunyai kapitalisasi pasar di atas median (Bodie, et al 2014).

Book to Market Ratio (High Minus Low)

Menurut penelitian Dewi dan Suaryana (2018) rasio *book-to-market*

menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan.

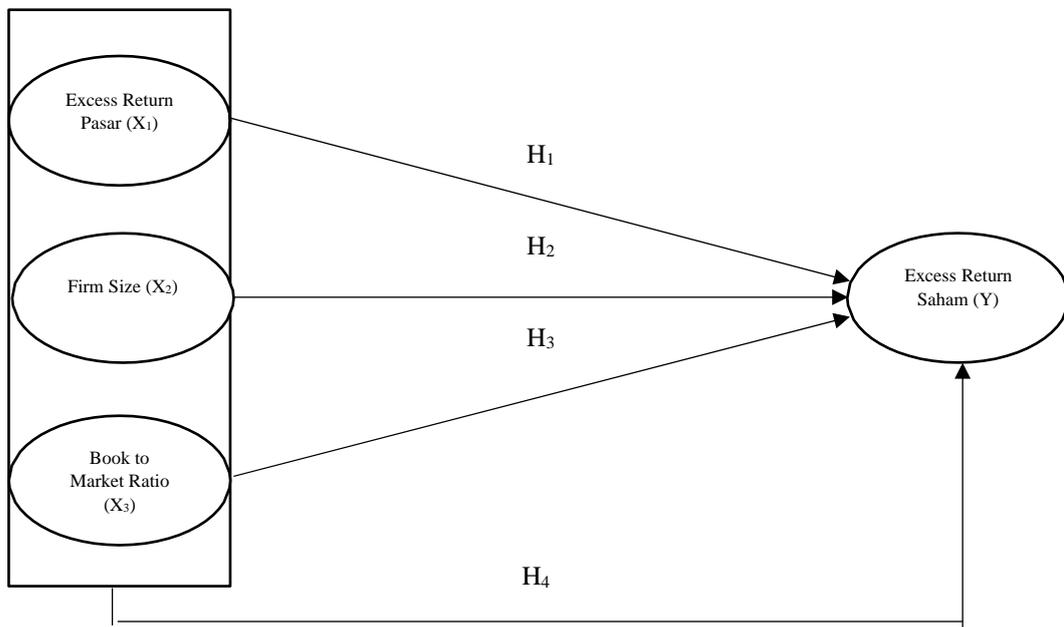
Book-to-market ratio dalam penelitian ini diproksikan dengan HML (*high minus low ratio*). HML (*high minus low ratio*) merupakan selisih dari rata-rata *return* setiap bulan dengan “*high*” *book-to-market ratio* dan rata-rata *return* setiap bulan

dengan “*low*” *book-to-market ratio*.

Nilai bulanan HML dihitung dari imbal hasil bulanan pada portofolio yang mempunyai rasio B/M tinggi dan rendah (Fama dan French, 1992).

Berdasarkan uraian di atas, maka kerangka berfikir dalam penulisan ini dapat digambarkan seperti berikut:

Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian



Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Excess Return Pasar mampu meningkatkan Excess Return Saham

Menurut Fama-French (1992), bahwa *beta* saham yang digunakan sebagai indikator resiko pasar belum mampu menjelaskan *return* saham, karena terdapat variabel lain yang

mampu memengaruhi *return* saham. Pada penelitian ini, *beta* diproksikan sebagai *excess return* pasar, yang merupakan selisih rata-rata *return* pasar bulanan dengan tingkat bunga bebas risiko. Rata-rata *return* pasar bulanan diperoleh dari rata-rata indeks harga saham gabungan perbulan. Sedangkan, tingkat bunga bebas resiko diperoleh dari rata-rata *repo rate* periode 2015-2019.

Penelitian yang dilakukan oleh Hardianto dan Suherman (2009) menyatakan bahwa terdapat pengaruh antara *beta* dengan *excess return*. Namun, selain *beta* terdapat faktor lain yang dapat digunakan untuk mengukur risiko, sama seperti yang telah Fama dan French (1992) paparkan bahwa *beta* saham yang digunakan sebagai indikator risiko pasar dalam model CAPM belum mampu menjelaskan *return* saham, karena terdapat variabel lain yang mampu meningkatkan *return* saham. Berdasarkan teori dan hasil penelitian, diperoleh hipotesis penelitian sebagai berikut.

H1: *Excess return* pasar mampu meningkatkan *excess return* saham pada perusahaan yang

terdaftar di Sektor manufaktur pada Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh Firm Size mampu meningkatkan Excess Return Saham

Menurut Sattar (2017) perusahaan dengan *firm size* kecil cenderung mempunyai *return* yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan dengan *firm size* yang lebih besar. *Firm size* atau ukuran perusahaan merupakan perkalian dari jumlah saham yang beredar dengan harga saham pada setiap perusahaan yang dijadikan sampel, variabel ini diproksikan sebagai SMB (*Small Minus Big*) dihitung dengan mencari selisih dari rata-rata tiap bulan *return* pada tiga portofolio saham kecil dengan rata-rata tiap bulan *return* pada tiga portofolio saham besar (Bodie, Kane, & Marcus, 2014). *Firm size* memiliki korelasi negatif, dimana semakin kecil kapitalisasi perusahaan memberikan tingkat *return* yang semakin tinggi yang umumnya disebut dengan *size effect*.

Fama & French (2015) menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat menjelaskan rata-

rata *return* seluruh saham, sehingga ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh signifikan terhadap rata-rata *return*. Namun, penelitian Sudiyatno dan Irsad (2011) menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan teori dan hasil penelitian, diperoleh hipotesis penelitian sebagai berikut.

H2: *Firm size* mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham pada perusahaan yang terdaftar di sektor manufaktur pada Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh Book-to-Market Ratio mampu meningkatkan Excess Return Saham

Menurut penelitian Dewi dan Suaryana (2018) rasio *book-to-market* menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. *Book-to-market ratio* atau *Book Equity to Market Equity* (BE/ME), merupakan hasil bagi antara nilai buku (*book value*) dengan nilai pasar (*market value*) (Justina, 2017). Semakin tinggi

nilai *book-to-market*, semakin rendah pasar menghargai saham perusahaan. Rendahnya nilai pasar saham perusahaan membuat kecilnya kemungkinan investor untuk mendapatkan *return*.

Book-to-market ratio dalam penelitian ini diproksikan dengan HML (*high minus low ratio*). HML (*high minus low*) merupakan selisih dari rata-rata *return* setiap bulan dengan “*high*” *book-to-market ratio* dan rata-rata *return* setiap bulan dengan “*low*” *book-to-market ratio*.

Penelitian Fama & French (2002) menyatakan bahwa *book-to-market* dapat menjelaskan perbedaan dalam rata-rata *return* seluruh saham, sehingga *book-to-market* mampu meningkatkan terhadap rata-rata *return*. Sedangkan, penelitian Sudiyanto dan Irsad (2011) menyatakan bahwa *book-to-market ratio* tidak mampu meningkatkan terhadap *return* saham. Berdasarkan teori dan hasil penelitian, diperoleh hipotesis penelitian sebagai berikut.

Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan pada penelitian ini adalah:

H3: *Book-to-market ratio* mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham pada perusahaan yang terdaftar di sektor manufaktur pada Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh Fama-French Three Factor Model mampu meningkatkan Excess Return Saham

Melihat perkembangan tingkat investasi di Indonesia, investasi pada saham menjadi salah satu daya tarik bagi masyarakat, karena saham memberikan tingkat keuntungan yang menarik (Fahmi, 2012). Untuk menilai layak atau tidaknya suatu saham dibeli, alangkah baiknya untuk mengenal dahulu saham yang hendak akan dibeli. Adapun salah satu caranya adalah melakukan pengestimasi resiko dan perhitungan *return* saham, yaitu dengan Fama-French *three factor model*.

Fama-French (2002) mengembangkan model tiga faktor yang merupakan kombinasi CAPM dengan APT, model tersebut terdiri atas *beta* yang diproksikan dengan

premi resiko (CAPM), *size* (ukuran) dan rasio *book to market* terhadap *return* portofolio saham (Bodie, Kane, & Marcus, 2006). Model tiga faktor Fama-French merupakan salah satu model estimasi yang menjelaskan *return* suatu aset (Mulya, Zaini, & Ramdani, 2019).

Penelitian Pasaribu (2009), Susanti (2013) dan Surono (2017), menyatakan bahwa faktor-faktor yang terdapat dalam model tiga faktor Fama-French memiliki pengaruh signifikan terhadap *excess return* saham. Namun, penelitian Novak (2010) dan Sudiyatno dan Irsad (2011), menyatakan bahwa Fama-French *Three Factor Model* tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan pada penelitian ini adalah:

H4: Fama-French *three factor model* mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham pada perusahaan yang terdaftar di sektor manufaktur pada Bursa Efek Indonesia.

METODE

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian verifikatif dengan metode *explanatory survey* dan bersifat korelasional yaitu menjelaskan bagaimana hubungan antara dua variabel atau lebih. Penelitian ini merupakan penelitian replikasi dari penelitian-penelitian sebelumnya, dengan perbedaan yang terletak pada perusahaan sampel yang dijadikan sebagai objek penelitian dan periode penelitian yang ditentukan.

Populasi dan Sampel

Populasi adalah keseluruhan objek penelitian. Apabila seseorang ingin meneliti semua elemen yang ada dalam wilayah penelitian, maka penelitiannya merupakan penelitian populasi atau studi populasi atau study sensus. Dalam hal ini tentunya terdapat populasi sebagai penelitian yang terdiri dari 3 subsektor manufaktur yaitu *Basic industry and chemicals*, *Miscellaneous Industry*, dan *Consumer Goods Industry*. Pemilihan ketiga sektor ini dikarenakan mewakili unsur dasar

yang digunakan dalam kehidupan sehari-hari. Hampir semua barang yang kita gunakan sehari-hari merupakan produk dari perusahaan *Basic industry and chemicals*, *Miscellaneous Industry*, dan *Consumer Goods Industry* sehingga kinerja ketiga sektor tersebut sangat krusial mempengaruhi kehidupan masyarakat maupun laju perekonomian.

Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan sektor manufaktur yang diperoleh dari lokasi penelitian menggunakan metode *purposive sampling*, di mana pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan tertentu. Berdasarkan beberapa kriteria di atas, maka diperoleh sebanyak 76 saham perusahaan yang memenuhi syarat pada penelitian ini.

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi, yaitu teknik pengumpulan data yang merupakan catatan peristiwa yang sudah berlalu. Pengumpulan data dilakukan melalui

website Bursa Efek Indonesia, Yahoo Finance, dan Bank Indonesia.

Metode Analisis Data

Analisis data pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linier berganda. Penelitian ini menggunakan metode tersebut dengan tujuan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh antara masing-masing variabel yang diuji. Sebelum dilakukannya analisis data menggunakan analisis regresi

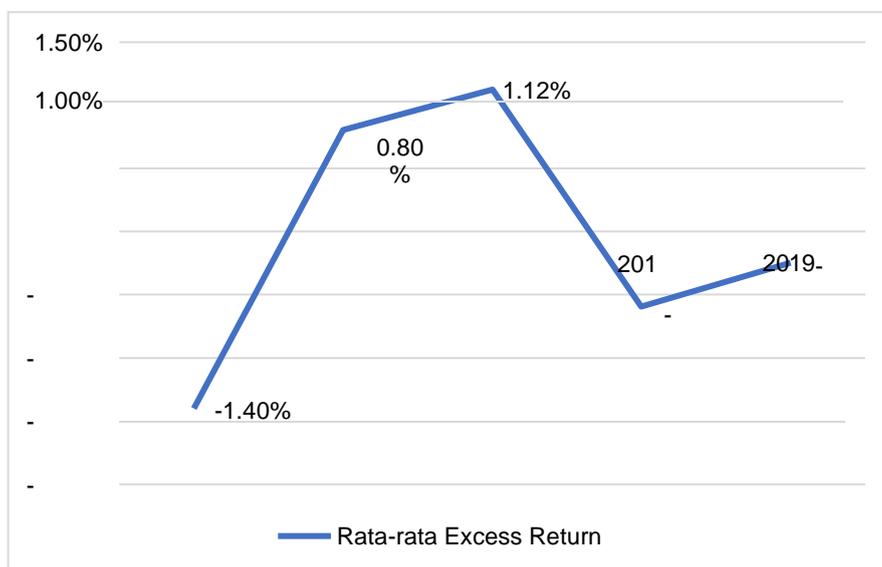
linier berganda, maka diperlukan pembentukan portofolio menggunakan model Fama-French *Three Factor Model*

HASIL

Deskripsi Statistik

Berdasarkan data yang telah dikumpulkan, berikut ini merupakan penjelasan masing-masing variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini.

Gambar 1. Rata-Rata Excess Return Pasar

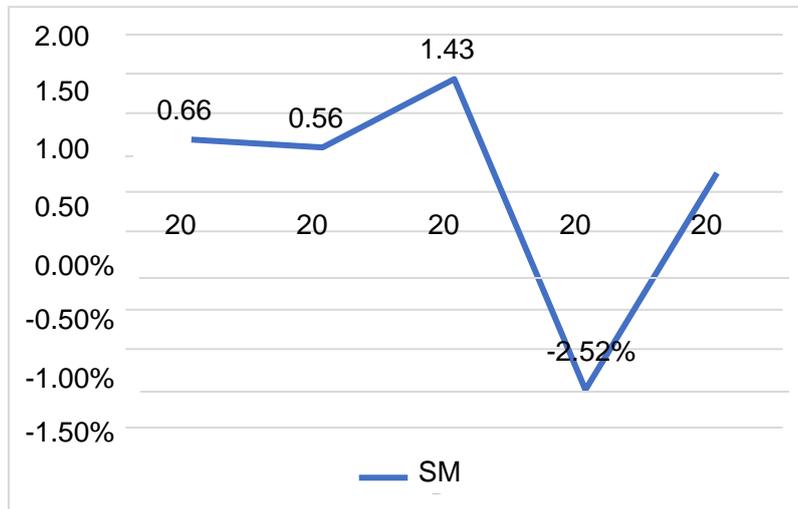


rata-rata *excess return* pasar pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Nilai *excess return* pasar terkecil terjadi di tahun 2015 dengan nilai -1.40% dan nilai *excess return*

pasar terbesar terjadi di tahun 2017 sebesar 1.12%. *Excess return* pasar atau yang biasa disebut *beta* (Premi risiko), merupakan satu-satunya faktor dalam model CAPM yang dikembangkan oleh Sharpe, Lintner

dan Mossin dan dianggap mempengaruhi *return* saham

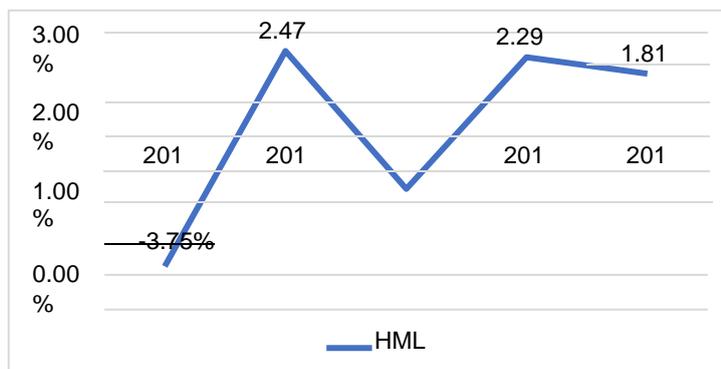
Gambar 2. Rata-rata Return Small Minus Big



Dari gambar di atas, *return* SMB (*Small Minus Big*) terkecil terjadi di tahun 2018 dengan nilai -2.52% dan *return* SMB (*Small Minus Big*) terbesar terjadi di tahun 2017 sebesar 1.43%. Menurut Fama dan French (1995) bahwa *size* sebuah perusahaan memiliki hubungan

negatif dengan *return* saham. Yang artinya perusahaan dengan *size* besar akan memberikan *return* yang lebih kecil dibandingkan perusahaan dengan *size* kecil yang akan memberikan *return* yang lebih besar.

Gambar 3. Rata-rata Return High Minus Low



Dari gambar di atas, *return* HML (*High Minus Low*) terkecil terjadi di tahun 2015 dengan nilai - 3.75% dan *return* HML (*High Minus Low*) terbesar terjadi di tahun 2016 sebesar 2.47%. Menurut Justina (2017) bahwa semakin tinggi nilai *book-to-market*, semakin rendah pasar menghargai saham perusahaan. Rendahnya nilai pasar saham

perusahaan membuat kecilnya kemungkinan investor untuk mendapatkan *return*.

Pengujian Hipotesis

Tahap pengujian hipotesis ini dilakukan melalui analisis model regresi.

Tabel 1. Hasil Pengujian Hipotesis

Portofolio	Prediktor	Hasil Penelitian
S/H	<i>Excess Return Pasar</i>	Mampu meningkatkan
	<i>Firm Size</i>	Mampu Meningkatkan
	<i>Book-to-Market Ratio</i>	Mampu Meningkatkan
	Simultan Test	Mampu Meningkatkan
S/M	<i>Excess Return Pasar</i>	Mampu meningkatkan
	<i>Firm Size</i>	Mampu meningkatkan
	<i>Book-to-Market Ratio</i>	Mampu Meningkatkan
	Simultan Test	Mampu Meningkatkan
S/L	<i>Excess Return Pasar</i>	Mampu Meningkatkan
	<i>Firm Size</i>	Mampu Meningkatkan
	<i>Book-to-Market Ratio</i>	Tidak Mampu Meningkatkan
	Simultan Test	Mampu Meningkatkan

B/H	<i>Excess Return Pasar</i>	Mampu Meningkatkan
	<i>Firm Size</i>	Tidak Mampu Meningkatkan
	<i>Book-to-Market Ratio</i>	Mampu meningkatkan
	Simultan Test	Mampu Meningkatkan
B/M	<i>Excess Return Pasar</i>	Mampu meningkatkan
	<i>Firm Size</i>	Tidak Mampu Meningkatkan
	<i>Book-to-Market Ratio</i>	Tidak Mampu Meningkatkan
	Simultan Test	Mampu Meningkatkan
B/L	<i>Excess Return Pasar</i>	Mampu Meningkatkan
	<i>Firm Size</i>	Tidak Mampu Meningkatkan
	<i>Book-to-Market Ratio</i>	Mampu Meningkatkan
	Simultan Test	Mampu Meningkatkan

Sumber: Eviews 9, Data Diolah

Excess return pasar pada portofolio S/H mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham, *firm size* (*Small Minus Big*) pada portofolio S/H mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham, *book-to-market ratio* (*High Minus Low*) pada portofolio S/H mampu meningkatkan *excess return* saham serta secara bersamaan terdapat mampu meningkatkan antara *excess return* pasar, *size* (SMB), *book-to-market ratio* (HML) terhadap *excess return* saham.

Excess return pasar pada portofolio S/M berpengaruh mampu meningkatkan *excess return* saham, *firm size* (*Small Minus Big*) pada portofolio S/M mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham, *book-to-market ratio* (*High Minus Low*) pada portofolio S/M mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham, serta secara bersamaan terdapat mampu meningkatkan antara *excess return* pasar, *size* (SMB), *book-to-market ratio* (HML) terhadap *excess return* saham.

Excess return pasar pada portofolio S/L berpengaruh mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham, *firm size (Small Minus Big)* pada portofolio S/mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham, *book-to-market ratio (High Minus Low)* pada portofolio S/L berpengaruh tidak mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham, serta secara bersamaan terdapat mampu meningkatkan antara *excess return* pasar, *size (SMB)*, *book-to-market ratio (HML)* terhadap *excess return* saham.

Excess return pasar pada portofolio B/H mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham, *firm size (Small Minus Big)* pada portofolio B/H tidak mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham, *book-to-market ratio (High Minus Low)* pada portofolio B/H mampu meningkatkan *excess return* saham, serta secara bersamaan terdapat mampu meningkatkan antara *excess return* pasar, *size (SMB)*, *book-to-market ratio (HML)* terhadap *excess return* saham.

Excess return pasar pada portofolio B/M mampu

meningkatkan *excess return* saham, *firm size (Small Minus Big)* pada portofolio B/M tidak mampu meningkatkan *excess return* saham, *book-to-market ratio (High Minus Low)* pada portofolio B/M tidak mampu meningkatkan *excess return* saham, serta secara bersamaan terdapat pengaruh tidak mampu meningkatkan antara *excess return* pasar, *size (SMB)*, *book-to-market ratio (HML)* terhadap *excess return* saham.

Excess return pasar pada portofolio B/L mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham, *firm size (Small Minus Big)* pada portofolio B/L tidak mampu meningkatkan *excess return* saham, *book-to-market ratio (High Minus Low)* pada portofolio B/L mampu meningkatkan *excess return* saham, serta secara bersamaan mampu meningkatkan antara *excess return* pasar, *size (SMB)*, *book-to-market ratio (HML)* terhadap *excess return* saham.

PEMBAHASAN DAN IMPLIKASI HASIL TEMUAN Pembahasan

Berdasarkan hasil penelitian ini, diketahui bahwa peningkatan *Excess Return* Pasar mampu meningkatkan *Excess Return* Saham secara signifikan. *Excess return* pasar adalah indikator resiko untuk menjelaskan *return* saham. Nilai koefisien beta dari return pasar menunjukkan arah yang positif dengan demikian, maka jika *return* pasar naik, akan diikuti oleh kenaikan return saham. *Return* pasar dalam hal ini adalah merupakan *risk premium* pada portofolio pasar yang menggambarkan besar kecilnya resiko. Jika *risk premium* tinggi, maka resiko investasi tersebut juga tinggi, demikian juga sebaliknya. Dengan demikian, maka semakin besar *risk premium*, semakin besar *return saham* pada perusahaan

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Kara (2016) yang menyatakan bahwa *market portfolio risk premium* memiliki hubungan yang signifikan dengan *return* saham untuk ketiga sektor (*industry, finance & service*) dan mempengaruhi *return* saham secara signifikan pada sektor industri. maka dapat dilihat secara

garis besar bahwa beberapa peneliti menyatakan bahwa faktor *beta/premi risiko/excess return* pasar memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap *excess return* saham.

Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa semakin kecil *firm size* (SMB) maka *excess return* saham akan mengalami peningkatan. *Firm size* atau ukuran perusahaan merupakan faktor kedua dalam Fama-French *three factor model* yang diukur melalui kapitalisasi pasar. *Firm Size* diperoleh dari perhitungan nilai kapitalisasi pasar yaitu perkalian dari jumlah saham yang beredar dengan harga saham pada setiap perusahaan yang dijadikan sampel. Menurut Fama dan French (1992) perusahaan dengan *firm size* kecil cenderung mempunyai *return* yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan dengan *firm size* yang lebih besar. Dalam penelitian ini *firm size* diproksikan sebagai SMB (*Small Minus Big*), yang merupakan selisih dari rata-rata tiap bulan *return* pada tiga portofolio saham kecil dengan rata-rata tiap bulan *return* pada tiga portofolio saham besar, sehingga terdapat enam portofolio.

Perusahaan kecil lebih tahan terhadap kondisi ekonomi karena perusahaan kecil mencoba untuk meningkatkan pertumbuhan laba dalam mengontrol usahanya. Perkembangan perusahaan kecil dilakukan dengan menahan laba sehingga dapat mengurangi hutang, menambah kapasitas produksi, atau membuka cabang baru perusahaannya. Adanya penambahan produksi membuat investor memiliki prospek yang baik dimasa depan sehingga mereka akan mau menanamkan modalnya. Fama dan French (1992) juga menyatakan bahwa perusahaan kecil akan mampu menghasilkan pertumbuhan laba yang besar karena laba yang dihasilkan perusahaan kecil masih rendah. Sebaliknya, perusahaan besar akan sulit untuk meningkatkan laba dalam jumlah besar karena perusahaan besar telah menghasilkan laba yang tinggi (Fama dan French, 1992).

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fama- French (1993), Hardianto & Suherman (2009), serta Mulya, dkk (2019) yang menyatakan bahwa *firm size (Small Minus Big)*

mampu meningkatkan *return* saham pada seluruh portofolio berkapitalisasi kecil (*small*) dan tidak mampu meningkatkan dari variabel *firm size (Small Minus Big)* pada portofolio saham Big High (B/H) dan B/M dan portofolio B/L

Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa semakin besar *book-to-market ratio* (HML) maka *excess return* saham akan mengalami peningkatan sehingga dapat menambah *excess return* saham yang akan diterima. *Book-to-market ratio* merupakan faktor ketiga dalam Fama-French *three factor model* yang diperoleh dari hasil bagi antara nilai buku (*book value*) dengan nilai pasar (*market value*). Menurut penelitian Dewi dan Suaryana (2018) rasio *book-to-market* menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi nilai *book-to-market*, semakin rendah pasar menghargai saham perusahaan. Rendahnya nilai pasar saham perusahaan membuat kecilnya kemungkinan investor untuk mendapatkan *return*. *Book-to-market*

ratio dalam penelitian ini diproksikan dengan HML (*high minus low ratio*). HML (*high minus low*) merupakan selisih dari rata-rata *return* setiap bulan dengan “*high*” *book-to-market ratio* dan rata-rata *return* setiap bulan dengan “*low*” *book-to-market ratio*.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fama- French (1992), Hardianto & Suherman (2009), serta Mulya, dkk (2019) yang menyatakan bahwa ditemukan arah pengaruh variabel *book-to-market ratio* (*high minus low*) yang beragam juga dan pada portofolio yang memiliki *growth stock* (*low book-to-market equity*) memiliki yaitu portofolio *Big-Low* (B/L) dan *Small-Low* (S/L) yang keduanya terdapat dua hal mampu meningkatkan dan tidak mampu meningkatkan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, bahwa pada ke enam portofolio yang terbentuk memiliki pengaruh yang mampu meningkatkan *Excess Return* Saham.

Hal ini sejalan dengan hipotesis bahwa Fama-French three factor model berpengaruh positif terhadap *excess return* saham. Hasil

penelitian ini sejalan dengan Pasaribu (2009), Susanti (2013) dan Surono (2017) yang menyatakan secara bersamaan bahwa faktor-faktor yang terdapat dalam model tiga faktor Fama-French mampu meningkatkan *return* saham.

Implikasi Hasil Temuan

Implikasi hasil temuan pada *excess return* pasar terhadap *excess return* saham pada seluruh portofolio yang terbentuk dengan Fama- French Three Factor Model dinyatakan mampu meningkatkan terhadap *excess return* saham. Perusahaan Small Minus Low (SMB) pada seluruh portofolio yang memiliki kapitalisasi pasar kecil (*small*). High Minus Low (HML) terhadap *excess return* saham cenderung tidak konsisten..Implikasi hasil temuan pada FF3M terhadap *excess return* saham terbentuk memiliki hasil yang mampu meningkatkan secara bersamaan terhadap *Excess Return* Saham.

Diantara 76 perusahaan yang dianalisis, PT. Multi Prima Sejahtera Tbk (LPIN) memiliki *excess return* saham yang paling tinggi selama periode penelitian. hal tersebut

sejalan dengan teori dikarenakan LPIN termasuk pada perusahaan “small” size dan “high” book-to-market ratio.

Meskipun Fama-French Three Factor Model dapat mengestimasi return melebihi CAPM, namun faktor pasar, size dan book-to market equity belum dapat menjelaskan pola pengembalian jangka panjang (long term reversal) atau dinamakan strategi investasi buyhigh sell high.

Kesimpulan

Kesimpulan menunjukkan bahwa *excess Return Pasar* mampu *Excess Return Saham* sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi *Excess Return Pasar* maka *Excess Return Saham* akan semakin meningkat, *firm size* mampu meningkatkan *Excess Return Saham* sehingga semakin kecil *firm size* (SMB) maka *excess return* saham akan mengalami peningkatan semakin besar, semakin besar *book-to-market ratio* (HML) maka *excess return* saham akan mampu mengalami peningkatan dilihat dari pengaruh dan signifikannya, serta hasil penelitian yang telah dilakukan,

bahwa pada ke enam portofolio yang terbentuk mampu meningkatkan *Excess Return Saham*.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments*. New York: McGraw-Hill Education.
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2011). *Financial Management: Theory and Practice*. USA: South-Western.
- Dmitrović-Šaponja, L & Suljović, E. (2017). Strategic management accounting in the Republic of Serbia. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1): 1829-1839.
- Fahmi, I. (2013). *Pengantar Pasar Modal*. Bandung: Alfabeta.
- Kasmir. (2009). *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Kencana.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*.
- Hardianto, D., & Suherman. (2009). Pengujian Fama-French Three-Factor Model di

- Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 198-208.
- Justina, D. (2017). Pengaruh Firm Size dan Market to Book Ratio Terhadap Return Portofolio. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Sriwijaya*, 138-145.
- Larasati, D., Irwanto, A. K., & Permanasari, Y. (2013). Analisis Strategi Optimalisasi Portofolio Saham LQ45. *Jurnal Manajemen dan Organisasi*.
- Mulya, Y., Zaini, O. K., & Ramdani, S. H. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Excess Return dengan Pendekatan Model Tiga Faktor Fama-French. *FMI Samarinda*, 56.
- Novak, J. (2010). CAPM Beta, Size, Book-to-Market, and Momentum in Realized Stock Returns. *Journal of Economics and Finance*, 447- 460.
- Pasaribu, R. B. (2009). Model Fama dan French Sebagai Pembentukan Portofolio Saham di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 1-12.
- Rehman, A., Baloch, Q.B. (2016). Evaluating Pakistan's mutual fund performance: Validating through CAPM and fama French 3-factor model. *Journal of Managerial Sciences*, 10(1), 174-182
- Sudiyatno, B., & Irsad, M. (2011). Menguji Model Tiga Faktor Fama dan French dalam Mempengaruhi Return Saham Studi Pada Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 126-136.
- Surono, Y. (2017). Memprediksi Return Saham: Keakuratan 2(Dua) Model Fama French dan CAPM. *Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis*, 117-132.
- Susanti, N. (2013). Pengujian Fama French Three Factor Model Pada Perusahaan di Indonesia yang Sahamnya Terdapat di LQ45 Tahun 2005-2009. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, 535-559.
- Wiley. (2018). *Behavioral Finance, Individual Investors, And Institutional Investors*. CFA Program Curriculum.