



PURELY VALUE STOCKS & TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM : EFISIEN ATAU OVER-REACTION? STUDI BERDASARKAN FUNDAMENTAL PERUSAHAAN PADA BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2002-2014

Ahsan Sumantika

Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas PGRI Yogyakarta

Korespondensi: ahsansumantika@gmail.com

INFORMASI NASKAH	ABSTRAK
<p>Alur Naskah: Diterima: 18 Oktober 2016 Revisi: 19 November 2016 Diterima untuk terbit: 21 November 2016 Tersedia online: 8 Desember 2016</p>	<p>Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah saham-saham <i>value stocks</i> akan menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi kendati tetap didapati kinerja keuangan yang buruk pada periode berikutnya. Kontrol yang digunakan adalah <i>earning growth</i> pada $t+1$. Populasi yang digunakan adalah seluruh saham di Bursa Efek Indonesia periode 2002-2014. Total observasi sampel sebanyak 290 sampel untuk <i>purely value stocks</i> dan 355 sampel untuk <i>purely growth stocks</i>. Teknik statistika yang digunakan adalah uji beda <i>independen samplet-test</i>. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka satu tahun ke depan saham-saham <i>value stocks</i> menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding saham-saham <i>growth stocks</i> tetapi dengan tingkat signifikansi 0,06. Akan tetapi setelah disesuaikan dengan perubahan fundamental (perubahan laba), saham-saham <i>growth stocks</i> dengan kinerja baik (<i>purely growth stocks</i>) menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham <i>value stocks</i> yang berkinerja buruk (<i>purely value stocks</i>) dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,01.</p>
<p>Kata Kunci: <i>Value Stocks, Growth Stocks, Fundamental, Earning Growth, Tingkat Pengembalian Saham</i></p>	

PENDAHULUAN

Value stocks merupakan saham-saham yang dihargai rendah karena mencerminkan kinerja yang buruk. Sedangkan *growth stocks* merupakan saham-saham yang dihargai lebih tinggi karena mencerminkan prospek yang bagus. Akan tetapi, berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu (Basu, 1977; Bouman, 1998; Capaul *et al.*, 1993; Fama dan French, 1992, 1995, 1998, 2008; Lakonishok *et al.*, 1994, 2004) mengungkap bahwa *value stocks* menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding *growth stocks*.

Pertanyaannya adalah apakah pasar saham tidak efisien? Dalam sudut pandang *value investing*, pasar saham dinilai kurang efisien. *Miss pricing valuation* menyebabkan harga saham dihargai terlalu mahal dan terlalu murah. *Value investor* percaya bahwa saham-saham *value stocks* dalam posisi *undervalued* dan akan menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi pada periode berikutnya. Yeh dan Hsu (2014) mengatakan bahwa saham-saham *value stocks* dan *growth stocks* mengalami gejala *over-reaction* sehingga harga saham dihargai terlalu murah atau terlalu mahal berdasar fundamentalnya.

Bondt dan Thaler (1985) mengatakan jika harga saham sistematis *over-shoot*, maka pembalikan harga saham bisa diprediksi hanya dengan data rata-rata *return* saham pada masa lalu tanpa melihat fundamentalnya. Pertanyaannya selanjutnya adalah apakah saham-saham *value stocks* lainnya yang masih mengalami penurunan kinerja akan tetap menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding saham-saham *growth stocks*? Saham-saham *value stocks* tersebut disebut dengan *purely value stocks*.

Dalam konsep pasar efisien mengatakan bahwa setiap informasi yang relevan akan terserap secara cepat dalam harga saham. Jika kinerja perusahaan memburuk maka saham juga dihargai lebih rendah. Walaupun berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu, justru saham-saham *value stocks* menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding saham-saham *growth stocks*.

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Valuasi saham dibagi dua yakni *value stocks* (dihargai murah) dan *growth stocks* (dihargai mahal). *Growth stocks* merupakan saham-saham perusahaan yang memiliki potensi pertumbuhan pendapatan dan laba yang tinggi (Zarowin, 1990) dan mencerminkan optimisme (Piotroski dan Eric, 2012) sehingga dihargai lebih mahal. Sedangkan *value stocks* merupakan saham-saham perusahaan yang memiliki pertumbuhan pendapatan dan laba yang rendah pada masa lalu (Lakonishok *et al.*, 1994) serta mengalami masalah dengan kinerja keuangan (Fama dan French, 1992) sehingga dihargai lebih murah.

Jika merujuk literatur, sebagian besar penelitian-penelitian terdahulu yang mengatakan bahwa *value stocks* menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding *value stocks*. Bondt dan Thaler (1985) mengatakan bahwa saham-saham *loser* pada 5 tahun sebelumnya akan mengungguli tingkat pengembalian (*return*) saham-saham *winner* pada periode selanjutnya. Capaul *et al.* (1993) melakukan penelitian pada enam negara (Prancis, Jerman, Swiss, Inggris, Jepang dan Amerika Serikat). Hasilnya menunjukkan bahwa saham-saham *value stocks* mengungguli kinerja (*return*) saham-saham *growth stocks* pada setiap negara setelah melakukan penyesuaian atas faktor risiko.

Fama dan French (1998) juga mengatakan dalam penelitiannya pada 13 pasar saham utama dan 16 pasar saham di negara-negara berkembang bahwa saham-saham *value stocks* mengungguli kinerja (tingkat pengembalian) saham-saham *growth stocks* pada periode 1975-1995. Begitu juga Bouman *et al.* (1998) pada 21 negara pada periode 1986-1996 dimana hasilnya menunjukkan bahwa *value stocks* mengungguli *growth stocks*.

Athanassakos dan Ivey (2009) melakukan pengujian pada pasar saham di Kanada. Hasilnya terdapat *value premium* yang kuat pada periode 1985-2002 dalam berbagai kondisi ekonomi. Athanassakos dan Ivey (2009) juga mengatakan bahwa *value premium* tidak terjadi pada industri tertentu tetapi pada semua industri. Penelitian dari Cordeiro dan Machado (2013) di Brazil juga menunjukkan bahwa *value stocks* menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding *growth stocks* di bursa efek Brazil. Pada negara-negara berkembang, Marjo

dan Pitkanen (2011) mengatakan bahwa terdapat *value premium* pada 12 negara berkembang yakni Brazil, Chile, China, India, Indonesia, Malaysia, Meksiko, Filipina, Polandia, Afrika Selatan, Taiwan dan Turki terutama dalam penelitian yang dilakukan pada periode 2001-2011.

Hasil bertolak belakang dikemukakan oleh Beneda (2003). Beneda (2003) mengatakan bahwa pada jangka panjang, saham-saham *growth stocks* ternyata justru mengungguli saham-saham *value stocks*. *Value stocks* menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibanding *growth stocks* hanya pada periode 5 tahun awal setelah pembentukan portofolio.

Terdapat beberapa penjelasan mengapa kinerja (*return*) *value stocks* mengungguli kinerja (*return*) *growth stocks*.

1. Fama dan French (1992, 1995) mengatakan bahwa *value stocks* mengungguli kinerja (*return*) *growth stocks* karena saham-saham *value stocks* tersebut lebih berisiko dibanding saham-saham *growth stocks* yang mengalami masalah dengan kinerja keuangan perusahaan (*financial distress*).
2. Lakonishok *et al.*, 1994 mengatakan bahwa *value stocks* mengungguli *growth stocks* karena investor bereaksi berlebihan (*over-reaction*) terhadap suatu informasi. Bondt dan Thaler (1985) mengatakan jika harga saham sistematis *over-shoot*, maka pembalikan harga saham bisa diprediksi hanya dengan data rata-rata *return* saham pada masa lalu tanpa melihat fundamentalnya.

Sebagian besar penelitian-penelitian terdahulu hanya menguji tingkat pengembalian *value stocks* tanpa membedakan perubahan kinerja keuangan di masa depan. Piotroski dan Eric (2012) mengatakan jika *growth stocks* mencerminkan optimisme dan *value stocks* mencerminkan pesimisme, maka harus terjadi kecocokan antara *value stocks* dan *growth stocks* dengan fundamental perusahaan. Dalam konsep pasar yang efisien, harga saham merupakan cerminan dari informasi terkait yang masuk dan mempengaruhi harga saham. Harga saham akan naik jika terdapat informasi yang bagus. Di sisi lain harga saham akan turun ketika terdapat informasi yang tidak diharapkan.

Dengan setting yang berbeda, pertanyaan yang muncul adalah apakah saham-saham *value stocks* yang tetap mengalami penurunan kinerja (pada periode selanjutnya) akan menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding *growth stock*? Dengan kata lain apakah saham-saham *purely value stock* tersebut akan mengalami koreksi positif.

Jika merujuk pada sebagian besar literatur-literatur terdahulu walaupun tanpa mempertimbangkan perubahan fundamental, saham-saham *value stocks* mengungguli kinerja (tingkat pengembalian) saham-saham *growth stocks*. (Basu, 1977; Bouman, 1998; Capaul *et al.*, 1993; Fama dan French, 1992, 1995, 1998, 2008; Lakonishok *et al.*, 1994, 2004). Akan tetapi Bondt dan Thaler (1985) sendiri mengatakan bahwa jika harga saham secara sistematis *over-shoot*, maka pembalikan harga saham bisa diprediksi hanya dengan data rata-rata *return* saham pada masa lalu tanpa melihat perubahan fundamentalnya (*earning*). Berdasarkan literatur dan kajian teori maka dapat dihipotesiskan sebagai berikut :

Hipotesis

Purely Value stocks mengungguli tingkat pengembalian purely growth stocks

Purely value stocks (Chahine, 2008) adalah saham-saham *value stocks* dengan fundamental yang buruk disebut. Sedangkan saham-saham *purely growth stocks* adalah *growth stocks* dengan fundamental yang baik. Saham-saham *growth stocks* dengan fundamental yang buruk disebut dengan *overvalued growth stocks*. Berikut ini adalah tabel yang menjelaskan hubungan antara

valuasi saham dengan fundamentalnya.

Tabel 1 Hubungan Antara Valuasi Saham Dengan Fundamental

	<i>High Earning</i>	<i>Low Earning</i>
<i>Value Stock</i>	<i>Undervalued value stock</i>	<i>Purely value stock</i>
<i>Growth Stock</i>	<i>Purely growth stock</i>	<i>Overvalued growth stock</i>

Berdasarkan fundamentalnya dibagi menjadi saham dengan fundamental yang baik dan buruk. Faktor fundamental lain yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat pertumbuhan laba (*earning growth*). Tingkat pertumbuhan laba dapat digunakan untuk digunakan untuk memperkirakan besarnya pengembalian saham (Fama dan French, 2002). Drechler (2011) juga mengatakan bahwa pertumbuhan laba merupakan faktor kuat yang dapat mempengaruhi harga saham.

METODE PENELITIAN

Populasi dari penelitian ini berasal dari Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan antara lain *stocks return*, *market return*, fundamental perusahaan (*earning growth*) serta valuasi saham (PER). Portofolio dibentuk setiap tahun dengan metoda *annual rebalancing*. Pembentukan portofolio dilakukan pada t-1 yang dimulai dari tahun 2002 sampai 2013. Sedangkan pengujian dilakukan pada t+1 yang dimulai dari tahun 2003-2014. Berikut ini adalah penjelasan variabel yang digunakan dalam penelitian ini :

1. *Stocks return*

Stocks return merupakan tingkat pengembalian saham yang dihitung berdasarkan selisih antara harga saham pada tahun t dengan harga saham pada tahun t-1.

2. *Fundamental*

Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan *earning growth* yang menunjukkan seberapa besar tingkat pertumbuhan laba perusahaan pada tahun t dibandingkan dengan tahun sebelumnya (t-1). Perhitungan *earning growth* digunakan nilai *absolute* untuk mencegah terjadinya kesalahan kalkulasi. Data *earning growth* yang digunakan adalah data tahunan dari tahun 2003-2014.

3. *Valuation*

Valuasi saham yang digunakan yakni *price to earning* (PER) pada t-1 dari tahun 2002 sampai 2013. PER dihitung secara manual dengan membagikan *earning* (laba bersih) dengan kapitalisasi pasar. Peneliti hanya menggunakan PER sebagai valuasi saham karena PER merupakan valuasi saham yang paling sering digunakan

Pengujian Hipotesis

Saham-saham *value stocks* ditunjukkan dengan PER paling rendah (persentil ke-30). Sedangkan saham-saham *growth stocks* ditunjukkan dengan PER paling tinggi (persentil ke-70). Saham-saham *high earning* ditunjukkan dengan *earning growth* yang rendah (persentil ke-30). Sedangkan saham-saham *low earning* ditunjukkan dengan *earning growth* yang tinggi (persentil ke-70).

Untuk menguji hipotesis, peneliti membentuk portofolio yang merupakan *cross section* antara valuasi saham (*value stocks* dan *growth stocks*) dengan perubahan fundamental saham yang terjadi pada t+1 (*earning growth*) sebagai berikut :

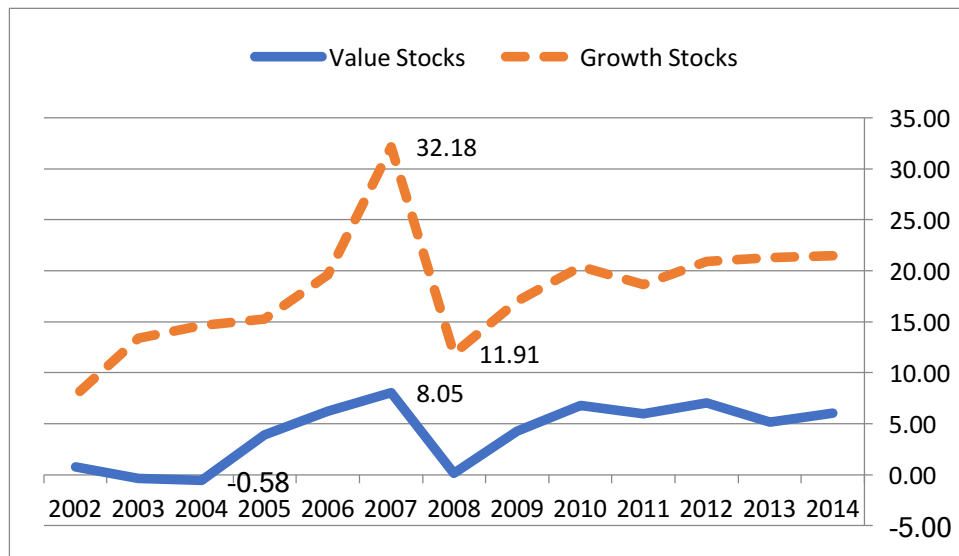
1. *Purely value stocks* : *value stocks* dengan *low earning*.
2. *Purely growth stocks* : *growth stocks* dengan *high earning*.

Hipotesis diterima jika saham-saham *purely value stocks* menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan *purely growth stocks*. Artinya juga terdapat gejala *over-reaction* pada saham-saham *value stocks*. Akan tetapi apabila hipotesis ditolak, menunjukkan bahwa pasar saham dalam keadaan efisien dimana saham-saham *value stocks* menghasilkan tingkat pengembalian yang rendah karena kinerja perusahaan tetap memburuk pada t+1. Uji statistik yang digunakan adalah uji beda *independent sample t-test*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam penelitian ini, saham-saham *growth stocks* mempunyai PER berkisar antara 7,79 sampai 32.18. Sedangkan saham-saham *value stocks* mempunyai PER rata-rata berkisar antara -0,37 sampai 8.05. Valuasi tertinggi *growth stocks* terjadi pada tahun 2007 dengan nilai PER sebesar 32,18. Valuasi terendah *growth stocks* dijumpai pada tahun 2002 dan tahun 2004 baik untuk *value stocks* dan *growth stocks*.

Grafik 1 PER Value Stocks & Growth Stocks



Berdasarkan kapitalisasinya, saham-saham *growth stocks* mempunyai kapitalisasi pasar yang lebih besar dibanding saham-saham *value stocks*. Kapitalisasi pasar menunjukkan seberapa besar perusahaan tersebut dihargai oleh pasar di pasar modal yang dihitung dari harga saham dikalikan jumlah saham yang beredar.

Tabel 1 Karakteristik *Value Stocks* & *Growth Stocks* Berdasarkan Kapitalisasi

Tahun	<i>Value Stocks</i>	<i>Growth Stocks</i>
2014	1.853.375.355.356	12.952.734.053.454
2013	1.954.114.435.294	10.952.778.114.090
2012	909.198.747.728	9.089.489.610.945
2011	944.945.409.028	8.545.522.329.955
2010	753.448.415.573	4.660.916.535.325
2009	650.660.402.068	3.857.259.964.504

2008	337.929.298.161	3.949.499.814.580
2007	512.958.989.786	4.990.678.219.128
2006	278.511.367.761	4.337.444.402.008
2005	330.627.932.054	3.303.666.367.453
2004	193.836.415.893	2.461.455.900.672
2003	177.068.621.014	1.473.037.007.329
Rata-rata	741.389.615.810	5.881.206.859.954

Analisis Data : Value Stock VS Growth Stocks

Total sampel saham-saham *value stocks* sebanyak 959 saham dan *growth stocks* sebanyak 976 saham. Jumlah sampel tiap tahun berbeda karena disesuaikan dengan jumlah saham yang listing. Berikut ini adalah tabel yang menunjukkan tingkat pengembalian saham *value stocks* dan *growth stocks* :

Tabel 2 Tingkat Pengembalian *Value Stocks* & *Growth Stocks*

Periode	Tahun	<i>Value Stocks</i>		<i>Growth Stocks</i>		<i>Value Premium</i>
		<i>Sampel</i>	<i>Return</i>	<i>Sampel</i>	<i>Return</i>	
1	2014	117	0.268	118	0.038	0.230
2	2013	115	0.283	116	0.089	0.193
3	2012	111	0.414	112	0.310	0.103
4	2011	105	0.354	106	0.190	0.164
5	2010	97	0.716	97	0.594	0.121
6	2009	92	0.275	96	0.323	-0.048
7	2008	86	-0.187	88	-0.383	0.195
8	2007	55	0.940	55	1.701	-0.760
9	2006	44	0.396	49	0.353	0.042
10	2005	43	0.064	47	-0.047	0.112
11	2004	48	0.454	48	0.149	0.304
12	2003	46	0.793	44	0.250	0.543
Rata-rata			0.398		0.297	

Value premium menunjukkan selisih antara tingkat pengembalian *value stocks* dengan *growth stok*. Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa rata-rata *value stocks* menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi (39,8%) dibandingkan *growth stocks* (29,7%) yakni 10 kali dari 12 periode. *Value premium* tertinggi terjadi pada tahun 2003 yakni sebesar 54,3%. Secara statistic hasil uji beda independen t test dapat diuraikan dalam tabel berikut :

Tabel 3 Independent Samples Test

	F	Sig.	T	Sig. (2-tailed)
Equal variances assumed	3.812	.051	1.818	.069
Equal variances not assumed			1.818	.069

Hasil uji beda tersebut menunjukkan bahwa sedikit terdapat perbedaaan dengan signifikansi 0,069 (kurang signifikan). Dengan kata lain jika melihat statistik, tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara tingkat pengembalian *value stocks* dan *growth stocks*.

Analisis Data : *Purely Value Stoc & Purely Growth Stocks*

Dengan sudut pandang yang berbeda, peneliti kemudian menguji apakah saham-saham *value stocks* tersebut tetap menghasilkan tingkat pengembalian saham yang lebih tinggi dibanding *growth stocks* kendati tetap mengalami penurunan kinerja pada periode selanjutnya. Peneliti menggunakan PER sebagai valuasi saham pada periode t-1 dan tingkat pertumbuhan laba pada t+1. Saham-saham *value stocks* yang dipilih hanyalah saham-saham *value stocks* yang mengalami penurunan kinerja pada periode t+1. Sedangkan saham-saham *growth stocks* yang dipilih hanyalah saham-saham *growth stocks* yang mengalami kenaikan kinerja yang baik pada periode t+. Dalam penelitian ini, saham-saham *high earning* mempunyai rata-rata tingkat pertumbuhan laba sebesar 45% sampai 99% per tahun. Sedangkan saham-saham *low earning* mempunyai tingkat pertumbuhan laba berkisar antara -18% sampai 5% per tahun.

Jumlah sampel untuk *purely value stocks* sebesar 290 dan *purely growth stocks* sebesar 255. Berikut ini adalah tabel yang menunjukkan tingkat pengembalian saham saham-saham *value stocks* dan *growth stocks* yang telah disesuaikan dengan perubahan tingkat pertumbuhan laba :

Tabel 4 Tingkat Pengembalian *Value Stocks & Growth Stocks* Setelah Disesuaikan Perubahan Laba

Periode	Tahun	<i>Purely Value Stocks</i>		<i>Purely Growth Stocks</i>		<i>Value Premium</i>
		<i>Sampel</i>	<i>Return</i>	<i>Sampel</i>	<i>Return</i>	
1	2014	33	0.023	32	0.153	-0.130
2	2013	39	0.099	42	0.257	-0.158
3	2012	41	0.005	43	0.351	-0.346
4	2011	38	0.028	41	0.371	-0.343
5	2010	32	0.277	48	1.020	-0.743
6	2009	15	0.359	39	0.502	-0.143
7	2008	29	-0.327	25	-0.388	0.061
8	2007	17	0.823	24	1.210	-0.387
9	2006	10	0.269	12	0.907	-0.638
10	2005	10	-0.196	15	0.053	-0.249
11	2004	11	0.54	18	0.288	0.252
12	2003	15	0.875	16	0.771	0.104

	Rata-rata	0.231		0.458	
--	-----------	-------	--	-------	--

Berbeda dengan hasil sebelumnya, setelah disesuaikan dengan perubahan laba, *purely growth stocks* justru menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi (45,8%) dibandingkan *purely value stocks*. Saham-saham *value stocks* menghasilkan tingkat pengembalian saham yang rendah terutama jika saham-saham perusahaan tersebut kembali mengalami penurunan kinerja pada t+1. Dalam konsep pasar efisien, informasi yang terkait mencerminkan dan mempengaruhi harga saham. Ketika laporan keuangan perusahaan kurang memuaskan maka harga saham akan turun.

Lebih jauh berikut ini hasil uji beda *independen sample t test* yang menunjukkan perbedaan tingkat pengembalian saham (*return*) antara saham-saham *value stocks* dengan *growth stocks* setelah disesuaikan dengan perubahan tingkat laba :

Tabel 5 *Independen Sample T test*

	F	T	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
<i>Equal variances assumed</i>	8.624	-3.510	.000	-.30634
<i>Equal variances not assumed</i>		-3.601	.000	-.30634

Berdasarkan tabel 3.5 di atas menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang sangat signifikan (0.01) dimana saham-saham *growth stocks* menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding dengan saham-saham *value stocks* setelah dilakukan penyesuaian perubahan laba.

Lebih jauh lagi, peneliti kemudian membentuk portofolio untuk melihat perbedaannya lebih jauh lagi dengan hanya membentuk saham-saham *value stocks* yang mempunyai PER negatif. Saham dengan PER negatif menunjukkan bahwa perusahaan perusahaan mengalami kerugian (laba negatif).

Tabel 6 Tingkat Pengembalian *Value Stocks* (PER Negatif) & *Growth Stocks* Setelah Disesuaikan Perubahan Laba

Periode	Tahun	<i>Purely Value</i>		<i>Purely Growth</i>		<i>Value</i>
		<i>Sampel</i>	<i>Return</i>	<i>Sampel</i>	<i>Return</i>	
1	2014	18	-0.097	32	0.153	-0.25
2	2013	18	0.292	42	0.257	0.035
3	2012	23	-0.11	43	0.352	-0.462
4	2011	18	-0.017	41	0.371	-0.388
5	2010	16	-0.122	48	1.021	-1.143
6	2009	13	0.333	39	0.502	-0.169
7	2008	18	-0.351	25	-0.388	0.037
8	2007	10	1.114	24	1.211	-0.097
9	2006	3	-0.194	12	0.908	-1.102
10	2005	11	-0.142	15	0.053	-0.195
11	2004	11	0.541	18	0.288	0.253

12	2003	8	-0.04	16	0.771	-0.811
	<i>Average</i>		0.101		0.458	-0.357

Berdasarkan tabel 7 di atas, saham-saham *purely value stocks* dengan PER negatif menghasilkan rata-rata tingkat pengembalian (10,1%) lebih kecil dari tingkat pengembalian *purely growth stocks* (45,8%) yang ditunjukkan dengan *value premium* yang negatif .Untuk lebih jelasnya, berikut ini adalah hasil uji beda :

Tabel 7 *Independen Sample T test*

	F	Sig.	T	Sig. (2-tailed)
Equal variances assumed	7.440	.007	-3.601	.000
Equal variances not assumed			-3.843	.000

Berdasarkan tabel di atas menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang sangat signifikan dengan taraf signifikansi kurang dari 0.01. Saham-saham *growth stocks* menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding dengan saham-saham *value stocks* setelah dilakukan penyesuaian perubahan laba.

Pembahasan : *Purely Value Stoc & Purely Growth Stocks*

Bondt dan Thaler (1985) mengatakan jika harga saham secara sistematis *over-shoot*, maka pembalikan harga saham bisa diprediksi hanya dengan data rata-rata *return* saham pada masa lalu tanpa melihat fundamentalnya (*earning*). Dalam penelitiannya, Bondt dan Thaler (1985) menunjukkan bahwa saham-saham dengan P/E yang rendah akan mendapatkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding saham dengan P/E yang tinggi. Penjelasan anomali adanya fenomena *over-reaction* tersebut disebut dengan *price to earning hypothesis*.

Dengan setting yang berbeda peneliti mempertimbangkan perubahan laba pada t+1. Tujuan penelitian ini adalah menguji apakah saham-saham *value stocks* akan menghasilkan tingkat penegembalian yang lebih tinggi dibandingkan saham-saham *growth stocks* tetap kendati mengalami kinerja keuangan. Hasilnya menunjukkan bahwa tanpa memperhatikan perubahan fundamental, *value stock* menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding *growth stocks* walaupun kurang signifikan (0.06). Akan tetapi setelah disesuaikan dengan perubahan laba, saham-saham *purely value stocks* menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih rendah dibanding saham-saham *purely growth stocks* dengan tingkat signifikansi 0.01.

Menurut Lakonishok *et al.* (1997), Piotroski (2000), Yan dan Zhao (2011) bahwa saham-saham *value stocks* akan menghaikan tingkat pengemblian yang lebih tinggi jika disertai kejutan positif atau perubahan yang positif dalam hal arus kas dan laba perusahaan. Artinya jika kinerja saham-saham *value stocks* tersebut tetap memburuk maka tingkat pengembalian yang diterima juga akan rendah. Sesuai dengan konsep pasar efisien menyebutkan bahwa harga saham mencerminkan setiap informasi yang relevan dan terserap secara cepat dalam perubahan harga saham. Artinya ketika kinerja perusahaan memburuk maka tingkat pengembalian yang diterima juga akan rendah.

PENUTUP

Saham-saham *value stocks* menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibanding

saham-saham *growth stocks* dengan tingkat signifikansi 0.069. Dari 12 periode pengujian, portofolio *value stocks* mengungguli portofolio *growth stocks* sebanyak 10 kali kecuali pada tahun 2007 dan 2009 dengan value *premium* sebesar 10,1% tiap tahun.

Setelah disesuaikan dengan perubahan perubahan laba menunjukkan hasil yang berbeda. Saham-saham *growth stocks* dengan kinerja baik (*purely growth stocks*) menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham *value stocks* yang berkinerja buruk (*purely value stocks*) dengan tingkat signifikansi di bawah 0.01 dengan value *premium* sebesar 37,5% tiap tahun.

DAFTAR PUSTAKA

- Athanassakos, G. & Ivey, R. 2009. Value vs. Glamour *Stocks* Return And the Value Premium : The Canadian Experience 1985-2002. *Canadian Journal of Administrative Science*.
- Basu, S. 1977. Investment Performance of Common *Stocks* in Relation to Their Size-Earnings Ratios : A Test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 3.
- Bauman, W.S. & Miller, R.E. 1997. Investor Expectations And The Performance Of Value *Stocks* Versus Growth *Stocks*. *Journal of Portfolio Management*.
- Bauman, W.S., Conover, C.M., & Miller, R.E. 1998. Growth Versus Value and Large-Cap Versus Small-Cap *Stocks* in International Markets. *Financial Analysts Journal*.
- Beneda, N. 2003. Growth *Stocks* Outperform Value *Stocks* over Long Term. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*.
- Bondt, W.F.M.D. & Thaler, R. 1985. Does the *Stocks* Market Overreact? *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3.
- Capaul, C., Rowley, I., & Sharpe, W.F. 1993. International Value and Growth *Stocks* Return. *Financial Analyst Journal*.
- Chahine, S. 2008. Value Versus Growth *Stocks* and Earnings Growth in Style Investing Strategies in Euro-Markets. *Journal of Assets Management*,
- Chordia, T. & Swaminatan, B. 2000. Trading Volume and Cross-Autocorrelations in *Stocks* Returns. *The Journal of Finance*. Vol. LV, No. 2.
- Drechsler, F.S. 2011. Yes, Earnings Do Drive *Stocks* Sizes. Quantitative Research Manager/Portfolio Manager. *Bob Turner*.
- Fama, E.F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Volume 25, Issue 2.
- Fama, E.F. & French. K.R, 1974. Random Walks in *Stocks* Market Prices. *Financial Analysis Journal*.
- Fama, E.F. & French, K.R. 1995. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Finance*.
- Fama, E.F. & French, K.R. 1998. Value versus Growth: The International Evidence. *The Journal of Finance*.
- Fama, E.F. & French, K.R. 2002. The Equity Premium. *The Journal of Finance*.
- Fama, E.F. & French, K.R. 2008. Average Returns, B/M, and Share Issues. *The Journal of Finance*.
- Lakonishok, J., Shleiver, A., & Vishny, R.W. 1994. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*.
- Lakonishok, J., Porta, R.L, Shleifer, A., Vishny, R. 1997. Good News For Value *Stocks*: Further

- Evidence On Market Efficiency. *The Journal of Finance*.
- Leledakis, G. & Davidson, I. 2001. Are two factors enough? The UK evidence, *Financial Analysts Journal* 57, 96–105.
- Marjo & Pitkanen, R.E. 2011. Value Investing in Emerging Market. Copenhagen Business School. *Finance and Strategic Management*.
- Piotroski, J.D. 2000. Value investing: The Use of Historical Financial Statement Information To Separate Winners From Losers. *Journal of Accounting Research* 38:1-41.
- Piotroski, J.D. & Eric, C. 2012. Identifying Expectation Errors in Value/Glamour Strategies: A Fundamental Analysis Approach. *Forthcoming in the Review of Financial Studies*.
- Yan, Z. & Yao, Y. 2011. When Two Anomalies Meet: The Post-Earnings Announcement Drift And The Value-Glamour Anomaly. *Financial Analysts Journal*.
- Yeh, I.C. & Hsu, T.H. 2014. Exploring The Dynamic Model Of The Return From Value Stocks And Growth Stocks Using Time Series Mining. *Elsevier*.
- Zarowin, P. 1990. What Determines Earnings-Price Ratios: Revisited. *Journal of Auditing, Accounting and Finance*, 5(3), 439–457.