

**EVALUASI *RETURN* DAN *RISK ADJUSTED*  
*PERFORMANCE* PORTOFOLIO *VALUE VERSUS*  
*GLAMOUR* PADA PASAR MODAL INDONESIA  
(Studi Pada Saham LQ45 Pada Pasar Modal Indonesia Periode  
2009-2013)**



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

**NOVAN REZA PAHLEVI**

**NIM. 12010111130143**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2015**

**PERSETUJUAN SKRIPSI**

Nama Penyusun : Novan Reza Pahlevi  
Nomor Induk Mahasiswa : 12010111130143  
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen  
Judul Skripsi : ***EVALUASI RETURN DAN RISK ADJUSTED  
PERFORMANCE PORTOFOLIO VALUE VERSUS  
GLAMOUR PADA PASAR MODAL INDONESIA***

Dosen Pembimbing : Erman Denny Arfinto, S.E., M.M.

Semarang, 23 Maret 2015

Dosen Pembimbing,

Erman Denny Arfinto, S.E., M.M.

NIP. 197612052003121001

## PENGESAHAN KELULUSAN

Nama Penyusun : Novan Reza Pahlevi  
Nomor Induk Mahasiswa : 12010111130143  
Fakultas / Jurusan : Fakultas Ekonomika dan Bisnis / Manajemen  
Judul Skripsi : **EVALUASI *RETURN* DAN RISK ADJUSTED  
PERFORMANCE PORTOFOLIO *VALUE* VERSUS  
*GLAMOUR* PADA PASAR MODAL INDONESIA**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 27 Maret 2015**

Tim Penguji

1. Erman Denny A, SE., M. M. (.....)
2. Prof. Dr. Sugeng Wahyudi, M.M. (.....)
3. Drs. A. Mulyo Haryanto, M. Si. (.....)

## PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Novan Reza Pahlevi, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : *Evaluasi Return dan Risk Adjusted Performance Portofolio Value Versus Glamour Pada Pasar Modal Indonesia*, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis lainnya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 23 Maret 2015

Yang membuat pernyataan,

Novan Reza Pahlevi

NIM. 12010111130143

## **ABSTRACT**

*Further studies have consistently found problems with efficient market hypothesis by Fama. Underpriced stocks based on some form(s) of fundamental analysis can produce abnormal return in the major capital market in the world. This phenomenon called market anomalies. This research aim to determine whether value portfolio outperform glamour portfolio and to evaluate risk-adjusted performance between value and glamour stocks.*

*Sample of this study used companies listed on LQ 45 during 2009-2013 periode. The portofolio formation based on consistent earner strategy (Elze, 2010) which is combination between PER & ROE and DY & ROE. After portfolio formation on 0MO, 3MO, 6MO, and 12MO, ANOVA test will be performed to determine the difference in returns and risk-adjusted performance for each portfolio formation.*

*The results on this study found that there is no difference return and risk-adjusted performance between value and glamour portofolio during 2009-2013 at Indonesia Stocks Exchange.*

**Keywords** : *Value stocks portfolio, glamour stocks portfolio, return, risk-adjusted performance*

## ABSTRAK

Studi empiris secara konsisten telah menemukan permasalahan terkait dengan *efficient market hypothesis*. Saham-saham yang mempunyai harga yang rendah relatif terhadap variabel-variabel fundamental mampu memberikan *abnormal return* di sebagian besar pasar modal di dunia (*market anomalies*). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji apakah *return* portofolio saham *value outperform* saham *glamour*. Selain itu, penelitian ini juga bertujuan untuk menguji apakah portofolio saham *value* mampu memberikan *risk-adjusted performance* yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan saham *glamour*.

Sampel pada penelitian ini adalah saham-saham yang tercatat di LQ 45 selama periode Januari 2009 - Desember 2013. Pembentukan portofolio dalam penelitian ini berdasarkan *consistent earner strategy* (Elze, 2010), yaitu pembentukan portofolio berdasarkan kombinasi dari PER & ROE dan DY & ROE Pasca pembentukan formasi 0MO, 3MO, 6MO, dan 12MO, dilakukan uji ANOVA untuk menentukan perbedaan *return* dan *risk-adjusted performance* dari masing-masing portofolio.

Hasil dari penelitian ini menemukan bahwa tidak ada perbedaan *return* dan *risk-adjusted performance* yang signifikan antara formasi portofolio saham *value* dan *glamour* selama periode 2009-2013.

**Kata kunci** : portofolio saham *value*, portofolio saham *glamour*, *return*, *risk-adjusted performance*

## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

*“Cukuplah Allah menjadi penolong kami dan Allah adalah sebaik-baiknya pelindung. Tiada daya dan upaya kecuali dengan pertolongan Allah Yang Maha Agung”*

*“Karena sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan. Sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan”Q.S. Al Insyrah 5-6.*

*Skripsi ini aku persembahkan untuk :*

*Kedua Ibu dan Bapak ku yang luar biasa*

*Guru-guru ku yang senantiasa membimbingku*

*Mas Ozik dan Mas Ulul yang selalu menyayangiku*

*Teman – teman ku yang selalu aku sayangi*

## KATA PENGANTAR

*Assalamualaikum Wr. Wb.*

Dengan nama Allah Yang Maha Pengasih dan Maha Penyayang. Puji dan syukur kami panjatkan kepada Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “**Evaluasi Return dan Risk Adjusted Performance Portofolio Value Versus Glamour Stocks Pada Pasar Modal Indonesia**” sebagai salah satu persyaratan untuk menyelesaikan program studi S1 Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. Shalawat serta salam semoga senantiasa dilimpahkan ke atas junjungan kita Nabi Muhammad SAW.

Penyusunan skripsi ini tidak lepas dari bimbingan, bantuan dan dukungan yang sangat berarti dari berbagai pihak. Maka dalam kesempatan ini, penulis dengan kerendahan hati ingin mengucapkan terima kasih kepada:

1. Allah S.W.T. yang memberi kekuatan dan kemudahan dalam pengerjaan skripsi ini. Segala puji hanya bagi-Mu. Semoga kita semua mendapatkan ridlo dan kasih sayang Mu, baik di dunia dan di akhirat.
2. Kedua Ibu dan Bapak penulis, yang selalu mengajarkan nilai-nilai agama, sosial, dan kepemimpinan. Terima kasih atas semua doa-doa dan kasih sayang yang telah diberikan selama ini. Tidak akan pernah sanggup anakmu ini untuk membalas semuanya. Semoga Allah S.W.T mengampuni dosa-dosa orang tua



penulis dan mengasihani mereka sebagaimana mereka mengasihani penulis ketika kecil. Dan semoga senantiasa diberikan kesehatan dan umur yang barokah bagi keduanya, Amiin amiin ya robbal'alamiin.

3. Kedua kakak penulis, Mas Ozik dan Mas Ulul, yang selalu memberikan kasih sayangnya kepadaku. Terima kasih atas bimbingan dan petunjuknya selama ini, semoga kita dan anak keturunan kita semua menjadi orang-orang yang beruntung di dunia dan di akhirat
4. Bapak Dr. Suharnomo, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
5. Bapak Erman Denny Arfinto, S.E., M.M selaku Bapak, sahabat, dosen pembimbing dan Kepala Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan bimbingan, ilmu dan wawasan kepada penulis dalam menyelesaikan skripsi ini. Terima kasih atas kepercayaan Bapak untuk memilih saya menjadi asisten Laboratorium Manajemen. Sungguh kesempatan yang luar biasa dapat bekerja sama dengan Bapak, Pak Hardjum, Bu Irine, dan Bu Amik. Terima atas segalanya.
6. Bapak Rizal Hari Magnadi, S.E.,M.M., selaku sahabat dan dosen wali yang telah memberikan arahan dan dukungan moril selama menempuh studi di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro. Terima kasih banyak atas kesempatan yang diberikan kepada saya untuk mengikuti berbagai

penelitian dosen dan Insyima 11<sup>th</sup> dan 12<sup>th</sup>. Saya sungguh beruntung mempunyai dosen wali seperti Bapak.

7. Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis yang telah memberikan banyak ilmu pengetahuan ke penulis selama menempuh studi, terima kasih atas dedikasinya.
8. K.H. Ahmad Badrus Sholeh, Kang Nal, Pak Tamam, Pak Ali serta para guru-guru “hati” dari penulis. Terima kasih banyak atas semua doa, bimbingan, ilmu serta nasihat yang diberikan kepada penulis selama ini. Semoga ilmu yang penulis peroleh, bermanfaat bagi urusan dunia dan akhirat penulis.
9. Staff Tata Usaha dan Perpustakaan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah membantu penulis selama studi.
10. Teman, sahabat, dan keluargaku. mas Edo, mas Hendy, mbak Ayi, Rizki Bogor, Tepe, Nano, Galih, Adit, Dhimas, Fajar, Antin, Ervina, Mamak, Iga, Noven, Resty, Teja, Melati, Winda, Nabila, Yeni, Shofi, mas Awan, Syahid, teman-teman Enfution 2013 dan seluruh teman-teman Studeviesta.
11. Teman – teman Manajemen 2011, yang telah memberikan banyak inspirasi, pengalaman, dan kekeluargaan. Semoga kita dapat kembali lagi di FEB Undip dengan status dan kesempatan yang lebih baik.
12. Teman – teman kos Sigawe Ceria 14 yang selalu memberikan senyuman dan canda tawa kepada penulis.

13. Seluruh keluarga besar Lab Manajemen, HMJM, BEM KM, KSEI yang selalu memberikan ilmu dan wawasan kepada penulis selama menempuh pendidikan ini.
14. Teman-teman KKN Kec. Pringsurat, khususnya Desa Pringsurat, Mas Prio, mas Pipit, Rikki, Desy, Desty, Keisha, Amalia, Mbak Cia. Terima kasih atas kenangan selama ini, semoga silaturahmi kita tetap terjaga.
15. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang dengan tulus dan ikhlas memberikan bantuan, doa dan semangat dalam menyelesaikan skripsi ini.

Penulis menyadari masih banyak kekurangan dan jauh dari kesempurnaan dalam penulisan skripsi ini oleh karena itu saran dan kritik membangun sangat penulis harapkan untuk kesempurnaan penelitian ini. Penulis mohon maaf apabila dalam skripsi ini terdapat kekurangan, mengingat keterbatasan penulis. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan.

*Walaikumsalamualaikum Wr. Wb.*

Semarang, 23 Maret 2015

Penulis

Novan Reza Pahlevi

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	ii
PERSETUJUAN SKRIPSI .....	ii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI .....	iv
<i>ABSTRACT</i> .....	v
ABSTRAK .....	vi
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	vii
KATA PENGANTAR .....	viii
DAFTAR ISI.....	xii
 BAB I PENDAHULUAN.....	 1
1.1.Latar Belakang Masalah.....	1
1.2.Rumusan Masalah.....	9
1.3.Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	10
1.4.Sistematika Penulisan .....	12
 BAB II TELAAH PUSTAKA.....	 14
2.1.Landasan Teori .....	14
2.1.1.Saham.....	14
2.1.2.Saham <i>value</i> .....	15

2.1.3.Saham <i>glamour</i> .....	17
2.1.4. <i>Return</i> dan Risiko .....	17
2.1.5. <i>Price to Earning Ratio</i> (PER).....	19
2.1.6.Kebijakan Dividen .....	21
2.1.7 <i>Return On Equity</i> (ROE).....	25
2.1.8 <i>Return</i> Portofolio dan Portofolio Optimal.....	26
2.1.9 Pembentukan Portofolio Berdasarkan Consistent Earner Strategy .....	27
2.1.10 Metode Pengukuran Sharpe.....	28
2.1.11 Hubungan antara <i>Consistent earner strategy</i> Terhadap <i>Return</i> <i>Saham</i> .....	30
2.1.12 Hubungan antara Strategi Investasi Saham <i>Value</i> dengan Menggunakan <i>Consistent earner strategy</i> Terhadap Kinerja Portofolio .....	31
2.2 Penelitian Terdahulu .....	31
2.3 Kerangka Pemikiran.....	36
2.4 Hipotesis.....	39
BAB III METODE PENELITIAN .....	40
3.1.Variabel Penelitian dan Definisi Variabel.....	40

3.1.1 Variabel Penelitian.....	40
3.1.2 Definisi Variabel.....	40
3.1.2.1. <i>Return</i> Portofolio Saham .....	40
3.1.2.2. Evaluasi Risiko Sharpe .....	41
3.1.2.3. <i>Return</i> on Equity ( ROE ) .....	42
3.1.2.4. <i>Price to Earning Ratio</i> ( PER ) .....	42
3.1.2.5 <i>Dividend Yield</i> ( DY ).....	43
3.2. Populasi dan Sampel Penelitian.....	45
3.3. Jenis dan Sumber data.....	46
3.4. Metode Pengumpulan Data .....	46
3.5. Metode Analisis Data.....	47
3.5.1 ANOVA .....	47
3.5.1.1. Uji Normalitas .....	48
3.5.1.2. <i>Test of Homogeneity Variance</i> .....	48
3.5.1.3. Uji ANOVA .....	48
3.5.1.4. <i>Post Hoc Test</i> .....	49
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN .....	50
4.1 Deskripsi Objek Penelitian.....	50

4.1.1 Deskripsi Variabel Penelitian .....	50
4.1.2 Deskripsi Populasi dan Sampel Penelitian .....	51
4.2 Statistika Deskriptif .....	51
4.2.1 Pemisahan Portofolio Saham <i>Value</i> dan Saham <i>Glamour</i> .....	51
4.3 Pembentukan Portofolio <i>Value</i> dan <i>Glamour</i> .....	56
4.3.1 Pembentukan Portofolio Saham <i>Value</i> dan <i>Glamour</i> berdasarkan PER dan ROE.....	56
4.3.2 Pembentukan Portofolio Saham <i>Value</i> berdasarkan DY dan ROE .....	57
4.4 <i>Return</i> Portofolio <i>Value (Glamour)</i> .....	59
4.4.1 <i>Return</i> Portofolio <i>Value (glamour)</i> 0 MO, 3 MO, 6 MO, dan 12 MO.....	59
4.5 <i>Sharpe ratio</i> Portofolio <i>Value (Glamour)</i> .....	63
4.5.1 <i>Sharpe ratio</i> Portofolio <i>Value (glamour)</i> 0 MO, 3 MO, 6 MO, dan 12MO .....	63
4.6 Uji Statistik.....	67
4.6.1 Uji Normalitas .....	67
4.6.2. <i>Test of Homogeneity Variance</i> .....	73
4.6.3. Uji Oneway ANOVA.....	75

4.6.4. Uji <i>Post Hoc</i> Formasi Portofolio <i>Value Glamour</i> ) .....	78
4.7. Uji Hipotesis .....	83
BAB V KESIMPULAN.....	86
5.1 Kesimpulan.....	86
5.2 Keterbatasan .....	87
5.3 Saran .....	88
DAFTAR PUSTAKA .....	90
LAMPIRAN-LAMPIRAN.....	94



## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu .....	34
Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel Penelitian .....	44
Tabel 4.1 Ringkasan <i>Return</i> Portofolio <i>Value (glamour)</i> .....	62
Tabel 4.2 Ringkasan <i>Sharpe ratio</i> Portofolio <i>Value (Glamour)</i> .....	65
Tabel 4.3 <i>Sharpe ratio</i> LQ45 Periode 2009-2013 .....	66
Tabel 4.4 Hasil Uji Normalitas <i>Return</i> Portofolio <i>Value (Glamour)</i> .....	68
Tabel 4.5 Hasil Uji Normalitas <i>Sharpe ratio</i> 0MO .....	70
Tabel 4.6 Ringkasan Uji Normalitas <i>Sharpe ratio</i> 3MO, 6MO, dan 12MO	
Tabel 4.7 Output Test of Homogeneity of Variance .....	73
Tabel 4.8 Ringkasan Test of Homogeneity variance <i>Sharpe ratio</i> 0MO, 3MO, 6MO, dan 12MO .....	74
Tabel 4.9 Hasil Uji Oneway ANOVA <i>Return</i> Portofolio 0MO, 6MO, dan 12MO .....	76
Tabel 4.10 Hasil Uji Oneway ANOVA <i>Sharpe ratio</i> Portofolio 0MO, 6MO, dan 12MO.....	77
Tabel 4.11 Post Hoc <i>Return</i> Portofolio Bulan Ke-0 .....	79

Tabel 4.12 Post Hoc <i>Sharpe ratio</i> Formasi Bulan Ke-0 .....	81
--	----

### DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran .....	38
Gambar 4.1 Klasifikasi Letak Kuartil Saham Berdasarkan PER& ROE ...	53
Gambar 4.2 Klasifikasi Letak Kuartil Saham Berdasarkan DY .....	55
Gambar 4.3 Portofolio Saham <i>Value</i> dan <i>Glamour</i> PER & ROE Januari 2009 .....	57
Gambar 4.4 Portofolio Saham <i>Value</i> dan <i>Glamour</i> Berdasarkan DY dan ROE 4 .....	58
Gambar 4.5 <i>Return</i> Portofolio <i>Value</i> ( <i>Glamour</i> ) 0 Month .....	60
Gambar 4.6 <i>Sharpe ratio</i> Portofolio <i>Value</i> ( <i>Glamour</i> ) 0 Month.....	64
Gambar 4.7 Persebaran Data Portofolio Saham <i>Glamour</i> PER & ROE ....	69
Gambar 4.8 Plot <i>Sharpe ratio</i> <i>Value</i> DY & ROE 0MO .....	71

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A Formasi Portofolio Saham <i>Value</i> PER & ROE .....	92
Lampiran B Formasi Portofolio Saham <i>Value</i> DY & ROE .....	95
Lampiran C Formasi Portofolio Saham <i>Glamour</i> PER & ROE .....	98
Lampiran D Formasi Portofolio Saham <i>Glamour</i> DY & ROE .....	100
Lampiran E <i>Return</i> 3MO, 6MO, 12MO .....	101
Lampiran F <i>Sharpe ratio</i> 3MO, 6MO, 12MO .....	104
Lampiran G Output SPSS <i>Return</i> Portofolio 0MO, 3MO, 6MO, dan 12MO	107
Lampiran H Output SPSS Risk Adjusted Performance Portofolio 0MO, 3MO, 6MO, dan 12MO .....	112

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Pasar modal memiliki peran penting dalam perekonomian suatu negara. Hal ini dikarenakan pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Dalam menjalankan fungsi keuangan, pasar modal menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (*investor*) dan pihak yang memerlukan (*issuer*). Sedangkan sebagai fungsi keuangan, pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan untuk memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih (BEI, 2011). Manfaat lain dari keberadaan pasar modal adalah sebagai sumber pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha, memberikan wahana investasi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi, keterbukaan dan profesionalisme, dan lain-lain.

Investor dalam melakukan investasi di bursa, akan mengumpulkan informasi sebanyak mungkin sebelum memutuskan untuk membeli saham dari *issuer/emiten*. Informasi yang dibutuhkan antarlain harga saham, kinerja perusahaan (laporan keuangan maupun laporan operasional lainnya) dan lain-lainnya. Dengan adanya informasi tersebut, selanjutnya investor diharapkan memiliki kemampuan untuk melakukan analisis investasi dalam mengambil keputusan. Analisis yang dapat

digunakan sebelum memutuskan untuk membeli saham adalah dengan menggunakan analisis teknikal maupun fundamental.

Analisis teknikal menggunakan data (perubahan) harga dimasa yang lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga sekuritas dimasa yang akan datang (Husnan,2005). Analisis teknis menggunakan data pasar dari saham (misalnya harga saham, volume transaksi saham) untuk menentukan nilai dari saham. (Jogiyanto, 1998). Sedangkan analisis fundamental adalah mengidentifikasi prospek perusahaan dengan menganalisis kinerja perusahaan yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan (misalnya pendapatan, laba, dividen, arus kas, dan lain-lain).

Sebagai dasar dari teori finansial yang modern, *efficient market hypothesis* menyatakan bahwa pasar dikelompokkan menjadi tiga, yaitu: pasar efisien bentuk lemah, pasar efisien bentuk semi kuat, dan pasar efisien bentuk kuat. Pasar dikatakan efisien bentuk lemah jika harga surat berharga saat ini menggambarkan seluruh informasi yang terkandung dalam harga-harga surat berharga pada masa lalu. Apabila suatu pasar berbentuk pasar bentuk lemah, maka nilai-nilai pada masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga saat ini. Pasar efisien bentuk semi kuat adalah suatu pasar yang mampu merefleksikan informasi-informasi publik kedalam harga surat berharga. Jadi harga pasar yang terjadi menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan. Sedangkan pasar efisien bentuk kuat adalah apabila harga suatu saham benar-benar mencerminkan informasi pasar yang dipublikasikan. Efek dari pasar ini adalah tidak adanya investor yang mendapatkan abnormal *return* karena

informasi saham tersebut telah terefleksikan dengan baik dengan harga yang terbentuk di pasar.

*The Efficient Market Hypothesis* dikembangkan oleh Eugene Fama di University of Chicago (1960). Penganut hipotesis ini menyakini bahwa tidak ada gunanya untuk mencari saham yang *undervalued* ataupun mencoba memprediksi trend saham di pasar baik melalui analisis fundamental maupun analisis teknikal. Hipotesis ini secara luas diterima sampai tahun 1990-an. Para “*behavioralists*” percaya bahwa investor cenderung untuk membayar lebih mahal saham-saham yang tergolong *growth stock* yang di ekspekstasikan “*fail-to-live up*” di masa mendatang.

Dalam membuktikan efisiensi dari pasar modal, maka harus dilakukan pengamatan apakah pasar modal tersebut terdapat fenomena anomali atautkah tidak. Anomali (ketidakteraturan) adalah hal-hal yang seharusnya tidak terjadi apabila pasar modal tersebut dianggap efisien. Fenomena anomali memungkinkan investor untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan peristiwa atau kondisi tertentu.

Benjamin Graham dan David Dodd (1934) mengemukakan bahwa saham-saham yang tidak diminati dan terkadang *underpriced* di pasar mampu menghasilkan *return* yang tinggi. Filosofi ini kemudian dikenal luas sebagai *value investing*. Secara umum saham *value* adalah saham-saham yang mempunyai harga yang rendah (*underpriced*) relatife terhadap variabel-variabel fundamentalnya. Ciri – ciri saham *value* (*value stocks*) adalah saham-saham yang mempunyai nilai *price-to-earning*

*ratio*, *price-to-book*, atau *price-to-cash flow ratio* yang rendah (Graham dan Dodd, 1934). Sedangkan kebalikan dari saham *value* (*value stocks*) adalah saham *glamour*, dimana saham-saham yang mempunyai ciri-ciri kebalikan dari saham *value* (Graham dan Dodd, 1934).

Berinvestasi pada saham *value* terbukti menjadi strategi investasi yang sukses. Beberapa peneliti telah mempublikasikan studi investigasi tentang efek dari pemilihan *value stocks*. Salah satu rasio keuangan yang dapat digunakan untuk menguji fenomena anomali adalah PER (*Price to Earning Ratios*). PER merupakan perbandingan antara harga pasar suatu saham dengan *earning per share* (EPS), (Darusman, 2012). Basu (1977) melakukan studi akademik dengan menggunakan data harga saham dan *earning per share* untuk meklasifikasikan saham kedalam saham *glamour* atau *value* dan melakukan pembedaan data historis dari saham-saham tersebut. Penelitian tersebut menghasilkan bahwa saham yang mempunyai *price-to-earnings* yang rendah memberikan tingkat *return* yang tinggi jika dibandingkan dengan saham yang mempunyai *price-to-earnings* yang tinggi dalam jangka panjang.

Selain menggunakan analisis *price to earning ratio*, para peneliti juga menguji fenomena *value stocks* dengan menggunakan variabel *price to book ratio*. *Price to book ratio* merupakan perbandingan antara harga pasar suatu saham dengan nilai buku (*book value*) dari perusahaan tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh Sukarsono (2008), yaitu menguji performa investasi saham *value* pada Bursa Efek

Indonesia dengan pendekatan *price to book value* pada 100 saham dan membaginya menjadi 5 desil. Kesimpulan dari penelitian tersebut mendukung temuan dari peneliti sebelumnya bahwa investasi pada saham *value* memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan investasi pada saham *glamour*.

*The Brandes Institute* mempublikasikan penelitian “*The Value-Glamour Stocks Update in 2007*”. Penelitian ini berdasarkan data observasi pada periode 1968-2006 pada NYSE dan NASDAQ dengan menggunakan pendekatan *price to book value* yang dibagi menjadi 10 desil. Desil ke-10 merupakan saham yang dikategorikan sebagai saham *value* sedangkan desil yang ke-1 dikategorikan sebagai saham *glamour*. Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa saham *value* memberikan *superior return* daripada saham *glamour*.

Faktor lain yang didefinisikan sebagai salah satu ciri-ciri dari saham *value* adalah pendapatan dividend (*dividend yield*). *Dividend yield* merupakan fungsi perusahaan yang mengatur tentang kebijakan dividen dimana merupakan indikasi kepercayaan diri dari perusahaan (Campbell and Shiller, 1998). Apabila perusahaan percaya diri bahwa sebagian kenaikan pendapatan dapat dikelola untuk melakukan pengembangan usaha, maka hal ini merupakan kesempatan yang bagus untuk menaikkan dividen kepada pemegang saham.

Pembagian dividend merupakan salah satu daya tarik investor dalam berinvestasi di saham. Menurut Hirt (2006), *dividend yield* merupakan hasil



persentase dari keuntungan per lembar saham dibandingkan dengan harga pasar perlembar saham. *Dividend yield* yang tinggi menunjukkan bahwa suatu pasar modal dalam keadaan *undervalue*, yaitu harga suatu saham lebih rendah daripada nilai wajarnya. Saham yang seperti ini sangat direkomendasikan untuk dibeli dan ditahan sementara (*buy and hold*) agar menghasilkan laba yang optimal dimasa yang akan datang.

Pada penelitian sebelumnya, beberapa peneliti telah menyimpulkan bahwa *dividend yield* dapat memperkirakan *stock return* dengan beberapa keberhasilan yang diharapkan, salah satunya adalah tentang pertumbuhan dividend. Hasil penelitian tersebut menjelaskan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan *dividend yield* terhadap *stock return* di suatu perusahaan (Campbell dan Shiller 1998, Lewellen 2004).

Menurut Yesica (2014) profitabilitas perusahaan adalah suatu cara untuk menilai sejauh mana perusahaan tersebut mampu menciptakan pertumbuhan laba dari aktivitas investasi. Salah satu rasio profitabilitas adalah *Return on Equity* (RoE). *Return on Equity* (RoE) merupakan salah satu alat analisis profitabilitas perusahaan yang mengukur kemampuan perusahaan dengan membandingkan antara laba bersih (*net profit*) perusahaan dengan aset bersihnya (ekuitas/modal).

Penelitian yang dilakukan oleh (Sukarsono, 2008) menunjukkan bahwa variabel *Return On Equity* menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 0,0045 atau

kurang dari taraf nyata signifikansi sebesar 0,05 (5%). Artinya, variabel *Return on Equity* berpengaruh signifikan terhadap harga saham.

Dalam memaksimalkan pendapatan dan memperkecil risiko dalam investasi di pasar modal, investor perlu untuk melakukan diversifikasi risiko dengan cara membuat portofolio investasi. Portofolio adalah gabungan atau kombinasi dari berbagai instrumen atau aset investasi yang dibentuk untuk mencapai tujuan investasi investor (Jogiyanto, 1998).

Penelitian Elze (2010) menguji anomali saham dengan menggunakan portofolio berdasarkan *single value strategy* dan *consistent earner strategy* pada *European Stock Markets* periode 1994-2009. *Single value strategy* adalah strategi pembentukan portofolio berdasarkan variabel analisis fundamental seperti *price-to-earning ratio* (PER), *dividend Yield* (DY), *price-to-book value* (PBV), *price-to-cash flow* (P/C), dan lain-lain. Sedangkan *consistent earner strategy* adalah pembentukan portofolio berdasarkan kombinasi variabel-variabel fundamental analisis dengan variabel pengembalian modal (*capital return variabel*). Variabel pengembalian modal (*capital return variabel*) misalnya seperti variabel *return on equity* (RoE), *return on investment* (RoI), dan *return on asset* (RoA). Penelitian ini menemukan bahwa *consistent earner strategy* menggambarkan fenomena anomali saham *value* yang lebih baik dibandingkan dengan *single value strategy*. Hal ini dibuktikan dengan rentang nilai *value premium* (selisih *return* saham *value* dengan *glamour*) dari

*consistent earner strategy* adalah 6.43% - 14.78%, sedangkan *value premium* dari *single value strategy* berkisar pada 5.40% and 12.66%.

Akan tetapi, keberadaan anomali saham *value* di Indonesia masih sangat kontroversial. Beberapa penelitian di Indonesia menunjukkan bahwa dalam jangka panjang saham *value underperform* dari saham *glamour*, yaitu berbeda dengan penelitian sebelumnya yang disebutkan di atas. Penelitian yang dilakukan oleh Hasnawati (2010) yang menguji 125 saham pada periode 2003-2007 pada Bursa Efek Indonesia menemukan bahwa saham *glamour* mempunyai rata-rata *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham *value*.

Penelitian oleh Darusman (2012) yang meneliti tentang pengaruh *price-to-earning ratio* dan momentum pada perusahaan LQ 45 periode 2009-2011 menunjukkan bahwa variabel *price-to-earning ratio* dan *book-to-market ratio* tidak signifikan terhadap *return* portofolio saham. Dalam melakukan pembentukan portofolio, investor pasar modal Indonesia tidak mempertimbangkan faktor-faktor yang telah disebutkan di atas. Hal ini menyimpulkan bahwa perdagangan saham di pasar modal Indonesia cenderung bersifat spekulatif. Pasar modal Indonesia cocok untuk investor yang beraliran *growth stocks* jika dibandingkan dengan strategi *value stocks*.

Pada penelitian sebelumnya, baik yang dilakukan di Indonesia maupun di pasar modal seluruh dunia, menggolongkan saham *value* dan saham *glamour* dengan

menggunakan pendekatan PER, ROE, maupun DY. Pada penelitian ini akan dilakukan pemilahan saham *glamour* dan saham *value* dengan menggunakan *Consisten earner strategy* dalam pembentukan portofolio, yang sebelumnya telah dikembangkan oleh Gregor Elze pada *European Stox Market* pada tahun 1994-2009. *Consisten earner strategy* adalah strategi pembentukan portofolio saham berdasarkan kombinasi dari *single value strategy* (dalam penelitian ini menggunakan PER dan DY) dengan salah satu *capital return variabel*, dalam penelitian ini menggunakan variabel *return on equity*.

## **1.2. Rumusan Masalah**

Rumusan masalah pada penelitian ini akan di rumuskan berdasarkan *research gap* yang telah dijelaskan pada bagian sebelumnya. Salah satu penelitian yang menyatakan terdapat saham-saham yang mampu memberikan *return* yang lebih tinggi dari *return* pasar adalah penelitian yang dilakukan oleh Elze (2010). Elze (2010) menguji apakah terdapat perbedaan *return* antara saham yang dikategorikan sebagai saham *value* dengan saham yang dikategorikan sebagai saham *glamour* pada *European Stocks Market*. Penelitian ini menemukan fenomena bahwa saham-saham yang dikategorikan sebagai saham *value* mampu *outperform* dari saham-saham *glamour*. Penelitian ini menggunakan variabel PER, DY, dan PBV dalam pembentukan portofolionya.

Disisi lain, penelitian yang dilakukan oleh Hasnawati (2012) yang meneliti fenomena anomali saham pada pasar modal Indonesia periode 2003-2007 dengan

menggunakan klasifikasi portofolio berdasarkan variabel PER dan PBV tidak mampu menemukan fenomena saham-saham yang dikategorikan saham *value* mampu menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada saham-saham yang dikategorikan sebagai saham *glamour*. Oleh karena itu, terdapat *research gap* yang merumuskan apakah saham-saham *value* mampu memberikan *return* yang lebih tinggi daripada saham-saham yang dikategorikan sebagai saham *glamour*.

Studi lebih lanjut tentang fenomena anomali saham *value* perlu untuk diteliti di pasar modal Indonesia. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk menjawab pertanyaan sebagai berikut:

- a. Apakah investasi pada portofolio saham *value* pada Bursa Efek Indonesia dengan pendekatan *consistent earner strategy* mampu menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada portofolio saham *glamour*?
- b. Apakah strategi portofolio saham *value* tersebut lebih mempunyai *risk-adjusted performance* yang tinggi portofolio saham *glamour* ?
- c. Strategi pemilihan saham manakah yang mampu menghasilkan portofolio saham yang optimal?

### **1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian**

#### **1.3.1. Tujuan Penelitian**

Tujuan dari penelitian ini adalah :

- a. Untuk menguji apakah strategi investasi saham *value* dapat menghasilkan *return* yang tinggi di masa mendatang dibandingkan dengan saham *glamour*
- b. Untuk menguji apakah penerapan portofolio saham *value* memiliki *risk-adjusted performance* yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan saham *glamour*

### **1.3.2. Manfaat Penelitian**

Manfaat dari penelitian ini adalah :

1. Manfaat teoritis

Penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan referensi bagi para akademisi dan pihak-pihak terkait dengan pendidikan untuk memperluas wawasan mengenai fenomena *value stocks* strategi dan untuk pengembangan industri pasar modal di Indonesia.

2. Manfaat praktis

Hasil dari penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan investor untuk melakukan investasi jangka panjang di Bursa Efek Indonesia

## 1.4.Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

### BAB I           PENDAHULUAN

Bab ini berisi latar belakang yang mendasari munculnya fenomena *value stocks anomaly*, perumusan masalah *value stocks anomaly*, tujuan dan kegunaan penelitian, serta sistematika penulisan.

### BAB II           TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini membahas tentang teori-teori yang melandasi penelitian dan menjadi dasar acuan teori anomali saham *value* untuk menganalisis penelitian,serta penelitian sebelumnya. Terdiri dari landasan teori, kerangka pemikiran penelitian, dan hipotesis yang digunakan dalam penelitian anomali saham.

### BAB III          METODE PENELITIAN

Bab ini berisi tentang variabel penelitian untuk menangkap fenomena

anomali saham *value* pada penelitian ini, populasi dan sampel, jenis data, sumber data, metode pengumpulan data, statistik deskriptif, metode analisis data, serta pengujian hipotesis.

#### BAB IV HASIL DAN ANALISIS

Bab ini terdiri dari deskriptif objek penelitian dan analisis data beserta pembahasannya pasca diolah dengan menggunakan uji oneway ANOVA. Pada bab ini juga dilakukan pengujian hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya.

#### BAB V PENUTUP

Bab ini terdiri dari kesimpulan, keterbatasan penelitian, dan saran untuk mengembangkan penelitian tentang fenomena anomaly saham di masa mendatang.



## **BAB II**

### **TELAAH PUSTAKA**

#### **2.1. Landasan Teori**

##### **2.1.1. Saham**

Saham didefinisikan sebagai surat berharga tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan (BEI, 2011). Porsi kepemilikan perusahaan ditentukan oleh seberapa besar saham yang dimiliki oleh investor individu atau badan.

Dalam berinvestasi saham, investor mempunyai karakteristik-karakteristik yuridis sebagai berikut:

- a. *Limited risk*, investor hanya bertanggung jawab sampai jumlah yang disetorkan kepada perusahaan
- b. *Ultimate control*, investor (secara kolektif) dapat menentukan arah dan tujuan perusahaan melalui mekanisme RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham)
- c. *Residual claim*, investor merupakan pihak terakhir yang mendapat pembagian hasil usaha perusahaan (dalam bentuk dividen) dan sisa aset dalam proses likuidasi perusahaan.

Menurut Jogiyanto (1998) dalam pasar modal terdapat dua jenis saham yang paling umum dikenal publik, yaitu saham biasa dan saham preference.

a. Saham biasa (*common stock*)

Saham biasa (*common stock*) adalah saham yang dijual oleh perusahaan yang menjelaskan nilai nominal (rupiah, dollar, yen, dan sebagainya) dimana pemegang saham tersebut diberikan hak untuk mengikuti RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) dan RUPSLB (Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa) serta berhak untuk menentukan membeli right issue atau tidak,

b. Saham istimewa (*prefered stock*)

Saham istimewa (*prefered stock*) adalah saham yang dijual oleh perusahaan yang menjelaskan nilai nominal (rupiah, dollar, yen, dan sebagainya) dimana pemegang saham tersebut akan memperoleh pendapatan tetap dalam bentuk dividen yang akan diterima setiap kuartal.

### 2.1.2. Saham *value*

Pada Benjamin Graham dan David Dodd (1934) mengemukakan bahwa saham-saham yang tidak diminati dan terkadang *underpriced* di pasar mampu menghasilkan *return* yang tinggi. Paradigma investasi ini kemudian dikenal luas sebagai *value investing* (berinvestasi pada saham *value*). Secara umum saham *value* adalah saham-saham yang mempunyai harga yang rendah (*underpriced*) relative terhadap variabel-variabel fundamentalnya. Ciri – ciri saham *value* (*value stocks*) adalah saham-saham yang mempunyai nilai *price-to-earning ratio*, *price-to-book*,

atau *price-to-cash flow ratio* yang rendah (Graham dan Dodd, 1934). Sedangkan kebalikan dari saham *value* (*value stocks*) adalah saham *glamour*, dimana saham-saham yang mempunyai ciri-ciri kebalikan dari saham *value* (Graham dan Dodd, 1934; Damodaran, 2006)

Piotroski (2000) menjelaskan beberapa karakteristik dari saham *value*. Pertama, saham *value* cenderung tidak diminati oleh mayoritas investor, baik individu maupun institusi. Kedua, tidak mudah untuk mencari informasi keberadaan saham *value* yang tepat. Ketiga, saham *value* cenderung merupakan saham-saham yang sedang mengalami kesulitan finansial. Sedangkan Fama dan French (1992), mengklasifikasikan saham *glamour* adalah saham yang mempunyai P/E rasio, PBV, P/C rasio, dan *size* yang tinggi. Selain itu, saham *glamour* juga mempunyai *dividen yield* dan *return on equity* yang rendah.

Terdapat pendapat bahwa strategi saham *value* mampu menghasilkan *superior return*, akan tetapi penyebab dari pendapat tersebut masih sangat kontroversial. Para “behavioralists” percaya bahwa investor cenderung berlebihan dalam membeli saham *growth* yang diekspektasikan susah untuk turun (harga). Mereka berpendapat, penyebab strategi saham *value* dapat menghasilkan *return* yang tinggi adalah karena sebagai kompensasi risiko yang dihadapi oleh *value* investor. *Value* investor menerapkan strategi kontrarian atau “naïve strategy” karena strategi ini meramalkan pertumbuhan pendapatan masa lalu yang rendah suatu perusahaan ke masa yang akan datang. Strategi ini bertujuan untuk mengansumsikan kecenderungan harga saham

dimasa mendatang dan mencari perusahaan yang baik yang tidak direfleksikan oleh harga saham perusahaan tersebut (Elze, 2010).

### **2.1.3. Saham *glamour***

Damodaran (2006) mengklasifikasikan saham *glamour* dengan karakteristik yang berkebalikan dengan saham *value*. Saham *glamour* mempunyai dividend yield yang rendah dan *price to earning*, *price to book value*, *price to cash flow*, dan *size* yang tinggi.

Pengertian saham *glamour* menurut Hasnawati (2010) adalah saham yang mempunyai kecenderungan kenaikan harga di atas rata-rata industri pada periode tertentu sehingga menarik minat investor untuk membeli saham tersebut. Pengertian saham *glamour* ini juga dikenal dengan sebutan saham *growth*.

### **2.1.4. Return dan Risiko**

Hukum “*high risk, high return*” merupakan hukum yang familiar bagi seorang investor. Dimana imbal hasil yang diharapkan (*return*) memiliki korelasi positif dengan tingkat risiko dari investasi tersebut (Fabozzi, 2003). Semakin tinggi tingkat pengembalian investasi tersebut maka akan semakin tinggi pula risikonya.

Menurut Tandelin (2001), *return* merupakan imbal hasil yang didapatkan dengan risiko yang ditanggung dari investasi. *Return* dibagi menjadi *realized return* dan *expected return* (Jogiyanto, 1998). *Realized return* adalah *return* yang telah terjadi dan didapatkan perusahaan. *Realized return* ini dapat digunakan sebagai alat ukur untuk memproyeksikan *return* dan risiko perusahaan dimasa mendatang.

Sedangkan *expected return* merupakan *return* yang diharapkan akan tercapai dan tidak memiliki kepastian. Menurut Jones (2007), *return* yang diterima oleh investor di pasar modal terbagi dalam 2 komponen yaitu *Dividen Yield* dan *Capital Gain (Loss)*. *Dividen Yield* adalah *return* yang didapatkan investor secara periodik sedangkan *Capital Gain (Loss)* adalah *return* yang didapatkan dari peningkatan atau penurunan harga instrumen investasi yang dimiliki oleh investor.

$$\text{Dividen Yield} = \frac{Dt}{Pt - 1}$$

Keterangan:

$D_t$  = Presentae dari dividen yang dibagikan

$P_{t-1}$  =harga saham periode sebelumnya

$$\text{Capital Gain} = \frac{P_t}{P_t - 1}$$

Keterangan:

$P_t$  = harga saham penutupan

$P_{t-1}$  =harga saham periode sebelumnya

Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Risiko dari suatu portofolio saham bergantung kepada proporsi dari saham-saham individu, varians, dan kovarians dari saham-

saham tersebut. Perubahan yang terjadi pada variabel-variabel tersebut akan merubah risiko dari portofolio. Masih berkaitan dengan hal itu, sudah merupakan kebenaran umum bahwa bila saham-saham yang dipilih secara acak dan digabungkan ke dalam suatu portofolio, maka risiko portofolio akan menurun sesuai dengan banyaknya saham yang berbeda ditambahkan (Tandelilin, 2001).

Risiko merupakan ketidakpastian akan *return* yang akan didapat dan bagian yang tidak dapat lepas dari investasi. *Return* tinggi merupakan kompensasi dari pemilihan risiko yang tinggi oleh investor. Risiko investasi terdiri dari dua komponen yaitu *unsystematic risk* dan *systematic risk*. *Systematic risk* atau risiko pasar adalah risiko yang berkaitan dengan keadaan yang terjadi di pasar secara keseluruhan dan tidak dapat dikendalikan seperti risiko inflasi, risiko *kurs* dan risiko tingkat suku bunga. Sedangkan *unsystematic risk* adalah risiko yang berasal dari *emiten* sehingga mempengaruhi harga saham yang diterbitkan. Risiko ini dapat dihindari atau diminimalkan dengan diversifikasi aset (Jogiyanto, 1998).

#### **2.1.5. Price to Earning Ratio (PER)**

Faktor rasional yang mempengaruhi keputusan investor untuk membeli saham pada umumnya berkaitan dengan analisis fundamental. Investor menganalisis laporan keuangan dengan menggunakan rasio-rasio keuangan, salah satunya adalah dengan menggunakan pendekatan PER (Elze, 2010).

Menurut Darusman (2012), *Price Earning Ratio* adalah rasio harga pasar per lembar saham (*market price per share*) terhadap laba per lembar saham (*earning per*

*share*). Fungsi dari PER ini adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh EPS.

$$PER = \frac{MPS}{EPS}$$

Keterangan:

PER = Price Earning Ratio

MPS = *Market Price per Share*

EPS = *Earning per Share*

Penelitian PER yang dilakukan oleh Truong (2009), menemukan PER mempunyai korelasi negatif terhadap *return*. PER yang rendah dapat menghasilkan *return* saham yang tinggi jika dibandingkan dengan saham yang mempunyai PER yang tinggi. Penelitian ini dilakukan pada *New Zealand Stock Exchange* pada periode 1997-2007.

Menurut Suhardiah (1996) perusahaan yang mempunyai PER yang rendah mencerminkan pesimistis pasar terhadap saham tersebut sehingga investor kurang memperhatikan (*neglected*) saham tersebut dan cenderung menilai rendah harga sahamnya (*undervalued*).

Strategi pemilihan saham dengan menggunakan PER bukan tanpa kelemahan. Pemilihan saham menggunakan PER sebagai acuan investasi dapat menimbulkan bias dalam mencerna informasi yang telah dipublikasikan. Hal ini dikarenakan denominator dari PER adalah EPS (*earning per share*). Dengan hanya melihat PER kita tidak akan mengetahui apabila ternyata ada keuntungan penjualan aset yang melambungkan EPS-nya (misalnya penjualan gedung). Penjualan asset pada umumnya hanya terjadi beberapa tahun sekali. Selain itu, perubahan kurs juga berdampak pada kerugian maupun keuntungan perusahaan. Sebuah perusahaan mengalami tahun yang bagus bisa terlihat jelek karena adanya kerugian kurs yang besar. Begitu pula sebaliknya, keuntungan kurs yang besar akan membuat perusahaan terlihat bagus walaupun kinerjanya menurun (Parahita, 2012). Akan tetapi, secara umum strategi pemilihan saham berdasarkan PER layak untuk digunakan sebagai alat investasi.

#### **2.1.6. Kebijakan Dividen**

##### **a. Pengertian Dividen**

Dividen adalah pembagian sebagian pendapatan perusahaan kepada pemegang saham di suatu perusahaan secara proporsional sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham (Campbell dan Shiller, 1998). Dalam menerapkan kebijakan dividen, suatu perusahaan biasanya memenuhi tiga kondisi sebagai berikut:



1. Laba ditahan mencukupi
2. Jumlah kas memadai
3. Tindakan formal dari dewan komisaris

Kebijakan dividen merupakan salah satu fungsi manajemen keuangan perusahaan untuk mensejahterakan para pemegang saham. Pada hakekatnya, kebijakan dividen adalah untuk menentukan berapa banyak pendapatan perusahaan yang digunakan sebagai laba ditahan, berapa banyak yang akan dibagikan ke pemegang saham, dan berapa kali dividen akan dibayarkan dalam satu tahun (Clemens. 2013).

#### b. Jenis Kebijakan Dividen

Secara umum kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan adalah salah satu dari kebijakan berikut, yaitu *stable dividend policy*, *fluctuating dividend policy*, atau kombinasi dari *stable dividend policy* dan *fluctuating dividend policy* (Husnan, 1996).

1. *Stable Dividend Policy*, kebijakan dividen yang besarnya sama dalam jumlah yang tetap. Pembayaran dividen ini selalu stabil walaupun terjadi fluktuasi dalam penerimaan pendapatan perusahaan. Apabila perusahaan mengalami kerugian, pembayaran dividen dan diambilkan dari cadangan stabilisasi dividen perusahaan tersebut.

2. *Fluctuating Dividend Policy*, kebijakan dividen yang besarnya dividen yang dibayarkan tergantung pada tingkat keuntungan perusahaan pada akhir periode. Apabila keuntungan perusahaan pada periode tersebut tinggi, maka akan tinggi pula jumlah dividen yang akan dibayarkan, begitu juga sebaliknya.
3. Kombinasi *Stable Dividend Policy* dan *Fluctuating Dividend Policy*, kebijakan dividen yang besarnya jumlah dividen yang dibayarkan sebagian ada yang bersifat stabil dan sebagian yang lain bersifat proporsional dengan tingkat keuntungan yang dicapai. Apabila perusahaan tidak mendapatkan laba para pemegang saham masih mendapatkan dividen tetap dan didapatkan keuntungan dari hasil operasinya. Bagian dividen yang bersifat proporsional besarnya tidak sama dengan dividen yang menggunakan kebijakan fluktuatif.

c. Teori Kebijakan Dividen

Menurut Damodaran (2006), ada beberapa teori yang relevan dalam kebijakan dividen, antara lain: *smoothing theory*, *clientele effect theory*, *tax preference theory*, *dividend irrelevance theory*, *bird in the hand theory*, *residual theory of dividends*, teori signal atau isi informasi dividen (*information content of dividend*). Selain itu, ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, antara lain:

1. tingkat pertumbuhan korporasi (*company grow rate*),
2. keterikatan dalam rapat (*restrictive covenant*),
3. *profitability*,
4. stabilitas laba (*earning stability*),
5. kontrol perbaikan (*maintenance control*),
6. memahami pengungkit keuangan (*degrre of financial leverage*),
7. kemampuan untuk kondisi eksternal (*ability to finance externally*),
8. keadaan tak terduga (*uncertainty*),
9. ukuran dan umur korporasi (*age and size*).

d. *Dividend Yield* (DY)

*Dividend yield* adalah salah satu indikator dalam mengukur kebijakan dividen perusahaan. *Dividend yield* adalah rasio antara jumlah dividen per lembar yang dibayarkan kepada pemegang saham dibandingkan dengan harga per lembar saham pada periode tersebut (Fabozzi, 2003).

*Dividend yield* menyediakan suatu ukuran komponen pengembalian total yang dihasilkan dividen, dengan menambahkan apresiasi harga yang ada. Beberapa investor menggunakan *dividend yield* sebagai suatu ukuran risiko dan sebagai suatu penyaring investasi, yaitu mereka akan berusaha menginvestasikan dananya dalam saham yang menghasilkan *dividend yield* yang tinggi.

$$\text{Dividen Yield} = \frac{Dt}{Pt - 1}$$

Keterangan:

Dt = Presentae dari dividen yang dibagikan

Pt-1 =harga saham periode sebelumnya

### **2.1.7 Return On Equity (ROE)**

*Return on Equity* (ROE) merupakan alat yang digunakan oleh investor maupun manajemen puncak perusahaan untuk mengukur seberapa besar keuntungan yang dapat dihasilkan dari modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Dari sisi investor, ROE digunakan untuk mengukur keuntungan yang diperoleh dari investasi yang dilakukan. Sedangkan dari sisi manajemen perusahaan, analisis ini sangat penting karena merupakan faktor penarik bagi investor untuk melakukan investasi kepada perusahaannya (Hirt, 2006)

Menurut Darusman (2012), *Return on Equity* disebut juga dengan laba atas ekuitas atau dalam beberapa referensi disebut sebagai rasio *total asset turnover* atau perputaran total aset. Rasio ini mengkaji sejauh mana perusahaan mempergunakan sumber daya yang dimiliki mampu memberikan keuntungan atas ekuitas. Pengertian *Return On Equity* menurut Van Horne dan Wachowicz (2005) adalah rasio untuk mengukur laba bersih setelah pajak dengan modal sendiri.

Dengan demikian, rasio ini menghubungkan antara laba bersih setelah pajak yang diperoleh dari operasional perusahaan dengan jumlah modal sendiri yang

dimiliki. Semakin tinggi nilai ROE, maka perusahaan tersebut mempunyai peluang untuk memberikan pendapatan yang besar bagi para pemegang saham.

Berdasarkan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jenn Yaw Yen dkk (2002), Elze (2010), Darusman (2012) menyimpulkan bahwa salah satu ciri-ciri dari *value stock* adalah saham-saham yang mempunyai nilai ROE yang tinggi. Nilai ROE yang tinggi dalam jangka panjang berdampak pada kenaikan harga saham tersebut.

### **2.1.8 Return Portofolio dan Portofolio Optimal**

Menurut Fabozi (2003), teori portofolio berhubungan dengan pemilihan portofolio yang mampu memaksimalkan pengembalian yang diharapkan sesuai dengan tingkat risiko yang diambil. Portofolio dapat dikembangkan dengan pendekatan kuantitatif dan data historis untuk menghasilkan pengembalian portofolio yang diharapkan dan mengukur tingkat risiko yang diterima.

Dalam pembentukan portofolio, investor berusaha memaksimalkan pengembalian yang diharapkan dari investasi dengan risiko tertentu yang dapat diterima. Dengan kata lain, investor berusaha meminimalkan risiko yang dihadapi untuk sasaran tingkat pengembalian tertentu. Portofolio yang sesuai dengan yang dijelaskan di atas tersebut disebut dengan portofolio yang efisien (Husnan, 1996).

Pembentukan portofolio yang efisien diperlukan beberapa asumsi mengenai perilaku investor dalam membuat keputusan investasi. Asumsi yang wajar adalah investor cenderung menghindari risiko (*risk-averse*). Investor penghindar risiko

adalah investor yang jika dihadapkan pada dua investasi dengan *expected return* yang sama dan risiko yang berbeda, maka ia akan memilih investasi dengan tingkat risiko yang lebih rendah. (Fabozzi, 2003).

Portfolio merupakan kumpulan surat berharga meliputi beragam jenis instrumen investasi yang dimiliki dan dikelola oleh investor. Berdasarkan teori portfolio oleh Fabozzi (2003) teori portfolio berkaitan dengan estimasi yang dilakukan investor terhadap ekspektasi risiko dan *return* yang diberikan. Prinsip dasar dari portofolio adalah mendiversifikasikan aset sebagai cara untuk memperkecil risiko. Teori “Don’t Put All Eggs on One Basket” merupakan ide dari teori portofolio itu sendiri. Dengan adanya diversifikasi, portfolio akan lebih aman karena risiko yang tersebar pada beragam instrumen investasi sehingga mendapatkan *return* seperti yang diharapkan dengan risiko yang dapat diminimalkan. Sedangkan *return* portofolio dapat dihitung dengan rumus :

$$E(R_p) = \sum (R_i) X_i \quad \text{Atau,}$$

$$E(R_p) = W_A.R_A + W_B.R_B + \dots + W_n.R_n$$

$$( \text{Dimana : } W_A + W_B + \dots + W_n = 1 )$$

### 2.1.9 Pembentukan Portofolio Berdasarkan *Consistent Earner Strategy*

*Consistent earner strategy* adalah strategi pembentukan portofolio yang berdasarkan kombinasi variabel-variabel fundamental analisis dengan variabel pengembalian modal (*capital return variabel*) (Elze, 2010). Variabel – variabel fundamental tersebut antara lain *price-to-earning ratio* (PER), *dividend Yield* (DY),

*price-to-book value* (PBV), *price-to-cash flow* (P/C), dan lain-lain. Sedangkan yang termasuk dalam variabel pengembalian modal adalah *return on equity* (RoE), *return on investment* (RoI), dan *return on asset* (RoA). Dalam penelitian ini menggunakan kombinasi variabel fundamental PER dan DY dan variabel pengembalian modal RoE sebagai dasar dalam pembentukan portofolio.

Portofolio *consistent earner strategy* tersebut kemudian diklasifikasikan kedalam portofolio saham *value* dan portofolio saham *glamour*. Portofolio saham *value* terdiri dari saham-saham yang mempunyai nilai PER yang rendah dan RoE yang tinggi dan portofolio yang mempunyai nilai DY yang tinggi dan RoE yang tinggi. Sedangkan portofolio saham *glamour* terdiri dari saham-saham yang mempunyai kriteria berkebalikan dengan saham *value*.

#### **2.1.10 Metode Pengukuran Sharpe**

Menurut Tandelin (2001) metode pengukuran Sharpe adalah metode yang menghubungkan tingkat *return* dengan tingkat risiko total dimana risiko total didominasi oleh risiko sistematis. Metode ini dapat digunakan pada portofolio dimana risiko tidak sistematisnya dapat dihilangkan dengan cara diversifikasi. Pengukuran dengan metode ini melakukan penyesuaian tingkat risiko (*risk adjusted measure*) terhadap kinerja portfolionya yang dikenal dengan *Reward to Variability Ratio* atau RVAR.

Pengukuran dengan metode ini berdasarkan *risk premium*. *Risk premium* adalah selisih antara rata-rata kinerja portofolio saham yang dihasilkan dengan rata-rata kinerja investasi bebas risiko. Formulasi metode ini yaitu membagi *risk premium* dengan standar deviasi (Tandelin, 2001).

$$Sp = \frac{Rp - Rf}{\sigma}$$

Dimana,

$S_p$  = Nilai dari *Sharpe ratio*

$R_p$  = *Return* portofolio saham

$R_F$  = *Return* investasi bebas risiko

$\sigma$  = Standar deviasi (risiko total)

Investasi bebas risiko diasumsikan merupakan investasi pada Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Karena risiko yang muncul saat berinvestasi, portofolio saham diharapkan memberikan *return* yang lebih besar dibandingkan kinerja investasi yang bebas risiko. Standar deviasi merupakan metode yang digunakan untuk mengukur risiko total (risiko sistematis dan risiko tidak sistematis) yang dihadapi oleh Manajer Investasi (Jogiyanto, 1998). Metode ini mengukur seberapa besar *return* yang diperoleh untuk setiap risiko yang diambil. Karenanya, semakin tinggi nilai rasio ini menunjukkan semakin baiknya kinerja dari portofolio tersebut (Jogiyanto, 1998).

Pada penelitian ini memilih untuk menggunakan *Sharpe ratio* untuk mengukur *risk adjusted performance* dikarenakan metode *Sharpe ratio* mampu



membandingkan kinerja satu asset dengan asset yang lain (*return* dari investasi bebas resiko dari SBI). Selain itu, pada metode ini mudah juga relatif untuk dihitung. Pada *Sharpe ratio* tidak terdapat kriteria yang baku untuk mengukur seberapa bagus nilai dari *Sharpe ratio*, akan tetapi pada penelitian ini mengasumsikan bahwa nilai *Sharpe ratio* yang bagus adalah nilai *Sharpe ratio* yang lebih tinggi dari LQ45.

#### **2.1.11 Hubungan antara *Consistent earner strategy* Terhadap *Return Saham***

*Consistent earner strategy* adalah strategi investasi yang mengkombinasikan antara rasio-rasio akuntansi (misalnya: PER dan DY) dengan ROE, yang berperan sebagai salah satu variabel pengembalian modal. Penggunaan strategi ini selain dapat melihat saham berdasarkan keuntungan dari sisi investor (PER dan DY) juga dapat melihat keuntungan dari sisi perusahaan (ROE) dalam pemilihan investasi pada saham (Elze, 2010).

Pembentukan portofolio akan diklasifikasikan kedalam *value* dan *glamour* berdasarkan kategori sebagai berikut: saham yang mempunyai PER yang rendah, ROE dan DY yang tinggi akan diklasifikasikan kedalam saham *value* sedangkan saham yang mempunyai PER yang tinggi, ROE dan DY yang rendah akan diklasifikasikan kedalam saham *glamour*.

Penelitian Elze (2010), menemukan bahwa pemilihan saham *value* berdasarkan portofolio *Consistent earner strategy* secara umum menghasilkan *return* yang negatif pada satu tahun setelah pembentukan portofolio akan tetapi

menghasilkan *return* yang positif dan melampaui *return* dari saham *glamour* pada tahun selanjutnya selama periode pengamatan 1994-2008 di pasar modal Eropa.

H<sub>1</sub> : Portofolio saham *value* mampu memberikan *return* yang lebih tinggi daripada portofolio saham *glamour*

### **2.1.12 Hubungan antara Strategi Investasi Saham *Value* dengan Menggunakan *Consistent earner strategy* Terhadap Kinerja Portofolio**

Penelitian oleh Kargin (2002) tentang “*Value Stocks in Emerging Market : Risk and Benefits*” menemukan bahwa investasi pada saham *value* (*value stocks*) memberikan *return* yang melampaui *return* dari saham *glamour* dan memberikan risiko yang lebih besar daripada saham *glamour*. Risiko ini merupakan kompensasi dari *return* yang diterima oleh investor yang mengharapkan *return* yang tinggi. Hal ini sesuai dengan hukum investasi “*high risk, high return*”.

H<sub>2</sub> : Portofolio saham *value* mempunyai *risk-adjusted performance* yang lebih tinggi daripada portofolio saham *glamour*

## **2.2 Penelitian Terdahulu**

Penelitian yang dilakukan oleh Elze (2010) yang menguji fenomena *value stock outperform glamour stock* pada *European Stock Market*. Penelitian ini menggunakan data sampling pada 1 Juli 1994 sampai 30 Juni 2009. Penelitian ini menggunakan variabel P/E Ratio, P/B Ratio, DY, ROE, Levy<sup>27</sup>, dan M03m, yang

digabungkan kedalam strategy pembentukan portofolio *single value*, *multiple value*, *consisten earner*, dan *recognized value*. Hasil dari penelitian tersebut adalah saham *value outperform* saham *glamour* di *European Stock Market* pada periode penelitian. Penelitian ini menemukan, baik strategy *single value*, *multiple value*, *consisten earner*, dan *recognized value* mampu menghasilkan *return* yang lebih tinggi dari saham-saham *glamour*.

Jenn Yaw Yen *et all.* (2002) menguji saham *value* dan saham *growth* di Singapura. Mereka menguji premi saham *value* (*value premium*) selama lima tahun setelah pembentukan portofolio saham *value* dan *glamour*. Penelitian ini menggunakan variabel P/E, P/B, dan ROE dalam menentukan portofolio saham. Setelah pembentukan portofolio, portofolio tersebut diuji tingkat risikonya dengan menggunakan CAPM. Hasil dari penelitian tersebut menemukan bahwa terdapat *value premium* pada *Singapore Stock Exchange* yang terkonsentrasi pada dua tahun pertama pasca pembentukan formasi portofolio.

Clemens (2013), melakukan penelitian yang berjudul "*Dividend Stocks Performance And Explanations: A Practitioner Perspective*". Penelitian ini membandingkan kinerja dua portofolio saham, yaitu dividen portofolio dan market portofolio pada *US Stock Market*. Temuan dari penelitian ini adalah investasi pada *dividend yield* yang tinggi (dividen portofolio) mampu mendapatkan *abnormal return* untuk investasi long-short (long pada saham winners, dan short pada saham loser).

Kontribusi penelitian ini adalah menghubungkan premi saham *value*, *beta puzzle* dan *agency issues* bersama-sama menjelaskan *outperformance* dari *dividend stocks*.

La Porta (1996) menyarankan investor untuk menjual saham-saham yang mempunyai peramalan pendapatan yang tinggi dan membeli saham-saham yang mempunyai peramalan pendapatan yang rendah. Hasil dari penelitian ini didapatkan setelah mengklasifikasikan saham di *US Stock Market* pada periode 1982-1989 kedalam saham-saham yang mempunyai *past performance* yang bagus dan *past performance* yang buruk. Penelitian ini menemukan bahwa saham-saham yang mempunyai *past performance* yang buruk (mempunyai peramalan pendapatan yang rendah) *outperform* saham-saham yang mempunyai *past performance* yang bagus (mempunyai peramalan pendapatan yang tinggi).

Penelitian oleh Hasnawati (2010) menguji tentang portofolio saham *value* dan saham *glamour* dengan menggunakan *Price Earning ratio* (PER) pada pasar modal Indonesia periode 2003-2007 dan untuk menguji masing-masing risiko dari pemilihan portofolio tersebut. Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa portofolio saham *value* tidak menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan *return* portofolio saham *glamour*. Temuan ini berbeda dengan penelitian-penelitian yang sebelumnya.

**Tabel 2.1**  
**Ringkasan Penelitian Terdahulu**

<b>No.</b>	<b>Judul Penelitian</b>	<b>Variabel Penelitian</b>	<b>Hasil Penelitian</b>
1.	<i>Value Stocks Anomalies in The European Stock Market: Multiple Value, Consisten Earner, and Recognized Value</i> (Elze, 2010)	P/E Ratio, P/B Ratio, DY, ROE, Levy27, dan M03m	Baik strategi <i>single value, multiple value, consisten earner</i> , dan <i>recognized value</i> mampu menghasilkan <i>return</i> yang lebih tinggi dari saham-saham <i>glamour</i>
2.	<i>Value Versus Growth Stock In Singapore</i> (Yen, Sun, dan Yan , 2004)	P/E, P/B, dan ROE	Terdapat <i>value premium</i> pada <i>Singapore Stock Exchange</i> yang terkonsentrasi pada dua tahun pertama pasca pembentukan formasi portofolio
3.	<i>Dividend Stocks Performance And Explanations: A</i>	Dividen Yield	Investasi pada <i>dividen yield</i> yang tinggi (dividen portofolio) mampu mendapatkan <i>abnormal return</i>

No.	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
	<i>Practitioner Perspective</i> (Clemens, 2013)		pada <i>US Stock Market</i> .
4.	<i>Expectations and Cross-section of Stock Returns</i> (La Porta, 2006)	PER	Saham-saham yang mempunyai <i>past performance</i> yang buruk (mempunyai peramalan pendapatan yang rendah) <i>outperform</i> saham-saham yang mempunyai <i>past performance</i> yang bagus (mempunyai peramalan pendapatan yang tinggi).
5.	<i>The Value And Glamor Stocks Performance At The Indonesia Stocks Exchange Using The Price Earning Ratio</i>	PER	Portofolio saham <i>value</i> tidak menghasilkan <i>return</i> yang lebih tinggi dibandingkan dengan <i>return</i> portofolio saham <i>glamour</i> . Temuan ini berbeda dengan

No.	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
	<i>Approach</i> (Hasnawati, 2010)		penelitian-penelitian yang sebelumnya

### 2.3 Kerangka Pemikiran

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji apakah saham-saham yang dikategorikan sebagai saham *value outperform* saham *glamour* pada saham-saham LQ 45 di pasar modal Indonesia periode 2009-2013 dan untuk mengetahui apakah penerapan portofolio saham *value* memiliki kompensasi return atas risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio saham *glamour*.

Untuk mencapai tujuan tersebut, penelitian ini membentuk portofolio saham berdasarkan *Consistent earner strategy*. *Consistent earner strategy* adalah strategi pembentukan portofolio saham yang mengkombinasikan *single value strategy* dengan *capital return variabel*, dalam hal ini diwakilkan oleh *return on equity* (ROE) (Elze, 2010). Saham-saham yang dikategorikan saham *value* adalah saham-saham yang mempunyai PER yang rendah, DY dan ROE yang tinggi (Basu, 1977, 1983; Clemens, 2013; Jenn Yaw Yen et al, 2002).

Setelah kombinasi portofolio tersebut terbentuk, portofolio tersebut akan diklasifikasikan lagi kedalam portofolio *value* maupun *glamour*. Portofolio *value* (*glamour*) berdasarkan PER&ROE adalah saham-saham yang mempunyai nilai PER yang rendah (tinggi) dan nilai ROE yang tinggi (rendah), sedangkan portofolio saham *value* (*glamour*) berdasarkan kombinasi DY&ROE adalah saham-saham yang mempunyai DY yang tinggi (rendah) dan ROE yang tinggi (rendah) sehingga pada penelitian ini terdapat empat (4) jenis portofolio: Portofolio *value* PER&ROE, portofolio *glamour* PER&ROE, portofolio *value* DY&ROE, dan portofolio *glamour* DY&ROE. Langkah selanjutnya adalah menguji secara statistik return dari masing-masing portofolio untuk menentukan apakah terdapat perbedaan yang signifikan dari portofolio tersebut.

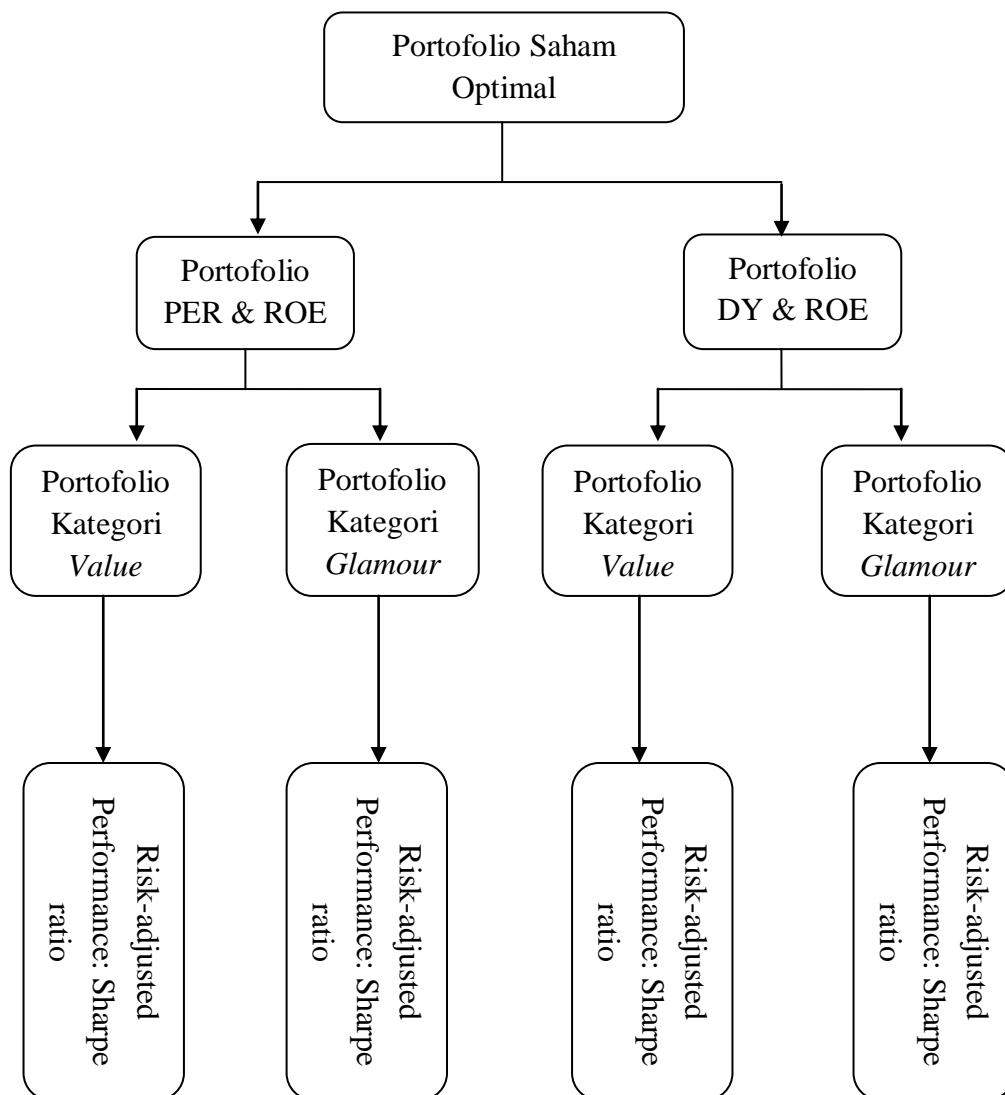
Pasca pengujian statistik return portofolio, maka langkah selanjutnya adalah menguji tingkat *risk adjusted performance* dari masing-masing. Pengukuran *risk adjusted performance* pada penelitian ini menggunakan pendekatan *Sharpe ratio*. Tujuan dari pengujian risiko ini adalah untuk melihat apakah investasi saham *value* mampu memberikan kompensasi return lebih tinggi dibandingkan dari investasi saham *glamour*.

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas, secara lebih sederhana kerangka pemikiran tersebut akan digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.1.

## Kerangka Pemikiran



## 2.4 Hipotesis

Berdasarkan dari telaah dari studi literatur, penelitian sebelumnya, dan kerangka pemikiran, maka peneliti merumuskan simpulan sementara atau hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H<sub>1</sub> : Portofolio saham *value* berdasarkan *consistent earner strategy* mampu memberikan *return* yang lebih tinggi daripada portofolio saham *glamour*

H<sub>2</sub> : Portofolio saham *value* berdasarkan *consistent earner strategy* mempunyai *risk-adjusted performance* yang lebih tinggi daripada portofolio saham *glamour*

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1. Variabel Penelitian dan Definisi Variabel**

##### **3.1.1. Variabel Penelitian**

Dalam penelitian ini terdapat lima variabel yang dibagi menjadi variabel dependen yaitu *return* portofolio saham dan risiko, dan variabel independen yaitu *Return on Equity*, *Price to Earning Ratio*, dan *Dividend Yield*.

##### **3.1.2. Definisi Variabel**

Berikut merupakan penjelasan atau definisi variabel dependen dan independen yang digunakan dalam penelitian ini.

###### **3.1.2.1. Return Portofolio Saham**

Teori portofolio berhubungan dengan pemilihan portofolio yang mampu memaksimalkan pengembalian yang diharapkan sesuai dengan tingkat risiko yang diambil. Portofolio dapat dikembangkan dengan pendekatan kuantitatif dan data historis untuk menghasilkan pengembalian portofolio yang diharapkan dan mengukur tingkat risiko yang diterima (Fabozzi, 2003). Adapun penghitungan *return* portofolio adalah sebagai berikut:

$$E(R_p) = \sum (R_i) X_i \text{ Atau,}$$

$$E(R_p) = W_A.R_A + W_B.R_B + \dots + W_n.R_n$$

$$(\text{Dimana : } W_A + W_B + \dots + W_n = 1)$$

Keterangan :

$E(R_p)$  = Tingkat keuntungan / ekspektasi *return* dari suatu portfolio

$E(R_i)$  = Ekspektasi *return* dari sekuritas  $i$

$R_i$  = Satu outcome dari sekuritas  $i$

$X_i$  = Proporsi dana / asset yang diinvestasikan pada saham  $i$

### 3.1.2.2. Evaluasi Risiko Sharpe

Pengukuran dengan metode ini berdasarkan *risk premium*. *Risk premium* adalah selisih antara rata-rata kinerja portofolio saham yang dihasilkan dengan rata-rata kinerja investasi bebas risiko. Formulasi metode ini yaitu membagi *risk premium* dengan standar deviasi (Fabozzi, 2003).

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma}$$

Dimana,

$S_p$  = Nilai dari *Sharpe ratio*

$R_p$  = *Return* portofolio saham

$R_F$  = *Return* investasi bebas risiko

$\sigma$  = Standar deviasi (risiko total)

### 3.1.2.3. *Return on Equity ( ROE )*

*Return on Equity* (ROE) merupakan alat yang digunakan oleh investor maupun manajemen puncak perusahaan untuk mengukur seberapa besar keuntungan yang dapat dihasilkan dari modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Dari sisi investor, ROE digunakan untuk mengukur keuntungan yang diperoleh dari investasi yang dilakukan. Sedangkan dari sisi manajemen perusahaan, analisis ini sangat penting karena merupakan faktor penarik bagi investor untuk melakukan investasi kepada perusahaannya (Van Horne dan Wachowicz, 2005).

$$ROE = \frac{Net\ Profit}{Equity}$$

### 3.1.2.4. *Price to Earning Ratio ( PER )*

Price Earning Ratio adalah rasio harga pasar per lembar saham (market price per share) terhadap laba per lembar saham (*earning per share*). Fungsi dari PER ini adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh EPS (Husnan, 2005).

$$PER = \frac{MPS}{EPS}$$

Keterangan:

PER = *Price Earning Ratio*

MPS = *Market Price per Share*

EPS = *Earning per Share*

### 3.1.2.5. *Dividend Yield (DY)*

Menurut Husnan (2005), *dividend yield* adalah salah satu indikator dalam mengukur kebijakan dividen perusahaan. Dividend yield adalah rasio antara jumlah dividen per lembar yang dibayarkan kepada pemegang saham dibandingkan dengan harga per lembar saham pada periode tersebut.

$$Dividen Yield = \frac{Dt}{Pt - 1}$$

Keterangan:

Dt = Persentase dari dividen yang dibagikan

Pt-1 = harga saham periode sebelumnya

**Tabel 3.1**  
**Definisi Operasional Variabel Penelitian**

<b>No.</b>	<b>Variabel</b>	<b>Definisi</b>	<b>Pengukuran</b>
1.	<i>Return</i> Portofolio Saham	Rata-rata tertimbang dari <i>return-return</i> realisasi dari masing-masing sekuritas tunggal di dalam portofolio tersebut	$E (Rp) = \Sigma (Ri) Xi$
2.	Evaluasi Risiko Sharpe	<i>Risk premium</i> adalah selisih antara rata-rata kinerja portofolio saham yang dihasilkan dengan rata-rata kinerja investasi bebas risiko	$Sp = \frac{Rp - Rf}{\sigma}$
3.	<i>Return on Equity</i> (ROE )	Rasio ini menghubungkan antara laba bersih setelah pajak yang diperoleh dari operasional perusahaan dengan jumlah modal	$ROE = \frac{Net Profit}{Equity}$

		sendiri yang dimiliki	
4.	<i>Price to Earning Ratio (PER)</i>	Rasio harga pasar per lembar saham (market price per share) terhadap laba per lembar saham (earning per share)	$PER = \frac{MPS}{EPS}$
5.	<i>Dividend Yield (DY)</i>	Rasio antara jumlah dividen per lembar yang dibayarkan kepada pemegang saham dibandingkan dengan harga per lembar saham pada periode tersebut	$Dividen Yield = \frac{Dt}{Pt - 1}$

### 3.2. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2013. Pemilihan sampel pada penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu berdasarkan pertimbangan subyektif dari peneliti (Ghozali, 2013).



Adapun kriteria yang harus dipenuhi oleh sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013.
2. Perusahaan mengeluarkan laporan keuangan yang dipublikasikan pada periode 2009-2013.
3. Perusahaan tercatat pada kategori LQ 45 pada periode Januari 2009 sampai Desember 2013

### **3.3. Jenis dan Sumber data**

Jenis data yang digunakan da

lam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang tidak didapatkan oleh peneliti secara langsung. Menurut Ghozali (2013), data sekunder adalah data yang berasal dari perusahaan, publikasi pemerintah, analisis industri yang dipublikasikan melalui laman, jurnal, dan publikasi dalam bentuk lain. Data diperoleh dari laporan tahunan perusahaan dan *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia, sedangkan harga pasar saham diperoleh dari [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com).

### **3.4. Metode Pengumpulan Data**

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan metode dokumentasi yaitu melakukan studi pustaka dari berbagai literature seperti jurnal, dan website lembaga yang berkaitan dengan penelitian ini seperti,

website Bursa Efek Indonesia [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), yahoo finance [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com), dan OJK [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id).

### **3.5. Metode Analisis Data**

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan analisis kuantitatif. Analisis dilakukan pada portofolio yang dibentuk berdasarkan kombinasi variabel PER & ROE dan DY & ROE terhadap saham-saham yang tercatat pada LQ 45 yang telah disortir menjadi saham *value* dan *glamour*. Teknik analisis dalam penelitian ini menggunakan SPSS 20.

#### **3.5.1. ANOVA**

*Analysis of variance* (ANOVA) adalah metode analisis untuk membandingkan rata-rata populasi bukan ragam populasi. Jenis data yang tepat untuk uji ANOVA adalah data nominal atau ordinal pada variabel bebasnya dan data rasio pada variabel terikatnya. Penelitian ini menggunakan metode ANOVA untuk menganalisis *return* portofolio saham *value* (*glamour*) berdasarkan strategi PER & ROE dan DY & ROE dan mengevaluasi kinerja masing-masing portofolio dengan menggunakan *Sharpe ratio*.

### **3.5.1.1.Uji Normalitas**

Sebagai syarat dalam pengujian ANOVA, data yang akan diteliti harus terdistribusi normal terlebih dahulu. Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah data yang diujikan telah terdistribusi normal atau tidak sehingga data dapat digunakan pada analisis parametrik (Ghozali, 2013).

### **3.5.1.2. Test of Homogeneity Variance**

Sebelum dilakukan uji ANOVA, setiap kelompok harus berasal dari populasi dan variansi yang sama. *Test of Homogeneity Variance* bertujuan untuk menguji berlaku atau tidaknya asumsi untuk ANOVA, yaitu apakah portofolio-portofolio tersebut mempunyai varian yang sama atau tidak. Apabila nilai signifikansi dari *Levene's test of homogeneity variance* menunjukkan  $> 0.05$ , maka  $H_0$  dinyatakan diterima sehingga portofolio-portofolio tersebut mempunyai variansi yang sama.

### **3.5.1.3.Uji ANOVA**

Setelah syarat-syarat asumsi ANOVA tersebut dipenuhi, maka data tersebut layak untuk diuji dengan menggunakan ANOVA. Pengujian ANOVA dilakukan untuk meneliti perbedaan antara *return* portofolio saham *value (glamour)* berdasarkan strategi PER & ROE dan DY & ROE. Selain itu, pengujian ANOVA juga dilakukan untuk membandingkan kinerja masing-masing portofolio yang ditentukan dengan menggunakan *Sharpe ratio*.

#### ***3.5.1.4. Post Hoc Test***

Setelah uji ANOVA, dilakukan analisis pasca ANOVA (*Post Hoc Test*). Pengujian ini dilakukan apabila hipotesis nol ( $H_0$ ) pada penelitian ini ditolak. Analisis *Post hoc* berfungsi untuk mencari portofolio mana yang berbeda yang ditunjukkan dengan  $F$  hitung  $>$   $F$  tabel. Ada beberapa teknik analisis yang dapat digunakan untuk melakukan analisis sesudah anova, antara lain Tukey's HSD, Bonferroni, Sidak, Scheffe, Duncan dan lain-lain (Ghozali, 2005). Pada penelitian ini menggunakan Tukey's HSD dan Bonferroni sebagai analisis *post hoc*.