



## EVALUASI RETURN DAN RISK ADJUSTED PERFORMANCE PORTOFOLIO VALUE VERSUS GLAMOUR PADA PASAR MODAL INDONESIA

Novan Reza Pahlevi, Erman Denny Arfinto<sup>1</sup>

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

### 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*

### PENDAHULUAN

. 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 efisien bentuk lemah adalah jika harga surat berharga saat ini menggambarkan seluruh informasi yang terkandung dalam harga-harga surat berharga pada masa lalu. Pasar efisien bentuk semi kuat adalah suatu pasar yang mampu merefleksikan informasi-informasi publik kedalam harga surat berharga. 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 tereflesikan dengan baik dengan harga yang terbentuk di pasar.

Dalam membuktikan efisiensi dari pasar modal, maka harus dilakukan pengamatan apakah pasar modal tersebut terdapat fenomena anomali ataukah 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*) relatif 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).

---

<sup>1</sup> Corresponding author

Studi empiris secara lebih lanjut menemukan bahwa saham-saham yang dikategorikan sebagai saham *value* mampu *outperform* saham *glamour*. 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 pembadingan 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.

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.

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*.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji apakah strategi investasi saham *value* dapat menghasilkan *return* yang tinggi di masa mendatang dibandingkan dengan saham *glamour* dan

untuk menguji apakah penerapan portofolio saham *value* memiliki *risk-adjusted performance* yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan saham *glamour*

### **KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

Untuk mencapai tujuan penelitian, 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 diwakili 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*.

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

*Consistent earner strategy* merupakan strategi pembentukan portofolio berdasarkan kombinasi dari variabel fundamental perusahaan dengan variabel pengembalian modal. Pada penelitian ini variabel fundamental perusahaan diproksikan dengan *price-to-earning ratio* dan *dividend yield*, sedangkan variabel pengembalian modal diproksikan dengan *return on equity*.

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.

*H1 : Portofolio saham value mampu memberikan return yang lebih tinggi daripada portofolio saham glamour*

### **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*”.

*H2 : Portofolio saham value mempunyai risk-adjusted performance yang lebih tinggi daripada portofolio saham glamour*

## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat empat 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*. Variabel independen dari penelitian ini akan diklasifikasikan kedalam saham *value* maupun *glamour* berdasarkan letak kuartilnya. Pengurutan kuartil akan di-sorting berdasarkan nilai terendah ke yang tertinggi. Kuartil satu (Q1) merupakan saham-saham yang mempunyai nilai terendah berdasarkan PER, ROE, dan DY, sedangkan Q4 merupakan saham-saham yang mempunyai nilai tertinggi berdasarkan PER, ROE, dan DY.

### 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). Kriteria yang harus dipenuhi oleh sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : Perusahaan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013, perusahaan mengeluarkan laporan keuangan yang dipublikasikan pada periode 2009-2013, dan perusahaan tersebut tercatat pada kategori LQ 45 pada periode Januari 2009 sampai Desember 2013.

### Metode Analisis

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan analisis kuantitatif. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *Analysis of Variance* (ANOVA). Setelah diuji dengan menggunakan ANOVA, langkah selanjutnya adalah dengan melihat lebih dalam perbedaan pada portofolio dengan menggunakan Tukey HSD dan Bonferroni pada uji *post hoc*.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Pembentukan Portofolio *Value* dan *Glamour*

Model pembentukan portofolio tidak dilakukan dengan cara melakukan posisi *hold* terhadap saham-saham tertentu, melainkan menganalisis *return* portofolio berdasarkan letak kuartilnya. Hal ini untuk mengurangi kemungkinan terjadinya bias dalam pembentukan portofolio. Oleh karena itu, diperlukan penyortiran terlebih dahulu sebelum melakukan pembentukan portofolio.

Proses penyortiran (*sorting*) untuk memilah saham yang masuk dalam kategori *value* maupun *glamour* dilakukan dengan mengurutkan data dari nilai terendah ke nilai tertinggi terlebih dahulu. Setelah itu, saham LQ 45 dibagi menjadi data kuartil. Saham-saham yang terletak pada Q1 adalah saham-saham yang mempunyai nilai PER, DY, dan ROE yang rendah sedangkan saham-saham yang terletak pada Q4 adalah saham yang mempunyai nilai kebalikan dari ketiga variabel tersebut.

Pada penelitian ini terdapat empat macam portofolio, portofolio *value* PER & ROE, portofolio *glamour* PER & ROE, portofolio *value* DY & ROE, dan portofolio *glamour* DY & ROE. Portofolio *value* PER & ROE adalah saham-saham yang mempunyai nilai PER di kuartil 1 (Q1) dan saham-saham yang mempunyai ROE di Q4, sedangkan pada portofolio *glamour* PER & ROE adalah saham-saham yang mempunyai PER di Q4 dan ROE di Q1. Portofolio saham *value* berdasarkan DY & ROE adalah portofolio yang terdiri dari saham-saham yang mempunyai nilai DY & ROE masing-masing di Q4, sedangkan pada portofolio *glamour*-nya mempunyai nilai DY & ROE di Q1.

### Return Portofolio *Value* (*Glamour*) 0MO, 3MO, 6MO, dan 12MO

Pengujian portofolio dilakukan pada periode 0 bulan, 3bulan, 6 bulan, dan 12 bulan pasca pembentukan formasi awal pada Januari 2009. Jumlah data yang diamati pada pengujian 0 bulan, 3bulan, 6 bulan, dan 12 bulan pasca pembentukan formasi masing-masing adalah sebanyak 60, 57, 54, dan 48.

**Tabel 1**  
**Portofolio Glamour DY & ROE**

Periode	Portofolio Value PER & ROE	Portofolio Value DY & ROE	Portofolio Glamour PER & ROE	Portofolio Glamour DY & ROE
Rata-rata Return 0MO	0.397	0.342	0.387	0.212
Rata-rata Return 3MO	0.371	0.316	0.379	0.217
Rata-rata Return 6MO	0.195	0.181	0.249	0.100
Rata-rata Return 12MO	0.151	0.151	0.273	0.085

Sumber: Data Diolah

Pada Tabel 1 menunjukkan bahwa portofolio *value* berdasarkan kombinasi PER & ROE mampu menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio yang lain. Sedangkan investor tidak disarankan untuk menggunakan strategi portofolio *glamour* pada kombinasi DY & ROE karena mempunyai *return* terendah dibandingkan dengan *return* portofolio yang lain. Pada rata-rata return bulan ketiga pasca pembentukan formasi pada Januari 2009, kinerja dari keempat strategi portofolio mengalami pergerakan yang positif. Pada return portofolio 3 bulan pasca pembentukan formasi, portofolio *glamour* PER & ROE mampu memberikan return yang lebih baik dibandingkan dengan portofolio yang lain, yaitu sebesar 0.379. Sedangkan portofolio *glamour* berdasarkan DY & ROE tetap menjadi portofolio yang memberikan return portofolio terendah dibandingkan dengan portofolio yang lain, hanya sebesar 0.217.

Pada tabel diatas, secara umum dapat disimpulkan bahwa selama periode pengujian baik 0 bulan, 3 bulan, 6 bulan, dan 12 bulan pasca pembentukan formasi portofolio, portofolio *glamour* berdasarkan kombinasi PER & ROE mampu menghasilkan return yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio yang lain. Akan tetapi, hasil penghitungan *return* ini harus diuji terlebih dahulu dengan menggunakan pengujian statistic untuk menentukan apakah perbedaan *return* tersebut signifikan atau tidak.

#### **Sharpe Ratio Portofolio Value (*glamour*) 0 MO, 3 MO, 6 MO, dan 12 MO**

*Sharpe ratio* adalah perhitungan untuk menunjukkan risiko dari portofolio yang dapat dikompensasi oleh return yang dihasilkan. Semakin tinggi nilai Sharpe ratio, maka semakin baik portofolio tersebut. Pada pengujian *Sharpe ratio* pada portofolio *value (glamour)*, dilakukan selama periode 0 bulan, 3 bulan, 6 bulan, dan 12 bulan pasca pembentukan formasi portofolio. Pengujian secara parsial tersebut dilakukan untuk melihat lebih jauh kinerja dari masing-masing portofolio dibandingkan dengan risikonya.

**Tabel 2**  
**Sharpe Ratio Portofolio Value (*glamour*) 0 MO, 3 MO, 6 MO, dan 12 MO**

Periode	Portofolio Value PER & ROE	Portofolio Value DY & ROE	Portofolio Glamour PER & ROE	Portofolio Glamour DY & ROE
Rata-rata Sharpe ratio 0MO	0.204	0.229	0.178	0.125
Rata-rata Sharpe ratio 3MO	0.172	0.217	0.172	0.123
Rata-rata Sharpe ratio 6MO	0.133	0.161	0.128	0.072
Rata-rata Sharpe ratio 12MO	0.104	0.136	0.130	0.042

Sumber: Data Diolah

Pada tabel 2 menunjukkan bahwa pada pengujian 3 bulan pasca formasi, portofolio value DY & ROE memberikan *risk adjusted performance* yang lebih baik daripada portofolio yang lainnya. Nilai *Sharpe ratio* terkecil dimiliki oleh portofolio *glamour* berdasarkan kombinasi DY & ROE, terutama pada periode 6 bulan dan 12 bulan pasca pembentukan formasi pada Januari 2009. Tabel diatas menyimpulkan bahwa portofolio *value* DY & ROE merupakan portofolio yang mampu memberikan kinerja yang paling baik dibandingkan dengan portofolio-portofolio yang lain.

**Tabel 3**  
**Sharpe Ratio LQ45 Periode 2009 - 2013**

	Average Return	Standard Deviasi Return	Sharpe ratio
LQ 45 (2009-2013)	0.0168	0.1237	0.1357

Sumber: *Data Diolah*

Pada tabel 3 menunjukkan bahwa nilai *Sharpe ratio* dari saham-saham LQ 45 selama periode Januari 2009 – Desember 2013 sebesar 0.1357. Hal ini berarti apabila kita berinvestasi pada semua saham LQ 45 periode 2009-2013, kita akan mendapatkan *return* 13,5% dari total resiko yang kita miliki. Pada tabel 3 diatas juga dapat disimpulkan bahwa strategi pembentukan portofolio berdasarkan strategi kombinasi PER & ROE dan DY & ROE secara umum mampu menghasilkan kompensasi *return* atas resiko yang lebih besar dibandingkan dengan portofolio saham LQ 45 secara keseluruhan.

#### **Pengujian Statistik Return Portofolio dan Sharpe Ratio 0 MO, 3 MO, 6 MO, dan 12 MO**

Setelah keempat portofolio terbukti berdistribusi normal dan terbukti sama dalam *test of homogeneity of variance*, keempat portofolio tersebut selanjutnya akan diuji menggunakan ANOVA untuk menguji apakah keempat portofolio tersebut mempunyai perbedaan rata-rata yang signifikan atau tidak. Output ANOVA adalah akhir dari perhitungan yang digunakan sebagai dasar untuk menentukan apakah hipotesis tersebut diterima atau ditolak. Hipotesis yang akan diuji pada pengujian ANOVA ini adalah:

H0 = Tidak ada perbedaan rata-rata tingkat return portofolio (*Sharpe ratio*) pada masing-masing strategi investasi (sama).

H1 = Ada perbedaan rata-rata tingkat return (*Sharpe ratio*) pada strategi investasi (tidak sama)

Untuk menentukan H0 diterima atau tidak, maka ketentuan pengambilan keputusan yang harus dipenuhi adalah sebagai berikut:

- Jika F hitung > Ftabel maka H0 ditolak
- Jika F hitung < Ftabel maka H0 diterima
- Jika probabilitas atau signifikansi > 0.05, maka H0 diterima
- Jika probabilitas atau signifikansi < 0.05, maka H0 ditolak

**Tabel 4**  
**Uji ANOVA Return Portofolio 0MO, 3MO, 6Mo, 12MO**

	ANOVA 0MO			ANOVA 3MO			ANOVA 6MO			ANOVA 12MO		
	df	F	Sig.	df	F	Sig.	df	F	Sig.	df	F	Sig.
Between Groups	3	.248	.863	3	.174	.914	3	.159	.924	3	.217	.885
Within Groups	236			224			212			188		
Total	239			227			215			191		

Sumber: *Data Diolah*

Pada tabel 4, pengujian oneway ANOVA pada return formasi bulan ke-0 menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0.863, pada 3 bulan, 6 bulan, dan 12 bulan pasca formasi nilai signifikansinya masing-masing adalah sebesar 0.914, 0.924, dan 0.885 Keempat strategi portofolio tersebut mempunyai nilai probabilitas atau signifikansi  $> 0.05$ . Dengan demikian hipotesis nol dinyatakan ditolak ( $H_0$  ditolak). Berdasarkan uji ANOVA di atas dapat disimpulkan bahwa keempat strategi portofolio saham *value (glamour)* berdasarkan variabel PER & ROE dan DY & ROE tidak mempunyai perbedaan tingkat return yang signifikan selama periode penelitian.

Pengujian kedua dilakukan untuk membandingkan *Sharpe ratio* masing-masing portofolio pada periode 0 bulan, 3 bulan, 6 bulan, dan 12 bulan pasca pembentukan formasi portofolio. pengujian ANOVA untuk *Sharpe ratio* digunakan untuk menentukan apakah hipotesis yang telah ditentukan sebelumnya tersebut diterima atau ditolak.

**Tabel 5**  
**Uji ANOVA Sharpe Ratio Portofolio 0MO, 3MO, 6MO dan 12MO**

	ANOVA 0MO			ANOVA 3MO			ANOVA 6MO			ANOVA 12MO		
	df	F	Sig.	df	F	Sig.	df	F	Sig.	df	F	Sig.
<b>Between Groups</b>	3	.176	.913	3	.138	.937	3	.115	.951	3	.129	.943
<b>Within Groups</b>	236			224			212			188		
<b>Total</b>	239			227			215			191		

Sumber: *Data Diolah*

Tabel 5 merupakan output dari pengujian ANOVA untuk *Sharpe ratio* pada portofolio 0MO, 3MO, 6MO, dan 12MO. Nilai *Sharpe ratio* terbesar terdapat pada pengujian pada bulan keenam pasca pembentukan formasi (pada Juli 2009 – Desember 2013), yaitu sebesar 0.95, sedangkan nilai *Sharpe ratio* terendah terdapat pada pengujian 0 bulan dan 3 bulan pasca pembentukan formasi. Hasil dari uji ANOVA di atas menunjukkan nilai signifikansi dari *Sharpe ratio* pada masing-masing portofolio  $> 0.05$  ( $H_0$  ditolak). Nilai signifikansi yang relatif besar tersebut menunjukkan bahwa secara nyata tidak terdapat perbedaan antara portofolio tersebut. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa keempat *Sharpe ratio* dari strategi portofolio saham *value*.

#### **Uji Post Hoc Formasi Portofolio Value (Glamour)**

*Post hoc* digunakan untuk mengetahui portofolio mana yang mempunyai tingkat *return (Sharpe ratio)* yang berbeda dan yang tidak berbeda. Pada uji post hoc dapat diketahui portofolio mana yang mampu memberikan pengaruh yang signifikan terhadap perbedaan tingkat *return*. Uji post hoc merupakan uji kelanjutan dari uji ANOVA apabila hasil yang diperoleh pada uji ANOVA menyatakan bahwa  $H_0$  ditolak atau terdapat perbedaan antara tiap kelompok. Namun karena uji ANOVA pada return portofolio saham *value (glamour)* dan *Sharpe ratio*, baik menggunakan kombinasi variabel PER & ROE dan DY dan ROE menunjukkan  $H_0$  diterima, maka secara otomatis pengujian post hoc untuk return portofolio dan *Sharpe ratio* tidak perlu untuk dilakukan karena nilai signifikansi dari pengujian ANOVA  $> 0.05$ , atau tidak terdapat perbedaan antara tiap kelompok.

#### **Pengujian Hipotesis 1 (H1)**

$H_1$  = Portofolio saham *value* berdasarkan *consistent earner strategy* mampu memberikan *return* yang lebih tinggi daripada portofolio saham *glamour*

Berdasarkan output pengujian oneway ANOVA pada tabel 4 menunjukkan bahwa nilai probabilitas atau signifikansi dari masing-masing portofolio saham *value (glamour)* yang dibentuk pada periode 0 bulan, 3 bulan, 6 bulan, dan 12 bulan pasca formasi sebesar  $> 0.05$ . Nilai signifikansi  $> 0.05$  menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan tingkat *return* antara strategi portofolio saham *value (glamour)* baik menggunakan kombinasi variabel PER & ROE maupun DY & ROE secara signifikan. Dengan demikian, hipotesis pertama pada penelitian ini dinyatakan ditolak ( $H_1$  ditolak).

Pada penelitian ini tidak ditemukan fenomena *value investing anomalies* yang sebelumnya telah ditemukan di pasar modal di beberapa Negara di dunia. Hasil dari penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jenn Yaw Yen dkk (2002) yang menemukan bahwa saham-saham yang dikategorikan sebagai saham *value* pada *Singapore Stock Exchange* mampu menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada saham-saham *glamour* (*growth*). Pada pengujian di *European Stock Market* oleh Elze (2010) juga menemukan bahwa saham-saham *value* mampu *outperform* saham-saham *glamour*.

Akan tetapi, penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Hasnawati (2010) yang menyatakan bahwa *return* yang dihasilkan oleh saham-saham yang dikategorikan sebagai saham *value* tidak lebih baik daripada saham-saham yang lain. Temuan ini juga sesuai dengan pendapat

Piotroski (2000) yang menyatakan bahwa saham *value* mempunyai tiga ciri-ciri, yaitu: (1) saham *value* cenderung tidak diminati oleh investor, (2) saham *value* merupakan saham-saham yang perusahaannya sedang mengalami kesulitan keuangan, (3) saham *value* sulit ditemukan oleh investor individual maupun investor institusional. Pernyataan ketiga dari Piotroski (2000) tersebut konsisten dengan hasil dari penelitian ini. Penelitian ini telah menggunakan data yang telah tersedia di pasar untuk menemukan saham-saham yang dikategorikan sebagai saham *value* (*glamour*) berdasarkan kombinasi dari variabel PER & ROE dan DY & ROE. Akan tetapi, hasil dari penelitian ini tidak mampu menangkap fenomena anomaly saham di pasar modal Indonesia.

### Pengujian Hipotesis 2 (H2)

H2 = Portofolio saham *value* berdasarkan *consistent earner strategy* mempunyai *risk-adjusted performance* yang lebih tinggi daripada portofolio saham *glamour*

Tabel 5 menunjukkan hasil dari pengujian *Sharpe ratio* pada portofolio saham *value* (*glamour*) pada periode formasi 0 bulan, 3 bulan, 6 bulan, dan 12 bulan. Pengujian ini digunakan untuk menguji hipotesis kedua dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa portofolio saham *value* mempunyai *risk-adjusted performance* yang lebih tinggi daripada portofolio saham *glamour*. Hasil dari pengujian hipotesis tersebut menemukan bahwa pada periode pengujian yang dilakukan pada Januari 2009 – 2013 tidak terdapat perbedaan *risk-adjusted performance* antara masing-masing portofolio (H2 ditolak). Hal ini dikarenakan nilai signifikansi dari masing-masing portofolio  $> 0.05$ . Hasil dari penelitian ini berbeda dari hasil temuan yang dilakukan oleh Elze (2010), yang menyatakan bahwa investasi pada saham-saham *value* mampu memberikan tingkat kompensasi per unit dari risiko yang lebih tinggi daripada saham-saham yang dikategorikan sebagai saham *glamour* (*growth stocks*). Akan tetapi, penelitian ini sesuai dengan temuan Yesica (2014) yang menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan secara matematis terkait dengan *Sharpe ratio* antara portofolio saham *value* dan *glamour*. Tetapi dalam pengujian secara statistik, perbedaan tersebut tidak signifikan.

### KESIMPULAN

Fenomena investasi saham *value* *outperform* saham *glamour* secara konsisten telah terbukti di beberapa pasar modal di dunia. Penelitian ini merupakan studi lanjut untuk mengetahui keberadaan fenomena anomaly saham *value* tersebut. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah strategi investasi portofolio saham *value* di pasar modal Indonesia mampu menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan investasi saham *glamour*. Selain itu, penelitian ini juga bertujuan untuk menguji apakah strategi portofolio saham *value* mampu memberikan *risk-adjusted performance* yang lebih baik daripada portofolio saham *glamour*. Untuk melakukan pengujian tersebut, dilakukan pengklasifikasian terhadap saham *value* (*glamour*) berdasarkan kombinasi dari variabel PER & ROE dan DY & ROE.

Pada pengujian *Oneway ANOVA*, nilai probabilitas atau signifikansi dari masing-masing *return* portofolio saham *value* (*glamour*) baik menggunakan kombinasi PER & ROE maupun DY & ROE pada periode 0 bulan, 3 bulan, 6 bulan, dan 12 bulan pasca formasi adalah  $> 0.05$ . Hal ini dapat diartikan bahwa tidak ditemukan perbedaan tingkat *return* pada masing-masing portofolio sehingga hipotesis pertama pada penelitian ini yang menyatakan terdapat perbedaan *return* antara portofolio saham *value* dengan saham *glamour* ditolak (H1 ditolak). Hasil yang sama juga

didapatkan pada pengujian hipotesis yang kedua, dimana nilai signifikansi dari hasil uji ANOVA Sharpe ratio pada masing-masing portofolio sebesar  $> 0.05$ . Oleh karena itu, hipotesis kedua dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan *risk-adjusted performance* antara masing-masing portofolio ditolak ( $H_2$  ditolak).

Walaupun secara matematis terdapat fenomena *value premium* pada portofolio saham *glamour* PER & ROE dibandingkan dengan portofolio yang lain. Akan tetapi, dalam pengujian statistik perbedaan tersebut tidak terhitung sebagai perbedaan yang signifikan. Penelitian ini secara umum menyimpulkan bahwa strategi portofolio saham *value (glamour)* berdasarkan kombinasi PER & ROE dan DY & ROE tidak mampu menghasilkan *abnormal return*. Strategi tersebut juga tidak mampu untuk menangkap fenomena *value investing anomaly* di pasar modal Indonesia.

Pembentukan portofolio saham *value (glamour)* berdasarkan kombinasi antara variabel PER & ROE dan DY & ROE tidak mampu memberikan *abnormal return* bagi investor. Walaupun secara matematis terdapat *value premium* pada portofolio saham *value* DY & ROE, tetapi secara statistik perbedaan tersebut tidak signifikan. Oleh karena itu, para investor harus mencari strategi alternatif investasi yang lain agar mampu mendapatkan laba yang di atas laba pasar. Sebagai saran bagi penelitian yang akan mendatang, penulis menyarankan untuk menggunakan variabel *value* lain untuk membuktikan fenomena anomaly saham *value* di Indonesia, seperti *size*, *price-to cashflow*, *book-to-market*, dan lain-lain. Selain itu, penulis juga menyarankan agar penelitian selanjutnya menggunakan periode penelitian yang lebih panjang dari penelitian ini.

## REFERENSI

- Bauman, W. S., Miller, R. E., 1997, "Investor Expectations and the Performance of *Value* Stocks Versus Growth Stocks", *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 23, No.3, Spring, pp. 57-68.
- Barry, Christopher B, Goldeyer, Elizabeth, et all. 2001. Robustness of Size and *Value* Effect in Emerging Equity Market, 1985-2000. *Emerging Markets Review*. Vol.3.
- Basu, S.1977. *Investment Performance of Common Stocks In Relation To Their Price-Earning Ratio. A Test of Efficient Market Hypothesis*. *The Journal of Finance*, Vol 32, No. 3
- Buffett, Warren E. 1984. "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville", fall issue of *Hermes*, Magazine of Columbia Business School
- Campbell, J.Y, RJ Shiller.1998. *The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors*. *The Review of Financial Studies*, 1 (3), hlm. 1952-228.
- Clement, Michael B. 1999. *Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter?*, *Journal of Accounting and Economics* 27, 285-303
- Clemens. 2013. *Dividend Stocks Performance And Explanations: A Practitioner Perspective*. *International Journal of Managerial Finance*
- Damodaran, Aswath, 2006, "Value Investing", Damodaran Online
- Darusman, Dery dan Prasetyono. 2012. *Analisis Pengaruh Firm Size, Book to Market Ratio, Price Earning Ratio, dan Momentum terhadap Return Portofolio Saham*. Semarang: Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
- Elze, Gregor. 2010. *Value Investing in the European Stock Market: Multiple Value, Consistent Earner, and Recognized Value*. *Emerging Market Review*
- Fabozzi, F.J., F. Modigliani, 2003, "Capital Markets : Institutions and Instruments", Prentice Hall International Edition, Third Edition
- Fama, & French. 1998. *Value Versus Growth International Evidence*. *Journal of Finance*
- Fama, Eugene dan French Kenneth.1992. *The Cross Section of Expected Returns*. *Journal of Finance*. Vol XLVII. No. 2
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: BP Universitas Diponegoro
- Hasnawati, Sri. 2010. *The Value And Glamor Stocks Performance At The Indonesia Stocks Exchange Using The Price Earning Ratio Approach*. *International Business and Economics Research Journal*



- Hirt, Block. 2006. *Fundamentals of Investment Management. Ed 8th*. Mc Graw Hill International Edition
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPI
- Jenn Yaw Yen et all. 2002. *Value Versus Growth Stocks In Singapore. Journal of Multinational Financial Management*
- Jones, C. P. 2007. *Investment Analysis And Management*. 10th Ed: Jhon Willey and Sons Inc
- Jogiyanto, 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPF
- Kargin, Vladisav. 2002. *Value Investing in Emerging Market: Risks and Benefit. Emerging Market Review*
- La Porta, R. 1996. *Expectation and The Cross Section of Stock Return. Journal of Finance* 51, 1715-1741
- Lakonishok, Shleifer, Vishny. 1994. *Contrarian investment, extrapolation, and risk. Journal of Finance*
- Lewellen, J. 2004. *Predicting Return With Financial Ratios. Journal of Financial Economics* 74
- Piotroski, Joseph D. 2000. *Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. Journal of Accounting Research*
- Sisworo, Y.S. 2011. *Pengaruh Fixed Tangible Asset, Profitabilitas, Firm Size, Growth Sales, Dividend Payout ratio, dan Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal*. Skripsi. Semarang: Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
- Suhardiah, Martha. 1996. *Pengaruh PER dan Risiko Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta*
- Sukarsono, Agus, 2008; *Value Vs Glamor Investing: Pengujian Keunggulan Kinerja Investasi Pada Portfolio Value Stock di Bursa efek Indonesia*. Tesis UNILA
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius
- Truong, Cameron. 2009. *Value investing using price earnings ratio in New Zealand. University of Auckland Business Review* Vol. 11 No. 1. The University of Auckland
- Van Horne, J dan Wachowicz, JR. 2005. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat
- Yesica, Elma. 2014. *Value vs Growth Stocks Returns On The Indonesia Stock Exchange. Diponegoro Journal on Management*
- \_\_\_\_\_. 2011. *Sekolah Pasar Modal Level I. Bursa Efek Indonesia*
- \_\_\_\_\_. 2007. *The Value-Glamour Stocks Update in 2007*. The Brandes Institut