



# ANALISIS *VALUE STOCK* DAN *GROWTH STOCK* DI BURSA EFEK INDONESIA SETELAH KRISIS GLOBAL 2008

## Studi Kasus pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia periode 2002-2015

Muhammad Fadhil Rabbani, Harjum Muharam<sup>1</sup>  
rabbani93@rocketmail.com

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50275, Phone: +622476486851

### ABSTRACT

*This study was conducted to determine whether there are differences between the stock return of value stocks and growth stock in Indonesia before and after the world financial crisis that occurred in 2008. To investigate the difference, the stocks formed into a portfolio that is based on the 2002 calculated in 2002 and 2009 when the world financial crisis has ended.*

*The formation of the portfolio based on stocks that have gone public before 2000 and have the complete data during the study period. For the determination of the categories of stocks used Price-to-Earnings ratio, price-to-book ratio and price-to-cash flow ratio. Shares of stock that has a very high ratio will be eliminate to avoid bias that may occur if the stocks are still included. Similarly, the stocks of which are negative because they do not meet the criteria as a value stock. Then ANOVA test conducted to determine differences in returns and Sharpe ratio on the portfolio which was formed in 2002 and in 2009.*

*Results from this studies are not found differences in returns and Sharpe ratio on both the portfolio. This indicates that the formation of the portfolio by value stocks and growth stock can not be used as a guide to get a high return.*

**Keywords:** *value stock, growth stock, returns, Sharpe ratio*

### PENDAHULUAN

Banyak orang masih ragu dan bingung dalam melakukan investasi di pasar modal. Padahal berinvestasi di pasar modal sangatlah mudah dan ada banyak cara untuk memilih saham di pasar modal. Salah satunya adalah dengan membentuk sebuah portofolio. Artinya, pemodal dapat dengan mudah menyebar (melakukan diversifikasi) investasinya pada berbagai kesempatan investasi (Suad Husnan: 43). Dalam hal ini investor melakukan diversifikasi untuk mengurangi risiko yang ditanggung. (Suad Husnan: 45). Begitu juga Markowitz (1954) yang mengatakan bahwa portofolio harus didiversifikasikan untuk mengurangi risiko. Setiap investor memiliki preferensi dan tingkat risiko tertentu yang berani diambil, semakin tinggi keuntungan yang diharapkan maka akan semakin besar risiko yang harus ditanggung.

Untuk memilih saham, dapat dilakukan dengan berbagai cara, salah satunya adalah dengan memilih berdasarkan klasifikasi. Saham-saham sering kali diklasifikasikan kedalam kategori *value* dan *growth* oleh para investor (Jenn Yaw Yen, Qian Sun dan Yuxing Yan 2004). *Value stock* dan *growth stock* pertama kali dipopulerkan oleh Graham dan Dodd (1934). Definisi yang paling sederhana dari *value stocks* dan *growth stocks* menurut Fama and French, (1993) adalah: *value stocks* adalah saham-saham yang diperdagangkan dengan harga lebih rendah dari nilai-nilai fundamentalnya (contoh: pendapatan, dividen dsb.) sedangkan *growth stocks* adalah saham-saham yang diperdagangkan pada harga yang lebih tinggi dari nilai-nilai fundamentalnya. Sedangkan Jenn Yaw Yen, Qian Sun dan Yuxing Yan (2004) menyatakan bahwa *value (growth) stocks* digambarkan sebagai sesuatu yang ada kaitannya secara relatif dengan rendah (tinggi) nya harga pasar dalam hubungan dengan beberapa estimasi dari nilai intrinsik, seperti *price to book value (P/B)*, *price to earnings (P/E)*, dan *price to cashflow (P/C)*.

---

<sup>1</sup> Corresponding author

Banyak studi yang secara meyakinkan mencatat bahwa *value stocks* mengalahkan *growth stocks* (*value premium*) di Amerika Serikat dan Jepang. Fama and French (1998;2007) dan Black and Millian (2004;2006) melakukan penelitian mengenai *value stocks* dan *growth stocks* dengan *return*, risiko dan performa keseluruhan. Hasilnya adalah *value stocks* menghasilkan *return* lebih besar daripada *growth stocks*. Basu (1977) juga menunjukkan bahwa saham di Amerika Serikat dengan *price to earnings* (P/E) yang rendah cenderung memiliki rata-rata *return* yang lebih tinggi daripada saham yang memiliki (P/E) yang tinggi (contoh: *growth stocks*). Chan, Hamao dan Lakonishok (1991) juga menemukan hal yang sama pada data saham di pasar saham Jepang. Penelitian ini juga telah dibuktikan kebenarannya oleh Fama and French (1992, 1993, 1996), Lakonishok, Shleifer and Vishny (1994) dan Chan and Lakonishok (2004) pada pasar saham Amerika Serikat dan Eropa, Australia dan pasar saham paling timur (EAFE). Akan tetapi, penemuan ini juga menjadi masalah anomali untuk ekspektasi-ekspektasi rasional, karena berdasarkan kebijaksanaan konvensional, opsi-opsi *growth* bergantung pada kondisi-kondisi ekonomi di masa depan dan harus lebih berisiko dibandingkan aset-aset pada tempatnya (Zhang, 2005).

Berdasarkan sejarah, saham dengan rasio *book to market* yang tinggi mendapatkan rata-rata *return* yang lebih tinggi daripada saham-saham dengan rasio *book to market* yang rendah. Perbedaan di dalam rata-rata *return* pada *value* dan *growth stocks*, yang biasa disebut dengan *value premium*, adalah sekitar 6% per tahun, yang diketahui memberikan ancaman sebagai tantangan yang serius terhadap standar *asset pricing model* seperti *capital asset pricing model* (CAPM) (Hengjie Ai and Dana Kiku: 2013).

Krisis global yang terjadi pada tahun 2008 membuat semua pasar modal di dunia anjlok cukup banyak. Namun Indonesia berhasil melaluinya dengan baik sehingga harga IHSG tidak terlalu terpuruk. Anehnya lagi, harga IHSG malah naik menjadi urutan ke 2 tertinggi di ASEAN setelah sebelumnya ada di peringkat 3. Sehingga dimungkinkan akan mempengaruhi nilai portofolio saham para investor.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah ada perbedaan *return* portofolio dan *sharpe* portofolio *value stocks* dan *growth stocks* di Bursa Efek Indonesia dan apakah *value stocks* memiliki *return* yang lebih tinggi dari *growth stocks* di Bursa Efek Indonesia.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### Perumusan Hipotesis

#### *Value Stocks* dan *Growth Stocks*

Graham and Dodd (1994) adalah peneliti yang pertama kali mengakui bahwa *value stocks* dan *growth stocks* adalah musuh dari masing-masing saham itu sendiri. Mereka jugalah yang memberikan definisi mengenai kedua saham tersebut. Sedangkan menurut Jenn Yaw Yen, Qian Sun dan Yuxing Yan (2004) *value (growth) stocks* digambarkan sebagai sesuatu yang ada kaitannya secara relatif dengan rendah (tinggi) nya harga pasar dalam hubungan dengan beberapa estimasi dari nilai intrinsik, seperti *price to book value* (P/B), *price to earnings* (P/E), dan *price to cashflow* (P/C).

#### *Value Stocks*

*Value stocks* adalah saham yang *price to earnings* (P/E), *price to book* (P/B), dan atau *price to cashflow* (P/C) nya lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata pasar (Graham and Dodd 1934; Fama and French, 1998; Chan and Lakonishok, 2004; Athanassakos, 2009). Graham and Dodd (1934) menyatakan bahwa hal ini terjadi karena buruknya performa di masa lalu dimana munculnya ekspektasi bahwa performa ini akan berlanjut di masa yang akan datang. Akan tetapi, performa yang buruk tidak melulu merujuk secara spesifik kepada kelalaian. Bisa saja dikarenakan perusahaan telah mencapai tingkat *maturity* sehingga pertumbuhannya sudah sangat stabil dan tidak memberikan indikasi adanya pertumbuhan yang berlebih.

#### *Growth Stocks*

Graham and Dodd (1934) mendefinisikan *growth stocks* sebagai saham yang diperdagangkan pada harga yang relatif tinggi dibandingkan dengan nilai fundamental sahamnya. *Growth stocks* dapat dikarakteristikan sebagai saham-saham yang ekspektasi pendapatan dan tingkat pertumbuhannya secara substansial lebih tinggi daripada rata-rata pasar dan ada

kemungkinan untuk naik lebih jauh lagi (Bourguignon and De Jong, 2003). Para investor percaya bahwa saham yang akan terus naik ini disebut sebagai *growth* (atau *glamour*) *stocks*.

### **Cara Menentukan Saham Sebagai *Value* atau *Growth***

Ada banyak cara untuk mengklasifikasikan suatu saham sebagai *value stocks* atau *growth stocks*. Akan tetapi, ada 3 rasio yang paling sering digunakan para peneliti, yaitu *price-to-earnings* (*P/E*), *price-to-book* (*P/B*), dan *price-to-cashflow* (*P/C*) atau yang sepadan dari rasio-rasio ini, seperti *market-to-book*, *book-to-market*, *earning-to-price*, dan *cash flow-to-price*. Rasio-rasio ini paling sering digunakan karena rasio-rasio tersebut menghasilkan hasil yang stabil (Fama and French, 1998).

### ***Value Premium***

*Value premium* atau *value-growth spread* ada ketika *value stocks* mengalahkan *growth stocks* dalam kondisi tertentu (Capaul et al, 1993). *Value premium* ini sangat penting karena hasilnya merujuk pada apakah para investor lebih yakin untuk membeli saham kategori *value* atau *growth*. Semakin tinggi nilai *value premium*, semakin menentukan para investor untuk memilih *value stocks* karena *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan *growth stocks* (Bird and Casavvechia, 2007). Ketika figur ini ada diantara nol, hal ini akan mengindikasikan sikap acuh dalam pembelian *value* atau *growth stocks*. Ketika figur ini ada dibawah nol, hal ini akan mengindikasikan eksistensi dari *discount value*, yang mana *growth stocks* memberikan *return* lebih tinggi dari *value stocks*. Ketika *value premium* secara signifikan dan substansial lebih besar dari *return* pasar, maka gelembung potensial akan terbentuk (Brown et al, 2008).

### ***Value Premium* di Pasar Berkembang**

Fama and French (1998) meneliti kemungkinan *value premium* di 16 negara berkembang. Dari penelitiannya ditemukan 14,13 persen *value premium* yang dianggap sangat tinggi dibandingkan dengan pasar saham negara-negara maju. Huang Yang (2008) dalam penelitiannya juga berhasil menemukan *value premium* di pasar saham Tiongkok. Brown et al (2008) yang meneliti pasar saham berkembang di Asia mencatat eksistensi dari *value premium* di Hong Kong (0,72 persen), Korea (0,42 persen) dan Singapura (0,42 persen) tetapi, ada diskon *value* di Taiwan (1,26 persen).

Pada awalnya IHSG termasuk dalam indeks yang rendah di ASEAN, akan tetapi, semenjak tahun 2004 IHSG tumbuh melebihi Thailand dan Malaysia, bahkan melebihi Singapura setelah krisis keuangan yang terjadi pada tahun 2008 sampai sekarang. Sebuah fenomena menarik dimana IHSG naik secara dramatis setelah krisis keuangan. Maka dapat disimpulkan bahwa pasar saham Indonesia juga memiliki saham *value* dan *growth* yang tinggi dan sangat menarik bagi para investor. Begitu pula dengan penelitian mengenai fenomena *value premium* di pasar saham Indonesia. Oleh karena itu dapat dibuat 2 buah hipotesis:

H1 : *adanya perbedaan pada return portofolio value stocks dan growth stocks di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2002-2015.*

H2 : *value stocks memiliki return yang lebih besar daripada growth stocks di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2002-2015.*

### **Teori Portofolio**

Markowitz (1954) mengatakan bahwa portofolio harus didiversifikasikan untuk mengurangi risiko. Ross (1976) dalam teori APT (*Arbitrage Pricing Theory*) mengatakan bahwa jika suatu investasi memiliki karakteristik yang sama tidak bisa dijual dengan harga yang berbeda, apabila investasi yang sama tersebut dijual dengan harga yang berbeda maka akan ada kesempatan untuk mendapatkan *return* atau laba tanpa risiko.

### **Saham dan *Return* Portofolio**

*Return* saham adalah hasil yang diperoleh dari investasi atau tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Hartono 2000: 107). Banyak para investor yang melakukan investasi untuk mendapatkan *return* yang maksimal. *Return* saham dibagi menjadi dua, yaitu *return* yang telah terjadi disebut *actual return*. Sedangkan *expected return* adalah *return* yang diharapkan. *Return* ini digunakan untuk menentukan risiko dimasa yang akan

datang. Kedua *return* ini digunakan investor sebagai alat bantu untuk meramalkan *return* saham yang mereka miliki (Halim, 2003).

$$R_i = \frac{P_1 - P_0 + D_1}{P_0}$$

$R_i$  adalah *return* dari saham,  $i$ ,  $P_1$  adalah harga pada waktu 1,  $P_0$  adalah harga untuk waktu 0,  $D_1$  adalah dividen untuk waktu 1.

Untuk menghitung *return* portofolio, digunakan formula:

$$R_{py} = \sum_{i=1}^n w_i R_i$$

$R_{py}$  adalah *return* bulanan portofolio dalam bulan  $y$ ,  $w_i$  adalah ukuran individual dari saham di portofolio,  $R_i$  adalah *return* dari saham  $i$ .

### Sharpe Ratio

Capaul et al (1993) mengatakan bahwa Sharpe ratio adalah pengukuran dari *reward* yang didapat dari unit risiko. Untuk sebuah investasi, *reward* diukur dengan rata-rata *excess return* (*return* minus rata-rata yang tidak berisiko) dan risiko dengan standar deviasi dari *excess return*.

$$S_i = \frac{R_i - RFR}{\sigma_i}$$

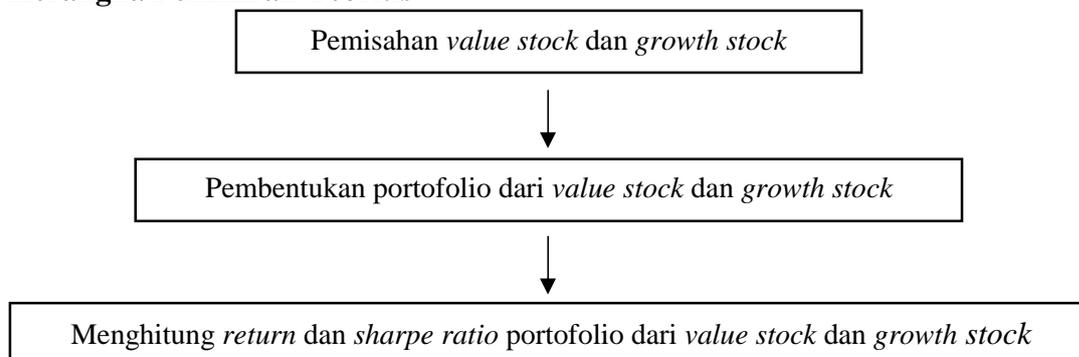
Dimana  $R_i$  adalah rata-rata *return* portofolio  $i$  selama periode tertentu,  $RFR$  adalah rata-rata *return* pada aset bebas risiko dalam periode yang sama, penelitian ini menggunakan BI rate sebagai *risk-free rate* dan  $\sigma_i$  sebagai standar deviasi dari *rate of return* portofolio pada periode tertentu.

Semakin tinggi Sharpe ratio, semakin baik dan tinggi performa dan *return* dari investasi. Pada setiap kasus, nilai index menyediakan hasil yang terbaik (Capau et al, 1993). Karenanya, penelitian ini akan mengevaluasi apakah *value stocks* di Indonesia memiliki Sharpe ratio lebih tinggi daripada *growth stocks* di Indonesia. Hipotesis berikutnya yang dibuat adalah:

$H_3$  : adanya perbedaan pada portofolio sharpe ratio *value stocks* dan *growth stocks* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2002-2015.

$H_4$  : *value stocks* memiliki Sharpe ratio yang lebih besar daripada *growth stocks* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2002-2015.

### Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: Francis In, Sangbae Kim, Ramazan Gençay (2011), Hoekjan (2011), George Athanassakos and Ben Graham (2009), Jenn Yaw Yen, Qian Sun, Yuxing Yan (2004)

### METODE PENELITIAN

#### Variabel Penelitian

Rasio *price-earnings* atau P/E adalah rasio dari harga saham sekarang ke earning per share tahun lalu. Rasio P/E memberikan kita informasi seberapa banyak pembeli saham harus membayar per dollar dari pendapatan yang didapat perusahaan (Bodie et al. 2011). Rata-rata pada P/E yang tinggi (rendah) memberikan persepsi bahwa ekspektasi pada pendapatan di masa depan juga akan tinggi (rendah) (Bodie et al, 2009). Sebagai akibatnya, saham dengan P/E rendah dikategorikan sebagai *value stocks* dan saham dengan P/E tinggi dikategorikan sebagai *growth stocks*.

$$P/E = \frac{PY}{EPS}$$

Dimana  $P_y$  adalah rata-rata harga penutupan harian dari saham suatu perusahaan dalam tahun fiskal  $y$ ,  $EPS_f$  adalah *earning per share* pada akhir tahun fiskal (FYE) $_f$ .

Rasio *price-to-book* atau rasio P/B adalah rasio keuangan yang digunakan untuk membandingkan harga pasar perusahaan sekarang dengan nilai bukunya. Hal ini kadang disebut juga rasio *Book-to-Market* (Wikipedia). Fama and French menggunakan rasio ini untuk memisahkan *value* dan *growth stocks*. Harga pasar yang tinggi (rendah) dari suatu saham memberikan indikasi bahwa para investor telah memberikan tambahan (tidak) nilai pada sebuah perusahaan (Bodie et al, 2009). Saham-saham yang memiliki P/B rendah dikategorikan sebagai *value stocks*, sedangkan saham-saham dengan P/B tinggi dikategorikan sebagai *growth stocks*.

$$\text{Rasio P/B} = \frac{P_y}{TA_f - (IA_f + TL_f) / \text{Total Shares}}$$

Dimana  $P_y$  adalah rata-rata harga penutupan harian dari saham suatu perusahaan dalam tahun fiskal  $y$ ,  $TA_f$  adalah total aset pada FYE  $f$ ,  $IA_f$  adalah aset tidak terikat pada FYE  $f$ , dan  $TL_f$  adalah total liabilitas pada FYE  $f$ .

*Price-to-cash flow* biasa digunakan oleh para investor untuk mengevaluasi ketertarikan investasi dari suatu sudut pandang nilai tentang saham suatu perusahaan. P/C membandingkan harga saham di pasar dengan jumlah uang beredar yang dikumpulkan perusahaan pada tiap bagian. Chan and Lakonishok (2004) menyatakan bahwa P/C telah menjadi sangat populer untuk mengklasifikasikan *value dan growth stocks* karena P/C melihat performa perusahaan dari sudut pandang yang berbeda pada uang masuk dan arus keluar seperti dibandingkan dengan pendapatan. Saham dengan rasio P/C rendah dikategorikan sebagai *value stocks* sedangkan saham dengan P/C tinggi dikategorikan sebagai *growth stocks*.

$$P/C = \frac{P_y}{NOCF_f / TS}$$

Dimana  $P_y$  adalah rata-rata harga penutupan harian dari saham suatu perusahaan dalam tahun fiskal  $y$ ,  $NOCF_f$  adalah *Net Operating Cash flow* pada FYE, dan  $TS$  adalah *Total Shares*.

### Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia selama periode 2001-2015. Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah saham-saham yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2000 dan memiliki data-data yang dibutuhkan secara lengkap selama periode 2002-2015. Untuk perusahaan yang *go public* setelah tahun 2000 atau *delisted* selama periode tersebut tidak akan diikutsertakan. Begitu pula dengan institusi lembaga keuangan juga tidak dimasukkan karena dapat menyebabkan bias saat mengambil kesimpulan mengenai *value premium* karena *leverage dan financial multiples* tidak sama dengan institusi non keuangan lainnya (Fama and French (1993).

### Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode ANOVA dengan melakukan 4 uji, yaitu: Test of Homogeneity Variance, Test of Between Subjects, Post Hoc Test dan Homogenous Subset. Metode ini digunakan untuk menguji hubungan antara satu variabel independen dengan satu atau lebih variabel independen (Ghozali, 2013).

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio *Price to Earning* (P/E), rasio *Price to Book* (P/B), dan rasio *Price to cash flow* (P/C) yang digunakan untuk memisahkan *value* dan *growth stock* dan *return* portofolio. Rasio P/E adalah rasio dari harga saham sekarang dengan *Earning Per Share*. Rasio P/E memberikan informasi seberapa banyak pembeli saham harus membayar untuk setiap dolar pendapatan yang dihasilkan oleh perusahaan. Tinggi (rendah) nya P/E memberikan persepsi akan ekspektasi pada pendapatan di masa yang akan datang juga tinggi (rendah) (Bodie et. al, 2011). Rasio P/B adalah rasio keuangan yang biasa digunakan untuk membandingkan harga pasar sekarang suatu perusahaan terhadap nilai bukunya. Tinggi (rendah) nya rasio P/B dapat diartikan bahwa perusahaan itu *overvalued (undervalued)*. Rasio P/C adalah suatu rasio yang digunakan untuk membandingkan nilai pasar suatu perusahaan terhadap cash flow nya sendiri. Rasio ini juga digunakan untuk mengukur prospek pasar terhadap kekayaan

perusahaan di masa depan dari sudut pandang keuangan (Bragg, 2007). Pengkategorian *value (growth) stock* berdasarkan dari rasio P/E, P/B, dan P/C, dimana saham dengan tingkatan rasio ter rendah (tinggi) pada setiap rasio akan dikategorikan sebagai *value (growth) stock*.

**Tabel 1**  
**Post Hoc Test untuk portofolio 2002**

Based on	(I) Category	(J) Category	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig. Tukey HSD	Sig. Bonferroni
<b>Return</b>						
P/E 2002	value	Growth	-42,37833	51,25083	0,6933	1,000
P/B 2002	value	Growth	-18,97167	63,70368	0,952	1,000
P/C 2002	value	Growth	9,50167	64,48845	0,988	1,000
<b>Sharpe ratio</b>						
P/E 2002	value	Growth	-103,93167	129,16255	0,706	1,000
P/B 2002	value	Growth	1,28833	86,39743	1,000	1,000
P/C 2002	value	Growth	87,76333	87,33983	0,585	0,933

Sumber: data diolah

**Tabel 2**  
**Post Hoc Test untuk portofolio 2009**

Based on	(I) Category	(J) Category	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig. Tukey HSD	Sig. Bonferroni
<b>Return</b>						
P/E 2009	value	Growth	-16,15333	23,51092	0,774	1,000
P/B 2009	value	Growth	32,81000	18,78367	0,211	0,303
P/C 2009	value	Growth	11,85167	23,87833	0,874	1,000
<b>Sharpe ratio</b>						
P/E 2009	value	Growth	-30,74333	50,07911	0,815	1,000
P/B 2009	value	Growth	45,92667	70,66577	0,795	1,000
P/C 2009	value	Growth	-12,16333	39,23126	0,949	1,000

Sumber: data diolah

Pada hipotesis pertama dikatakan bahwa ada perbedaan pada *return* portofolio *value stocks* dan *growth stocks* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2002-2015. Akan tetapi, hasil dari uji di atas menunjukkan bahwa perbedaan antara *return* kategori *value* dan *growth* tidak signifikan pada 0,05 ( $p < 0,05$ ), hal ini berarti  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak. Kemudian, secara statistik tidak ada perbedaan dalam *return* portofolio diantara semua kategori di Indonesia, meskipun ada beberapa kategori yang bernilai positif, selama periode penelitian untuk pembentukan portofolio berdasarkan P/E, P/B dan P/C pada tahun 2002 dan 2009. Jadi hipotesis pertama ditolak.



Hipotesis kedua menyatakan bahwa *value stocks* memiliki *return* yang lebih besar daripada *growth stocks* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2002-2015. Akan tetapi, hasil dari *mean difference* menunjukkan bahwa tidak semua perbedaan rata-rata *return* antara *value stocks* dengan *growth stocks* bernilai positif. Begitu pula dengan hasil dari uji di atas yang menyatakan tidak signifikan pada 0,05 ( $p < 0,05$ ). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_2$  ditolak.

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa ada perbedaan pada portofolio *sharpe ratio value stocks* dan *growth stocks* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2002-2015. Akan tetapi, hasil dari uji tes di atas menunjukkan bahwa perbedaan antara *sharpe ratio* kategori *value* dan *growth* tidak signifikan pada 0,05 ( $p > 0,05$ ), hal ini berarti  $H_0$  diterima dan  $H_3$  ditolak. Kemudian, secara statistik tidak ada perbedaan dalam *sharpe ratio* diantara semua kategori di Indonesia, meskipun ada beberapa kategori yang bernilai positif, selama periode penelitian untuk pembentukan portofolio berdasarkan P/E, P/B dan P/C pada tahun 2002 dan 2009. Jadi hipotesis kedua ditolak.

Hipotesis keempat menyatakan bahwa *value stocks* memiliki *sharpe ratio* yang lebih besar daripada *growth stocks* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2002-2015. Akan tetapi, hasil dari *mean difference* menunjukkan bahwa tidak semua perbedaan rata-rata *sharpe ratio* antara *value stocks* dengan *growth stocks* bernilai positif. Begitu pula dengan hasil dari uji di atas yang menyatakan tidak signifikan pada 0,05 ( $p < 0,05$ ). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_4$  ditolak.

## KESIMPULAN

Mayoritas hasil dari uji Post Hoc lebih dari 0,05 yang berarti tidak ada perbedaan dalam *return* portofolio pada semua kategori. Hal ini berarti bahwa  $H_1$  yang menyatakan bahwa ada perbedaan diantara *return* portofolio di Indonesia selama tahun 2003-2015 ditolak. Begitu pula dengan mayoritas hasil dari uji Post Hoc lebih dari 0,05 yang berarti tidak ada perbedaan dalam portofolio *sharpe ratio* pada semua kategori. Hal ini berarti bahwa  $H_2$  yang menyatakan bahwa ada perbedaan diantara *sharpe ratio* di Indonesia selama tahun 2003-2015 ditolak.

Meskipun hasil dari uji hipotesis secara matematis mendukung hipotesisnya, akan tetapi secara statistik menurut uji ANOVA, tidak ada perbedaan yang berarti pada *return* dan *sharpe ratio* pada penelitian ini. Berdasarkan data statistik, dapat disimpulkan bahwa *return* dari setiap saham pada portofolio tidak dipengaruhi oleh kategori (*growth*, *medium* dan *value*) dan kategori-kategori tersebut tidak dapat menjelaskan *return* dari setiap saham dalam portofolio. Dan setiap kategori *growth*, *medium* dan *value* secara statistik tidak dapat menjadi dasar untuk membuat sebuah portofolio. Begitu pula risiko yang diukur dengan *sharpe ratio* untuk *value stocks* tidak memiliki perbedaan dengan *growth stocks* di Indonesia.

## Keterbatasan

Jumlah sampel yang kecil dikarenakan tidak ada data yang memadai. Variabel independennya hanya *return* dan *sharpe ratio*. Kemudian pengukur risikonya menggunakan Sharpe Ratio.

## Saran

Berdasarkan penelitian di atas, ditemukan bahwa tidak ada perbedaan antara *value* dan *growth stock* di Indonesia selama periode penelitian. Oleh karena itu, pengklasifikasian saham kedalam *value* dan *growth stock* tidak bisa digunakan sebagai acuan oleh investor untuk membentuk sebuah portofolio guna mendapatkan *return* yang lebih besar di masa depan.

Sedangkan untuk penelitian selanjutnya diharapkan para peneliti menambahkan variabel, jumlah sampel, alat ukur lain dan negara lain selain Indonesia

## REFERENSI

### DAFTAR PUSAKA

- Athanassakos, G. 2009. Value versus growth stock returns and the value premium: the Canadian experience 1985-2005. *Canadian journal of Administrative Sciences*, Vol. 26, p. 109-121.
- Bird, R. & Casavecchia, L. 2007. Sentiment and financial health indicators for value and growth stocks: The European experience. *The European Journal of Finance*, Vol. 13 (8), p. 769-793.



- Cronqvist, H., Siegel, S. & Yu, F. 2015. Value versus growth investing: Why do different investors have different styles?. *Journal of Financial Economics*, Vol. 117, p. 333-349.
- Fama, E.F. & French, K.R. 2007. The anatomy of value and growth stock returns, *Financial Analysis Journal*, Vol. 63 (6), p. 44-54.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS 20*. Semarang: BP UNDIP.
- Graham, B. & Dodd, D.L. 1934. *Security Analysis* NY, United States. McGraw Hill New York.
- Hoekjan, R.M. 2011. *The Performance of Value VS Growth Stocks during The Financial Crisis. Turkey: Master Thesis University of Twente*.
- Huang, Y. & Yang, J. 2008. Value premium in the Chinese stock market: free lunch or paid lunch?, working paper, p. 1-31.
- Husnan S. 2003. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: AMP YKPN.
- In, F., Kim, S. & Gencay, R. Investment horizon effect on asset allocation between value and growth strategies. *Journal Economy Modelling*, Vol 28, p. 1489-1497.
- Olin, Tomi. 2011. *Value Investing in the Finnish Stock Market. Master Thesis Aalto University School of Economics*.
- Santoso, Singgih. 2015. *Menguasai SPSS 22 From Basic to Expert Skills*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- The Brandes Institutes. 2012. *Value vs. Glamour: A Global Phenomenon*. Sandiego: Worldscope: The brandes Institutes.
- Yen, J.Y., Sun, Q., & Yan, Y. 2004. Value versus growth stocks in Singapore. *Journal of Multi Finance Management*, Vol 14, p. 19-34.
- Yesica, E., 2014. *Value vs growth stocks returns on the Indonesia stock exchange study to companies listed on Indonesia Stock Exchange 2003-2013 period*. Semarang: Universitas Diponegoro.