

PENGUJIAN MODEL THREE FACTOR FAMA-FRENCH DALAM MEMPENGARUHI EXCESS RETURN SAHAM PADA PERUSAHAAN LQ45 YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2019-2022

Nazla Alliya Muharom¹⁾, Chaerudin Manaf²⁾, Yudhia Mulya³⁾

Universitas Pakuan, Bogor

e-mail: nazlaalliyam@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh antara *Model Three Factor Fama-French* terhadap *excess return* saham yang dilakukan pada perusahaan yang tergabung dalam Indeks LQ45 selama periode 2019-2022. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dibentuk dengan metode *Purposive Sampling* sehingga terdapat 41-43 perusahaan sampel di setiap tahunnya. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji regresi linier berganda, uji statistik dan uji asumsi klasik, dengan menggunakan bantuan *software E-Views 12*. Berdasarkan uji parsial, variabel *Market Excess Return* menunjukkan hubungan positif dan signifikan terhadap *excess return* saham pada seluruh portofolio yang diteliti. Variabel *Small Minus Big (SMB)* berpengaruh positif dan signifikan pada portofolio *Small-Firm* dan menunjukkan tidak adanya pengaruh pada portofolio *Big-Firm* terhadap *excess return* saham. Variabel *High Minus Low (HML)* menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan pada portofolio *High Book-to-Market Ratio*, sedangkan pada portofolio *Low Book-to-Market Ratio* tidak menunjukkan adanya pengaruh terhadap *excess return* saham. Secara simultan ketiga variabel tersebut menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *excess return* saham.

Kata Kunci: *Fama French Three Factor Model, Market Excess Return, Small Minus Big (SMB), High Minus Low (HML), dan Return Saham*

ABSTRACT

Fama & French (1992) stated that there are other variables besides beta that can explain the stock return well, there are Market Excess Return, company size which is proxied by Small Minus Big (SMB) and book-to-market ratio which is proxied by High Minus Low (HML). This research aims to test the effect of Fama French Three Factor Model on stock excess return in LQ45 companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2019-2022 period. The sample was selected using purposive sampling method, and consisted of 41-43 sample companies each year. The data were tested using E-Views 12 using multiple linear regression, statistical testing, and classical assumption test. Based on the partial test using the t test, Market Excess Return shows a positive and significant effect on excess return stock in the entire portfolio formed. The Small Minus Big (SMB) shows a positive and significant effect on the Small-Firm Portfolio shows no effect on the Big-Firm Portfolio on stock excess returns. The High Minus Low (HML) shows a positive and significant effect on the High Book-to-Market Ratio portfolio, and shows no effect on the Low Book-to-Market Ratio Portfolio on stock excess returns. Simultaneously, these three variables show a significant effect on stock excess returns.

Key words: *Fama French Three Factor Model, Market Excess Return, Small Minus Big (SMB), High Minus Low (HML), dan Stock Return*

PENDAHULUAN

Investasi merupakan suatu kegiatan yang dilakukan suatu individu atau kelompok dengan menanamkan modal yang mereka miliki ke dalam suatu benda, lembaga, atau suatu pihak dengan harapan akan mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang. Investasi memiliki banyak jenis, diantaranya yaitu investasi pada aset riil seperti pada properti, emas, benda seni dan lain-lain, serta investasi dalam hal finansial seperti pada reksa dana, saham, obligasi, derivatif dan lainnya. Saham merupakan salah satu instrumen pasar keuangan yang paling populer dan paling banyak dipilih para investor dalam melakukan investasi karena dianggap mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik. Berinvestasi di pasar saham tentu saja memiliki tingkat risiko yang tinggi, sehingga seorang investor harus berhati-hati dalam memilih dan menentukan saham yang akan dibeli. Dalam memilih investasi, seorang investor harus mempertimbangkan beberapa hal sebagai usaha dalam meningkatkan proyeksi pengembalian dana yang diinvestasikannya. Seorang investor melakukan investasi dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan dengan memaksimalkan tingkat pengembalian (*return*) dengan mempertimbangkan risiko yang akan dihadapinya, maka dari itu seorang investor perlu melakukan pengukuran *return* historis untuk dapat menilai dan mengetahui bagaimana kondisi investasi yang dilakukannya, karena perhitungan *return* historis dapat berperan besar dalam memperkirakan *return* yang belum diketahui di masa depan (Jones, 2019).

Seorang investor alangkah baiknya untuk menilai layak atau tidaknya suatu saham yang akan dibeli dengan melakukan pengestimasi risiko dan perhitungan *return* saham. Markowitz (1952) menjelaskan bahwa *risk* dan *return* berhubungan linier dan searah, artinya bahwa semakin besar risiko suatu aset maka semakin besar pula *return* yang diharapkan atas aset tersebut. Berikut merupakan gambaran *risk* dan *return* pada indeks IHSG dan LQ45.

Tabel 1. Rata-Rata *Return* IHSG dan LQ45 Tahun 2019-2022

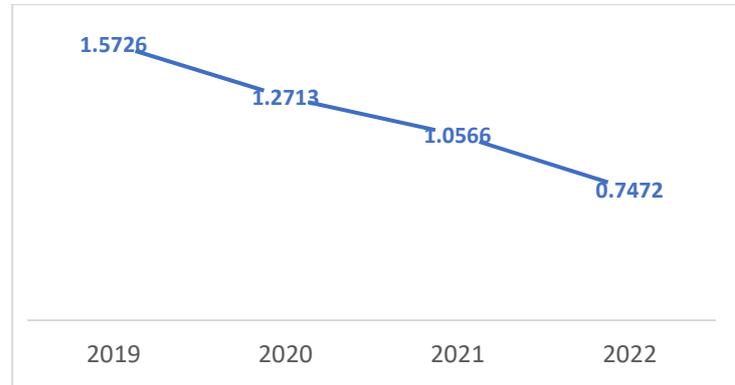
Tahun	Rata-Rata Return IHSG	Standar Deviasi IHSG	Rata-Rata Return LQ45	Standar Deviasi LQ45
2019	-0,75%	2,76%	-0,59%	3,16%
2020	0,16%	7,16%	-0,02%	8,90%
2021	1,07%	2,59%	0,31%	3,54%
2022	0,28%	2,32%	0,05%	4,02%

Sumber: data diolah penulis, 2023

Berdasarkan tabel 1, dapat diketahui bahwa nilai *return* saham LQ45 dan standar deviasinya mengalami peningkatan dan penurunan yang berlawanan pada tahun 2019 dan 2020, hal ini menunjukkan adanya hubungan negatif antara kedua variabel tersebut. Pada tahun 2020 *return* indeks LQ45 menunjukkan nilai negatif sedangkan *return* IHSG menunjukkan nilai positif, artinya bahwa Indeks LQ45 pada tahun tersebut memiliki kinerja *return* yang lebih rendah dari kinerja pasar secara keseluruhan. Dan standar deviasi Indeks LQ45 menunjukkan angka tertinggi pada tahun 2020 yang berarti bahwa di tahun tersebut Indeks LQ45 memiliki risiko yang tinggi jika dibandingkan dengan standar deviasi pada IHSG sebesar 7,16%. Dalam hal ini diketahui bahwa investor dapat mencapai tingkat *return* yang rendah dengan tingkat risiko yang relatif tinggi. Maka dari itu, dalam pengambilan keputusan investasi, seorang investor perlu untuk memperkirakan *return* dan risiko yang akan terjadi dengan metode-metode yang ada.

Perkembangan metode perhitungan *return* di pasar modal dimulai sejak lima abad yang lalu, dimana William Sharpe (1964) dan John Lintner (1965) merumuskan suatu model yang diberi nama *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Model ini menggunakan *beta* pasar saham sebagai indikator satu-satunya risiko yang digunakan untuk menilai *return*. Berikut merupakan grafik *beta* saham tahunan perusahaan yang terdaftar di LQ45 pada periode 2019-2022 dengan

jumlah emiten yang berbeda setiap tahunnya yang digunakan sebagai indikator risiko dalam model CAPM.

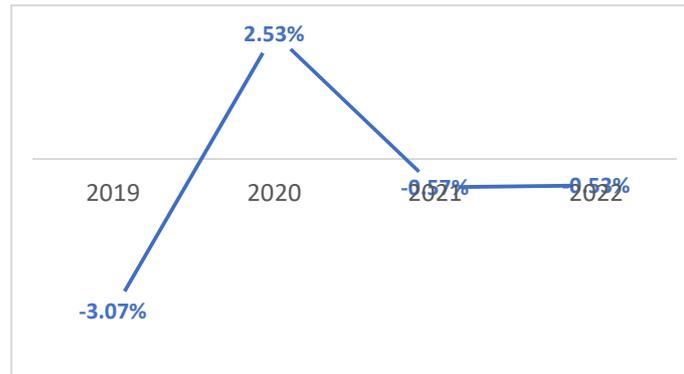


Gambar 1. Rata-Rata Nilai Beta Saham Perusahaan LQ45

Pada gambar tersebut, diketahui bahwa nilai *beta* perusahaan di LQ45 pada periode 2019-2022 memiliki nilai yang beragam dan selalu mengalami penurunan setiap tahunnya. Pada tahun 2019-2021 menunjukkan bahwa saham perusahaan didominasi oleh saham agresif, saham ini dinilai memiliki tingkat sensitivitas yang berada di atas rata-rata terhadap perubahan pasar. Sedangkan pada tahun 2022 saham dinilai defensif, saham ini disebut memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan risiko pasar rata-rata (Bodie, Kane & Marcus, 2006).

Seiring dengan berkembangnya zaman, semakin banyak penelitian yang dilakukan untuk mengembangkan metode perhitungan *return* agar mendapatkan variabel lain yang dapat menjelaskan *return*. Kemudian Fama & French (1992) mengungkapkan bahwa terdapat variabel lain yang mempengaruhi *return* saham yaitu seberapa besar ukuran perusahaan yang dinilai dari *market capitalization* dan tingkat pertumbuhan perusahaan yang dinilai dari *book-to-market ratio*. Fama-French mengatakan bahwa terdapat tiga faktor yang dapat menjelaskan *return* saham, yaitu (i) *beta* atau premi risiko pasar yang diproksikan dengan *Market Excess Return* yaitu selisih *return* pasar bulanan dengan tingkat bunga bebas risiko, (ii) ukuran (*size*) yaitu besar (*big*) dan kecil (*small*) yang diproksikan dengan (SMB, *small minus big*) yaitu *return* portofolio saham berukuran kecil dikurangi dengan *return* portofolio saham berukuran besar yang dilihat dari kapitalisasi pasar atau perkalian dari harga saham dan jumlah saham, serta (iii) *book to market ratio* atau perbandingan nilai buku terhadap nilai pasar perusahaan yaitu tinggi (*high*) dan rendah (*low*) yang diproksikan dengan (HML, *high minus low*) yaitu merupakan selisih antara *return* portofolio yang memiliki rasio *book to market* tinggi (*value stock*) dengan *return* portofolio yang memiliki nilai *book to market* rendah (*growth stock*) (Fama-French, 1996).

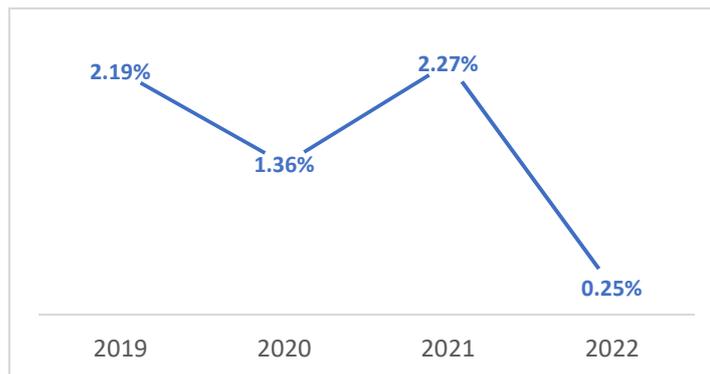
Fama & French (1995) menunjukkan bahwa *firm size* memiliki hubungan negatif dengan *return* saham, dimana jika semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka semakin kecil nilai *return* yang dihasilkan, fenomena ini dapat disebut dengan *size effect*. Ukuran perusahaan ini dapat diukur dengan nilai kapitalisasi pasar saham, dimana saham kecil akan cenderung memiliki risiko yang lebih tinggi, sehingga mempunyai tingkat keuntungan yang diharapkan lebih tinggi dibandingkan dengan saham perusahaan besar. Variabel *firm size* yang diproksikan dengan *Small Minus Big* (SMB) merupakan selisih dari rata-rata *return* bulanan pada portofolio saham *small-firm* dengan rata-rata *return* bulanan pada portofolio saham *big-firm*. Berikut merupakan grafik rata-rata *return Small Minus Big* (SMB) perusahaan LQ45 periode 2019-2022.



Gambar 2. Rata-Rata *return Small Minus Big (SMB)*

Berdasarkan gambar tersebut diketahui bahwa nilai *return Small Minus Big (SMB)* yang positif pada tahun 2020 menunjukkan bahwa saham-saham yang berkapitalisasi kecil mengungguli saham-saham yang berkapitalisasi besar, sedangkan pada tahun 2019, 2021, dan 2022 menunjukkan nilai *return Small Minus Big (SMB)* negatif yang berarti bahwa saham-saham berkapitalisasi besar mengungguli saham-saham berkapitalisasi kecil. Kondisi ini berbanding terbalik dengan penelitian Fama-French (1993) yang menyatakan bahwa saham-saham dengan kapitalisasi kecil akan cenderung mengungguli dan memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan saham-saham dengan kapitalisasi besar.

Fama & French (1995) mengemukakan dalam penelitiannya bahwa *book-to-market ratio* merupakan perbandingan antara nilai buku per lembar saham dengan nilai pasar saham. *Book-to-market ratio* juga digunakan sebagai indikator untuk mengukur kinerja perusahaan melalui harga pasarnya. Semakin tinggi nilai *book-to-market ratio* maka akan semakin rendah pasar menghargai saham perusahaan tersebut, sehingga membuat investor akan kemungkinan mendapatkan *return* yang lebih tinggi (Justina, 2017). Variabel *book-to-market ratio* yang diproksikan dengan *High Minus Low (HML)* merupakan selisih dari rata-rata *return* bulanan portofolio *High book-to-market ratio* dengan rata-rata *return* bulanan portofolio *Low book-to-market ratio*. Berikut merupakan grafik rata-rata *High Minus Low (HML)* perusahaan LQ45 periode 2019-2022.



Gambar 3. Rata-Rata Return *High Minus Low (HML)*

Berdasarkan gambar tersebut dapat diketahui bahwa pada periode 2020 dan 2022 menunjukkan nilai *return High Minus Low (HML)* yang mengalami penurunan dari tahun sebelumnya, hal ini menunjukkan bahwa *growth stock* atau *return* portofolio dengan *low book-to-market ratio* mengungguli *value stock* atau *return* portofolio yang memiliki *high book-to-market ratio*. Kondisi ini berbanding terbalik dengan penelitian Fama-French (1993) yang menyatakan bahwa saham dengan *High book-to-market ratio* akan cenderung mengungguli saham dengan *Low book-to-market ratio*.

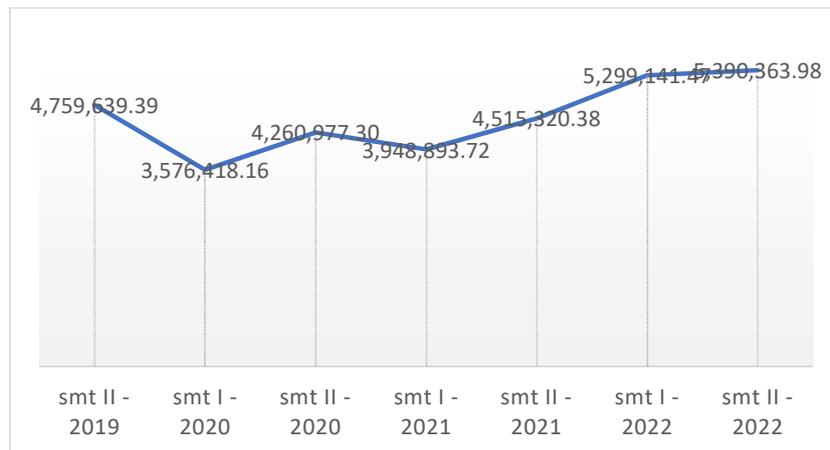
Pemilihan Indeks LQ45 sebagai objek dalam penelitian ini dikarenakan LQ45 merupakan salah satu Indeks saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dan cukup terkenal, dimana Indeks LQ45 ini terdiri atas berbagai perusahaan yang merupakan entitas dengan nilai perusahaan yang kuat sebagai hasil dari likuiditas mereka yang tinggi, kapitalisasi pasar yang cukup besar dan fundamental yang solid.

Tabel 2. Persentase Kapitalisasi Pasar

Tahun	IHSG (Rp. Triliun)	LQ45 (Rp. Triliun)	Persentase
2019	7.265,02	4.759,63	65,51%
2020	6.968,94	4.260,97	61,14%
2021	8.252,40	4.515,32	54,72%
2022	9.494,42	5.390,36	56,77%
Juni 2023	9.450,21	5.375,70	56,88%
Rata-Rata Kapitalisasi Pasar			59,01%

Sumber: www.idx.co.id (Data diolah penulis, 2023)

Ditinjau dari besarnya kapitalisasi pasar Indeks LQ45 selama periode 2019 - Juni 2023 dengan angka rata-rata pertumbuhan sebesar 59,01% hal ini mengindikasikan bahwa LQ45 telah memberikan kontribusi yang signifikan terhadap kapitalisasi pasar Bursa Efek Indonesia secara keseluruhan. Selain meninjau dari kontribusi kapitalisasi pasar LQ45, pemilihan Indeks ini juga didasarkan pada perkembangan kapitalisasi pasarnya selama periode penelitian.



Sumber: www.ojk.go.id (Data diolah penulis, 2023)

Gambar 4. Perkembangan Kapitalisasi Pasar Indeks LQ45 di BEI

Merujuk pada tabel di atas, diketahui bahwa kapitalisasi pasar Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia cenderung mengalami peningkatan, kecuali pada semester 1 tahun 2020 dan semester 1 tahun 2021. Meskipun demikian, Indeks LQ45 mampu meningkatkan kapitalisasi pasarnya di tahun berikutnya sehingga dapat menciptakan tren positif. Kondisi naik turunnya kapitalisasi pasar merupakan suatu kondisi ketidakpastian yang mungkin saja terjadi, maka dari itu untuk menilai risiko dan memperkirakan *return* seorang investor perlu untuk memahami, mencari informasi dan melihat peluang investasi dengan sebaik mungkin.

Penelitian mengenai *Model Three Factor Fama-French* ini sudah banyak dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya baik dari dalam maupun luar negeri. Penelitian sebelumnya dilakukan oleh Susanti (2013) menghasilkan bahwa secara parsial variabel *market return* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *excess return* saham, namun variabel *firm size* dan *book-to-market ratio* keduanya menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan terhadap

excess return saham. Namun, berdasarkan uji simultan menghasilkan bahwa keseluruhan variabel menunjukkan adanya pengaruh signifikan terhadap *excess return* saham. Penelitian lain yang dilakukan oleh Jiri-Novak (2010) menunjukkan bahwa tidak ada satupun dari faktor-faktor yang digunakan jelas signifikan untuk menjelaskan *return* saham di *Stockholm Stock Exchange*, yang berarti *Model Three Factor Fama French* dalam penelitian ini tidak lebih unggul dari metode CAPM. Melihat dari pentingnya memperhitungkan *return* dan ingin membuktikan seberapa besar pengaruh dari *Model Three Factor Fama French*, serta didasarkan pada beberapa penelitian sebelumnya, maka penulis melakukan penelitian dengan judul “**Pengujian Model Three Factor Fama French Terhadap Excess Return Saham Pada Perusahaan Indeks LQ45 Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2022**”.

KAJIAN LITERATUR & PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengaruh *Market Excess Return* Terhadap *Excess Return* Saham Pada *Model Three Factor Fama French*

Risiko pasar merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan yang tidak dapat dihindari. Risiko yang relevan terhadap *return* pada model CAPM adalah risiko sistematis atau risiko pasar yang digambarkan oleh *beta* dan berkorelasi positif terhadap *return* saham (Bodie, *et al.* 2011). Kemudian Fama & French (1992) melakukan penelitian dengan 25 *excess return* saham portofolio pada periode 1963-1991 diketahui bahwa *beta* saham yang digunakan sebagai indikator risiko pasar belum mampu menjelaskan *return* saham, karena terdapat variabel lain yang mampu mempengaruhi *return* saham yaitu ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Pada penelitian ini, *beta* diprosikan dengan *market excess return*.

Market Excess Return merupakan tingkat pengembalian pasar yang diukur berdasarkan pergerakan indeks harga saham gabungan (IHSG). Dalam hal ini, kondisi faktor makro suatu negara sangat mempengaruhi nilai IHSG. Kegiatan suatu perusahaan akan berjalan lancar dan mampu memperoleh keuntungan apabila di negara tersebut memiliki faktor makro dengan keadaan stabil. Tingginya tingkat keuntungan yang didapatkan perusahaan atau kegiatannya akan mempengaruhi tingkat harga saham pada perusahaan tersebut, sehingga menimbulkan sentimen positif dari investor begitupun sebaliknya. Adanya pengaruh dari tingkat inflasi yang tinggi, suku bunga, aspek politik akan meningkatkan risiko pasar yang akan ditanggung sekuritas. Dalam model CAPM, risiko sistematis yang mempengaruhi *return* adalah risiko sistematis yang dinilai dari besaran *beta* dan memiliki hubungan positif terhadap *return* saham. Hal ini dapat mencerminkan apabila nilai *beta* semakin tinggi maka volatilitas saham tersebut juga akan semakin tinggi sehingga investor akan mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih dari saham tersebut (Candika, 2017).

Beberapa penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Hardianto dan Suherman (2009) menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *market excess return* dengan *excess return* saham. Penelitian lain dilakukan oleh Fawziah (2016), Sudyatno (2011), Nurkholik (2009), Voung & Vu (2017), Gunathilaka, *et al.* (2017), Boamah (2015), Hanauer & Linhart (2015) menyatakan bahwa terdapat hasil yang menunjukkan adanya pengaruh positif antara *market excess return* terhadap *excess return* saham. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Putra, *et al.* (2021) juga menemukan bahwa *market excess return* memiliki pengaruh terhadap *return* dengan pendekatan *Fama French Three Factor Model*. Maka dari itu, berdasarkan uraian di atas dapat disimpulkan bahwa variabel *Market Excess Return* berpengaruh terhadap *excess return* saham. Berdasarkan teori dan hasil penelitian di atas, maka diperoleh hipotesis penelitian sebagai berikut:

H₁ = *Market excess return* berpengaruh positif terhadap *excess return* portofolio saham

Pengaruh *Small Minus Big (SMB)* Terhadap *Excess Return* Saham Pada *Model Three Factor Fama French*

Firm size merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan seorang investor dalam memilih investasi karena adanya faktor risiko bisnis. *Firm size* dapat dilihat melalui nilai *market value* dari masing-masing perusahaan yang tercatat di laporan keuangan yang telah dipublikasikan. *Big firm* dinilai memiliki risiko yang rendah karena dianggap memiliki kemampuan bertahan yang baik dalam kondisi krisis pada waktu jangka panjang dibandingkan dengan *Small-firm*, sehingga *return* bagi investor dari kepemilikan saham *big-firm* juga akan lebih rendah. Berbeda halnya dengan saham *Small-firm* yang dinilai lebih sensitif terhadap perubahan kondisi bisnis, hal ini mencerminkan bahwa saham *Small-firm* dinilai lebih berisiko sehingga investor akan mengharapkan *return* yang lebih tinggi ketika memiliki saham dari perusahaan kecil. Kondisi ini dinamakan dengan *Size Effect*.

Firm size dalam penelitian ini diproksikan dengan *Small Minus Big (SMB)* yang merupakan nilai selisih dari rata-rata tiap bulan portofolio *small-firm* dengan rata-rata tiap bulan *return* portofolio *Big-firm*. Fama & French (1993) memprediksi bahwa portofolio investasi dari saham dengan kapitalisasi kecil akan memiliki tingkat *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio dari saham yang bernilai kapitalisasi besar. Hal ini dibuktikan dengan hasil penelitian Fama & French (1993) yang menunjukkan bahwa *slope Small Minus Big (SMB)* pada perusahaan dengan kapitalisasi kecil memiliki nilai yang lebih tinggi dibandingkan dengan *Slope Small Minus Big (SMB)* pada perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar besar. Hal ini mencerminkan bahwa saham-saham pada perusahaan yang berukuran kecil cenderung akan menghasilkan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham-saham pada perusahaan yang berukuran besar.

Fama-French (1995) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap rata-rata *return*. Beberapa penelitian yang telah dilakukan oleh Hardiyatno (2007), Irawan *et al.* (2011) dan Lestari (2015) menunjukkan bahwa ditemukannya hubungan dan pengaruh yang signifikan antara *Small Minus Big (SMB)* terhadap *return* saham. Adapun penelitian lain yang dilakukan oleh Apergis, Artikis dan Sorros (2011), Fama-French (1992), Hanuer & Linhart (2015), Boamah (2015) dan Namira & Nugroho (2016) menunjukkan bahwa faktor *Small Minus Big (SMB)* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Berdasarkan teori dan hasil penelitian di atas, diperoleh hipotesis sebagai berikut.

H₂ = *Small Minus Big (SMB)* berpengaruh positif terhadap *excess return* portofolio saham.

Pengaruh *High Minus Low (HML)* Terhadap *Excess Return* Saham Pada *Model Three Factor Fama French*

Book-to-market ratio dinilai mempengaruhi *return* saham, yang digunakan sebagai indikator dalam mengukur kinerja suatu perusahaan melalui harga sahamnya. Perusahaan dengan nilai *book-to-market ratio* tinggi atau saham *undervalue* dianggap memiliki laba lebih rendah jika dibandingkan dengan perusahaan dengan nilai *book-to-market ratio* rendah atau saham *overvalue*. Pada saat saham dalam kondisi *undervalue* saham akan dianggap lebih rendah dibandingkan dengan nilai intrinsiknya. Sehingga risiko yang akan dialami para investor akan lebih tinggi, maka dari itu para investor akan mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih besar atas saham tersebut. Fama & French (1993) menunjukkan bahwa *book-to-market ratio* berkorelasi kuat terhadap *return* saham. Dalam penelitian ini diketahui bahwa perusahaan dengan *high book-to-market ratio* menghasilkan lebih banyak laba, sedangkan pada perusahaan *low book-to-market ratio* menghasilkan laba yang lebih rendah. Kondisi tersebut selanjutnya disebut sebagai 'efek nilai (*value effect*)'.

Book-to-market ratio dalam penelitian ini diproksikan dengan *High Minus Low* (HML) yang merupakan hasil selisih dari rata-rata *return* setiap bulan portofolio dengan *High book-to-market ratio* dengan rata-rata *return* setiap bulan portofolio dengan *Low book-to-market ratio*. Fama & French (1993) menyatakan bahwa saham dengan *High book-to-market ratio* cenderung menungguli dan memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan saham dengan *Low book-to-market ratio*.

Penelitian sebelumnya yang terkait telah dilakukan oleh Jiao dan Lilti (2017) pada pasar saham China, yang menyatakan bahwa *High Minus Low* (HML) dapat menjelaskan *return* saham dengan baik. Penelitian lain yang dilakukan oleh Hutajulu *et al.* (2019) dan Candika (2019) dimana penelitian tersebut menghasilkan bahwa *High Minus Low* (HML) memiliki pengaruh terhadap *return* saham dengan pendekatan *Fama French Three Factor Model*. Selain itu, penelitian sebelumnya juga dilakukan oleh Apergis *et al.* (2011), Fama-French (1992), Boamah (2015), Namira & Nugroho (2016), Gunathilaka *et al.* (2017) menunjukkan hasil yang menyatakan bahwa faktor *High Minus Low* (HML) berpengaruh positif terhadap *return* saham. Berdasarkan teori dan penelitian di atas, diperoleh hipotesis sebagai berikut.

H₃ = HML (*High Minus Low*) berpengaruh positif terhadap *excess return* portofolio saham

Pengaruh *Market Excess Return*, *Small Minus Big* (SMB) dan *High Minus Low* (HML) Terhadap *Excess Return* Saham Pada *Model Three Factor Fama French*

Fama-French (1992) mengembangkan model tiga faktor yang dimana model tersebut terdiri atas *beta* yang diproksikan dengan premi risiko (*market excess return*), *size* atau ukuran perusahaan yang diproksikan dengan SMB (*Small Minus Big*), dan *book-to-market ratio* atau rasio buku pasar yang diproksikan dengan HML (*High Minus Low*) terhadap *return* portofolio saham (Bodie, Kane & Marcus, 2006). Model tiga faktor Fama-French merupakan salah satu metode atau model estimasi yang menjelaskan *return* suatu aset (Mulya, Zaini & Ramdani, 2019). Banyak penelitian yang dilakukan mengenai model ini seperti penelitian yang dilakukan Pasaribu (2009), Susanti (2013), dan Surono (2017), yang menyatakan bahwa faktor-faktor yang terdapat dalam model tiga faktor Fama-French memiliki pengaruh signifikan terhadap *excess return* saham. Berdasarkan teori dan uraian di atas, diperoleh hipotesis sebagai berikut.

H₄ = *Market Excess Return*, *Small Minus Big* (SMB) dan *High Minus Low* (HML) berpengaruh signifikan terhadap *excess return* saham

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian verifikatif dengan metode *explanatory survey* yang bersifat korelasional. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah beberapa faktor yang terdapat dalam *Model Fama French* sebagai variabel independen (X), diantaranya (X₁) *Market Excess Return*, (X₂) *Small Minus Big* (SMB) dan (X₃) *High Minus Low* (HML). Sedangkan *excess return* saham merupakan variabel dependen. Unit analisis pada penelitian ini merupakan suatu kesatuan instrumen surat berharga yang dibentuk menjadi portofolio saham dari beberapa perusahaan yang termasuk ke dalam Indeks LQ45 selama periode 2019-2022 di Bursa Efek Indonesia. Jenis data penelitian yang digunakan dalam penelitian ini ialah data kuantitatif dengan sumber data yang digunakan merupakan data sekunder. Data sekunder yang digunakan adalah data harga saham penutup (*closing price*) setiap bulan selama periode 2019-2022 yang diperoleh dari *website* Yahoo Finance (<https://finance.yahoo.com/>), suku bunga Bank Indonesia (*risk free rate*) per bulan yang diperoleh dari (www.bi.go.id), nilai ekuistas perusahaan, jumlah saham beredar dan kapitalisasi pasar setiap perusahaan yang diperoleh dari buku statistik yang telah dipublikasi di *website* Bursa Efek Indonesia (<https://www.idx.co.id/id>). Data dalam penelitian ini diolah dengan model regresi linier berganda, uji statistik dan uji asumsi klasik.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang terdaftar ke dalam Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia selama periode 2019-2022. Dalam penelitian ini sampel dibentuk dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: 1) Emiten terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan bergabung dalam perusahaan LQ45; 2) Emiten yang sahamnya secara konsisten masuk dalam perusahaan LQ45 pada dua semester setiap tahunnya periode 2019-2022; 3) Emiten memiliki data-data laporan keuangan lengkap; 4) Emiten tidak memiliki nilai *book-to-market ratio* negatif.

Analisis data pada penelitian ini diawali dengan pembentukan portofolio yang akan digunakan yang terdiri atas *Market Excess Return*, *Small Minus Big* (SMB) dan *High Minus Low* (HML) yang mendasari *return* seperti yang diusung oleh Fama & French (2012). Penelitian ini membentuk enam portofolio sebagaimana terlihat pada tabel 3. Pembentukan portofolio diawali dengan membentuk portofolio berdasarkan ukuran perusahaan. Dalam menyusun portofolio ini, seluruh perusahaan sampel diurutkan berdasarkan ukuran perusahaannya yang dinilai dengan kapitalisasi pasar akhir bulan juni tahun t. Dalam proses pengelompokan ini, diperlukan nilai pembatas yang digunakan sebagai acuan dalam memisahkan kelompok perusahaan yang dibagi menjadi kelompok *Small-firm* dan kelompok *Big-firm*. Nilai pembatas yang digunakan adalah nilai median dari nilai kapitalisasi pasar perusahaan terdaftar. Perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar lebih besar dari median dikelompokkan sebagai *Big-Firm*, sedangkan perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar lebih kecil dari median dikelompokkan sebagai *Small-Firm* (Fama & French, 1993).

Portofolio selanjutnya merupakan portofolio yang dibentuk berdasarkan *book-to-market ratio*. Seluruh perusahaan sampel diurutkan berdasarkan nilai *book-to-market ratio* yang diukur dari kapitalisasi pasar akhir bulan Desember tahun t-1, kemudian dibagi menjadi tiga kelompok berdasarkan nilai pembatasnya, dimana perusahaan terbawah diambil 30% untuk dimasukkan ke dalam kelompok *Low* (L), 40% perusahaan posisi tengah dimasukkan ke dalam kelompok *Medium* (M) dan 30% perusahaan teratas dimasukkan ke dalam kelompok *High* (H).

Kelompok tersebut kemudian dibentuk enam portofolio bersinggungan, antara dua kelompok faktor *size* dengan tiga kelompok faktor *value*, sehingga membentuk portofolio SL, SM, SH, BL, BM dan BH (Fama & French, 1993).

Tabel 3. Pembentukan Portofolio Size-B/M

Size (Market Caps)	Value (Rasio Book-to-Market)		
	Low (30%)	Medium (40%)	High (30%)
Small (50%)	SL	SM	SH
Big (50%)	BL	BM	BH

Sumber: (Fama & French, 2012). Data diolah penulis, 2023.

Berdasarkan pembentukan portofolio 2 x 3 antara kelompok faktor *size* dan kelompok faktor *book-to-market ratio* tersebut, kemudian dibangun formula *time series* bulanan untuk mengukur SMB dan HML, sebagai berikut:

$$SMB_{(t)} = \frac{(SH_t + SM_t + SL_t)}{3} - \frac{(BH_t + BM_t + BL_t)}{3}$$

$$HML_t = \frac{(BH_t + SH_t)}{2} - \frac{(BL_t + SL_t)}{2}$$

Proses pembentukan portofolio dalam penelitian ini dilakukan setiap ahunnya, yaitu dari bulan Juli tahun t hingga bulan Juni tahun t +1, sehingga data yang digunakan merupakan data *return* bulan Juli 2019 hingga Juni 2023. Data tersebut akan diolah dalam regresi selanjutnya. Dalam menghitung rata-rata *return* bulana portofolio individual dalam penelitian ini digunakan metode *equal weighted* seperti yang dilakukan oleh Fama & French (1992), dimana metode ini bekerja dengan cara memberikan bobot yang sama untuk setiap aset dalam portofolio. Rumus

yang digunakan dalam menghitung rata-rata *return* individual dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Prosedur analisis yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dengan melakukan uji asumsi klasik dan uji statistik dengan bantuan aplikasi *software E-Views 12*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Variabel Penelitian

Variabel independen dalam penelitian ini merupakan faktor-faktor yang terdapat dalam *Model Three Factor Fama-French* pada periode Juli 2019 – Juni 2023, seluruh data *return* yang digunakan dihitung dengan metode *value-weighted*. Berikut merupakan deskripsi singkat mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan data-data yang telah dikumpulkan.

Tabel 4. Deskripsi Variabel Penelitian

Tahun	Semester	Rm-Rf	SMB	HML
2019	1	-0,30%	-2,00%	0,29%
	2	-4,70%	-1,35%	-1,13%
2020	1	3,49%	4,47%	3,84%
	2	-1,99%	1,14%	-3,25%
2021	1	1,34%	0,73%	2,73%
	2	0,79%	-1,89%	2,09%
2022	1	-1,24%	-0,32%	0,43%
	2	-0,20%	-1,07%	-0,17%

Sumber: Data diolah penulis, 2024

Berdasarkan tabel 4 di atas, dapat diketahui bahwa nilai *Market Excess Return* tertinggi terjadi pada tahun 2020 semester 1 sebesar 3,49%. Hal ini berarti, pada tahun tersebut terjadi peningkatan risiko investasi yang semakin tinggi. Dalam variabel *Small Minus Big* (SMB) nilai tertinggi terjadi juga di tahun 2020 semester 1, dan nilai terendahnya pada tahun 2019 semester 1 yaitu sebesar 4,47% dan -2,00%. Besar kecilnya ukuran kapitalisasi pasar ini akan mempengaruhi keuntungan risiko suatu perusahaan. Dan pada variabel *High Minus Low* (HML) nilai rata-rata tertinggi terjadi di tahun 2020 semester 1 dan terendahnya pada tahun 2020 semester 2 dengan nilai sebesar 3,84% dan -3,25%. Berdasarkan pada hasil perhitungan tersebut, para pelaku pasar modal dapat mengestimasi risiko investasi mana yang harus dipilih dan dapat mengambil keputusan dalam melakukan investasi.

Uji Asumsi Klasik

Hasil pengujian asumsi klasik pada keenam portofolio yang digunakan dalam penelitian yang terdiri atas portofolio *Big-High* (B/H), portofolio *Big-Medium* (B/M), portofolio *Big-Low* (B/L), portofolio *Small-High* (S/H), portofolio *Small-Medium* (S/M) dan portofolio *Small-Low* (S/L) menunjukkan bahwa seluruh portofolio telah lulus dari pengujian asumsi klasik seperti uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas dan uji multikolinieritas. Hal ini dibuktikan dengan hasil yang menunjukkan bahwa seluruh portofolio yang digunakan dalam penelitian ini telah terdistribusi secara normal, tidak menunjukkan adanya gejala autokorelasi, gejala heteroskedastisitas dan gejala multikolinearitas antar variabel.

Uji Regresi Linier Berganda

Tabel 5. Hasil Regresi Model Three Factor Fama-French

Portofolio	Ket.	Adj. R	Uji F	C	Rm-Rf	SMB	HML
Big - High	Koef.			0,3521	0,3787	-0,1236	0,6099
	t-stat			0,7280	2,9931	-1,0481	5,3595
	Prob.			0,4704	0,0045	0,3003	0,0000
	Adj. R	0,6017					
	F-stat			24,6707			
	Prob			0,0000			
Big - Medium	Koef.			0,0646	0,9561	-0,1186	0,0612
	t-stat			0,1498	8,4749	-1,1281	0,6035
	Prob.			0,8815	0,0000	0,2654	0,5492
	Adj. R	0,7409					
	F-stat			45,8006			
	Prob			0,0000			
Big - Low	Koef.			-0,1941	0,8214	-0,2121	-0,0898
	t-stat			-0,4257	6,8856	-1,9079	0,8368
	Prob.			0,6724	0,0000	0,0629	0,4072
	Adj. R	0,5778					
	F-stat			22,4410			
	Prob			0,0000			
Small - High	Koef.			-0,0939	0,8412	0,8995	0,7751
	t-stat			-0,2489	8,5219	9,7760	8,7313
	Prob.			0,8046	0,0000	0,0000	0,0000
	Adj. R	0,9406					
	F-stat			249,1312			
	Prob			0,0000			
Small - Medium	Koef.			-0,1367	0,9159	0,6583	0,3318
	t-stat			-0,2441	6,2500	4,8196	2,5178
	Prob.			0,8083	0,0000	0,0000	0,0155
	Adj. R	0,8251					
	F-stat			74,9296			
	Prob			0,0000			
Small - Low	Koef.			0,4522	0,3986	0,9880	-0,5250
	t-stat			0,7616	2,5659	6,8235	-3,7581
	Prob.			0,4503	0,0138	0,0000	0,0005
	Adj. R	0,7192					
	F-stat			41,1349			
	Prob			0,0000			

Sumber: Data diolah penulis, 2024

Merujuk pada hasil persamaan regresi keenam portofolio di atas, dapat diketahui bahwa variabel *market excess return* yang terdapat pada keenam portofolio yang digunakan menunjukkan arah pengaruh positif terhadap *excess return* saham. Hal ini menunjukkan hasil yang sama dengan hasil uji parsial (Uji t) berdasarkan angka t-statistiknya. Sedangkan pada variabel *Small Minus Big* (SMB) dan variabel *High Minus Low* (HML) menunjukkan pengaruh yang berbeda-beda pada setiap portofolionya. Berdasarkan angka koefisien dan T-statistik

sebagaimana ditampilkan di atas, variabel *Small Minus Big* (SMB) pada portofolio *Big-High* (B/H), portofolio *Big-Medium* (B/M) dan portofolio *Big-Low* (B/L) diketahui menunjukkan pengaruh negatif terhadap *excess return* saham, sedangkan pada portofolio *Small-High* (S/H), portofolio *Small-Medium* (S/M) dan portofolio *Small-Low* (S/L) variabel *Small Minus Big* (SMB) menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap *excess return* saham. Variabel *High Minus Low* (HML) menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham pada portofolio *Big-High* (B/H), portofolio *Big-Medium* (B/M), portofolio *Small-High* (S/H) dan portofolio *Small-Medium* (S/M). Sedangkan diketahui bahwa terdapat pengaruh negatif antara antara *High Minus Low* (HML) terhadap *excess return* saham pada dan portofolio *Big-Low* (B/L) dan portofolio *Small-Low* (S/L). Disamping itu, terdapat beberapa perbedaan hasil yang ditunjukkan berdasarkan angka T-statistik, yaitu variabel *High Minus Low* (HML) pada portofolio *Big-Medium* (B/M) menunjukkan tidak adanya pengaruh variabel terhadap *Excess Return saham*, dan pada portofolio *Small-Low* (S/L) menunjukkan adanya pengaruh dengan arah negatif terhadap *Excess Return saham*.

Merujuk kembali pada hasil persamaan regresi portofolio di atas, dapat diketahui signifikansi dari konstanta pada masing-masing hasil regresi portofolio menunjukkan signifikansi yang berbeda-beda. Kondisi disaat konstanta pada hasil regresi linier berganda dinyatakan tidak signifikan, hal ini dapat diartikan bahwa ketiga faktor dalam model Fama-French yang terdiri atas *Market Excess Return*, *Small Minus Big* (SMB) dan *High Minus Low* (HML) sudah memadai dalam menjelaskan variasi *return* saham tanpa perlu menambahkan faktor risiko tambahan lainnya.

Uji Simultan (Uji F)

Berdasarkan pada hasil analisis yang ditunjukkan pada tabel 5, dapat diketahui pada keenam portofolio yang terbentuk menunjukkan bahwa seluruh variabel independen yang digunakan dalam penelitian yaitu *Market Excess Return*, *Small Minus Big* (SMB) dan *High Minus Low* (HML) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *excess return* saham. Hal ini dibuktikan dengan hasil statistik yang menunjukkan nilai *F-Statistic* pada masing-masing portofolio lebih besar daripada nilai *F-Tabel* (2,82), serta nilai probabilitas yang menunjukkan angka tidak lebih dari 0,05 pada semua portofolio yang diteliti.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Merujuk pada hasil analisis yang ditampilkan dalam tabel 5 mengenai nilai *Adjusted R Square* yang dilakukan pada keenam portofolio terbentuk, dapat disimpulkan bahwa seluruh portofolio yang diteliti yaitu bahwa portofolio *Big-High* (B/H), portofolio *Big-Medium* (B/M), portofolio *Big-Low* (B/L), portofolio *Small-High* (S/H), portofolio *Small-Medium* (S/M) dan portofolio *Small-Low* (S/L) menunjukkan nilai *Adjusted R Square* melebihi 50% (0,5). Nilai tersebut dapat diartikan bahwa seluruh portofolio yang diteliti memiliki kemampuan yang baik dalam menjelaskan variabel dependen dalam penelitian.

Uji Parsial (Uji t)

Hasil uji parsial (Uji t) yang ditunjukkan pada tabel 5, menunjukkan bahwa variabel *Market Excess Return* memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap *excess return* saham pada keenam portofolio yang terbentuk, yaitu portofolio *Big-High* (B/H), portofolio *Big-Medium* (B/M), portofolio *Big-Low* (B/L), Portofolio *Small-High* (S/H), portofolio *Small-Medium* (S/M) dan portofolio *Small-Low* (S/L). Hal ini dibuktikan dengan hasil analisis uji t yang menunjukkan nilai *T-Statistic* lebih besar daripada *T-Tabel* (2,0157), serta nilai probabilitas yang tidak lebih dari 5% (0,05) pada seluruh portofolio yang digunakan.

Variabel *Small Minus Big* (SMB) dalam penelitian menunjukkan pengaruh yang berbeda-beda pada setiap portofolionya. *Small Minus Big* (SMB) menunjukkan tidak adanya pengaruh terhadap *excess return* saham pada portofolio dari perusahaan yang memiliki nilai kapitalisasi

pasar besar seperti pada portofolio *Big-High* (B/H), *Big-Medium* (B/M), dan portofolio *Big-Low* (B/L). sedangkan pada portofolio dari perusahaan yang memiliki nilai kapitalisasi pasar kecil seperti pada portofolio *Small-High* (S/H), *Small-Medium* (S/M) dan *Small-Low* (S/L) menunjukkan bahwa variabel *Small Minus Big* (SMB) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham.

Variabel *High Minus Low* (HML) dalam penelitian ini menunjukkan pengaruh yang tidak konsisten dan berbeda-beda pada setiap portofolionya. *High Minus Low* (HML) menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham pada portofolio yang memiliki nilai *book-to-market ratio* tinggi dan menengah, seperti pada portofolio *Big-High* (B/H), portofolio *Small-High* (S/H) dan portofolio *Small-Medium* (S/M). Pada portofolio dengan nilai *book-to-market ratio* menengah dan rendah, seperti pada portofolio *Big-Medium* (B/M) dan portofolio *Big-Low* (B/L) variabel *High Minus Low* (HML) menunjukkan tidak adanya pengaruh terhadap *excess return* saham. Pada Portofolio *Small-Low* (S/L) menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan antara *High Minus Low* (HML) terhadap *excess return saham*.

Pengaruh *Market Excess Return* Terhadap *Excess Return* Saham

Berdasarkan penjelasan mengenai hasil analisis yang telah dilakukan sebelumnya dalam penelitian ini, diketahui bahwa secara parsial melalui hasil uji t variabel *market excess return* memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap *excess return* saham pada keenam portofolio yang terbentuk, yaitu portofolio *Big-High* (B/H), portofolio *Big-Medium* (B/M), portofolio *Big-Low* (B/L), Portofolio *Small-High* (S/H), portofolio *Small-Medium* (S/M) dan portofolio *Small-Low* (S/L). Hal ini dinyatakan dengan kesesuaian hasil analisis uji t yang menunjukkan nilai *T-statistic* lebih besar daripada *T-tabel* dengan nilai probabilitas yang tidak lebih dari 5% pada seluruh portofolio yang digunakan. Berdasarkan pada hasil analisis tersebut, maka hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang dibangun terbukti dan variabel *market excess return* secara parsial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham portofolio.

Arah pengaruh positif yang terjadi antara variabel *market excess return* terhadap *excess return* saham mengartikan apabila *market excess return* bernilai semakin tinggi, maka nilai *excess return* saham portofolio juga akan tinggi, sehingga *return* saham yang didapatpun akan semakin tinggi dan begitupun sebaliknya. Hubungan signifikan antara *market excess return* dengan *excess return* saham mengartikan bahwa terdapat korelasi yang menunjukkan kekuatan dan arah hubungan linier antara keduanya. Secara teoritis, pengaruh *market excess return* yang menunjukkan hubungan positif dan signifikan terhadap *excess return* saham mendukung teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), karena hal itu menunjukkan hubungan positif dan signifikan antara risiko sistematis dan keuntungan yang diharapkan. *Market excess return* merupakan suatu risiko premium (*risk premium*) yang diperlukan untuk menghadapi risiko sistematis yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi portofolio. Risiko sistematis ini merupakan komponen dari premium risiko saham (ERP) yang digunakan dalam CAPM. Jika *market excess return* positif dan signifikan, maka premium risiko saham (ERP) juga akan positif dan signifikan, maka hal ini akan mempengaruhi keuntungan yang diharapkan (*return*).

Hasil penelitian yang dilakukan ini sesuai dengan beberapa penelitian terdahulu yang pernah dilakukan seperti penelitian Nurkholik (2019), Agathia (2022), Fama-French (2012), Indragiri (2021), Yuki (2022), Citra *et al* (2017) dan Putri, *et al* (2020) yang menghasilkan bahwa *market excess return* menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap *excess return* saham. Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Lestari *et al* (2015), Triani (2012) dan Indriyani (2021) yang menyatakan bahwa *market excess return* tidak berpengaruh terhadap *excess return*.

Pengaruh *Small Minus Big* (SMB) Terhadap *Excess Return* Saham

Berdasarkan pada hasil analisis yang sudah diketahui sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa *Small Minus Big* (SMB) dalam penelitian ini memiliki pengaruh yang berbeda-beda terhadap *excess return* saham dengan tingkat signifikansi yang lebih tinggi pada kelompok portofolio *small*. Hal ini secara teori sejalan dengan penelitian yang dilakukan Fama & French (1993) yang menunjukkan bahwa *slope Small Minus Big* (SMB) lebih besar pada portofolio dari perusahaan kecil dibandingkan dengan *Slope Small Minus Big* (SMB) pada portofolio perusahaan besar. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pada saham perusahaan kecil (*small firm size*) rata-rata memiliki imbal hasil berisiko (*risk adjusted return*) yang lebih tinggi dibandingkan pada saham perusahaan besar (*big firm size*), fenomena ini sering disebut sebagai *size effect*.

Merujuk pada hasil analisis dengan uji t yang dijelaskan sebelumnya, variabel Small Minus Big (SMB) dalam Model Three Factor Fama-French pada penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial Small Minus Big (SMB) tidak berpengaruh terhadap *excess return* saham pada portofolio perusahaan dengan high market capitalization seperti portofolio Big-High (B/H), Big-Medium (B/M), dan portofolio Big-Low (B/L). Sedangkan pada portofolio perusahaan dengan low market capitalization seperti portofolio Small-High (S/H), Small-Medium (S/M) dan Small-Low (S/L) menunjukkan bahwa variabel Small Minus Big (SMB) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham.

Pengaruh positif dan signifikan antara *Small Minus Big* (SMB) terhadap *excess return* saham ini dapat dijadikan sebagai salah satu pertimbangan seorang investor sebagai pihak yang memiliki modal dalam melakukan kegiatan investasi untuk memprediksi bagaimana investasinya akan dilakukan. Berdasarkan hasil tersebut diketahui bahwa seorang investor yang hendak menginvestasikan hartanya, alangkah baiknya untuk memilih saham dari perusahaan yang berukuran kecil, karena perusahaan berukuran kecil cenderung akan memiliki risiko yang lebih besar, sebab *small firm* dipandang kurang kuat dalam menghadapi krisis dan risiko terjadinya kebangkrutan, sehingga para investor akan mengharapkan *return* yang dihasilkan lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan yang berukuran besar. Pemilihan perusahaan kecil juga dinilai karena, pada umumnya perusahaan kecil akan menggunakan keuntungannya untuk melakukan ekspansi bisnis, yang mana hal ini dilakukan untuk meningkatkan proyeksi *return* saham sebagai bentuk kompensasi atas risiko yang diterima oleh para investor, sehingga menimbulkan sentimen positif yang mengakibatkan saham dari *small firm* banyak diminati oleh calon investor.

Pada portofolio *Big-High* (B/H), portofolio *Big-Medium* (B/M), dan portofolio *Big-Low* (B/L), menunjukkan bahwa tidak adanya pengaruh antara variabel *Small Minus Big* (SMB) terhadap *excess return* saham. Dalam hal ini, mengacu pada hasil penelitian yang menunjukkan bahwa setelah menambahkan variabel *Small Minus Big* (SMB) ke dalam suatu model faktor risiko, *Small Minus Big* (SMB) tidak menunjukkan adanya pengaruh signifikan atau tidak menimbulkan dampak yang dapat diandalkan terhadap *excess return* saham pada perusahaan-perusahaan dalam kategori *big-size*. Dalam analisis faktor seperti *Model Three Factor Fama French*, jika variabel *Small Minus Big* (SMB) menunjukkan tidak terdapat pengaruh terhadap *excess return* saham dalam portofolio dengan kapitalisasi besar, hal ini menunjukkan bahwa model faktor tersebut perlu disesuaikan dengan faktor-faktor tambahan yang lebih relevan dalam konteks kapitalisasi pasar. Secara keseluruhan, ketidakadaan pengaruh antara *Small Minus Big* (SMB) terhadap *excess return* saham dalam portofolio *big-size* menunjukkan bahwa investor atau para pelaku pasar modal lainnya perlu mempertimbangkan faktor-faktor risiko lainnya atau memperhatikan karakteristik khusus dari saham-saham *big-size* dalam analisis investasi yang akan dilakukannya. Hal ini dilakukan untuk membantu seorang investor dalam membangun strategi investasi yang lebih sesuai dengan tujuan dan profil risiko yang diinginkan.

Beberapa penelitian terdahulu yang sesuai dengan hasil penelitian ini ialah penelitian yang dilakukan oleh Citra *et al* (2017), Putri *et al* (2020), Hardianto & Suherman (2009) serta Mulya *et al* (2019) yang menyatakan bahwa variabel *Small Minus Big* (SMB) menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* pada portofolio yang memiliki kapitalisasi

pasar kecil (*Small*) dan menunjukkan pengaruh negatif terhadap *excess return* pada portofolio dengan kapitalisasi pasar besar (*Big*). Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan beberapa penelitian terdahulu seperti Indriyani (2021), Husaini (2021) dan Fitriani (2019) yang menyatakan bahwa variabel *Small Minus Big* (SMB) tidak berpengaruh terhadap *excess return* saham pada keseluruhan portofolio.

Pengaruh *High Minus Low* (HML) Terhadap *Excess Return* Saham

Melihat pada hasil analisis uji t yang telah dijelaskan sebelumnya, dapat diketahui bahwa secara parsial variabel *High Minus Low* (HML) menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham pada portofolio yang cenderung memiliki nilai *book-to-market* tinggi ke medium seperti pada portofolio *Big-High* (B/H), portofolio *Small-High* (S/H) dan portofolio *Small-Medium* (S/M). Sedangkan pada portofolio dengan nilai *book-to-market* medium sampai ke rendah seperti pada portofolio *Big-Medium* (B/M), dan portofolio *Big-Low* (B/L) variabel *High Minus Low* (HML) tidak berpengaruh terhadap *excess return* saham. Serta dalam portofolio *Small-Low* (S/L) variabel *High Minus Low* (HML) menunjukkan adanya pengaruh dengan arah negatif dan signifikan terhadap *excess return* saham.

Pengaruh positif antara *High Minus Low* (HML) terhadap *excess return* saham secara teori sejalan dengan penelitian Fama-French (1992) dan membuktikan tentang value effect (efek nilai). Hal ini menunjukkan bahwa saham dengan karakteristik value stock cenderung menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham dengan karakteristik growth stock. Kondisi ini terjadi karena jika nilai pasar saham suatu perusahaan menunjukkan nilai yang lebih rendah dibandingkan dengan nilai bukunya, maka hal ini dapat memperlihatkan prospek kerja suatu perusahaan tersebut di masa depan, dan akan memperkirakan perusahaan tersebut akan mengalami kegagalan serta prediksi terjadinya kerugian dalam perusahaan tersebut sehingga dapat memberikan sentimen negatif para investor yang akan melakukan investasi. Maka dari itu, perusahaan dengan karakteristik value stock akan memiliki risiko yang lebih tinggi sehingga return yang diharapkan oleh para investor pun akan lebih tinggi. Merujuk pada teori ini, maka di dalam strategi investasi seorang investor sebaiknya memilih saham yang berasal dari perusahaan dengan nilai fundamental seperti perusahaan dengan rasio *book-to-market* tinggi (value stock), karena perusahaan tersebut akan memberikan pengembalian yang lebih tinggi bagi investor.

Pada portofolio *Small-Low* (S/L) menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan. Pengaruh negatif antara *High Minus Low* (HML) terhadap *excess return* saham pada portofolio *Small-Low* (S/L) mengindikasikan bahwa kinerja *excess return* saham pada portofolio saham rasio *value* relatif lebih rendah dibandingkan dengan saham rasio *growth*. Dalam konteks ini, portofolio saham yang terdiri dari saham-saham perusahaan dengan karakteristik *growth stock* mungkin akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan portofolio saham yang terdiri dari saham-saham dengan karakteristik *value stock*. Disamping itu, kedua variabel tersebut memiliki hubungan yang kuat dan dapat diandalkan. Maka dari itu, untuk beberapa investor yang menggunakan strategi berbasis *High Minus Low* (HML), pengaruh negatif yang terjadi mungkin menunjukkan bahwa strategi investasi yang berfokus pada saham *value* tidak efektif pada sampel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu perusahaan LQ45 yang merupakan perusahaan dengan saham kapitalisasi tinggi. Sehingga, investor dapat mempertimbangkan kembali keputusannya untuk mengalokasikan investasi yang mereka tanamkan pada saham-saham dari perusahaan dengan karakteristik *value stock* dengan mencari peluang investasi yang lebih menguntungkan pada saham lain, seperti mengalokasikan dananya pada perusahaan *growth stock*, sehingga memungkinkan investor akan dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi.

Pada portofolio *Big-Medium* (B/M) dan portofolio *Big-Low* (B/L) variabel *High Minus Low* (HML) tidak berpengaruh terhadap *excess return* saham. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan yang berukuran besar dengan nilai *book-to-market* ratio menengah dan

rendah tidak dipengaruhi secara signifikan oleh variabel High Minus Low (HML) dalam menentukan excess return sahamnya. Kondisi ini juga menunjukkan bahwa tidak ada hubungan signifikan antara variabel High Minus Low (HML) dengan excess return saham. Berdasarkan hasil tersebut, meskipun variabel High Minus Low (HML) diketahui tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap excess return saham pada kedua portofolio tersebut, namun hal ini tidak berarti bahwa variabel High Minus Low (HML) sama sekali tidak relevan atau tidak perlu dipertimbangkan. Dalam prakteknya, investor tetap dapat mempertimbangkan faktor High Minus Low (HML) sebagai salah satu dari berbagai faktor dalam membangun strategi investasi mereka dengan memperhatikan kemungkinan pengaruh atau relevansi variabel tersebut dalam konteks yang lebih luas atau dalam situasi yang berbeda. Selain itu, investor juga dalam membentuk portofolio investasi dapat mempertimbangkan faktor-faktor selain High Minus Low (HML), seperti momentum, volatilitas, profitabilitas manajemen dan faktor-faktor lain yang terbukti berpengaruh dalam menentukan return saham.

Hasil penelitian ini sesuai dengan beberapa penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Citra *et al* (2017), Putri *et al* (2020), Hardianto & Suherman (2009) serta Mulya *et al* (2019) yang menyatakan bahwa ditemukannya arah pengaruh dari variabel *High Minus Low* (HML) yang beragam pada setiap portofolionya, *High Minus Low* (HML) berpengaruh positif pada portofolio yang memiliki nilai *Book-to-market ratio* tinggi seperti pada portofolio B/H, S/H dan S/M, dan berpengaruh negatif pada portofolio yang memiliki nilai *Book-to-market ratio* rendah seperti pada portofolio B/M, B/L dan S/L. Disamping itu, terdapat ketidaksesuaian antara hasil penelitian ini dengan penelitian seperti Husaini (2021) dan Fitriani (2019) yang menyatakan bahwa variabel *High Minus Low* (HML) tidak berpengaruh terhadap *excess return* saham pada keseluruhan portofolio, dan menyatakan bahwa *High Minus Low* (HML) tidak dapat menjelaskan pengaruh *excess return* saham dengan baik.

Pengaruh *Market Excess Return*, *Small Minus Big* (SMB) dan *High Minus Low* (HML) Terhadap *Excess Return* Saham

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan pada *Model Three Factor Fama-French* dalam penelitian ini yang terdiri atas *Market Excess Return*, *Small Minus Big* (SMB) dan, *High Minus Low* (HML) dalam analisis uji simultan (Uji F) pada keenam portofolio yang terbentuk menghasilkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari *Model Three Factor Fama-French* terhadap *excess return* saham pada semua portofolio yang diteliti. Hal ini dibuktikan dengan hasil uji F yang menunjukkan bahwa nilai F-hitung pada penelitian lebih besar dibandingkan dengan nilai F-tabel dalam penelitian ini, serta nilai probabilitas yang menunjukkan angka tidak lebih dari 0,05 pada semua portofolio yang diteliti. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa *Model Three Factor Fama-French* secara bersama-sama dalam penelitian ini dianggap berpengaruh signifikan serta mampu menjelaskan *excess return* dengan baik pada semua portofolio yang digunakan dalam penelitian.

Merujuk pada hasil analisis koefisien determinasi yang diperoleh dari uji analisis *Adjusted R Square*, menunjukkan bahwa seluruh portofolio yang diteliti memiliki tingkat dan kemampuan yang berbeda-beda dalam menjelaskan variabel dependen. Nilai *Adjusted R Square* digunakan sebagai indikator untuk mengukur kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen. Nilai *Adjusted R Square* pada portofolio *Big-Low* (B/L) sebesar 57,78%; pada portofolio *Big-High* (B/H) sebesar 60,17%; pada portofolio *Small-Low* (S/L) sebesar 71,92%; pada portofolio *Big-Medium* (B/M) sebesar 74,09%; pada portofolio *Small-Medium* (S/M) sebesar 82,51%; dan pada portofolio *Small-High* (S/H) sebesar 94,06%.

Dalam penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa *Model Three Factor Fama-French* secara umum dapat menjelaskan variasi dalam *excess return* saham dengan baik serta merupakan *asset pricing model* yang sesuai untuk digunakan dalam mengestimasi *excess return* saham. Hal ini dibuktikan dengan hasil analisis yang menunjukkan nilai *Adjusted R Square* berada di angka lebih

dari 50% pada keenam portofolio yang diteliti. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai *Adjusted R Square* tertinggi terdapat pada portofolio *Small-High (S/H)* yaitu sebesar 94,06%, hal ini mengindikasikan bahwa *Model Three Factor Fama-French* ini mampu menjelaskan *excess return* saham lebih baik pada portofolio *Small-High (S/H)*. Hal ini menunjukkan bahwa pada perusahaan-perusahaan yang berukuran kecil dengan nilai *book-to-market ratio* tinggi dapat

Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dapat diketahui bahwa seluruh variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini (*Market Excess Return*, *Small Minus Big (SMB)* dan *High Minus Low (HML)*) dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan seorang investor dalam menentukan keputusan akuratnya untuk memprediksi tingkat *excess return* saham dalam investasinya.

Hasil ini menunjukkan adanya kesesuaian dengan hipotesis yang dibangun dalam penelitian ini. Sehingga penelitian ini sejalan dengan penelitian Pasaribu (2009), Aprilia (2022), Susanti (2013), Yoanita (2022) yang menyatakan bahwa secara simultan faktor-faktor yang terdapat dalam *Fama-French Three Factor Model* memiliki pengaruh signifikan terhadap *excess return* saham. Pada penelitian yang dilakukan oleh Husaini (2021) menyatakan bahwa secara simultan ketiga variabel yaitu *market excess return*, *Small Minus Big (SMB)* dan *High Minus Low (HML)* tidak berpengaruh terhadap *excess return* saham pada keseluruhan portofolio yang terbentuk, sehingga hasil penelitian tersebut tidak sesuai dengan hasil yang dilakukan dalam penelitian ini.

KESIMPULAN

Market Excess Return secara parsial menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham pada keseluruhan portofolio yang terbentuk dalam penelitian. Hal ini mengindikasikan bahwa apabila nilai market excess return tinggi, maka tingkat return pada setiap portofolionpun akan ikut meningkat. Small Minus Big (SMB) secara parsial menunjukkan adanya pengaruh beragam terhadap *excess return* saham pada seluruh portofolio yang diteliti. Variabel Small Minus Big (SMB) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham pada portofolio yang memiliki nilai kapitalisasi pasar kecil, yaitu pada portofolio Small-High (S/H), portofolio Small-Medium (S/M), dan portofolio Small-Low (S/L). Hal ini berarti bahwa dalam portofolio tersebut, perusahaan Small-Size memiliki tingkat return lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan Big-Size. High Minus Low (HML) secara parsial menunjukkan adanya pengaruh beragam terhadap *excess return* saham pada keseluruhan portofolio yang diteliti. Variabel High Minus Low (HML) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham pada portofolio saham dengan karakteristik value stock yaitu pada portofolio Big-High (B/H), portofolio Small-High (S/H) dan portofolio Small-Medium (S/M). Hal ini menunjukkan bahwa return dari portofolio tersebut cenderung lebih tinggi ketika saham perusahaan-perusahaan dengan karakteristik value stock mengungguli saham-saham dengan karakteristik growth stock. Berdasarkan hasil uji F dan uji koefisien determinasi, Model Three Factor Fama French secara bersama-sama dianggap berpengaruh signifikan serta mampu menjelaskan *excess return* saham dengan baik pada seluruh portofolio yang diteliti dengan nilai koefisien tertinggi sebesar 94,06% terdapat pada portofolio Small-High (S/H). Hal ini mengindikasikan bahwa Model Three Factor Fama French juga dianggap mampu untuk digunakan dalam mengestimasi *excess return* saham. Sehingga, berdasarkan hasil penelitian tersebut maka dapat disimpulkan bahwa keenam portofolio terbentuk yang digunakan dalam penelitian ini dapat digunakan sebagai landasan dalam pengambilan keputusan investasi berdasarkan strategi penilaian saham menggunakan *Model Three Factor Fama-French*.

DAFTAR PUSTAKA

- Agestia, D., Khairunnisa. (2013). Pengaruh *Firm Size*, *Price Earning Ratio* dan *Book to Market Ratio* Terhadap Return Saham (Studi kasus pada perusahaan LQ45 periode 2011-2013). *Jurnal Telkom University* [online].
- Apergis, N., Artikis, P., & Sorros, J. (2011). Asset pricing and foreign exchange risk. *Research in International Business and Finance*. Vol. 25, p. 308-328
- Boamah, N.A. (2015). *Robustness of the Carhart Four-Factor and Fama-French Three Factor Models on the South African Stock Market*. *Review of Accounting and Finance*. Vol. 14, p. 413-430.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2006). *Investment*. Jakarta: Salemba Empat
- _____ (2011). *Investment and Portfolio Management*. Global Edition. New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Candika, Yossy Imam. (2017). Pengujian Kekuatan Model Carhart Empat Faktor Terhadap Excess Return Saham di Indonesia. *The Indonesian Journal of Applied Business*. Vol. 1, No.1
- Effendy, M. I. (2016). Pengaruh Excess Return Saham Berdasarkan Fama French Three Factors Model (Studi Pada Perusahaan Sektor Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya* [Online]. Vol. 9 (2). Tersedia di: <https://jimfeb.ub.ac.id/index.php/jimfeb/article/view/7266/6254> [Diakses pada tanggal 15 Juni 2023].
- Fama, E.F., & French, K.R. (1992). *The Cross Section of Expected Stock Returns*. *The Journal of Finance*. Vol. 47, No.2. p. 427-465
- _____. (1993). *Common Risk Factors in The Returns on Stocks and Bonds*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, p. 3-56.
- _____. (1995). *Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Return*. *The Journal of Finance*, [online] Vol. 50, p.131-155.
- _____. (1996). *Multifactor Explanation of Asset Pricing Anomalies*. *The Journal of Finance*. Vol 51. P 55-84
- _____. (2012). *Size, value and momentum in International Stock Returns*. *Journal of Finance Economics*. Vol. 105, p.457-472
- Fawziah, S. (2016). *Pengaruh Fama-French Three Factor Model Terhadap Return Saham*. Skripsi. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Gunathilaka, C., Jais, M., Balia, S.S., Abidin, A. Z., & Manaf, K. B. A. (2017). Reserved Size, Book-to-Market and Momentum Effects: A Reviews of Malaysian Equity Returns Behavior. *Advanced Science Letters*. Vol.23, No. 1, p. 15-19
- Hanauer, M. X., & Linhart, M. (2015). Size, value, and momentum in Emerging Market Stock Returns: Intergrated or Segmented Pricing? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. Vol. 44, p. 175-214
- Husaini, P. (2021). *Pengaruh Fama French Three Factor Model Terhadap Excess Return Saham Pada Perusahaan LQ-45 Periode 2017-2021*. Skripsi. Universitas Pakuan.

- Hutajulu, A. T., & Evita, P. (2019). Analisis Pengaruh CAPM, Beta, *Firm Size*, *Book to Market Ratio* dan Momentum Terhadap *Return Saham*. *Journal Accounting and Finance*. Vol. 3, No.2, P 1-10.
- Jiao, W., & Lilti, J. J. (2011). *Whether Profitability and Investment Factors Have Additional Explanatory Power Comparing with Fama-French Three Factor Model: Empirical Evidence on Chinese A-share Stock Market*. *Chinese Finance and Economic Review*. Vol. 5, No.1, P. 1-19.
- Namira, F., & Nugroho, B.Y. (2016). Effect of Enterprise Multiple on Stock Return Non-Financial Companies in Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Administrative Science & Organization*. Vol.23, No.2, p. 86-94
- Novak, Jiri & Dalibor Petr. (2010). CAPM, Beta, Size, Book-to-market, and Momentum in Realized Stock Returns. *Journal of Economics and Finance*, 447-460.
- Mulya Y., Zaini, O.K., & Ramdani, S.H. (2019). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Excess Return* dengan Pendekatan Model Tiga Faktor Fama-French. *FMI Samarinda*. Vol. 56
- Nurkholik, A. (2019). Pengujian Tiga *Asset Pricing Model* Terhadap *Excess Return* Portofolio Pada Negara Berkembang di ASEAN. *Portal Jurnal UNJ*. [online]. Tersedia di: <https://journal.unj.ac.id/unj/index.php/jdmb/article/view/10139> [Diakses pada tanggal 27 November 2023].
- Pasaribu, R. (2009). "Model Fama dan French Sebagai Pembentukan Portfolio Saham di Indonesia". *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, [online] vol. 9 (1), pp. 1-12. <https://doi.org/10.20961/jab.v9i1.85> [diakses pada 5 Oktober 2023].
- Putri, A. Et al. (2021). Pengaruh Fama-French Three Factor Model Terhadap *Excess Return Saham* Pada Perusahaan LQ45 Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019. *Jurnal Online Mahasiswa (JOM) Bidang Manajemen* [Online]. Vol. 6 (3). Tersedia di: <https://jom.unpak.ac.id/index.php/ilmumanajemen/article/view/1746> [Diakses pada tanggal 15 Juni 2023].
- Sudiyatno, B., & Irsad, M. (2011). Menguji Model Tiga Faktor Fama dan French dalam Mempengaruhi *Return Saham* Studi Pada Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. P 126-136.
- Surono, Y. (2017). Memprediksi *Return Saham*: Keakuratan 2 (Dua) Model Fama French dan CAPM. *Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis*. 117-132
- Susanti, N. (2013). Pengujian *Fama French Three Factor Model* Pada Perusahaan di Indonesia yang Sahamnya Terdapat di LQ45 Tahun 2005-2009. [Diakses pada tanggal 10 Juni 2023]
- Voung, N. B., & Vu, T. T. Q. (2017). Size, Value and Momentum in Stock Returns: The Case of Latin American Emerging Markets. *The IEB International Journal of Finance*. Vol. 17, p. 82-103.