

PENDEKATAN *THREE FACTOR MODEL* PADA SEKTOR *PROPERTY, REAL ESTATE*, DAN KONSTRUKSI BANGUNAN

Erric Wijaya, Farihah Sadria

STIE Indonesia Banking School, Indonesia

*E-mail korespondensi : erric.wijaya@ibs.ac.id

Informasi Artikel

ABSTRACT

Received: 14 Aug 2019

Revised : 18 Sept 2019

Accepted : 25 Oct 2019

Online: 30 Oct 2019

Keywords: *Capital Asset Pricing Model, Fama-French Three Factor Model, Portfolios, Stock Returns*

Tipe Artikel : Research paper



Diterbitkan oleh Fakultas
Ekonomi Universitas Islam
Attahiriyah

The purpose of this study is to prove the asset valuation model by combining the size factor and book to market equity (BE / ME) with the risk premium (beta) factor in the capital asset pricing model (CAPM). The research sample is the property sector, real estate, and building construction companies on the Indonesia Stock Exchange in the 2014-2017 period. The proposed method offers investors to develop optimal portfolio strategies, and also provides another perspective for portfolio managers to increase stock returns by investing in small capitalized companies. The results obtained show that the power in explaining the Fama-French Three Factor Model only applies significantly to the risk premium (beta) and book to market equity (BE / ME), but not to size.

Tujuan penelitian ini untuk membuktikan model penilaian aset dengan mengkombinasikan faktor size dan book to market equity (BE/ME) dengan faktor premi risiko (beta) pada capital asset pricing model (CAPM). Sampel penelitian yaitu perusahaan sektor property, real estate, dan konstruksi bangunan di BEI periode 2014-2017. Metode yang diusulkan menawarkan para investor untuk membangun strategi portofolio yang optimal, dan juga memberikan pandangan lain untuk manajer portofolio agar dapat meningkatkan return saham dengan menginvestasikannya pada perusahaan yang berkapitalisasi kecil. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa kekuatan dalam menjelaskan Fama-French Three Factor Model hanya berlaku secara signifikan pada premi risiko (beta) dan book to market equity (BE/ME), namun tidak pada size.

To cite this article: Wijaya, E., & Sadria, F. (2019). PENDEKATAN *THREE FACTOR MODEL* PADA SEKTOR *PROPERTY, REAL ESTATE*, DAN KONSTRUKSI BANGUNAN. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis (JRMB) Fakultas Ekonomi UNIAT*, 4(3), 491-502 .
DOI: <https://doi.org/10.36226/jrmb.v4i3.289>

To link this article: <http://jrmb.ejournal-feuniat.net/index.php/JRMB/article/view/289>

1. Pendahuluan

Pertumbuhan ekonomi menurut Todaro (2015) merupakan sebuah proses peningkatan output dari waktu ke waktu yang menjadi indikator penting untuk mengukur keberhasilan pembangunan suatu negara. Oleh karena itu identifikasi berbagai macam faktor yang mempengaruhinya termasuk peran pemerintah menjadi menarik untuk dikaji lebih dalam. Pertumbuhan ekonomi dengan berbasis indikator GDP untuk negara Indonesia mayoritas mempunyai kontribusi tertinggi pada tingkat konsumsi. Keadaan ini merupakan hal yang lumrah mengingat negara Indonesia memiliki tingkat populasi penduduk yang tinggi. Pertumbuhan ekonomi yang ditopang oleh konsumsi tidaklah ideal, karena kualitas pertumbuhan ekonomi yang baik harusnya ditopang oleh kegiatan investasi. Berdasarkan data dari Badan Pusat Statistik (2017) bahwa kondisi perekonomian global hingga triwulan II tahun 2017 mengalami peningkatan. Hal ini disebabkan perekonomian di negara-negara maju dan negara-negara berkembang pada umumnya membaik.

Saat ini Indonesia sedang menjalani proyek MRT dan LRT dan diperkirakan akan selesai pada awal tahun 2019, hal tersebut tentu merupakan dorongan dalam segi konstruksi dan investasi seperti data Bank Indonesia. Tentunya para investor pun tidak ingin melewatkan kesempatan untuk ikut di dalam proyek tersebut mengingat proyek ini merupakan proyek yang besar. Melihat perkembangan ekonomi yang semakin pesat menuntut setiap investor untuk melakukan investasi dengan tepat, sehingga tingkat pengembalian atau pendapatan yang merupakan tujuan utama masing-masing investor dapat tercapai sesuai dengan yang sudah ditargetkan. Setiap investasi yang dilakukan harus melihat terlebih dahulu beberapa faktor, baik faktor kondisi ekonomi maupun faktor keadaan-keadaan yang mempengaruhi kondisi ekonomi itu sendiri, juga keadaan perusahaan atau organisasi yang akan dijadikan tempat untuk menginvestasikan dananya tersebut. (Sutisman, 2013).

Analisa portofolio merupakan hal yang sangat penting bagi setiap investasi karena dapat digunakan sebagai dasar untuk melakukan diversifikasi saham sehingga dapat menghasilkan suatu komposisi yang efisien berarti *expected return* (pengembalian yang diharapkan) yang maksimal pada tingkat risiko atau tingkat risiko minimal yang menghasilkan *return* tertentu. Investor menanamkan modalnya dengan membeli saham perusahaan yang telah *go public*. Namun, investor terkadang mengalami kesulitan untuk memprediksi saham mana yang menghasilkan keuntungan besar dengan risiko yang kecil. Sehingga, untuk menghitung tingkat keuntungan (*return*) dengan risiko (*risk*) sekuritas yaitu menggunakan metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Metode CAPM menjelaskan keseimbangan antara tingkat risiko yang sistematis dan tingkat keuntungan yang disyaratkan sekuritas portofolio. Tujuan penggunaan CAPM adalah memberikan prediksi yang tepat mengenai hubungan antara resiko suatu asset dengan *return* yang diharapkan, juga menentukan harga suatu aset. Oleh karena itu CAPM dapat digunakan untuk memperkirakan keuntungan suatu sekuritas yang dianggap sangat penting. Penggunaan konsep CAPM berdasarkan pada asumsi bahwa pasar modal adalah efisien yaitu semua asset dapat dibagi-bagi secara sempurna dan dapat diperjualbelikan setiap saat, artinya investor dapat melakukan jual beli saham setiap saat (Hidayati et al, 2014).

Dalam mengevaluasi *return* saham pada perusahaan terdapat faktor-faktor determinan yang mempengaruhi, hal ini dipelopori oleh Eugene Fama dan Kenneth French pada tahun 1992. Bahwa faktor lain dalam mengevaluasi *return* saham pada perusahaan selain risiko pasar (*beta*), yaitu *size effect*, dan *value effect*. *Size effect* mengacu pada *small-cap stock* dan *large-cap stock* yang dimana faktor tersebut akan mengetahui tingkat *return* mana yang lebih besar, lalu terdapat *value effect* yang mengacu pada perusahaan yang memiliki *high to-book-market* dan *low to-book-market*.

Fama & French (1995) menggunakan tiga faktor yang menjelaskan *return* portofolio saham yang dibuat berdasarkan resiko pasar, ukuran perusahaan (*size*) dan *book-to-market equity*. Fama & French mengemukakan bahwa perusahaan dengan *high book-to-market equity* (*value stocks*) memberikan *return* yang lebih tinggi dibanding dengan *low book-to-market equity* (*growth stocks*)

di 12 pasar modal, dan perusahaan dengan *small stocks* memberikan *return* lebih tinggi dari pada *large stocks* di 11 pasar modal. Fama dan French percaya bahwa dengan ketiga dimensi *return* yang independen tersebut akan menunjukkan tingkat *expected return* yang lebih akurat dibandingkan dengan *pricing model* sebelumnya yang dinilai tidak selalu memberikan hasil yang konkrit. Hal tersebut juga telah terbukti observasi oleh mereka pada perusahaan di Amerika untuk mencerminkan eksposur portofolio dengan hasil yang positif.

Penelitian yang dilakukan oleh Blanco (2012), Irawan (2012), dan Eraslan (2013) menyatakan bahwa premi resiko (*beta*) berpengaruh positif signifikan terhadap *expected return*. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rachmawati (2015) menyatakan bahwa premi risiko (*beta*) berpengaruh negatif terhadap *expected return*. Kemudian, hasil penelitian yang dilakukan oleh Xie (2016) dan Sudiyatno (2011) premi risiko (*beta*) tidak berpengaruh terhadap *expected return*. Penelitian yang dilakukan oleh Xie (2016), Blanco (2012), Irawan (2012), Sudiyatno (2011), dan Eraslan (2013) menyatakan bahwa *size premium* berpengaruh positif terhadap *expected return*. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Eraslan (2013) dan Rachmawati (2015) menyatakan bahwa *size premium* berpengaruh negatif terhadap *expected return*. Untuk *variable book to market equity ratio (value premium)*. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Xie (2016), Rachmawati (2015), Irawan (2012), Blanco (2012), dan Eraslan (2013) menyatakan bahwa *book to market equity ratio (value premium)* berpengaruh positif signifikan terhadap *expected return*. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sudiyatno (2011) menyatakan bahwa *book to market equity ratio (value premium)* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *expected return*.

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan, maka yang menjadi pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : (1) apakah dalam *Fama–French 3 Factor Model*, faktor premi resiko (*beta*) berpengaruh positif terhadap *expected return*?; (2) apakah dalam *Fama–French 3 Factor Model*, faktor *size premium* (SMB) berpengaruh positif terhadap *expected return*?; (3) apakah dalam *Fama–French 3 Factor Model*, faktor *book to market equity ratio (value premium)* (HML) berpengaruh positif terhadap *expected return* ?

Adapun tujuan penelitian adalah menguji penerapan *three factor model* yang terdiri dari faktor premi resiko, faktor atas premium, dan faktor *book to market equity ratio/value premium* terhadap *expected return*. Penelitian ini dibatasi pada sektor *property, real estate*, dan konstruksi bangunan. Pada sisi teoritis, hasil penelitian ini dapat mempertegas secara empiris teori *three factor model* pada saham di sektor *property, real estate*, dan konstruksi bangunan. Selanjutnya, dari kontribusi dari sisi praktis dapat menambah wawasan para akademisi dan investor tentang penerapan *three factor model* terhadap *expected return* khususnya pada saham sektor *property, real estate*, dan konstruksi bangunan

2. Kajian Pustaka dan Hipotesis

Efficient Market Hypothesis (EMH)

EMH (*Efficient Market Hypothesis*) yaitu teori investasi yang menyatakan tidak mungkin bagi para investor untuk bisa "*beat the market*" karena efisiensi pasar saham akan menyebabkan harga saham yang ada menggabungkan dan mencerminkan semua informasi yang relevan. Menurut EMH, saham selalu diperdagangkan pada *fair value* di bursa saham, sehingga mustahil bagi investor untuk membeli saham yang *undervalued* atau menjual saham dalam keadaan harga saham yang tinggi. Dengan demikian, tidak mungkin untuk mengungguli keseluruhan pasar melalui *expert stock selection* atau *market timing*, dan satu-satunya cara agar investor dapat memperoleh pengembalian yang lebih tinggi adalah dengan membeli investasi berisiko. Fama dan French (1995), menyatakan bahwa terdapat tiga jenis efisiensi yaitu Efisien dalam bentuk kuat (*strong form*), Efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi-strong form*), dan Efisien dalam bentuk lemah (*weakform*).

Fama-French Three Factor Model

Sebuah penelitian oleh Fama dan French menguraikan perbandingan antara model penetapan harga aset yang tradisional dan telah diterapkan bertahun-tahun yang dikenal dengan CAPM dengan *Fama and French Three Factor Model*. Mereka berpendapat bahwa CAPM yang hanya menggunakan faktor pasar secara keseluruhan tidak lebih baik dibandingkan dengan *Fama and French Three Factor Model* yang dimana model ini menggunakan tiga variabel. Fama dan French, mengembangkan model penentuan harga saham dengan mengkombinasikan CAPM dan APT. Menurut Fama dan French, bahwa *beta* saham sebagai indikator risiko pasar tidak mampu menjelaskan *return* saham, sedangkan *size* dan *book-to-market ratio* (BE/ME) mampu. Dalam perkembangan selanjutnya Fama dan French memperluas model CAPM dengan menambahkan faktor *firm size* dan *book to market ratio* (BE/ME) selain faktor risiko pasar dalam CAPM.

Fama dan French (1995) mengembangkan CAPM dalam *Three Factor Model* untuk mengakumulasi bukti empiris bahwa CAPM kurang baik digunakan dalam menganalisis hubungan risiko dengan *return*. Mereka menambahkan dua faktor risiko, yaitu *size* dan *value Book to Market ratio* (B/M) atau *Book Equity to Market Equity* (BE/ME). Untuk *size* dan *value stock* memiliki hubungan signifikan dengan *return*. Fama dan French menegaskan bahwa model ini mempunyai kemampuan yang lebih baik dari pada CAPM. Ukuran perusahaan dapat menjadi indikator untuk risiko kelalaian dan *book to market* dapat menjadi indikator untuk prospek relatif perusahaan (Rakhmawati, 2015).

Pengaruh Premi Risiko pasar (β) terhadap Stock Return

Return saham suatu sekuritas memiliki hubungan yang positif terhadap *Premi risiko pasar* (β) yang terkandung dalam saham. Teori pilihan rasional mendukung hubungan tersebut, dimana seorang investor atau calon investor pasti akan memperhatikan tindakan-tindakan yang berkaitan dengan pasar saham, yaitu *beta* untuk membuat suatu keputusan secara rasional untuk memperoleh tujuannya, yaitu keuntungan atau *return* saham (Septiani, 2014). Penelitian yang dilakukan oleh Blanco (2012), Irawan (2012), dan Eraslan (2013) menyatakan bahwa premi risiko (*beta*) berpengaruh positif signifikan terhadap *expected return*. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rachmawati (2015) menyatakan bahwa premi risiko (*beta*) berpengaruh negatif terhadap *expected return*. Kemudian, hasil penelitian yang dilakukan oleh Xie (2016) dan Sudiyatno (2011) premi risiko (*beta*) tidak berpengaruh terhadap *expected return*. Dengan demikian, berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₁ : Premi risiko pasar (β) berpengaruh terhadap *Expected Return* perusahaan.

Pengaruh Size (Market Capitalization) terhadap Stock Return

Size atau ukuran perusahaan merupakan salah satu indikator yang dapat mempengaruhi secara positif tingkat *return* saham dikarenakan setiap perusahaan memiliki kapitalisasi pasar yang besar atau pun kecil sehingga akan mempengaruhi keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan tersebut. Penelitian ini melambangkan variabel *size* dengan *Small Minus Big* (SMB) yang akan berperan sebagai *value added* dalam pengembalian secara historis yang kelak akan menjadi pertimbangan para investor. Perusahaan yang kecil memiliki kecenderungan memiliki tingkat *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan besar lainnya. Penelitian yang dilakukan oleh Xie (2016), Blanco (2012), Irawan (2012), Sudiyatno (2011), dan Eraslan (2013) menyatakan bahwa *size premium* berpengaruh positif terhadap *expected return*. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Eraslan (2013) dan Rachmawati (2015) menyatakan bahwa *size premium* berpengaruh negatif terhadap *expected return*. Dengan demikian, berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

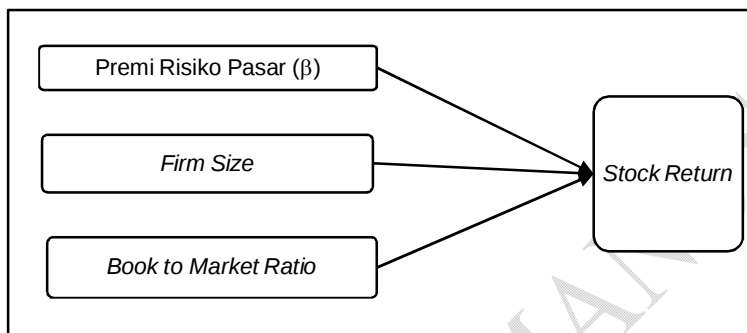
H₂ : *Size* berpengaruh terhadap *Expected Return* perusahaan.

Pengaruh *Book to Market Equity* (BE/ME) terhadap *Stock Return*

Book to market equity (BE/ME) memiliki hubungan yang positif dalam mempengaruhi *return* saham. *Book to market equity* merupakan perbandingan nilai buku suatu perusahaan dengan nilai pasarnya. Penelitian ini melambangkan variabel *book to market equity* dengan *High Minus Low* (HML). Hal ini mencerminkan adanya *distress* finansial pada suatu perusahaan dan dipercaya akan memberikan risiko yang lebih tinggi. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Xie (2016), Rachmawati (2015), Irawan (2012), Blanco (2012), dan Eraslan (2013) menyatakan bahwa *Book to Market Equity* berpengaruh positif signifikan terhadap *expected return*. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sudiyatno (2011) menyatakan bahwa *Book to Market Equity* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *expected return*. Dengan demikian, berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₃: *Book to market equity* berpengaruh terhadap *Expected Return* perusahaan.

Adapun model penelitian dapat dilihat pada Gambar 2.1.



Gambar 2.1. Model Penelitian

3. Metode Penelitian

Desain Penelitian

Model penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif dimana data yang digunakan berupa angka-angka atau numerik, dimana data yang diperoleh merupakan data sekunder yaitu data penelitian sudah diolah atau sudah dipublikasikan (Gujarati, 2017). Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada sektor *property*, *real estate*, dan konstruksi bangunan dan masa periode tahun 2014 sampai dengan 2017.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tercatat di BEI untuk sektor *property*, *real estate*, dan konstruksi bangunan dengan periode selama lima (5) tahun. Penelitian ini menggunakan teknik pengambilan sampel melalui pendekatan *purposive sampling* dengan kriteria tertentu yang telah ditentukan, sehingga peneliti mendapatkan 45 perusahaan yang sesuai dengan kriteria sampling tersebut.

Operasionalisasi Variabel

Operasionalisasi variabel pada penelitian ini yaitu dibagi menjadi dua variabel yaitu variabel independen dan dependen. Yang termasuk variabel independen adalah premi risiko (X_1), *Firm Size* (X_2), dan *Book to Market Ratio* (X_3), sedangkan variabel bebas (Y) adalah tingkat pengembalian saham (*Expected return*).

Premi Risiko (β)/ X_1

Premi risiko pasar dapat didefinisikan sebagai selisih dari rata-rata (*average*) setiap bulan dari seluruh saham (IHSG) dengan *risk free rate* bulanan. Nilai risiko premium pasar dapat diperoleh berdasarkan data historis (Sudiyatno dan Irsad, 2010). Perhitungan variabel premi risiko menggunakan data historis Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan perhitungan sebagai berikut:

$$\text{Premi Risiko } (\beta) = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Size (*Market Capitalization*)/ X_2

Penelitian ini melambangkan variabel *size* dengan *Small Minus Big* (SMB) yang merupakan selisih dari *average* tiap bulan *return* perusahaan *small* dengan *average* tiap bulan *return* perusahaan *big*. Untuk menghitung SMB rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$\text{SMB} = (\text{Average return tiap bulan } S/L + S/M + S/H) - (\text{Average return tiap bulan } B/L + B/M + B/H)$$

Keterangan :

SMB = (*Small Minus Big*) Merupakan selisih dari *average* tiap bulan *return* perusahaan *small* dengan *average* tiap bulan *return* perusahaan *big*.

S/L = Portofolio *size small* dibagi *book to market equity low*.

S/M = Portofolio *size small* dibagi *book to market equity medium*.

S/H = Portofolio *size small* dibagi *book to market equity high*.

B/L = Portofolio *size big* dibagi *book to market equity low*.

B/M = Portofolio *size big* dibagi *book to market equity medium*.

B/H = Portofolio *size big* dibagi *book to market equity high*.

Book to Market Equity (BE/ME)/ X_3

Pada variabel *Book to Market Equity* menggunakan proksi *High Minus Low* (HML), dengan rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$\text{HML} = (\text{Average return tiap bulan } S/H + B/H) - (\text{Average return tiap bulan } S/L + B/L)$$

Keterangan:

HML = (*High Minus Low*) Merupakan selisih dari *average* tiap bulan *return* perusahaan dengan *high book to market equity* dengan *average* tiap bulan *return* perusahaan dengan *low book to market equity*.

S/H = Portofolio *size small* dibagi *book to market equity high*.

B/H = Portofolio *size big* dibagi *book to market equity high*.

S/L = Portofolio *size small* dibagi *book to market equity low*.

B/L = Portofolio *size big* dibagi *book to market equity low*.

Teknik Analisis

Teknik analisis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Metode tersebut digunakan untuk mengetahui seberapa besar hubungan antara masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen (Gujarati, 2017). Untuk menguji hipotesis variabel independen terhadap *excess return* digunakan model analisis regresi berganda. Adapun bentuk model tersebut adalah sebagai berikut:

$$R_{(t)} - R_{f(t)} = \alpha + b [R_{M(t)} - R_{f(t)}] + s [SMB_{(t)}] + h [HML_{(t)}] + \varepsilon_{(t)}$$

Dimana:

$R_{(t)}$ = Return saham historis
 $R_{f(t)}$ = Return aset bebas risiko historis
 α = Konstanta
 b = Beta pasar atau koefisien regresi
 $R_{M(t)}$ = Return pasar historis
 s = Koefisien regresi saham i terhadap return SMB
 h = Koefisien regresi saham i terhadap return HML
 $SMB_{(t)}$ = Small Minus Big
 $HML_{(t)}$ = High Minus Low
 $\varepsilon_{(t)}$ = error term
 t = Time regression

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Analisis Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas dibutuhkan untuk mengetahui distribusi data normal atau tidak. Pada penelitian ini uji normalitas menggunakan uji *Jarque-Bera (JB test)*. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai *probability value* JB test sebesar 0,936996.

H_0 = Residual data berdistribusi normal

H_1 = Residual data tidak berdistribusi normal

Pada hasil *output* diatas *probability value* sebesar 0,936996 > 0,05, maka H_0 tidak dapat ditolak, yang berarti distribusi data *residual* yang digunakan pada penelitian ini adalah normal.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui ada atau tidaknya korelasi antar variabel independen. Dalam penelitian ini uji multikolinieritas menggunakan matriks korelasi yang dimana apabila nilai korelasi antar variabel melebihi nilai 0,80 maka terdapat gejala multikolinearitas (Gujarati, 2017).

Tabel 1. Hasil Uji Multikolinieritas

	Premi Risiko	SMB	HML
Premi Risiko	1.0000	0.1627	0.0730
SMB	0.1627	1.0000	0.3347
HML	0.0730	0.3347	1.000

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan hasil analisis seluruh variabel independen pada penelitian ini, nilai korelasi antara variabel premi risiko dengan SMB sebesar 0.1627, nilai korelasi antara variabel premi risiko dengan HML sebesar 0.0730, nilai korelasi antara variabel SMB dengan HML sebesar 0.3347. Seluruh nilai korelasi antar variabel diatas memiliki nilai kurang dari 0,90 maka terbebas dari multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas menunjukkan adanya ketidaksamaan varian dari *residual* untuk semua pengamatan pada model regresi (Gujarati, 2017). Pengujian heteroskedastisitas dalam penelitian

ini menggunakan *Breusch-Pagan-Godfrey* dengan hasil analisis *Prob. Chi-Square(3)* pada *Obs*Squared* sebesar $0.1599 > 0,05$ maka H_0 tidak dapat ditolak, yang berarti variabel independen terbebas dari heteroskedastisitas atau bersifat homoskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui adanya atau tidaknya korelasi antara variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Uji autokorelasi pada penelitian ini menggunakan *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test*. Hasil pada penelitian ini nilai *Prob. Chi-square(2)* pada *Obs*Squared* sebesar $0.2159 > 0,05$ maka H_0 tidak dapat ditolak, yang berarti penelitian ini terbebas dari autokorelasi.

Analisis Regresi Berganda

Hasil analisis regresi *Ordinary Least Square* (OLS) dihasilkan persamaan regresi linier berganda pada Tabel 2. sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Persamaan Regresi

Dependent Variable: Excess Return				
Variable		Coefficient	t-Statistic	Prob.
C		0.087527	1.557572	0.1265
Premi Risiko		0.382636	1.983049	0.0536
SMB		-0.003515	-0.932613	0.3561
HML		0.003939	1.713964	0.0936
R-squared			0.137468	
Adjusted R-squared			0.078659	
F-statistic			2.337532	
Prob(F-statistic)			0.086591	
Sumber: Hasil Olahan				

Pada Tabel 2. terdapat dua variabel independent yaitu Premi Risiko dan HML yang berpengaruh signifikan terhadap *excess return*, sedangkan SMB tidak berpengaruh signifikan terhadap *excess return*.

Pengaruh Premi Risiko (β) terhadap Excess Return

Berdasarkan hasil analisis secara parsial (uji t) menunjukkan bahwa variabel premi risiko memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,382636 dengan probabilitas sebesar 0,0536. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak yang berarti premi risiko berpengaruh positif signifikan memengaruhi *return* saham pada tingkat signifikansi 10%. Dengan demikian, maka semakin tinggi premi risiko maka akan semakin tinggi *return* saham, dan juga sebaliknya, semakin kecil premi risiko maka akan semakin kecil *return* saham.

Pengaruh SMB (*Small Minus Big*) terhadap Excess Return

Berdasarkan hasil analisis uji t menunjukkan bahwa variabel SMB (*Small minus big*) memiliki koefisien regresi sebesar -0,003515 dengan probabilitas sebesar 0,3561. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 tidak dapat ditolak. Tanda negatif pada koefisien variabel SMB (*Small minus big*) menunjukkan pengaruh yang negatif terhadap *return* saham tetapi tidak signifikan terhadap pada tingkat signifikansi 10%. Dengan demikian, maka semakin tinggi kapitalisasi pasar suatu

perusahaan maka akan semakin kecil *return* saham, serta sebaliknya, semakin kecil kapitalisasi pasar suatu perusahaan maka semakin tinggi *return* saham.

Pengaruh HML (*High Minus Low*) terhadap *Excess Return*

Berdasarkan hasil analisis uji t menunjukkan bahwa variabel HML (*High Minus Low*) memiliki koefisien 0,003939 dengan probabilitas sebesar 0,0936. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak yang berarti variabel HML (*High Minus Low*) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham pada tingkat signifikansi 10%. Dengan demikian, maka semakin tinggi *book to market equity* (BE/ME) maka akan semakin tinggi *return* saham, dan sebaliknya, apabila nilai *book to market equity* (BE/ME) rendah maka akan semakin kecil *return* saham.

Koefisien Determinasi

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) adalah sebesar 0,078659, hal ini menunjukkan bahwa variabel premi risiko, SMB (*Small minus big*), dan HML (*High Minus Low*) mampu menjelaskan pengaruh terhadap *return* saham sebesar 7,86%, sedangkan 92,14% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam model penelitian ini.

Uji F

Untuk melihat apakah model regresi yang digunakan *fit* dengan data, maka digunakan pendekatan uji F. Adapun nilai Probabilitas F *statistic* sebesar 0.0865 dengan membandingkan tingkat signifikansi pada 10 % maka dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan telah *fit* dengan data.

Pembahasan

*Pengaruh Premi Risiko (β) terhadap *Excess Return**

Besarnya koefisien premi risiko adalah 0,087527 dengan probabilitas sebesar 0,0536 maka terdapat pengaruh positif signifikan terhadap *return* saham pada tingkat signifikansi 10%. Premi risiko pada portofolio pasar menggambarkan besar kecilnya risiko, Investor lebih memandang risiko sebagai faktor yang lebih akurat untuk memprediksikan *return* saham. Nilai koefisien yang positif mengartikan bahwa apabila premi risiko semakin tinggi, maka risiko yang akan dihadapi para investor tinggi sehingga *return* saham yang didapatkan pun akan tinggi, begitupun sebaliknya apabila premi risiko semakin rendah, maka risiko yang dihadapi pun semakin rendah dan *return* saham yang didapatkan pun rendah. Oleh karena itu, hubungan positif yang terjadi adalah semakin tinggi premi risiko semakin tinggi pula *return* saham. Hal tersebut mendukung konsep *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Blanco (2012), Irawan (2012), dan Eraslan (2013), yang menemukan bahwa premi risiko berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

*Pengaruh SMB (*Small Minus Big*) terhadap *Excess Return**

Besarnya koefisien *size* yang diproksikan dengan SMB (*Small Minus Big*) adalah sebesar -0,003515 dengan probabilitas sebesar 0,3561. Hasil analisis tersebut mengindikasikan bahwa dalam penelitian ini *size* (SMB) tidak berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *return* saham pada tingkat signifikansi 10%. Nilai koefisien dari SMB (*Small Minus Big*) yang bertanda negatif menunjukkan bahwa kecenderungan pengaruh variabel SMB (*Small minus big*) terhadap *return* saham tidak searah atau berlawanan. *Size* berhubungan dengan tingkat profitabilitas. Perusahaan dengan kapitalisasi kecil cenderung memiliki pendapatan yang rendah, hal tersebut menjadikan perusahaan berkapitalisasi kecil memiliki risiko yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan kapitalisasi besar.

Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang rendah tentunya memicu kekhawatiran para investor, akan tetapi tidak signifikannya nilai kapitalisasi pasar terhadap *return* saham menunjukkan bahwa investor tidak menggunakan indikator *size* sebagai *decision making* dalam berinvestasi namun lebih mempertimbangkan risiko pasar. Hal tersebut dikarenakan investor lebih mengutamakan *capital gain* daripada *dividend yield* (Sudiyatno, 2011).

Pengaruh HML (High Minus Low) terhadap Excess Return

Besarnya koefisien *book to market equity* (BE/ME) yang diprosikan dengan HML (*High Minus Low*) adalah sebesar 0,003939 dengan probabilitas sebesar 0,0936 maka terdapat pengaruh positif terhadap *return* saham dan signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Koefisien yang negatif tersebut mengindikasikan bahwa variabel HML (*High Minus Low*) memiliki hubungan yang searah dengan *return* saham. Jika rasio *book to market equity* (BE/ME) naik, maka *return* saham akan naik dan apabila *book to market equity* (BE/ME) turun, maka *return* saham akan turun. Nilai *book to market equity* (BE/ME) yang tinggi mengartikan harga saham lebih rendah dari nilai buku (*book value*) atau disebut dengan *value stock*, maka akan memiliki *earning* yang lebih rendah, sebaliknya, apabila nilai *book to market equity* (BE/ME) rendah dimana harga saham lebih tinggi dari nilai buku (*book value*) atau disebut dengan *growth stock*, maka akan memiliki *earning* yang lebih tinggi. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Xie (2016), Rachmawati (2015), Irawan (2012), Blanco (2012), dan Eraslan (2013) menyatakan bahwa *Book to Market Equity* berpengaruh positif signifikan terhadap *expected return*.

Implikasi Managerial

Hasil penelitian menunjukkan premi risiko berpengaruh positif signifikan terhadap *expected return*. Hal ini sesuai dengan filosofi pada investasi yaitu *high risk high return*. Selain itu juga disebabkan oleh sampel penelitian yaitu sektor *real estate*, *property*, dan konstruksi bangunan. Perencanaan pembangunan *Mass Rapid Transit* (MRT) sudah ada sebelum tahun 2014, namun pada akhir tahun 2017 perusahaan-perusahaan yang bergerak dibidang *property*, *real estate*, dan konstruksi bangunan mengalami pertumbuhan negatif sebesar 4,3% hal ini dikarenakan penugasan oleh pemerintah untuk membangun sarana transportasi *Mass Rapid Transit* (MRT) yang menyebabkan tekanan pada harga saham dan memicu turunnya prospek kinerja perusahaan dalam jangka pendek, walau demikian seiring terselesaikannya proyek tersebut, perusahaan sektor *property*, *real estate*, dan konstruksi bangunan akan mendapatkan *earning* yang tinggi, tentunya hal itu akan menjadi kesempatan, dengan adanya risiko selama pembangunan tetapi dalam jangka panjang perusahaan-perusahaan tersebut akan memberikan keuntungan bagi para investor.

Hasil penelitian lain menunjukkan bahwa *Book to market equity* (BE/ME) yang di proksikan dengan HML (*High Minus Low*) memiliki pengaruh positif dan signifikan dengan taraf signifikansi 10% terhadap *return* saham perusahaan sektor *real estate*, *property*, dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki risiko yang tinggi, dengan adanya konsep *common risk* yaitu semakin tinggi risiko maka semakin tinggi *return* yang diperoleh, maka indikator HML dijadikan investor untuk pengambilan keputusan dalam jangka panjang dan dipercaya akan memberikan *return* yang tinggi dikemudian hari. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fama & French yang memiliki argumentasi bahwa tingkat profitabilitas yang rendah (*distressed*) berhubungan dengan tingkat sensitivitas risiko yang berkaitan erat dengan *return* saham, jadi *return* saham yang diperoleh akan lebih tinggi pula.

5. Keterbatasan dan Agenda Penelitian Mendatang

Terdapat sejumlah keterbatasan dalam penelitian ini, pertama adalah masalah keterwakilan, dimana sampel penelitian ini hanya pada sektor properti, real estate, dan konstruksi bangunan yang hanya merupakan salah satu sektor pada Bursa Efek Indonesia. Disarankan untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan sektor lain di bursa efek Indonesia. Kedua, model fama and french yang digunakan hanya melihat pada tiga faktor. Disarankan bahwa studi masa depan menggunakan lima faktor model pengembangan dari fama and french. Ketiga, model ini hanya mencakup Analisa internal perusahaan melalui laporan keuangan dan tahunan perusahaan. Disarankan penelitian selanjutnya untuk dapat memasukkan faktor eksternal perusahaan, seperti faktor makroekonomi.

6. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian empiris yang sudah dijelaskan pada bagian sebelumnya, maka beberapa temuan penelitian yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa: pertama, premi risiko memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham perusahaan sektor *real estate*, *property*, dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017. Kedua, *size* (kapitalisasi pasar) perusahaan yang di proksikan dengan SMB (*Small Minus Big*) memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *return* saham perusahaan, dan terakhir, *book to market equity* (BE/ME) yang di proksikan dengan HML (*High Minus Low*) memiliki pengaruh positif signifikan dengan taraf signifikansi 10% terhadap *return* saham perusahaan sektor *real estate*, *property*, dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017.

Implikasi

Adapun saran penelitian adalah sebagai berikut Bagi Investor, Penelitian ini dapat dijadikan acuan oleh investor dalam pengambilan keputusan yang tepat untuk memilih saham yang potensial pada perusahaan-perusahaan sektor *real estate*, *property*, dan konstruksi bangunan. Investor dapat memilih perusahaan yang memiliki nilai *book to market equity* (BE/ME) tinggi dan juga perusahaan yang memiliki premi risiko yang tinggi dilihat dari pengaruh keduanya yang berpengaruh positif signifikan dengan *return* saham. Bagi Perusahaan, Penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan bagi perusahaan sektor *real estate*, *property*, dan konstruksi bangunan mengenai faktor-faktor yang berpotensi mempengaruhi *return* saham, dimana apabila mengacu pada hasil penelitian ini, faktor yang dapat mempengaruhi *return* saham secara positif ialah premi risiko dan *book to market equity* (BE/ME) atau perusahaan yang memiliki *value stock* (*book value* > harga saham). Maka dari itu *stakeholder* dapat meningkatkan nilai *book value* pada perusahaan dan memiliki aset berisiko.

Daftar Pustaka

- Badan Pusat Statistik. (2017, November 30). Neraca Arus Dana Indonesia Triwulanan 2014-2017:2. August 4, 2018. <https://www.bps.go.id/publication/2017/11/30/86329631f4d49eb6ed181818/neraca-arus-dana-indonesia-triwulanan-2014-2017-2.html>
- Bhatnagar, C., dan Ramlogan. R. (2012). *The Capital asset pricing model Versus The Three Factor Model: A United Kingdom Perspective*. International Journal of Business and Social Research (IJBSR), Vol. 2, No.1.
- Blanco, B. (2012). *The use of CAPM and Fama and French Three Factor Model: portfolios selection*. Public and Municipal Finance, Vol. 1 No. 2
- Eraslan, Veysel. (2013). *Fama and French Three-Factor Model: Evidence from Istanbul Stock Exchange*. International Journal of Economics and Business Research
- Fama, E., dan French, K. (1995). *Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*. The Journal of Finance, Vol. 50, No. 1, pp. 131-155
- Gujarati, D. (2017). Basic Econometrics 5th Edition, Mcgraw Hill

- Hidayati, A. A., Suhadak., & Nengah S. (2014). Analisis Capital asset pricing model (CAPM) Terhadap Keputusan Investasi Saham (Studi pada Perusahaan-perusahaan Sektor Perbankan di BEI tahun 2009-2011). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, Vol. 9 No. 1.
- Irawan, R., dan Murhadi, W. (2012). Analisis Pengaruh Three Factor Model dan Presentase Kepemilikan Asing Terhadap Tingkat Return di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Manajemen dan Bisnis* Vol.11.
- Rakhmawati, U., dan Priyadi. M. (2015). *Analisis Three Factor Fama And French Model Dan Capital asset pricing model*. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, Vol. 4 No. 8.
- Septiani, N., dan Supadmi N. (2014). Analisis Pengaruh Beta terhadap Return Saham Periode Sebelum dan Saat Krisis Global. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 7.1:19-32.
- Sharpe, W. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. *The Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3 (Sep., 1964), pp. 425-442.
- Sudiyatno, B., dan Irsad. M. (2011). *Menguji Tiga Faktor Fama Dan French Dalam Mempengaruhi Return Saham Studi Pada Saham LQ45 Di Bursa Efek Indonesia*. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE)*, Vol. 18, No. 2, Hal. 126 – 136.
- Sutisman, E. (2013). Analisis Portofolio Saham Sebagai Dasar Pertimbangan Investasi pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Studi Kasus Penggunaan Model Indeks Tunggal Pada Saham LQ-45).
- Todaro, M.P. (2015). *Economic Development* 12th edition. Pearson, New York.
- Xie, Shiqing & Qu, Qiuying. (2016), *The Three-Factor Model and Size and Value Premiums in China's Stock Market*, *Emerging Markets Finance and Trade*, 52: 1092-1105.

Profil Penulis

Erric Wijaya merupakan dosen tetap pada STIE Indonesia Banking School Jakarta. Adapun bidang mata kuliah yang diajarkan dalam bidang ekonomi dan keuangan. Minat penelitian peneliti juga berhubungan dengan bidang mata kuliah yang diajarkan. Peneliti dapat dihubungi di erric.wijaya@ibs.ac.id.

Fariyah Sadria merupakan alumni STIE Indonesia Banking School yang telah menyelesaikan studi S1 pada Tahun 2018 dengan mengambil konsentrasi manajemen keuangan.

Accepted author version posted online: 30 October 2019
Rachma Zannati (Reviewing editor)