

# Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Return Dalam Indeks LQ45

*William William<sup>1</sup>, Evelyn Evelyn<sup>2</sup>*

<sup>1</sup>Program Manajemen Keuangan, Program Studi Manajemen, Universitas Kristen Petra, Surabaya, Indonesia, [williaml39@yahoo.com](mailto:williaml39@yahoo.com)

<sup>2</sup>Program Manajemen Keuangan, Program Studi Manajemen, Universitas Kristen Petra, Surabaya, Indonesia, [evelyn@petra.ac.id](mailto:evelyn@petra.ac.id)

---

## ABSTRAK

Teori keuangan memandang leverage sebagai sumber risiko untuk pengembalian saham, dengan alasan bahwa semakin banyak leverage yang dimiliki perusahaan, semakin besar risiko bagi pemegang saham dan semakin besar pengembalian yang dibutuhkan. Hamada (1969) menunjukkan bahwa leverage meningkatkan beta di bawah kondisi CAPM tetap. Karena Harga Asettelah menjadi sektor keuangan utama, faktor baru telah ditambahkan ke Grafik 4 Faktor. Penelitian ini mengkaji apakah leverage dapat membantu mempengaruhi return saham berdasarkan data indeks LQ45 periode 2015-2019 dengan menguji apakah leverage dapat digunakan sebagai faktor tambahan. Uji data Anda menggunakan regresi linier dengan uji asumsi klasik sebelumnya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa leverage mempengaruhi return, begitu juga dengan ukuran perusahaan dan nilai buku. Premi pasar memiliki dampak terbesar pada emiten Indeks LQ45. Diharapkan kami dapat memperpanjang waktu dan menggunakan ukuran perusahaan yang lebih besar untuk studi lebih lanjut.

---

### *Kata Kunci:*

Portofolio, leverage, return saham, ukuran perusahaan, book-to-market

---

## 1. PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Sebagian besar investor di pasar modal Indonesia adalah investor gagal (Brama, 2019). Salah satu alasan banyak investor kehilangan uang adalah karena mereka tidak memiliki keterampilan dan pengetahuan yang memadai dalam hal berinvestasi di saham. Sebelum melakukan investasi, investor harus memahami bahwa aset berisiko seperti saham tidak hanya menghasilkan pengembalian, tetapi juga memiliki risiko. Faktanya, investor yang rasional mengharapkan pengembalian maksimum dengan risiko minimum. Oleh karena itu, desentralisasi diperlukan untuk mengurangi risiko (Kamelia, 2018). Menurut Profesor Harry Markowitz, diversifikasi dapat dicapai dengan menciptakan kelompok aset saham yang dimiliki dan disebut portofolio saham (Markowitz, 1952). Model yang umum digunakan untuk memprediksi tingkat pengembalian yang diharapkan dari aset berisiko adalah Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Andrival, 2016). CAPM adalah model yang mempengaruhi risiko sistemik dengan menggunakan beta untuk menghubungkan risiko dengan pengembalian. Tujuan utama penggunaan CAPM adalah untuk menentukan tingkat pengembalian yang diharapkan ketika menghindari risiko investasi. CAPM juga membantu investor untuk menghitung risiko yang tidak terdiversifikasi dari suatu portofolio dan membandingkannya dengan pengembalian yang diharapkan (Sekarwati, 2016). Investigasi CAPM lebih lanjut dilakukan oleh dua peneliti bernama Fama dan French untuk menemukan model di mana, selain risiko pasar, faktor risiko lain juga dimasukkan dalam formula, yaitu faktor marketisasi ukuran dan nilai buku. perhitungan. Model ini disebut Fama & French Three Factors. Ukuran perusahaan diyakini mempengaruhi profitabilitasnya, karena pertumbuhan UKM lebih tinggi daripada perusahaan besar. Perusahaan dengan rasio nilai buku yang tinggi menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan tersebut relatif lebih rendah dari nilai buku perusahaan, sehingga nilai buku diduga mempengaruhi return saham. Semakin tinggi nilai buku, semakin rendah nilai pasar saham perusahaan (Fama & French, 1995). Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa variabel yang digunakan dalam model ini merupakan prediktor return yang lebih baik

---

dibandingkan dengan CAPM (Awwaliyah & Husodo, 2008; Phong & Hoang, 2012; Abbas, Khan, Aziz, & Sumrani, 2015; Candika, 2017; Dewi & Suartana, 2018).

Model tiga faktor Fama-Prancis ini memimpin Carhart (1997) untuk mengembangkan teori lanjutan yang dikenal sebagai model empat faktor dan mendapatkan momentum sebagai faktor keempat. Strategi momentum ini didasarkan pada pola 3 hingga 12 bulan di mana saham yang secara historis berkinerja baik dan memberikan pengembalian kepada investor telah mengungguli saham yang berkinerja buruk (Jegadeesh & Titman, 1993). Saham yang berkinerja buruk di masa lalu, di sisi lain, akan terus berkinerja buruk secara konsisten di masa depan. Pola ini dapat digunakan investor untuk memprediksi harga emiten, sehingga memungkinkan investor memperoleh return yang luar biasa. Penelitian ini juga dilakukan di Indonesia dan berhasil menunjukkan dampak keempat faktor tersebut terhadap return (Candika, 2017).

Sebuah studi lebih lanjut dikembangkan oleh Muradoglu & Sivaprasad pada tahun 2013 dan memasukkan leverage sebagai variabel yang dapat mempengaruhi pengembalian. Leverage adalah salah satu faktor risiko yang sering diabaikan dalam perhitungan kekayaan, menurut penelitian, tetapi leverage yang tinggi dapat meningkatkan risiko bisnis perusahaan dan mempengaruhi harga sahamnya (Muradoglu & Sivaprasad, 2013). Mereka berpendapat bahwa leverage adalah salah satu risiko terpenting yang mempengaruhi pendapatan. Hal ini berdasarkan hasil Hamada (1969) yang menunjukkan bahwa penggunaan arbitrase meningkatkan beta leverage ketika CAPM konstan. Oleh karena itu, leverage diajukan sebagai faktor risiko yang dapat digunakan untuk mempelajari dampak risiko terhadap pengembalian ekuitas (Hamada, 1972; Bhandari, 1988; Dimitrov & Jain, 2008; Dhaliwal et al., 2000; George dan Hwang Korteweg, 2010). ; Muradoglu dan Sivaprasad, 2012).

Penilaian risiko-pengembalian ekuitas penting bagi investor yang aktif di pasar modal. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh premi pasar, ukuran perusahaan, nilai buku, dan momentum, seperti yang digunakan dalam model empat faktor Carhart, terhadap volatilitas pengembalian portofolio. Selain itu, penelitian ini ingin memasukkan efek leverage sebagai faktor risiko baru dalam model. Sampel untuk penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 dari tahun 2015 hingga 2019. Hasil penelitian ini juga dapat digunakan untuk menunjukkan faktor-faktor yang paling mempengaruhi return saham di Indonesia. Hal ini diharapkan dapat menjadi informasi dasar bagi investor pasar modal dalam menyusun portofolionya.

---

## 2. METODE

### 2.1 Metode Penelitian.

Pada penelitian ini, populasinya meliputi seluruh saham yang termasuk dalam indeks LQ45 dari tahun 2015 hingga 2019. Perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 cenderung merupakan perusahaan dengan fundamental yang baik dan tingkat likuiditas yang tinggi di pasar saham, terlepas dari eksposur risiko tersebut. Sampel untuk penelitian ini mengacu pada seluruh populasi. Penelitian ini berfokus pada konstruksi *portofolio* berdasarkan faktor *leverage*. Data yang digunakan adalah harga penutupan saham yang bersangkutan, rasio leverage perusahaan, nilai pasar perusahaan, rasio buku perusahaan, reverse repo rate 7 hari bulanan BI, dan harga indeks LQ45 2015-2019. . Menggunakan jangka waktu 5 tahun harus memungkinkan evaluasi terbaik dari penelitian ini. Data yang saya gunakan juga data beberapa bulan dari tahun lalu. Kriteria wajib pengambilan sampel adalah pelaporan tahunan yang

---

lengkap dan inklusi yang konsisten dalam indeks LQ45 untuk periode yang digunakan, yaitu 2015-2019.

Untuk mendapatkan variabel *SMB (size)*, *HML (book-to-market)*, *UMD (momentum)*, *HLMLL (leverage)*. Pembentukan portofolio ini mengikuti prosedur pada Fama & French (1996), akan tetapi faktor yang digunakan akan menggunakan faktor baru yang ingin diteliti yaitu faktor *leverage*, sehingga akan terbentuk portofolio gabungan *size* dan *leverage*, serta *size* dan *momentum*. Model dalam penelitian ini akan menggunakan beberapa portofolio dalam menguji. Adapun prosedur pembentukan portofolio sebagai berikut:

1. Mengurutkan saham dengan periode pertahun untuk mencari saham dengan leverage dari rendah hingga yang tinggi. Periode dalam penelitian ini adalah dari 2015 sampai 2019 sehingga akan ada 5 kali reshuffle pada pengkategorian leverage. Pembagian leverage ini dibagi menjadi
  - a. High, yaitu saham-saham yang masuk dalam kategori 30% saham dengan leverage tertinggi.
  - b. Medium, yaitu saham-saham yang masuk dalam kategori sedang. Kategori ini berada ditengah antara high dan low.
  - c. Low, yaitu saham-saham yang masuk dalam kategori 30% saham dengan leverage terbawah.
2. Setelah memperoleh saham dengan *leverage* selanjutnya akan membagi saham berdasarkan *size*. Pengkategorian berdasarkan ukuran ini akan dibagi menjadi 2 yaitu *big* dan *small*, kategori ini akan ditentukan menggunakan median dari kapitalisasi pasar. Saham dengan kapitalisasi diatas median akan masuk dalam kelompok saham *big* dan yang berada dibawah median akan masuk kategori *small*.
3. Selanjutnya akan dibentuk kelompok saham melalui momentum. Berdasarkan faktor ini pengelompokan akan dibagi menjadi 2 yaitu *up* dan *down*. Pengelompokan berdasarkan momentum melalui cara sebagai berikut :
  - a. *Up*, yaitu saham yang pada periode sebelumnya masuk dalam 30% kelompok saham teratas yang memiliki *return* tertinggi.
  - b. *Down*, yaitu saham yang pada periode sebelumnya masuk dalam 30% kelompok saham terbawah atau yang memiliki *return* terendah.
4. Pembentukan portofolio ini akan menggabungkan faktor *firm size* dan *leverage* serta *firm size* dan momentum, sehingga pembentukan portofolio ini akan menghasilkan 10 portofolio yaitu :
  - a. Portofolio S/H : Kelompok saham dengan kapitalisasi kecil dan *leverage* tinggi.
  - b. Portofolio S/M : Kelompok saham dengan kapitalisasi kecil dan *leverage* sedang.
  - c. Portofolio S/L : Kelompok saham dengan kapitalisasi kecil dan *leverage* rendah.
  - d. Portofolio B/H : Kelompok saham dengan kapitalisasi besar dan *leverage* tinggi.
  - e. Portofolio B/M : Kelompok saham dengan kapitalisasi besar dan *leverage* sedang.
  - f. Portofolio B/L : Kelompok saham dengan kapitalisasi besar dan *leverage* rendah.
  - g. Portofolio S/U : Kelompok saham dengan kapitalisasi kecil dan momentum naik.
  - h. Portofolio S/D : Kelompok saham dengan kapitalisasi kecil dan momentum turun.
  - i. Portofolio B/U : Kelompok saham dengan kapitalisasi besar dan momentum naik.
  - j. Portofolio B/D : Kelompok saham dengan kapitalisasi besar dan momentum turun.

---

**Tabel 2.1.** Pembentukan portofolio

---

		Leverage			Momentum	
		High	Medium	Low	Up	Down
Size	Small	S/H	S/M	S/L	S/U	S/D
	Big	B/H	B/M	B/L	B/U	B/D

5. Setelah portofolio terbentuk untuk perhitungan return portofolio akan menggunakan *equally weighted return* saham bulanan.

## 2.2 Metode Analisis Data

Analisis yang dalam penelitian ini adalah menguji hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen. Perhitungan dalam penelitian ini menggunakan regresi linear berganda karena terdapat 1 variabel dependen dan 5 variabel independen. Variabel dependen yang akan digunakan adalah portofolio B/H, B/L, S/H, S/L, S/M, B/M, S/U, S/D, B/U, B/D dan variabel independen adalah *market premium*, *SMB*, *HML*, *UMD*, *HLMLL*. Periode yang diteliti oleh penulis adalah periode 2015-2019 yang masuk dalam indeks LQ45.

Model ini akan diregresikan sebanyak 10 kali, variabel dependan masing-masing sebanyak satu kali regresi. Regresi pertama hanya menguji *leverage* untuk melihat apakah *leverage* saja sudah cukup untuk mempengaruhi *return* dan selanjutnya menggunakan lima faktor untuk melihat apakah kelima faktor ini lebih baik dalam mempengaruhi *expected return*, sehingga model regresi linear berganda ini akan diformulasikan sebagai berikut:

$$R_i - R_f = \alpha + \beta.HLMLL \quad (2.1)$$

$$R_i - R_f = \alpha + \beta (R_m - R_f) + \beta.SMB + \beta.HML + \beta.UMD + \beta.HLMLL + \epsilon \quad (2.2)$$

$R_i - R_f$  = Return saham *i*

$\alpha$  = Konstanta

$\beta$  = Koefisien regresi

$R_m - R_f$  = *Market premium*

*SMB* = Perbedaan selisih rata-rata *return* perbulan antara perusahaan *Small* dan *Big*

*HML* = Perbedaan selisih rata-rata *return* antara perusahaan dengan *book to market ratio* tinggi dan rendah

*UMD* = Selisih rata-rata *return* perbulan antara perusahaan up dan down

*HLMLL* = Perbedaan selisih rata-rata per bulan antara saham perusahaan dengan *leverage* besar dan *leverage* kecil

$\epsilon$  = Error term

**Tabel 2.2.** Regresi leverage

Portofolio	$R_i - r_f =$	$\alpha + \beta.HLMLL$	$\alpha + \beta.(rm-rf) + \beta.SMB + \beta.HML + \beta.UMD + \beta.HLMLL$
	S/H	$\alpha + \beta.HLMLL$	$\alpha + \beta.(rm-rf) + \beta.SMB + \beta.HML + \beta.UMD + \beta.HLMLL$
	S/M		
	S/L		
	S/U		
	S/D		
	B/H		
	B/M		
	B/L		

	B/U		
	B/D		

Tulisan keterangan gambar dibuat menggunakan font Times New Roman 12 Bold dengan penomoran mengikuti penomoran bab. Contohnya jika gambar merupakan gambar ke-3 yang ditampilkan pada bab 2 maka penomorannya adalah **Gambar 2.3**.

### 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 3.1 Hasil Penelitian

Bedasarkan data dari BEI seluruh perusahaan yang ada dalam indeks itu adalah 60 emiten dengan tingkat kapitalisasi tertinggi dalam satu tahun terakhir, memiliki fundamental yang kuat dan juga perusahaan yang memiliki prospek dalam masa mendatang. Berikut sajian penyeleksian sampel berdasarkan metode *purposive sampling* seperti tampak pada tabel di bawah ini :

**Tabel 3.1.** Sampel penelitian

No.	Keterangan	Jumlah
1	Jumlah perusahaan pada indeks LQ45 tiap periode	45 perusahaan
2	Jumlah perusahaan yang konsisten terdaftar dari 2015-2019	24 perusahaan
3	Sampel akhir yang digunakan dalam penelitian	n = 24 x 60 = 1440 data

Sumber : Hasil Olah Data

**Tabel 3.2.** Deskripsi data

Portofolio	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
S/H	60	33.75%	-14.09%	19.66%	-0.31%	7.27%
S/L	60	52.96%	-19.40%	33.56%	-0.07%	9.53%
B/H	60	33.43%	-16.34%	17.10%	0.03%	6.53%
B/L	60	21.33%	-10.25%	11.09%	0.13%	4.54%
S/M	60	32.16%	-12.62%	19.54%	1.33%	7.54%
B/M	60	17.30%	-9.19%	8.11%	0.15%	4.00%
S/U	60	29.83%	-15.51%	14.32%	-0.56%	7.34%
S/D	60	32.47%	-12.12%	20.34%	1.33%	7.73%
B/U	60	19.08%	-10.37%	8.71%	0.32%	4.69%
B/D	60	42.34%	-17.80%	24.54%	-0.18%	6.82%

Sumber : Hasil olah data penulis

Dari tabel di atas, kita dapat melihat bahwa kelebihan pengembalian bervariasi dari minimum hingga maksimum dan memiliki rentang yang sangat luas. Ekses pengembalian rata-rata tertinggi dari portofolio S/M atau perusahaan bermodal kecil menengah dengan leverage adalah 1,33% per bulan. Ekses pengembalian bulanan rata-rata terendah adalah portofolio S/U, perusahaan berkapitalisasi kecil dengan momentum kenaikan, dengan rata-rata ekses pengembalian -0,56%. Penurunan ekses return paling tajam terjadi pada portofolio S/L sebesar -19,54%. Portofolio S/L juga mengalami peningkatan terbesar, yaitu 33,56%. Data ini membuktikan bahwa perusahaan dengan leverage tinggi tidak selalu menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi.

**Tabel 3.3** Deskriptif *market premium, size, book-to-market, momentum, leverage*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Market premium	60	-8.46%	6.40%	-0.09%	3.22%
Size (SMB)	60	-7.98%	17.37%	-0.27%	4.81%
Book-to-market (HML)	60	-15.36%	20.60%	-1.18%	6.24%
Momentum (UMD)	60	-16.75%	11.24%	-1.01%	5.33%
Leverage (HLMLL)	60	-13.04%	13.85%	-0.20%	4.71%

Sumber : Hasil olah data penulis

Dari data yang didapatkan dapat disimpulkan jika market dalam *return* rata-rata bulanan cenderung lebih rendah jika dibandingkan *risk free rate*, dengan kondisi ini dapat dilihat jika *return* yang dihasilkan emiten dalam indeks LQ45 lebih rendah jika dibandingkan dengan suku bunga bebas risiko dalam kurun waktu 5 tahun. Kondisi ini dapat dilihat melalui mean market pada tabel 4.3 dikurangi dengan suku bunga bebas risiko berangka negative 0.09%, yang berarti rata-rata *return* setiap bulan IHSB lebih rendah 0.09% dengan suku bunga BI. *Market premium* tertinggi berada di angka 6.4% pada bulan Desember 2017 dan terendah di angka -8.46% pada bulan April 2015.

Tabel 3.3 menunjukkan bahwa variabel Kecil Dikurangi Besar atau Proksi Seluruh Perusahaan memiliki nilai mean negatif. Rata-rata negatif ini menunjukkan bahwa perusahaan besar dalam indeks LQ45 memiliki rata-rata pengembalian bulanan yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Hal ini menunjukkan bahwa dari tahun 2015 hingga 2019, perusahaan dengan valuasi yang lebih rendah menghasilkan *return* yang lebih tinggi. Hal ini didukung oleh teori Fama & French (1992). Teori ini memprediksi bahwa usaha kecil akan memiliki pertumbuhan yang lebih tinggi dan karena itu keuntungan yang lebih tinggi. Angka terendah untuk UKM sebesar -7,98% pada Oktober 2018 dan angka tertinggi untuk UKM sebesar 17,37% pada Januari 2018.

Berdasarkan data pada Tabel 3.3, HML lebih menyukai angka negatif daripada angka positif. Median -1,18%, menunjukkan bahwa perusahaan dengan nilai buku yang lebih rendah memiliki rata-rata pengembalian bulanan yang 1,18% lebih tinggi dibandingkan dengan nilai buku yang lebih tinggi. Hal ini mendukung teori Fama & French (1992) bahwa investor mencari pengembalian yang lebih tinggi pada perusahaan dengan nilai buku yang lebih rendah karena mereka mengambil risiko yang lebih besar. Nilai HML maksimum pada Januari 2018 adalah 20,6% dan nilai HML minimum pada Juli 2015 adalah -15,36%.

Dari data deskriptif pada Tabel 3.3, UMD menunjukkan rata-rata -1,01%. Data menunjukkan bahwa portofolio yang berisi perusahaan dengan momentum ke atas memiliki rata-rata pengembalian bulanan -1,01% lebih rendah dari portofolio yang berisi perusahaan dengan momentum ke bawah. Data menunjukkan bahwa perusahaan dengan momentum ke bawah mampu menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan dengan momentum kenaikan pada periode sebelumnya. Nilai UMD maksimum pada bulan Agustus 2016 adalah 11,24% dan nilai UMD minimum adalah -16,75% pada bulan Juli 2016.

Dari data pada tabel 3.3 dapat dilihat jika mean *leverage (HLML)* adalah positif atau tidak bernilai negatif, data ini menunjukkan jika rata-rata *return* bulanan portofolio dengan *leverage* tinggi menghasilkan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan

portofolio *leverage* rendah. Angka minimum *HLMLL* sebesar -13.04% pada April 2018 dan tertinggi sebesar 13.85% pada November 2018.

**Tabel 3.4** Hasil uji *leverage factor*

Portofolio	A	HLMLL	Uji F
B/H	.556	3.609***	13.029***
B/U	.983	1.936**	3.749*
S/L	8.805***	1.570	2.463
B/L	.278	.079	.006
B/M	.323	.929	.863
S/U	-.678	-.251	.063
B/D	-.260	.682	.465
S/D	.578	.197	.039
S/H	-.279	6.070***	36.853***
S/M	.491	-.263	.069

\*\*\*, \*\*, \* = sig. pada  $\alpha$  1%, 5%, 10%

Sumber : Hasil olah data penulis

Berdasarkan Tabel 3.4, hasil uji-t variabel *HLMLL* menunjukkan bahwa hanya 3 dari 10 portofolio yang signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa *HLMLL* saja tidak cukup untuk mempengaruhi return saham indeks LQ45. Berikutnya adalah tes untuk lima faktor risiko. Temuan penelitian menunjukkan bahwa faktor *leverage* saja tidak dapat menjelaskan return saham. Hal ini terlihat dari tingkat penyesuaian r-kuadrat yang sangat rendah, sehingga banyak faktor lain yang dapat dimasukkan untuk menjelaskan return saham. Rata-rata r-kuadrat yang disesuaikan yang diperoleh hanya menjelaskan *leverage* 5,77%, yang tidak cukup untuk digunakan sebagai tolok ukur utama untuk mengukur pengembalian.

Tabel 3.4 menunjukkan bahwa nilai F statistic dari *leverage* terhadap seluruh portofolio hanya signifikan pada tiga portofolio saja sehingga model ini cenderung kurang mempengaruhi. Kecocokan dalam menjelaskan model dengan hanya menggunakan *leverage* cenderung sangat rendah dan kurang.

**Tabel 3.5** Hasil regresi 5 factor

Portofolio	A	Market premium	Size (SMB)	Book-to-market (HML)	Momentum (UMD)	Leverage (HLMLL)	Uji F	Adjusted R Squared
S/H	1.209	7.324***	4.178***	1.822*	1.054	8.398***	61.214***	84.10%
B/H	2.685***	13.151***	(-2.59**)	3.134***	2.225**	4.385***	67.136***	85.30%
B/L	0.757	11.984***	(-3.311)***	1.075	(-0.580)	(-3.391)***	36.568***	75.40%
S/M	1.786*	8.244***	5.729***	(-3.726)***	(-2.400)**	(-1.923*)	24.116***	66.60%
B/M	-0.347	7.477***	(-2.278)**	-1.284	(-1.898)*	-0.717	14.49***	53.10%
S/U	0.736	5.622***	3.365***	1.359	3.907***	(-1.830)*	17.363***	58.50%
B/D	-1.177	4.066***	(-3.107)***	1.51	(-4.781)***	-0.864	10.672***	45.50%
S/D	1.536	7.620***	4.729***	(-2.043)**	(-5.368)***	(-2.727)***	32.468***	73.10%
S/L	1.419	5.662***	5.577***	2.821***	1.728*	(-7.220)***	41.557***	77.80%
B/U	1.095	8.271***	1.071	(-2.136)**	0.913	-0.216	15.309***	55.20%

\*\*\*, \*\*, \* = sig. pada  $\alpha$  1%, 5%, 10%

Sumber : Hasil olah data penulis

Pada tabel 4.5 dapat dilihat hasil regresi dari kelima variabel terhadap excess return 10 portofolio yang berbeda. Variabel market premium menunjukkan signifikansi pada seluruh portofolio dan menghasilkan signifikansi pada  $\alpha$  1%. Variabel FIRM SIZE berpengaruh signifikan pada 9 dari 10 portofolio, hal ini menunjukkan bahwa variabel firm size (SME) berpengaruh terhadap return perusahaan pada indeks LQ45. Book-to-Market (HML)

---

mengungkapkan enam pengaruh penting pada pendapatan berlebih. Hasil regresi momentum (UMD) menunjukkan tujuh efek penting dari sepuluh portofolio yang terbentuk. Di bawah ini adalah hasil HLMLL dari proxy leverage, menunjukkan bahwa 7 dari 10 portofolio dipengaruhi oleh leverage.

Penambahan lima faktor seperti premi pasar, leverage, ukuran perusahaan, nilai buku, dan momentum menghasilkan penyesuaian r-kuadrat yang jauh lebih tinggi daripada menggunakan leverage saja. Rata-rata r-kuadrat yang disesuaikan untuk 10 portofolio yang digunakan adalah 67,46%, menunjukkan bahwa kelima faktor tersebut cenderung menjelaskan variabel terikat. Namun, masih banyak faktor lain yang perlu dikaji lebih lanjut untuk menjelaskan dan memahami perubahan harga saham. Berdasarkan data output pada Tabel 4.5, F-statistik yang diuji menggunakan kelima variabel ini pada 1% terbukti signifikan di seluruh portofolio. Disimpulkan bahwa model ini sesuai dengan data dan bahwa variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen secara memadai.

### 3.2 Pembahasan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel premi pasar memiliki pengaruh yang besar terhadap portofolio secara keseluruhan. Portofolio sukses yang terkena dampak negatif adalah Big High (B/H), Big Medium (B/M), Big Low (B/L), Small High (S/H), Small Medium (S/M), Kecil-Rendah (S/L), Besar-Up (B/U), Besar-Turun (B/D), Kecil-Up (S/U), Kecil-Turun (S/D) pada 1%. Semua portofolio yang dibentuk dengan karakteristik yang berbeda dipengaruhi secara positif oleh premi pasar. Artinya harga saham emiten di Indeks LQ45 sensitif terhadap Indeks Saham Gabungan (IHSG). Peran IHSG akan berdampak signifikan terhadap emiten LQ45. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di indeks LQ45 sensitif terhadap IHSG. Temuan ini menegaskan temuan dari studi oleh Fama & French (1993) dan Carhart (1997). Selanjutnya, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa premi pasar mempengaruhi return, hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018 (Dewi & Suartana, 2018).

Dalam rangka menentukan kontribusi pasar dari ukuran perusahaan dan nilai buku, Fama & French (1992) menggunakan Small Minus Big (SMB) dan High Minus Low (HML) sebagai bentuk independen. Tujuannya untuk melihat pengaruh ukuran perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap pergerakan harga saham. Konsisten dengan temuan Fama & French, variabel ukuran perusahaan dalam penelitian ini mampu mempengaruhi 9 dari 10 variasi portofolio yang dibangun. Karakteristik portofolio yang terpengaruh secara signifikan adalah Big-High (B/H), Big-Medium (B/M), Big-Low (B/L), Small-High (S/H), Small-Medium (S/M), Kecil Rendah (S/L), Besar Bawah (B/D), Kecil Atas (S/U), Kecil Bawah (S/D). Properti portofolio yang terpengaruh adalah portofolio yang menggunakan faktor ukuran dalam konstruksinya. Karakteristik perusahaan kecil dipengaruhi secara positif, sedangkan perusahaan besar dipengaruhi secara negatif. Hal ini sesuai dengan teori Fama & French (1992) bahwa perusahaan kecil cenderung tumbuh lebih cepat daripada perusahaan besar karena lebih menguntungkan. Hal ini juga mendukung teori bahwa UKM lebih tahan terhadap kondisi ekonomi karena berusaha meningkatkan pertumbuhan pendapatan dengan mengendalikan perusahaannya (Darusman, 2012). Tingkat kepentingan portofolio 9 dari 10 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan faktor yang perlu dipertimbangkan karena cenderung mempengaruhi return saham.

Pentingnya ukuran perusahaan terhadap return perusahaan dalam indeks LQ45 menegaskan penelitian sebelumnya yang dilakukan di BEI (Dewi & Suartana, 2018). Pentingnya ukuran perusahaan terhadap pengembalian untuk indeks LQ45 menegaskan temuan Fama & French ketika faktor ukuran perusahaan mempengaruhi pengembalian (Fama & French, 1995).

Rasio variabel book-to-market berdampak pada 6 dari 10 portofolio. Faktor nilai buku yang ditentukan menggunakan HML dapat berdampak signifikan pada 6 dari 10 portofolio. Portofolio yang tidak terpengaruh termasuk Big-Low (B/L), Big-Medium (B/M), Small-Up (S/U) dan Big-Down (B/D). Perusahaan yang tidak terpengaruh oleh hal ini dicirikan oleh tingkat leverage yang rendah, sedang dan rendah serta valuasi yang tinggi. Book-to-Market telah mampu mempengaruhi portofolio melalui kombinasi karakteristik ukuran, leverage, ukuran dan momentum. Arah sifat ini positif, menunjukkan bahwa perusahaan besar cenderung dihargai tinggi oleh investor tetapi tidak penting. Pentingnya enam pengaruh pada sepuluh

---

karakteristik portofolio ini menunjukkan bahwa bukan portofolio yang menggunakan BTM saja yang terpengaruh, tetapi portofolio yang menggunakan faktor ukuran, leverage dan momentum. Ini menunjukkan apakah faktor nilai buku berdampak pada pengembalian untuk saham tertentu. Berdasarkan data di atas, kami menunjukkan bahwa BTM cenderung mempengaruhi harga saham, yang pada gilirannya mempengaruhi return saham. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018 yang menunjukkan bahwa faktor fluktuasi nilai buku mempengaruhi return saham (Dewi & Suartana, 2018). Nilai buku memiliki dampak paling kecil terhadap volatilitas return dibandingkan dengan variabel lain yang digunakan dalam penelitian ini. Namun hasil ini sesuai dengan hasil rumus Fama & French (1992), yaitu apakah nilai buku berpengaruh terhadap return saham.

Berdasarkan penelitian Jegadeesh dan Titman (1993), terlepas dari baik buruknya kinerja selama 3-12 bulan terakhir, tidak ada perubahan pada periode berikutnya. Faktor momentum ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan momentum negatif pada periode sebelumnya akan mengalami penurunan di masa yang akan datang, dan sebaliknya perusahaan yang menunjukkan pergerakan positif pada periode sebelumnya juga akan menunjukkan pergerakan positif pada periode berikutnya. Menurut teori yang ada, variabel momentum yang disubstitusikan ke Up Minus Down (UMD) mempengaruhi 7 dari 10 portofolio. Portofolio yang sangat terpengaruh adalah Big-High (B/H), Small-Medium (S/M), Big-Medium (B/M), Small-Up (S/U), Big-Down (B/D), Small Bawah (S/D), Kecil Rendah (S/L). Dari pergerakan portofolio ini, kita dapat melihat bahwa Momentum berdampak positif pada 2 dari 2 portofolio tren naik dan berdampak negatif pada 2 dari 2 portofolio tren turun. Hal ini sesuai dengan teori bahwa jika perusahaan berkinerja baik pada periode sebelumnya, periode mendatang juga akan baik, jika momentum saham mempengaruhi pengembalian saham di masa depan (Jegadeesh & Titman, 1993). Hal ini menunjukkan bahwa ketika menggabungkan portofolio ukuran dan leverage, momentum tidak hanya mempengaruhi portofolio dengan faktor momentum. Momentum menunjukkan apakah itu berdampak pada portofolio yang memanfaatkan faktor momentum dan perusahaan dengan leverage sedang. Temuan ini mendukung penelitian Carhart (1997) yang menemukan pengaruh momentum terhadap return saham.

Muradoglu & Sivaprasad (2013) mengembangkan model empat faktor Carhart dengan menambahkan leverage ke rumus. Mereka membangun portofolio replika dengan pengaruh yang mereka harapkan untuk mempengaruhi pergerakan pengembalian. Temuan mereka menunjukkan bahwa faktor-faktor baru yang ditambahkan ke formula Carhart 4-Factor mempengaruhi pengembalian. Sisi positifnya, Muradoglu & Sivaprasad menemukan bahwa leverage yang ditentukan HLMLL mempengaruhi 7 dari 10 portofolio. Leverage pengganti HLMLL berdampak signifikan pada variasi 7/10 dari portofolio. Tujuh portofolio berdampak tinggi adalah Kecil-Tinggi (S/H), Besar-Tinggi (B/H), Besar-Rendah (B/L), Kecil-Menengah (S/M), Kecil-Up (S/U), Kecil Bawah (S/D), Kecil Rendah (S/L). Tiga portofolio yang tidak terpengaruh secara signifikan adalah Big-Medium (B/M), Big-Down (B/D) dan Big-Up (B/U). HLMLL, proxy untuk leverage, secara dinamis memengaruhi konstruksi portofolio, sehingga leverage dapat memengaruhi pengembalian. Tingkat leverage yang berbeda memiliki risiko berbeda yang memengaruhi pengembalian. Temuan ini sesuai dengan temuan Sivaprasad & Muradoglu (Muradoglu & Sivaprasad, 2013) bahwa leverage memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return saham. Hal ini dapat dilihat dari arah pengaruh leverage. Portofolio besar/rendah, kecil/rendah, besar/menengah dan kecil/menengah semuanya terkena dampak negatif, sementara portofolio dengan leverage tinggi seperti besar/tinggi dan kecil/tinggi terkena dampak positif dari leverage. Hal ini dapat mempengaruhi pajak yang dibayarkan oleh perusahaan dengan hutang yang besar, sehingga berkaitan dengan teori bahwa perusahaan dengan hutang yang besar akan membayar pajak yang lebih rendah jika hutangnya yang besar baik (Weston & Copeland, 1992).

Faktor leverage sebagai factor tunggal tidak dapat memengaruhi pengembalian, jadi menggabungkan leverage dalam formula empat faktor Carhart sangat meningkatkan dampaknya. Menggunakan lima faktor ini bagus, tetapi Anda juga dapat menambahkan faktor risiko lain untuk pengujian saat menghitung pengembalian saham yang diharapkan. Pengujian menggunakan leverage saja dapat memberikan dampak yang signifikan hanya pada tiga per sepuluh portofolio, dan hasil dari model ini cenderung tidak dapat diandalkan.

Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa hanya menggunakan satu variabel dalam menyusun portofolio masih belum mencukupi untuk dampak yang optimal. Kita dapat

---

mengatakan bahwa hasil pengujian dari lima portofolio sangat baik dalam memprediksi pengembalian menggunakan hasil dari beberapa pengujian yang digunakan. Premi pasar, ukuran perusahaan, nilai buku, momentum, dan leverage oleh karena itu merupakan faktor yang dapat dipertimbangkan saat menghitung pengembalian yang diharapkan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Muradoglu dan Sivprasad (2013) bahwa leverage merupakan faktor risiko yang dapat diprediksi. Premi pasar merupakan faktor yang paling berpengaruh mempengaruhi return saham pada Indeks LQ45. Penjelasan untuk situasi ini adalah valuasi saham indeks LQ45 yang lebih tinggi dibandingkan dengan BEI. Oleh karena itu, setiap pergerakan IHSG ke atas atau ke bawah akan mempengaruhi return saham indeks LQ45.

---

#### 4. KESIMPULAN

*Market premium, size, book-to-market, momentum, leverage* berpengaruh pada return saham perusahaan dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI). Market premium juga menjadi yang paling baik dalam mempengaruhi return saham dalam indeks LQ45 dibandingkan dengan 4 faktor lainnya. Penelitian ini terbatas dan berfokus pada indeks LQ45. Dengan demikian, penelitian ini tidak dapat digunakan sebagai dasar untuk semua saham di Bursa Efek Indonesia. Jangka waktu penelitian adalah lima tahun. Bagi peneliti, menurut teori yang ada, lebih banyak faktor risiko dapat ditambahkan untuk mempelajari risiko saham lebih lanjut. Selain menambah jam penelitian yang berfokus pada indeks LQ45, Anda juga dapat menambahkan area penelitian lainnya. Investor yang berinvestasi di emiten indeks LQ45 lebih memperhatikan leverage, ukuran perusahaan, nilai buku dan momentum dalam menghitung return dan risiko yang dihadapi.

---

#### 5. DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Kane, & Marcus. (2014). *Manajemen portofolio dan Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brama, A. (2019, April 28). *Sekitar 90% investor saham Indonesia gagal, simak cara ampuh para investor ini*. Retrieved from kontan.co.id: <https://investasi.kontan.co.id/news/sekitar-90-investor-saham-indonesia-gagal-simak-cara-ampuh-para-investor-ini>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2016). *Dasar – dasar manajemen keuangan*. Jakarta: Salemba.
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual funds performance. *Journal of Finance*, Vol. 52, 57-82.
- Cui, R., & Wu, Y. (2007). Disentangling liquidity and size effects in stock returns: Evidence from China. *Journal of Finance*.

- 
- Darusman, D. (2012). Analisis Pengaruh Firm Size, Book to Market Ratio, Price. Earning Ratio, dan Momentum Terhadap Return Portofolio Saham . , *Skripsi S1 Universitas Diponegoro*.
- Dewi, N. D., & Suartana, I. W. (2018). Komparasi capital asset pricing model dan fama-french three factor model dalam memprediksi return saham. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana* 7.3.
- Fama, E. F., & French, K. (1992). The Cross-section of expected stock returns. *Journal of finance* vol. 47, 472-466.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and book to market factors in earning and returns. *Journal of Finance* .
- Griffin, J. M., & Lemmon, M. L. (2002). Book to market ratio equity, distress risk, and stock returns. *Journal of Finance* , Vol. LVII, No.5.
- Husnan, S. (2003). *Manajemen keuangan teori dan penerapan (keputusan jangka pendek)*. Yogyakarta: BPFE.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications For Stock market Efficiency. *Journal of Finance Volume* 48, 65-91.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The American Economic Review* Vol. 48, No. 3. American Economic Association.
- Morissan, M. (2012). *Metode penelitian survei*. Jakarta: Kencana.
- Muradoglu, Y. G., & Sivaprasad, S. (2013). The effect of leverage mimicking portfolios in explaining stock returns variations. 104.
- Sugiyono. (2010). *Metode penelitian pendidikan pendekatan kuantitatif, kualitatif, dan r&d*. Bandung: Alfabeta.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan investasi teori dan aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Weston, J. F., & Copeland, T. E. (1992). *Managerial finance. Ninth Edition*. New York: The Dryden Press.
- Wiagustini, N. (2010). *Dasar-dasar manajemen keuangan. Cetakan Pertama*. Denpasar: Udayana University Press.
- Zubir, Z. (2013). *Manajemen portofolio penerapannya dalam investasi saham*. Jakarta: Salemba Empat.

---