



Consistent Earner Strategy Portofolio Saham Value-Glamour

Laila Wardani, Iwan Kusmayadi*, Djoko Suprayetno, Muhammad Ahyar, Iwan Kusuma Negara
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Mataram, Nusa Tenggara Barat, Indonesia

Kata Kunci

Kata kunci: Consistent Eraner Strategy, Portofolio Saham Value-glamour, return and risk adjusted performance, abnormal return

Abstrak

Penelitian ini untuk menemukan bukti empiris hasil evaluasi terhadap return and risk adjusted performance pada portofolio saham value and glamour yang dibentuk dengan consistent earner strategy. Objek penelitian di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan menggunakan populasi dari seluruh saham yang terdaftar dan aktif diperdagangkan di Indeks LQ-45. Sumber data diperoleh dari data sekunder, berupa data laporan keuangan perusahaan tahun 2016-2021 yang diakses melalui website: Bursa Efek Indonesia, Yahoo finance, dan IpotNews. Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam Indeks LQ 45 yang ditentukan secara purposive sampling. Metode analisis data dengan analisis kuantitatif, melalui uji statistic dengan independent sample test dengan menggunakan SPSS. Hasil kajian ini menunjukkan bahwa nilai probabilitas dari masing-masing rata-rata return portofolio maupun risiko portofolio saham value (glamour) >0.05 , atau tidak ditemukan perbedaan tingkat rata-rata return pada masing-masing portofolio. Secara umum penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa pasar modal di Indonesia tidak dapat membuktikan fenomena value investing anomaly sehingga investor tidak mampu mengharapkan abnormal return secara konsisten selama periode pengamatan. Penelitian ini memiliki implikasi sangat penting untuk mengetahui efisiensi pasar modal. Kontribusi praktis penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi dan masukan kepada pelaku pasar modal dalam pengambilan keputusan investasi khususnya di pasar modal Indonesia.

Keywords

Keywords Consistent Eraner Strategy, Value-glamour, return and risk adjusted performance, abnormal return

Abstract

This research aims to find empirical evidence through the evaluation of return and risk-adjusted performance in value and glamour stock portfolios formed with a consistent earner strategy. The research focuses on the Indonesia Stock Exchange (IDX), using the entire population of listed and actively traded stocks in the LQ-45 Index. Data sources include secondary data, consisting of company financial reports from 2016 to 2021 accessed through the websites of the Indonesia Stock Exchange, Yahoo Finance, and IpotNews. The research sample comprises companies included in the LQ-45 Index, selected through purposive sampling. The data analysis method involves quantitative analysis, using statistical tests such as independent sample tests with SPSS. The study's results indicate that the probability values for the average portfolio returns and portfolio risks for both value and glamour stocks are >0.05 , suggesting no significant difference in the average return levels for each portfolio. In general, the research concludes that the Indonesian capital market fails to demonstrate the value investing anomaly phenomenon, and investors cannot expect consistent abnormal returns over the observation period. The study has crucial implications for understanding the efficiency of the capital market. The practical contribution of this research is expected to provide information and insights to market participants in making investment decisions, especially in the Indonesian capital market.

*Corresponding Author: **Iwan Kusmayadi**, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Mataram, Nusa Tenggara Barat Indonesia
Email: iwankusmayadi99@gmail.com

DOI: <https://doi.org/10.29303/jseh.v9i4.418>

History Artikel:

Received: 27 Oktober 2023 | Accepted: 16 Desember 2023

PENDAHULUAN

Pasar modal sebagai lembaga inetermediasi keuangan yang menyediakan sarana pembiayaan jangka panjang bagi pihak yang membutuhkan dana (issuer) sekaligus menyediakan sarana investasi bagi investor sesuai karakteristik investasi yang diinginkan. Secara umum teknik analisis dalam investasi dipasar modal, dikelompokkan menjadi dua, yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental.

Analisis teknikal adalah pendekatan yang menggunakan data historis harga saham, dengan membandingkan perubahan harga saham antar waktu untuk memprediksi harga saham di masa yang akan datang (Husnan, 2005). Pendekatan investasi ini membutuhkan informasi-informasi seperti harga saham, volume transaksi perdagangan, dalam menentukan penilaian saham.

Sedangkan analisis fundamental mempertimbangkan kinerja keuangan melalui data-data laporan keuangan perusahaan untuk mengetahui nilai intrinsik saham (Hartono, 2014).

Harga-harga saham merefleksikan seluruh informasi pasar yang tersedia baik yang berasal dari insider information maupun informasi fundamental, konsep ini dikenal sebagai pasar modal efisien (efficiency market hypothesis). Konsep ini diperkenalkan pertama kali pada tahun tahun 1970 oleh Fama. Pasar modal efisien diindikasikan oleh kondisi dimana semua investor tidak akan bisa mendapatkan abnormal return dalam periode waktu yang lama (Fama, 1970).

Pengujian untuk membuktikan pasar modal efisien perlu dilakukan, dengan mengamati adanya fenomena anomali. Anomali atau ketidakteraturan adalah segala hal yang tidak terdapat dalam pasar modal efisien. Sehingga pasar yang tidak efisien dibuktikan dengan adanya anomali tersebut, yang memungkinkan bagi investor untuk mendapatkan abnormal return dari peristiwa-peristiwa tertentu.

Saham-saham yang tidak diminati, bahkan termasuk underpriced terkadang mampu memiliki tingkat return yang lebih tinggi (Graham, B., Dodd, D. L. F., & Cottle, 1934), yang dikenal dengan istilah value investing. Saham value atau value stocks memiliki nilai price-to-book, atau price-to-cash flow ratio, dan price-to earnings ratio, yang rendah. Sementara kondisi sebaliknya adalah karakteristik dari saham glamour.

Hasil kajian telah banyak dilakukan oleh peneliti-peneliti setelahnya untuk mengkaji value-glamour investing. Beberapa peneliti telah menemukan bukti bahwa strategi value investing mengungguli saham glamour. Strategi value menghasilkan return lebih tinggi dari saham glamour karena strategi ini mengeksploitasi kesalahan investor tipikal dan bukan karena strategi ini pada dasarnya lebih berisiko

(Lakonishok et al., 1994). Hasil tersebut didukung oleh penelitian Gai (1997) yang menguji strataegi investasi value-glamour di pasar modal Jepang. Hasil ini mendapat dukungan dari peneliti selanjutnya, dimana di pasar modal Jepang, saham value secara konsisten mengungguli saham glamor selama lima tahun setelah pembentukan portofolio, bahkan saham glamor gagal memenuhi ekspektasi pasar, sedangkan saham value memberikan hasil yang meningkat (Gai, 1997). Bukti dari pasar ekuitas Jepang sepenuhnya konsisten dengan hasil dari Lakonishok, Shleifer and Vishny (LSV) (Gai, 1997).

Penelitian Rau & Hirshleifer (1998) juga berpendapat bahwa kinerja pasca-akuisisi yang buruk dari book to-market yang rendah pada pengakuisisi 'glamour', yang tampil jauh lebih buruk daripada saham glamor lainnya dan mendapatkan abnormal return negatif dengan bias adjusted negatif signifikan. Secara khusus, berbeda dengan value bidders, dimana glamor bidders berkinerja buruk setelah merger. Fakta bahwa glamor bidders dalam penawaran tender berkinerja jauh lebih buruk daripada value bidders.

Rau & Hirshleifer (1998) dengan menggunakan data dari Securities Data Corporation (SDC) untuk mengkaji fenomena kinerja buruk jangka panjang (selama tiga tahun setelah tanggal penyelesaian merger). Kemudian dari penelitian Moore (2020) menunjukkan bahwa return pada strategi P/E (value) kuat untuk variabel proksi untuk risiko fundamental, variabel yang terkait secara mekanis terhadap rasio P/E, volume perdagangan relatif, dan likuiditas. Peran perhatian terbukti dalam pola pengembalian di portofolio panjang dan pendek, hari minggu, dan waktu sejak pembentukan.

Bukti empiris yang berbeda ditunjukkan dalam peneitian Doukas et al. (2002) bahwa tidak mampu membuktikan kinerja superior dari saham value karena investor membuat kesalahan sistematis dalam memprediksi pertumbuhan laba di masa depan dari saham yang tidak disukai. Hal yang sama yang dilakukan dalam penelitian Desai et al (2004) fenomena value-glamour tidak hanya dapat dioperasionalkan oleh rasio C/P, tetapi juga oleh rasio CFO/P, sehingga CFO / P adalah variabel yang mampu menangkap mispricing atribut dari dua anomali yang berbeda, yaitu value-glamour dan akrual.

Selanjutnya Piotroski & So (2012) mendokumentasikan bahwa perbedaan return saham value/glamour dan ex pasca revisi ekspektasi pasar diperkirakan terkonsentrasi (tidak ada) di antara perusahaan-perusahaan dengan ekspektasi pasar yang bias (tidak bias) ex ante. Sedangkan Ekawati (2012) dalm studinya menemukan bahwa secara individual, hanya rasio E/P atau CFO/P dapat mengambil mispricing dikaitkan dengan akrual abnormal. Hasil tersebut dapat dapat dimaknai bahwa: (1) nilai rasio

E/P, mispricing aktual yang abnormal disebabkan oleh ketidakmampuan pasar untuk memahami upaya manajer untuk mengelola laba yang dilaporkan; (2) nilai rasio CFO/P, menunjukkan bahwa pasar tidak mampu menilai persistensi arus kas.

Koh (2011) meneliti dampak reputasi manajerial, seperti penghargaan profil tinggi untuk CEO pada praktik pelaporan keuangan dan kinerja perusahaan kelompok value-glamour. Penelitiannya menemukan bahwa jumlah total sebanyak 269 pemenang penghargaan untuk periode 1987–2003. Sebagian besar pemenang penghargaan berasal dari Bisnis Majalah Week dan Financial World. Hanya terdapat sejumlah 189 CEO selebriti dari 269 total penghargaan karena 52 CEO memenangkan berbagai penghargaan.

Pahlevi (2015) pada saham-saham yang terdaftar di indeks LQ-45 tahun 2009-2013 bahwa tidak ditemukan perbedaan return antara portofolio saham value dengan saham glamour, penelitiannya juga tidak menemukan perbedaan pada risk adjusted performance dari masing-masing portofolio saham value-glamour. Penelitian lain menemukan bahwa saham glamour memiliki kecenderungan yang jauh lebih besar untuk mengubah desil P/E daripada saham value (Anderson & Zastawniak, 2017).

Variabel dividen yield adalah salah satu indikator dari saham value. Variabel ini menjelaskan pengaturan kebijakan dividen sebagai indikasi dari kepercayaan diri perusahaan (Campbell, J. Y., & Shiller, 1988). Pembagian dividend merupakan salah satu daya tarik investor dalam berinvestasi di saham. Strategi pembentukan portofolio saham salah satunya yang dikenal adalah Consisten earner strategy, yang merupakan kombinasi single value strategy (yang diproyeksi dengan rasio Price to Earning Ratio dan Dividend Yield) dengan variabel variabel return on equity.

Berdasarkan keragaman bukti empiris dari penelitian-penelitian terdahulu tentang strategi value-glamour, maka dirasakan perlu untuk melakukan kajian lanjutan untuk menemukan bukti empiris fenomena anomali pada portofolio saham value-glamour di pasar modal Indonesia. Sehingga, penelitian ini dilakukan untuk menjawab pertanyaan sebagai berikut: 1). Apakah portofolio saham value mengungguli return portofolio saham glamour berdasarkan consistent earner strategy?, 2). Apakah risk-adjusted performance portofolio saham value lebih tinggi daripada portofolio saham glamour ?

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian:

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah: Return portofolio saham, risiko portofolio, dan variabel rasio-rasio keuangan

yaitu: Return on Equity (RoE), Price to Earnings Ratio (PER), dan Dividend Yield (DY).

Return Portofolio Saham

Teori portofolio berhubungan dengan pemilihan portofolio yang mampu memaksimalkan pengembalian yang diharapkan sesuai dengan tingkat risiko yang diambil. Portofolio dapat dikembangkan dengan pendekatan kuantitatif dan data historis untuk menghasilkan pengembalian portofolio yang diharapkan dan mengukur tingkat risiko yang diterima (Fabozzi, 2003).

Adapun penghitungan return portofolio adalah sebagai berikut:

$$E(R_p) = \sum (R_i) X_i \text{ Atau,}$$

$$E(R_p) = W_A \cdot R_A + W_B \cdot R_B + \dots + W_n \cdot R_n$$

Dimana : $W_A + W_B + \dots + W_n = 1$

Keterangan :

$E(R_p)$ = Tingkat keuntungan / ekspektasi return dari suatu portofolio

$E(R_i)$ = Ekspektasi return dari sekuritas i

R_i = Satu outcome dari sekuritas i

X_i = Proporsi dana / asset yang diinvestasikan pada saham i

Evaluasi Risiko Sharpe

Pengukuran dengan metode ini berdasarkan risk premium. Risk premium adalah selisih antara rata-rata kinerja portofolio saham yang dihasilkan dengan rata-rata kinerja investasi bebas risiko. Formulasi metode ini yaitu membagi risk premium dengan standar deviasi (Fabozzi, 2003).

$$S_p = R_p - R_f / \sigma$$

Dimana,

S_p = Nilai dari Sharpe ratio

R_p = Return portofolio saham

R_f = Return investasi bebas risiko

σ = Standar deviasi (risiko total)

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2016-2020. Pemilihan sampel pada penelitian ini dilakukan dengan metode purposive sampling, yaitu berdasarkan pertimbangan subyektif dari peneliti (Ghozali, 2013). Adapun kriteria yang harus dipenuhi oleh sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Perusahaan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2016-2021.
- Perusahaan tercatat pada kategori LQ 45 pada periode Januari 2016 sampai Desember 2021
- Perusahaan mengeluarkan laporan keuangan

yang dipublikasikan pada periode 2016-2021.

- Perusahaan yang secara kontinu membagikan dividen selama 2016-2021.

Jenis dan Sumber data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif yang bersumber dari sekunder. Data diperoleh dari laporan tahunan perusahaan dan Indonesia Capital Market Directory (ICMD) yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia dan melalui IpotNews.com, sedangkan harga pasar saham diperoleh dari www.finance.yahoo.com.

Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan analisis kuantitatif. Analisis dilakukan pada portofolio yang dibentuk berdasarkan kombinasi variabel PER & ROE dan DY & ROE terhadap saham-saham yang tercatat pada LQ 45 yang telah disortir menjadi saham value dan glamour. Teknik analisis dalam penelitian ini menggunakan uji *independent sample test*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Secara keseluruhan jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria yang telah ditentukan adalah sebanyak 17 perusahaan yang termasuk dalam Index LQ45. Dengan melakukan pengamatan terhadap data-data dalam laporan keuangan selama lima tahun terhitung sejak tahun 2017 sampai tahun 2021. Rasio PER selama lima tahun pengamatan terhadap 17 perusahaan LQ45, memiliki rata-rata rasio PER tertinggi yaitu pada Tahun 2017 (yaitu sebesar 25,4 kali), artinya bahwa harga saham pada periode tersebut adalah 25,4 kali dari nilai laba per saham. Sedangkan nilai rata-rata terendah terjadi pada tahun 2021 (yaitu sebesar 16,9 kali), hal ini juga menunjukkan bahwa harga saham pada periode tersebut adalah 16,9 kali dari nilai laba per sahamnya. Namun, pertumbuhan rata-rata PER selama lima tahun mengalami penurunan secara kumulatif sebesar 32,5% atau rata-rata penurunan PER setiap tahunnya sejak tahun 2017 adalah sebesar 8,1%.

Beberapa perusahaan yang memiliki peringkat terbaik berdasarkan nilai PER nya adalah seperti, PT. Aneka Tambang Tbk yaitu di tahun 2017 (110,04 kali), 2019 (104,09 kali), dan 2020 (40,66 kali). Sedangkan perusahaan lainnya yaitu PT. Indocement Tungal Perkasa, Tbk dan PT. Bank Central Asia, Tbk masing-masing di tahun Tahun 2018 dan Tahun 2021. Sedangkan beberapa perusahaan yang menduduki level terendah menurut

rasio PER nya adalah PT. AKR Corporindo, Tbk yaitu berturut-turut sejak Tahun 2017 sampai tahun 2020, dan PT. Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk pada tahun 2021.

Rasio ROE terendah dimiliki oleh PT. Aneka Tambang, Tbk yaitu pada Tahun 2017 – 2019, PT. Bank Negara Indonesia (Persero) pada Tahun 2020, dan PT. Semen Indonesia (Persero) Tbk di Tahun 2021. Rasio ROE tertinggi selama 5 tahun berturut-turut dimiliki oleh PT. Unilever Indonesia, Tbk dengan capaian yang sangat signifikan bahkan di atas 100%. Kondisi seperti ini dimungkinkan oleh beberapa hal, misalnya penggunaan leverage keuangan yang tinggi, yaitu dengan penambahan jumlah utang untuk memperbesar ekuitas pemegang saham. Penggunaan utang dengan bijak sangat dapat memungkinkan perusahaan menghasilkan laba yang signifikan. Kemungkinan lain yang mendorong ROE bernilai sangat tinggi adalah karena perusahaan yang mengalami pertumbuhan laba yang sangat cepat, Pertumbuhan laba meningkat secara signifikan sedangkan ekuitas pemegang saham tidak sebanding dengan cepatnya pertumbuhan tersebut.

Rasio Dividen Yield (DY) mengalami pertumbuhan rata-rata selama lima tahun dengan peningkatan secara kumulatif sebesar 34,1% atau rata-rata peningkatan rasio DY setiap tahunnya sejak tahun 2017 adalah sebesar 8,5%. Rasio DY selama lima tahun pengamatan terhadap 17 perusahaan LQ45, memiliki rata-rata dengan level tertinggi yaitu pada Tahun 2021 (yaitu sebesar 0,044), artinya bahwa jumlah pendapatan yang dapat dihasilkan oleh seorang investor dari dividen untuk setiap rupiah yang diinvestasikan dalam saham perusahaan tersebut adalah 4,4%. Sedangkan nilai rata-rata terendah terjadi pada tahun 2020 (yaitu sebesar 0,033), hal ini juga menunjukkan bahwa nilai pendapatan yang dapat dihasilkan oleh seorang investor dari dividen untuk setiap rupiah yang diinvestasikan dalam saham perusahaan tersebut adalah sebesar 3,3%, seperti yang diuraikan dalam Tabel 1 berikut.

Pembentukan Portofolio Value dan Glamour

Dalam pembentukan portofolio, sebelumnya dilakukan penyortiran terhadap saham-saham perusahaan dari angka terendah sampai tertinggi pada setiap periode. Data-data rasio yang telah diurutkan tersebut, dikelompokkan menjadi empat kuartil, yaitu kuartil 1 sampai dengan kuartil 4. Data rasio dengan nilai terendah mewakili kelompok kuartil 1 (Q1) disusun secara berurutan ke nilai tertinggi (kuartil 4, atau Q4) pada setiap periode

Tabel 4.1
Price Earnings Ratio (PER), Dividend Yield (DY), dan Return on Equity (ROE)
Perusahaan Sampel Tahun 2016 – 2021

No.	(Kode) EMITEN		<i>Price Earnings Ratio (PER)</i>					<i>Dividend Yield (DY)</i>					<i>Return On Equity (ROE)</i>				
			2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021
1	AKRA	AKR CorPorindo	4,35	2,08	4,38	2,72	14,08	0,08	0,14	0,06	0,12	0,02	13,31	16,57	7,12	8,76	9,84
2	ANTM	Aneka Tambang Tbk	110,04	20,77	104,09	40,66	28,59	0,00	0,02	0,00	0,01	0,02	0,74	4,43	1,07	6,04	8,93
3	ASII	Astra Internasional Tbk	17,81	15,37	11,68	15,1	11,42	0,02	0,02	0,03	0,01	0,03	12,08	12,43	11,62	8,27	8,27
4	BBCA	Bank Central Asia, Tbk	4,63	4,96	5,77	6,11	28,63	0,04	0,05	0,07	0,06	0,02	17,74	17,04	16,4	14,69	15,49
5	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero)	13,56	10,92	9,52	35,09	11,55	0,03	0,02	0,03	0,01	0,02	13,49	13,6	12,31	2,91	8,61
6	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero)	15,34	13,83	15,64	27,43	17,45	0,03	0,04	0,04	0,02	0,04	17,33	17,46	16,46	9,33	10,65
7	BMRI	Bank Mandiri (Persero)	18,09	13,76	13,03	17,23	11,69	0,02	0,03	0,05	0,03	0,05	12,14	13,52	13,15	8,83	12,62
8	HMSP	HM SamPoerna, Tbk	43,39	31,98	17,8	20,34	15,82	0,02	0,03	0,06	0,05	0,07	37,14	38,29	38,46	28,38	24,45
9	ICBP	Indofood CB sukses Makmur	27,3	26,66	25,81	16,95	15,88	0,02	0,01	0,02	0,02	0,02	18,68	20,15	18,89	13,09	11,67
10	INDF	Indofood Sukses Makmur, Tbk	16,05	15,72	14,18	9,32	7,27	0,03	0,02	0,04	0,04	0,04	8,92	8,35	9,06	8,16	8,82
11	INTP	Indocement Tunggal Perkasa, Tbk	43,45	59,27	38,16	29,5	24,86	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	7,57	4,93	7,95	8,15	8,67
12	KLBF	Kalbe Farma, Tbk	32,96	29	30,29	25,38	23,78	0,01	0,02	0,01	0,02	0,02	4,5	16,07	15,01	14,96	14,97
13	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk	5,79	9,01	7,17	13,19	3,86	0,13	0,08	0,12	0,03	0,25	32,44	30,88	22,02	14,09	32,61
14	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk	29,12	22,16	29,78	26,38	21,26	0,01	0,02	0,00	0,02	0,02	6,62	9,41	7,06	7,83	5,08
15	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero)	19,86	20,6	21,07	16,47	16,16	0,04	0,04	0,04	0,05	0,04	19,75	13,39	15,92	17,21	17,03
16	UNTR	United Tractors Tbk	17,83	9,17	7,1	16,53	8,04	0,02	0,03	0,04	0,02	0,02	15,57	19,5	18,51	9,51	14,31
17	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	12,18	7,6	8,67	39,1	27,22	0,05	0,09	0,01	0,01	0,02	137,38	120,21	139,97	145,09	133,25

Data rasio dengan nilai terendah mewakili kelompok kuartil 1 (Q1) disusun secara berurutan ke nilai tertinggi (kuartil 4, atau Q4) pada setiap periode.

Dalam penelitian ini membentuk portofolio saham berdasarkan Consistent earner strategy. Consisten earner strategy adalah strategi pembentukan portofolio saham yang mengkombinasikan single value strategy dengan capital return variabel, dalam hal ini diwakilkan oleh return on equity (ROE). Saham-saham yang dikategorikan saham value adalah saham-saham yang mempunyai PER yang rendah, dan rasio DY dan ROE yang tinggi. Sebaliknya kelompok saham glamour adalah saham-saham yang mempunyai PER yang tinggi, dan rasio DY dan ROE yang rendah.

Langkah selanjutnya melakukan pembentukan portofolio berdasarkan kombinasi variabel rasio, yaitu kombinasi PER dengan ROE; dan kombinasi DY dengan ROE, seperti dalam Tabel 4.6 dan 4.7 di bawah ini. Maka akan terbentuk 4 portofolio yaitu: 1) portofolio saham value, untuk kombinasi PER_ROE; 2) portofolio glamour, untuk kombinasi PER_ROE, 3) portofolio saham value, untuk kombinasi DY_ROE, dan 4) portofolio saham glamour, untuk kombinasi DY_ROE. Dalam kombinasi rasio PER-ROE, portofolio saham value adalah saham-saham yang memiliki nilai rasio PER rendah (kuartil 1) dan rasio ROE tinggi (kuartil 4). Sedangkan portofolio saham glamour adalah saham-saham yang memiliki nilai rasio PER tinggi (kuartil 4) dan rasio ROE rendah (kuartil 1).

Tabel 2

Pembentukan Portofolio Value dan Glamour dengan Consistent Earner Strategy

<i>Kombinasi Rasio PER-ROE</i>		<i>Kombinasi Rasio DY-ROE</i>	
<i>Value</i>	<i>Glamour</i>	<i>Value</i>	<i>Glamour</i>
AKRA	HMSF	PTBA	ICBP
PTBA	KLBF	AKRA	KLBF
BBCA	INTP	BBCA	SMGR
UNTR	ANTM	HMSF	ANTM
UNVR	INDF	UNVR	INDF
HMSF	SMGR	TLKM	INTP
TLKM			

Return dan Risiko Portofolio Value dan Glamour

Data penelitian ini menggunakan data bulanan harga saham penutupan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Index LQ45 periode 2016-2021 secara berturut-turut dan data bulanan indeks LQ45, untuk menentukan return individual saham dan return dan risiko portofolio. Pada Tabel.3 menjelaskan perbandingan nilai return dan risiko untuk portofolio saham value dan glamour tahun

2016-2021. Pada tabel tersebut total return pada portofolio saham glamour selama 6 tahun (2016-2021), rata-rata return bulanan maupun rata-rata tahunan lebih unggul dibandingkan dengan portofolio saham value.

Penelitian ini telah membuktikan bahwa portofolio saham value ternyata tidak lebih baik dibandingkan dengan portofolio saham glamour, dimana portofolio saham glamour berdasarkan kombinasi PER-ROE memiliki total return pada selama 6 tahun (2016-2021) sebesar 125,3%, di atas portofolio saham value yang hanya tercatat sebesar 58,3%. Sedangkan portofolio saham glamour berdasarkan kombinasi DY-ROE memiliki total return pada selama 6 tahun (2016-2021) sebesar 125,3%, diatas portofolio saham value yang hanya tercatat sebesar 58,3%. Hal tersebut terjadi dengan asumsi jika investor melakukan holding selama 6 tahun.

Tabel. 3

Nilai Total, Rata-rata Return dan Risk Portoflio Saham Value dan Glamour Tahun 2016-2021

Portofolio	Total Return 6 tahun	Risiko (Beta)	Rata-rata Return		Rata-rata Risiko (Std. Deviasi)	
			Bulanan	Tahunan	Bulanan	Tahunan
PER-ROE:						
Value	58.9%	78.8%	0.20%	3.4%	8.6%	29.9%
Glamour	125.3%	89.2%	0.22%	4.5%	8.5%	29.3%
DY-ROE:						
Value	45.9%	71.1%	-0.10%	0.2%	7.4%	25.8%
Glamour	138.0%	73.0%	0.52%	7.7%	8.0%	27.7%

Meskipun portofolio saham glamour juga memiliki rata-rata return bulanan maupun rata-rata tahunan lebih unggul dibandingkan dengan portofolio saham value, namun tidak sebesar perbedaan nilai total return 6 tahun. Sejalan dengan nilai return yang tinggi cenderung diikuti dengan nilai risiko yang juga tinggi. Pada tabel 4.8 terlihat bahwa portofolio saham glamour memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi dari portofolio saham value. Dalam pengujian selanjutnya perlu diuji secara statistic perbedaan rata-rata return dan risiko masing-masing portofolio dengan uji independent sample test, dimana data terlebih dahulu harus berdistribusi normal.

Hasil uji statistik dengan independent sample test untuk uji beda rata-rata return tahunan antara kedua portofolio (saham value dengan glamour) kombinasi rasio PER-ROE menunjukkan tidak ada perbedaan secara signifikan, dimana masing-masing memiliki nilai sig (2 tailed) sebesar 0,998, atau > 0,05, seperti yang ditunjukkan pada Tabel 4. Demikian juga portofolio saham value-glamour versi kombinasi DY-ROE juga menunjukkan tidak ada beda yang signifikan dimana masing-masing memiliki nilai sig. (2 tailed) sebesar 0,645, atau > 0,05, seperti yang ditunjukkan pada Tabel 5

Sedangkan rata-rata tahunan untuk risiko portofolio saham value-glamour kombinasi PER-ROE dan kombinasi DY-ROE menurut hasil uji statistik

Tabel. 4
 Uji Beda Rata-Rata Return Tahunan Portofolio Saham Value-Glamour (Berdasarkan Rasio PER-ROE)

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Rata-Rata Return Tahunan	Equal variances assumed	.021	.887	.003	11	.998	.00031	.09960	-.21891	.21954
	Equal variances not assumed			.003	9.337	.998	.00031	.10180	-.22871	.22933

Tabel. 5
 Uji Beda Rata-Rata Return Tahunan Portofolio Saham Value-Glamour (Berdasarkan Rasio DY-ROE)

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Rata-Rata Return Tahunan	Equal variances assumed	.234	.639	-.476	10	.645	-.04675	.09829	-.26575	.17225
	Equal variances not assumed			-.476	10.000	.645	-.04675	.09829	-.26575	.17225

Tabel. 4.13
 Uji Beda Rata-Rata Risiko Portofolio Saham Value-Glamour (Berdasarkan Rasio PER-ROE)

		Independent Samples Test								
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper	
Rata-Rata Risiko	Equal variances assumed	1.150	.306	-.980	11	.348	-.06440	.06568	-.20895	.08016
Tahunan	Equal variances not assumed			-.936	7.442	.378	-.06440	.06877	-.22507	.09628

Tabel. 4.14
 Uji Beda Rata-Rata Risiko Portofolio Saham Value-Glamour (Berdasarkan Rasio DY-ROE)

		Independent Samples Test								
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper	
Rata-Rata Risiko	Equal variances assumed	1.407	.263	-.827	10	.428	-.0613167	.0741521	-.2265378	.1039045
Tahunan	Equal variances not assumed			-.827	7.728	.433	-.0613167	.0741521	-.2333656	.1107323

dengan independent sample test ditemukan bukti bahwa tidak terdapat perbedaan secara signifikan, dimana portofolio saham value-glamour masing-masing memiliki nilai sig. (2 tailed) sebesar 0,348 dan 0,378, dimana nilainya $> 0,05$, seperti yang ditunjukkan pada Tabel 6. Rata-rata tahunan untuk risiko portofolio saham value-glamour kombinasi DY-ROE masing-masing memiliki nilai sig. (2 tailed) sebesar 0,428 dan 0,433, dimana nilainya $> 0,05$ pada Tabel 7.

PEMBAHASAN

Dalam beberapa hasil kajian tentang fenomena investasi saham bahwa outperform portofolio saham value terhadap saham glamour telah banyak dibuktikan di beberapa pasar modal di berbagai negara. Penelitian ini sebagai lanjutan kajian empiris untuk membuktikan kembali adanya fenomena anomaly tersebut khususnya dalam pasar modal di Indonesia. Penelitian ini berfokus untuk menemukan bukti empiris apakah rata-rata return pada portofolio saham value mampu mengungguli portofolio saham glamour di pasar modal Indonesia. Kedua, untuk mengetahui apakah portofolio saham value memiliki risk-adjusted performance lebih baik dibandingkan dengan portofolio saham glamour.

Hasil penelitian ini telah menunjukkan bahwa portofolio saham value memiliki total return di bawah portofolio saham glamour dengan asumsi bahwa investor melakukan holding saham-saham tersebut selama sejak awal (tahun 2016) hingga enam tahun kedepan (sampai tahun 2021). Namun pengujian secara statistic terhadap rata-rata return pada portofolio saham value-glamour tidak menunjukkan adanya perbedaan secara signifikan baik dengan kombinasi rasio PER-ROE maupun kombinasi DY-ROE.

Hasil penelitian ini sekaligus menolak hipotesis pertama yang menyatakan bahwa portofolio saham value mengungguli rata-rata return saham glamour. Demikian pula penelitian ini tidak dapat membuktikan hipotesis kedua, bahwa portofolio saham value tidak dapat memiliki risk-adjusted performance yang lebih baik dari portofolio saham glamour. Portofolio saham value-glamour tidak memiliki perbedaan yang signifikan. Maka, bukti yang ditemukan dalam penelitian ini sekaligus memperkuat hasil temuan Pahlevi (2015).

Hasil temuan tersebut memiliki implikasi yaitu dari sisi efisiensi pasar, yaitu pasar modal Indonesia selama periode tersebut sudah dapat dikatakan cukup efisien atau pasar modal efisien semi strong. Harga-harga saham telah merefleksikan segala informasi public yang relevan. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa sangat tidak memungkinkan

bagi investor untuk menggunakan strategi value-glamour untuk dapat mengalahkan pasar dan mengharapkan untuk memperoleh abnormal return secara konsisten.

Beberapa factor yang memungkinkan hal ini terjadi, seperti sikap dan keputusan yang rasional dari investor dalam menggunakan ketersediaan informasi untuk mengambil keputusan investasi yang optimal. Investor dengan mudah mengakses dan mengevaluasi informasi yang relevan secara real-time dengan kemajuan teknologi informasi. Sehingga harga pasar sudah mencerminkan semua informasi baru. Pasar modal efisien tidak memberikan peluang bagi investor untuk melakukan arbitrase,

Hasil investigasi sejauh ini mengenai kedua pendekatan ini telah menghasilkan hasil yang tidak meyakinkan. Studi tertentu menunjukkan bahwa pendekatan value investing biasanya menghasilkan hasil yang menguntungkan selama periode yang lama, terutama selama kasus koreksi pasar atau ketika saham dinilai lebih wajar. Peneliti yang telah menemukan bukti ini, seperti (Lakonishok et al., 1994), Gai (1997), Rau & Hirshleifer (1998), dan Moore (2020).

Sebaliknya, glamour investing dapat menghasilkan pengembalian yang menguntungkan selama pasar bullish dan periode pertumbuhan ekonomi yang cepat. Meskipun demikian, pendekatan ini juga dapat lebih rentan terhadap volatilitas pasar dan penyesuaian nilai saham. Beberapa peneliti yang sejalan dengan hasil ini adalah: (Doukas et al., 2002), Desai et al (2004),

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dengan melakukan uji statistic maka diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut:

- 1) Nilai rata-rata return portofolio saham value-glamour baik terhadap kombinasi PER & ROE maupun DY & ROE memiliki nilai probabilitas/ nilai signifikansi $> 0,05$, yang artinya Nilai rata-rata return portofolio saham value-glamour baik terhadap kombinasi PER & ROE maupun DY & ROE tidak memiliki perbedaan yang signifikan.
- 2) Uji beda terhadap rata-rata risk adjusted performance portofolio saham value-glamour baik terhadap kombinasi PER & ROE maupun DY & ROE juga memiliki nilai probabilitas/ nilai signifikansi $> 0,05$, yang artinya nilai rata-rata risk portofolio saham value-glamour baik terhadap kombinasi PER & ROE maupun DY & ROE tidak memiliki perbedaan yang signifikan.

Maka secara umum penelitian ini menjelaskan bahwa strategi portofolio saham value-glamour tidak dapat menemukan adanya fenomena anomaly value

investing di pasar modal Indonesia sehingga investor tidak mampu menghasilkan abnormal return secara konsisten selama periode pengamatan.

Berdasarkan hasil temuan penelitian ini, maka beberapa hal dapat menjadi rekomendasi untuk peneliti selanjutnya:

- a) Melakukan analisis terhadap variable penjelas, untuk menginvestigasi factor-faktor yang dapat menjelaskan alasan yang memicu tidak adanya perbedaan tersebut yang menjadi celah peneliti selanjutnya. Peneliti selanjutnya juga dapat menambahkan pengaruh variable dari kondisi makro ekonomi tertentu terhadap kinerja kedua strategi investasi tersebut.
- b) Melakukan perbandingan terhadap kinerja portofolio dengan indeks pasar dengan cakupan yang lebih luas atau pada sector industri tertentu untuk membuktikan hasil temuan ini memiliki persamaan dengan kinerja pasar atautkah justru lebih spesifik pada strategi tertentu. Penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan periode penelitian dengan rentang waktu yang lebih lama dan dalam kurun waktu yang berbeda.
- c) Mempertimbangkan untuk mengkaji aspek perilaku investor dan sentiment pasar dan hubungannya terhadap strategi investasi tertentu, serta melakukan tinjauan terhadap risiko-risiko spesifik yang memiliki keterkaitan dengan strategi tertentu.

DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, K., & Zastawniak, T. (2017). Glamour, value and anchoring on the changing P/E. *European Journal of Finance*, 23(5), 375–406. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2015.1113192>
- Campbell, J. Y., & Shiller, R. J. (1988). Stock prices, earnings, and expected dividends. *The Journal of Finance*, 43(3), 661–676.
- Conrad, J., Cooper, M., & Kaul, G. (2003). Value versus glamour. *The Journal of Finance*, 58(5), 1969–1995.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation, Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2nd Editio). John Willey & Son, Inc.
- Desai, M. A., Foley, C. F., & Hines Jr, J. R. (2004). A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets. *The Journal of Finance*, 59(6), 2451–2487.
- Desai, H., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2004). Value-glamour and accruals mispricing: One anomaly or two? *The Accounting Review*, 79(2), 355–385.
- Doukas, J. A., Kim, C., & Pantzalis, C. (2002). A test of the errors-in-expectations explanation of the value/glamour stock returns performance: Evidence from analysts' forecasts. *Journal of Finance*, 57(5), 2143–2165. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00491>
- Ekawati, E. N. (2012). The link of abnormal accrual mispricing and value-glamour stock anomaly: Evidence from the Indonesian capital market. *Gajah Mada International Journal of Business*, 14(1), 77–96. <https://doi.org/10.22146/gamaijb.5438>
- Fabozzi, F. J. (2003). *Manajemen Investasi* (Buku dua). Salemba Empat.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 25(2), 383–417. <https://doi.org/doi:10.2307/2325486>
- FAMA, E. F., & FRENCH, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
- Gai, J. (1997). Glamour and value strategies on the Tokyo stock exchange. *Journal of Business Finance and Accounting*, 24(9–10), 1291–1310. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00163>
- Graham, B., Dodd, D. L. F., & Cottle, S. (1934). *Security analysis* (vol. 452). McGraw-Hill New Yorkl.
- Graham, B., & Dodd, D. L. (1934). *Security analysis*. Mc Graw Hill.
- Hartono, J. (2014). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (10th ed.). BPFE Yogyakarta.
- Hasnawati, S. (2010). The Value And Glamor Stocks Performance At The Indonesia Stocks Exchange Using The Price Earning Ratio Approach. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 9(7), 43–50.
- Horne, V. W. (2005). *Fundamental of Financial Management* (4th ed.). Salemba Empat.
- Husnan, S. (2005). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi keempat. Yogyakarta: UPP AMD YKPN (Keempat). UPP AMD YKPN.
- Jogiyanto. (1998a). *Analisis dan Desan Sistem Informasi: Pendekatan Terstruktur Teori dan Praktek Aplikasi Bisnis*. Andi Offset.
- Jogiyanto. (1998b). *Teori Portopolio dan Analisis*

- Investasi (Edisi I ce). BPFE Yogyakarta. Manajemen Risiko (Pertama). BPFE Yogyakarta.
- Koh, K. (2011). Value or Glamour? An empirical investigation of the effect of celebrity CEOs on financial reporting practices and firm performance. *Accounting and Finance*, 51(2), 517–547.
<https://doi.org/10.1111/j.1467629X.2010.00357.x>
- Kohers, N., Kohers, G., & Kohers, T. (2007). Glamour, value, and the form of takeover. *Journal of Economics and Business*, 59(1), 74–87.
<https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2006.01.001>
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *J. Finance*, 49(5), 1541-1578.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance*, 49(5), 1541–1578.
- Moore, J. (2020). Glamour among value: P/E ratios and value investor attention. *Financial Management*, 49(3), 673–706.
<https://doi.org/10.1111/fima.12281>
- Pahlevi, N. R., & Arfianto, E. D. (2015). Evaluasi Return Dan Risk Adjusted Performance Portofolio Value Versus Glamour Pada Pasar Modal Indonesia. *Diponegoro Journal of Management*, 4, 1–10.
<https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/article/view/13173> %0A <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/article/download/13173/12731>
- Piotroski, J. D. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 1(41).
- Piotroski, J. D., & So, E. C. (2012). Identifying expectation errors in value/glamour strategies: A fundamental analysis approach. *Review of Financial Studies*, 25(9), 2841–2875. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs061>
- Rau, R., & Hirshleifer, D. (1998). Glamour, value and the post- acquisition performance of acquiring firms (with Theo Vermaelen), *JFE. Journal of Financial Economics*, 49(2), 223-253.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance*. Oxford University Press UK.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan*