

IV. PEMBAHASAN

4. 1. Gambaran Umum

Indeks LQ 45 terdiri dari 45 saham yang telah terpilih melalui berbagai kriteria pemilihan, sehingga akan terdiri dari saham-saham dengan likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi. Saham-saham pada indeks LQ 45 harus memenuhi kriteria dan melewati seleksi utama sebagai berikut :

1. Masuk dalam ranking 60 besar dari total transaksi saham di pasar reguler (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).
2. Ranking berdasar kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).
3. Telah tercatat di BEJ minimum 3 bulan.
4. Keadaan keuangan perusahaan dan prospek pertumbuhannya, frekuensi dan jumlah hari perdagangan transaksi pasar reguler. (*factbook 1997, Jakarta Stock Exchange*).

Dari ke- 45 saham yang termasuk dalam LQ 45 selama periode 2007-2011 terdapat 17 perusahaan yang memenuhi kriteria dan masuk sebagai sampel penelitian. Berikut disajikan di dalam tabel di bawah ini:

Tabel 4. Daftar Nama Perusahaan yang masuk sebagai sampel

No	Kode Emiten	Nama Perusahaan	Kapitalisasi Pasar
1.	AALI	PT. Astra Agro Lestari Tbk	34.171.966.500.000
2.	ANTM	PT. Aneka Tambang Tbk	15,452,304,795,000
3.	ASII	PT. Astra International Tbk	299.578.293.236.000
4.	BBCA	PT. Bank Central Asia Tbk	195.267.672.960.000
5.	BBRI	PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk	164.851.675.065.000
6.	BDMN	PT. Bank Danamon Indonesia Tbk	38.904.067.417.100
7.	BMRI	PT. Bank Mandiri Tbk	155.924.999.993.250
8.	INCO	PT. International Nickel Indonesia Tbk	31,796,283,904,000
9.	INDF	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	40.389.961.900.000
10.	ISAT	PT. Indosat Tbk	30.701.724.275.000
11.	MEDC	PT. Medco Energi Internasional Tbk	8.081.194.766.250
12.	PGAS	PT. Perusahaan Gas Negara Tbk	76.966.788.522.300
13.	PTBA	PT. Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	39.976.687.597.500
14.	SMCB	PT. Holcim Indonesia Tbk	16.666.807.500.000
15.	TLKM	PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk	142.127.994.924.000
16.	UNSP	PT. Bakrie Sumatera Plantations Tbk	3.900.720.569.970
17.	UNTR	PT. United Tractors Tbk	98.289.060.833.600

4.2. Pembentukan *Glamour Stock* Dan *Value Stock* Berdasarkan Price Earning Ratio

Pembentukan kelompok saham pada penelitian ini melalui analisis fundamental dengan pendekatan *Price Earning Ratio* untuk mengategorikan saham ke dalam *Value stock* dan *Glamour stock*. Penulis menetapkan perusahaan yang masuk LQ 45 di BEI sebagai sampel dan menggolongkan ke dalam *Glamour stock* dan *Value stock* dengan melihat nilai PER. Dari 17 Perusahaan yang masuk ke dalam sampel dilakukan dengan melakukan cut off 30:40:30 (Fama;1998) berdasarkan nilai PER sehingga terbentuk 3 kelompok (*tercile*) saham. Kelompok pertama terdiri atas 5

saham perusahaan dengan nilai PER tertinggi sebagai *Glamour stock*. Kelompok ketiga adalah 5 saham perusahaan dengan nilai PER terendah sebagai *Value stock*. Berdasarkan penjelasan diatas maka *Value stock* dan *Glamour stock* yang terbentuk adalah sebagai berikut :

Tabel 5. Daftar Perusahaan *Glamour stock*

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE EMITEN	PER
1	PT. Medco Energi Internasional Tbk	MEDC	21,38
2	PT. Indosat Tbk	ISAT	20,66
3	PT. Bank Central Asia Tbk	BBCA	20,09
4	PT. Holcim Indonesia Tbk	SMCB	17,40
5	PT. United Tractors Tbk	UNTR	17,19

Tabel 6. Daftar Perusahaan *Value stock*

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE EMITEN	PER
13	PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk	TLKM	9,11
14	PT. Aneka Tambang Tbk	ANTM	7,43
15	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	7,95
16	PT. International Nickel Indonesia Tbk	INCO	8,45
17	PT. Bakrie Sumatera Plantations Tbk	UNSP	5,67

4.3. Return *Glamour Stock* Dan *Value Stock*

Return yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* yang telah terjadi (*return* aktual). *Realized return* merupakan *return* yang dihitung berdasarkan data

historis (Jogiyanto; 2003). Penelitian ini menggunakan harga saham bulanan dari masing-masing perusahaan untuk melihat pergerakan *return* dari *Glamour stock* dan *Value stock*. Hasil perhitungan *return Glamour stock* dan *Value stock* menunjukkan fluktuasi dari masing-masing saham seperti yang terlihat dalam tabel dibawah ini :

Tabel 7. Return Saham Individual Glamour Stock

Tahun	RETURN SAHAM INDIVIDUAL GLAMOUR (%)				
	MEDC	ISAT	BBCA	SMCB	UNTR
2007	14.35	6.88	13.53	40.26	27.38
2008	15.43	-1.65	21.39	52.83	53.96
2009	7.75	-12.43	51.83	97.71	115.14
2010	26.82	-2.72	100.76	183.78	184.98
2011	15.56	0.87	128.88	180.69	207.31

Tabel 8. Return Saham Individual Value Stock

Tahun	RETURN SAHAM INDIVIDUAL VALUE (%)				
	TLKM	INCO	INDF	ANTM	UNSP
2007	2.39	75.53	39.37	21.82	52.41
2008	-21.51	-9.08	52.30	-20.45	39.53
2009	-10.52	-3.01	73.78	-23.40	43.44
2010	-2.56	30.47	165.25	4.95	23.73
2011	-12.68	29.76	190.28	-4.08	18.53

Dari tabel 7 dan 8 memperlihatkan fluktuasi masing masing saham baik *Glamour stock* maupun *Value stock*. Selanjutnya untuk melihat *return* rata-rata tahunan yang dihasilkan oleh saham kelompok *Glamour* dan saham kelompok *Value* dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 9. Return rata-rata *Glamour stock* dan *Value Stock*

Tahun	Return (%)	
	Glamour	Value
2007	20.48	18.31
2008	28.39	8.16
2009	52.00	16.06
2010	98.72	44.37
2011	106.66	44.36

Dari tabel 9 memperlihatkan return yang dihasilkan oleh *Glamour stock* lebih tinggi dibandingkan dengan *Value stock*. Hal ini menunjukkan bahwa sepanjang periode observasi tidak terdapat *value premium*.

4.4. Risk Adjusted Performance *Glamour stock* dan *Value stock*

Risk Adjusted Performance Glamour stock dan *Value stock* dilihat dari Indeks Treynor dan Indeks Jensen. Indeks Treynor dan Indeks Jensen menghubungkan return saham dengan risiko sistematis saham tersebut. Berikut adalah nilai Indeks Treynor dan Indeks Jensen (*Risk Adjusted Performance*) *Glamour stock* dan *Value stock* :

Tabel 10. Nilai Indeks Treynor *Glamour stock*

Tahun	TREYNOR INDEKS GLAMOUR				
	MEDC	ISAT	BBCA	SMCB	UNTR
2007	0.4361	0.2851	0.2196	0.2970	0.2109
2008	0.4692	-0.1120	0.3536	0.3923	0.4207
2009	0.2284	-0.6031	0.8780	0.7316	0.9059
2010	0.8409	-0.1506	1.7179	1.3807	1.4588
2011	0.4818	0.0169	2.2005	1.3577	1.6357

Tabel 11. Nilai Indeks Treynor *Value stock*

Tahun	TREYNOR INDEKS VALUE				
	TLKM	INCO	INDF	ANTM	UNSP

2007	0.0235	0.4336	-0.3211	0.2494	0.4727
2008	-0.3142	-0.0571	-0.8254	-0.2507	0.3544
2009	-0.1569	-0.0210	-0.3482	-0.2838	0.3916
2010	-0.0436	0.1735	0.1596	0.0522	0.2121
2011	-0.1859	0.1695	0.2015	-0.0542	0.1648

Tabel 12. Nilai Indeks Jensen *Glamour stock*

Tahun	JENSEN INDEKS GLAMOUR				
	MEDC	ISAT	BBCA	SMCB	INCO
2007	0.1268	0.0551	0.1103	0.3532	0.2281
2008	0.1667	-0.0104	0.2437	0.6057	0.6130
2009	0.0561	-0.1410	0.4836	0.9059	1.0833
2010	0.2567	-0.0368	0.9906	1.8061	1.8193
2011	0.1512	0.0040	1.2848	1.8043	2.0704

Tabel 13. Nilai Indeks Jensen *Value stock*

Tahun	JENSEN INDEKS VALUE				
	TLKM	INCO	INDF	ANTM	UNSP
2007	-0.0049	0.6956	0.3753	0.1853	0.4837
2008	-0.1773	0.0122	0.5388	-0.1579	0.4578
2009	-0.1461	-0.1209	0.7137	-0.2816	0.3746
2010	-0.0450	0.2651	1.6399	0.0274	0.2102
2011	-0.1305	0.2957	1.8984	-0.0443	0.1822

Dari tabel diatas menunjukkan bahwa nilai indeks positif menunjukkan kinerja saham lebih tinggi daripada indeks pasar dan indeks negatif menunjukkan kinerja saham yang lebih rendah daripada indeks pasar. Semakin tinggi nilai Indeks Treynor dan Indeks Jensen yang positif maka kinerja yang dihasilkan oleh saham *Glamour* dan saham *Value* semakin baik.

4.5. Uji Asumsi *Ordinary Least Square (OLS)*

Berikut ini adalah pembahasan mengenai uji asumsi *Ordinary Least Square (OLS)*:

4.5.1. Uji Asumsi Normalitas

Uji normalitas dapat menggunakan analisis statistik yaitu uji *Kolmogorov-Smirnov* yang pada prinsipnya jika probabilitasnya diatas 0,05 maka data berdistribusi normal, dan sebaliknya, jika probabilitasnya dibawah 0,05 maka data tidak berdistribusi normal. Uji normalitas dilakukan pada data dari enam kelompok yang berbeda yaitu kelompok return *Value stock*, return *Glamour stock*, Jensen *Value stock*, Jensen *Glamour stock*, Treynor *Value stock*, dan Treynor *Glamour stock*.

Berdasarkan hasil perhitungan yang dilakukan dengan menggunakan program SPSS 17.0 untuk uji normalitas dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* (**lampiran 13**) diperoleh nilai signifikansi sebagai berikut:

Tabel 14. Hasil uji normalitas dengan *Kolmogorov-Smirnov (K-S)*

Keterangan Variabel	Asymp. Sig. K-S
Return	
- <i>Value Stock</i>	0,513
- <i>Glamour Stock</i>	0,211
Jensen	
- <i>Value Stock</i>	0,365
- <i>Glamour Stock</i>	0,156
Treynor	
- <i>Value Stock</i>	0,901
- <i>Glamour Stock</i>	0,564

Sumber: *Output uji K-S SPSS, diolah*

Hasil uji asumsi normalitas dengan *cross section* berdasarkan kriteria *Kolmogorov-Smirnov* untuk variabel *return value stock*, *return Glamour stock*, *Jensen Value stock*, *Jensen Glamour stock*, *Treynor Value stock*, dan *Treynor Glamour stock* diperoleh nilai signifikansi $> 5\%$ (0,05), sehingga dapat disimpulkan bahwa untuk uji *Kolmogorov-Smirnov* pada variabel *return Value stock*, *return Glamour stock*, *Jensen Value stock*, *Jensen Glamour stock*, *Treynor Value stock*, dan *Treynor Glamour stock*, H_0 diterima atau data tersebar normal.

4.5.2. Uji Asumsi Homogenitas

Berdasarkan hasil perhitungan yang dilakukan dengan menggunakan program SPSS 17.0 untuk uji homogenitas (**lampiran 14**) diperoleh nilai signifikansi sebagai berikut:

Tabel 15. Hasil Uji Homogenitas

Keterangan Variabel	<i>Levene Statistic</i>	df1	df2	Sig.
<i>Return</i>	76,750	1	100	0,000
Jensen	75,435	1	100	0,000
Treynor	42,674	1	96	0,000

Sumber: *Output uji Homogenitas SPSS, diolah*

Tabel 15 menunjukkan nilai signifikansi *return Value stock* dan *return Glamour stock*, *Jensen Value stock* dan *Jensen Glamour stock*, *Treynor Value stock* dan *Treynor Glamour stock* sebesar 0,000. Karena signifikansi $< 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel tersebut mempunyai varian yang berbeda.

4.6. Pengujian Hipotesis

4.6.1. Hipotesis 1

Uji hipotesis 1 dilakukan dengan menggunakan statistik parametrik yaitu uji beda dua rata-rata *independent sample (t-test)*. Setelah dilakukan pengujian perbandingan *return Value stock* dan *return Glamour stock* melalui uji beda dua rata-rata dengan uji t (**lampiran 15**) diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 16. Hasil Uji beda dua rata-rata untuk return Value stock dan return Glamour stock

Ket. Data	t_{hitung}	Probabilitas
<i>value stock dan glamour stock</i>	-5,156	0,000

*Signifikansi pada 5% (0,05)

Sumber: *Output SPSS, diolah*

Hasil uji t secara *cross section return value stock* dan *return glamour stock* pada tabel 15 menunjukkan t_{hitung} sebesar -5,156. Uji t ini dilakukan dengan tingkat kepercayaan 95% dan derajat kebebasan $df = n - k = 100 - 1 - 1 = 98$ diperoleh t_{tabel} sebesar -1,984. Oleh karena nilai -t_{hitung} < -t_{tabel} (-5,156 < -1,984) dan probabilitas (0,000 < 0,05) maka Ho ditolak dan menerima Ha, artinya bahwa *return Value stock* berbeda dengan *return glamour stock*. Nilai t_{hitung} negatif, berarti rata-rata *return value stock* lebih rendah daripada *return Glamour stock*. Perbedaan rata-rata *return value stock* dan *return glamour stock* dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 17. Perbandingan rata-rata return Glamour stock dan return Value stock.

Keterangan Data	Rata-rata
- <i>Glamour Stock</i>	0,65696
- <i>Value Stock</i>	0,38806

*Signifikansi pada 5% (0,05)
Sumber: *Output SPSS, diolah*

Pada tabel 17, terlihat rata-rata *return glamour stock* yaitu sebesar 0,65696 dan rata-rata *return value stock* yaitu sebesar 0,38806. Perbedaan rata-rata (*mean difference*) sebesar 0,268902 (0,65696 - 0,38806).

4.6.2 Hipotesis 2

Uji hipotesis kedua dilakukan dengan menggunakan statistik parametrik yaitu uji beda dua rata-rata *independent sample (t-test)*. Setelah dilakukan pengujian perbandingan *risk adjusted performance value stock* dan *glamour stock*, melalui uji beda dua rata-rata dengan uji t dan diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 18. Hasil Uji beda untuk *Risk Adjusted Performance Glamour Stock* dan *Value stock*

Ket. Data	t_{hitung}	Probabilitas
Jensen <i>value stock</i> dan <i>glamour stock</i>	-6,200	0,000
Treynor <i>value stock</i> dan <i>glamour stock</i>	-6,880	0,000

*Signifikansi pada 5% (0,05)
Sumber: *Output SPSS, diolah*

Hasil uji-t secara *cross section risk adjusted performance Jensen value stock* dan *glamour stock* pada tabel 17 menunjukkan t_{hitung} sebesar -6,200. Uji t ini dilakukan dengan tingkat kepercayaan 95% dan derajat kebebasan $df = n - k = 100 - 1 - 1 = 98$ diperoleh t_{tabel} sebesar -1,984. Oleh karena nilai $-t_{hitung} < -t_{tabel}$ ($-6,200 < -1,984$) dan probabilitas ($0,000 < 0,05$) maka Ho ditolak dan menerima Ha, artinya bahwa terdapat perbedaan *risk adjusted performance Jensen value stock* dengan *risk adjusted performance Jensen Glamour stock*. Nilai t_{hitung} negatif, berarti rata-rata

risk adjusted performance Jensen value stock lebih rendah daripada *risk adjusted performance Jensen Glamour stock*. Begitu juga dengan *risk adjusted performance Treynor value stock* dan *Treynor glamour stock* pada tabel 18 menunjukkan t_{hitung} sebesar -6,880. Uji t ini dilakukan dengan tingkat kepercayaan 95% dan derajat kebebasan $df = n - k = 96 - 1 - 1 = 94$ diperoleh t_{tabel} sebesar -1,985. Oleh karena nilai $-t_{hitung} < -t_{tabel}$ ($-6,880 < -1,985$) dan probabilitas ($0,000 < 0,05$) maka H_0 ditolak dan menerima H_a , artinya bahwa terdapat perbedaan *risk adjusted performance Treynor value stock* dengan *risk adjusted performance Treynor Glamour stock*. Nilai t_{hitung} negatif, berarti rata-rata *risk adjusted performance Treynor value stock* lebih rendah daripada *risk adjusted performance Treynor Glamour stock*.

Perbedaan rata-rata *Indeks Jensen glamour stock* dan *Indeks Jensen value stock* dan *Indeks Treynor glamour stock* dan *Indeks Treynor value stock* dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 19. Perbandingan Risk Adjusted Performance Glamour stock dan Value stock.

Keterangan Data	Rata-rata
- Indeks Jensen <i>Glamour Stock</i>	0,68529
- Indeks Jensen <i>Value Stock</i>	0,37157

- Indeks Treynor <i>Glamour Stock</i>	0,76300
- Indeks Treynor <i>Value Stock</i>	0,40506

*Signifikansi pada 5% (0,05)

Sumber: *Output SPSS, diolah*

Pada tabel 19, terlihat bahwa *Indeks Jensen glamour stock* yaitu sebesar 0,68529 dan *Indeks Jensen value stock* yaitu sebesar 0,37157. Perbedaan (*mean difference*) sebesar 0,313725 (0,68529 - 0,37157). Begitu juga dengan *Indeks Treynor glamour stock* yaitu sebesar 0,76300 dan *Indeks Treynor value stock* yaitu sebesar 0,40506. Perbedaan (*mean difference*) sebesar 0,357943 (0,76300 - 0,40506).

4.7 Pembahasan

Setelah dilakukan perhitungan pengujian pada masing-masing alat analisis, maka selanjutnya adalah melakukan pembahasan pada hasil analisis tersebut. Dari hasil perhitungan *return* menunjukkan bahwa *return* yang dihasilkan oleh *Glamour stock* lebih tinggi dibandingkan *Value stock*. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sri Hasnawati (2010) yang menyatakan bahwa *return Value stock* tidak lebih tinggi dibandingkan dengan *return Glamour stock*.

Glamour stock yang masuk dalam kategori indeks LQ-45 memiliki *return* yang lebih tinggi daripada *Value stock* karena pada umumnya saham tidak secara rutin membagi dividen kepada investor. Investor dari *Glamour stock* percaya bahwa investasi mereka akan menghasilkan *return* yang lebih tinggi di masa depan. Hal

itulah yang menyebabkan harga saham *glamour* selalu meningkat dan memberikan *return* yang lebih tinggi kepada investor.

Bouman dan Miller (1997) dalam Hasnawati (2010) menyatakan bahwa *Glamour stock* digemari investor selama pertumbuhan ekonomi yang kuat. Ketika dihubungkan dengan kondisi pertumbuhan ekonomi Indonesia selama periode observasi, dapat dilihat bahwa *Glamour stock* juga diminati investor saat pertumbuhan ekonomi tidak terlalu tinggi.

Hasil penelitian ini sesuai dengan pendapat Piotroski (2000) yang menjelaskan beberapa karakteristik dari *Value stock*. Pertama, *Value stock* cenderung diabaikan oleh sebagian besar investor (*Neglected*). Dalam satu kelompok saham, *Value stock* relatif lebih sedikit di-cover oleh analis dan karenanya juga kurang diminati oleh investor. Informasi perusahaan dari *Value stock* relatif kurang bisa diakses oleh investor atau analis. Keterbukaan informasi yang diberikan seringkali kurang dapat dipercaya sebagai sumber yang kredibel. *Value stock* cenderung merupakan saham – saham yang sedang mengalami *financial distress*.

Value stock memberikan *return* yang lebih rendah karena beberapa faktor diantaranya; *Value stock* kurang menarik sebagai investasi di Bursa Efek Indonesia. Analis lebih memperhatikan investasi jangka pendek dibandingkan jangka panjang. Karena dianggap kurang menarik, *Value stock* menunjukkan pergerakan yang lamban. Fundamental analisis memerlukan data fundamental perusahaan yang akurat. Di Bursa Efek Indonesia, informasi keuangan dan informasi lain yang berhubungan sulit untuk didapat dan tingkat akurasi rendah.

Hasil perhitungan *risk adjusted performance* menunjukkan bahwa *Glamour stock* memiliki performa yang lebih baik dibandingkan dengan *Value stock* yang ditunjukkan oleh Indeks Treynor dan Indeks Jensen *Glamour stock* lebih tinggi dibandingkan *Value stock*. Indeks Treynor *Glamour Stock* sebesar 0.76300 menunjukkan bahwa setiap unit risiko yang ditanggung oleh investor dikompensasi dengan *return* sebesar 0.76300 unit. Sementara Indeks Treynor *Value Stock* sebesar 0.40506 menunjukkan bahwa setiap unit risiko yang ditanggung oleh investor dikompensasi dengan *return* sebesar 0.40506 unit. Begitu juga dengan Indeks Jensen *Glamour Stock* sebesar 0.68529 menunjukkan bahwa setiap unit risiko yang ditanggung oleh investor dikompensasi dengan *return* sebesar 0.68529 unit. Sementara Indeks Jensen *Value Stock* sebesar 0.37157 menunjukkan bahwa setiap unit risiko yang ditanggung oleh investor dikompensasi dengan *return* sebesar 0.37157 unit.