

**PERBEDAAN RETURN-SESUAIAN RISIKO ANTARA
VALUE STOCK DAN GROWTH STOCK
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Kadek Hendra Gunawan¹

I Ketut Sujana²

I.D.G. Dharma Suputra³

^{1,2,3} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: 92hendragunawan@gmail.com

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini untuk menguji perbedaan *return*-sesuaian risiko antara *value stock* dan *growth stock* di Bursa Efek Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2011 sampai 2015. Pemilihan sampel dengan teknik *purposive sampling* dan diperoleh 15 perusahaan yang terdiri dari 9 *value stock* dan 6 *growth stock*. Pembentukan portofolio berdasarkan rasio *price to book value* dan rasio *price to earning*. Teknik analisis data yang digunakan adalah uji *Mann Whitney* dan *Independent Sample t-Test*. Hasil analisa menunjukkan bahwa *return*-sesuaian risiko *value stock* lebih tinggi daripada *return*-sesuaian risiko *growth stock*. Berdasarkan hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa terjadi *value premium* di Bursa Efek Indonesia dan hal ini mengindikasikan bahwa Bursa Efek Indonesia tergolong sebagai pasar efisien bentuk lemah.

Kata Kunci: *value stock, growth stock, return-sesuaian risiko, price to book value, price to earning*

ABSTRACT

The purpose of this study is to verify the differences risk-adjusted return between value stocks and growth stocks at Indonesia Stock Exchange. The population in this study are all companies listed on the ISE period 2011 to 2015. The sample of the selection is using purposive sampling technique and acquired from 15 companies, consisting of 9 value stocks and 6 growth stocks. The formation of the portfolio based on price to book value ratio and price to earnings ratio. Data analysis techniques which are being used are Mann Whitney Test and Independent Sample t-Test. The analysis show that the risk-adjusted return on value stocks is higher than risk-adjusted return on growth stocks. Based on these results, it can be concluded that there is a value premium at the Indonesia Stock Exchange and this indicate that the Indonesian Stock Exchange is classified as a weak form of the efficient market.

Keywords: value stock, growth stock, risk-adjusted return, price to book value, price to earning

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan sebuah tempat berinteraksinya antara pihak yang memerlukan modal (perusahaan terbuka) dan pihak yang mempunyai modal lebih (investor). Motivasi investor untuk menanamkan modalnya disuatu perusahaan adalah mendapatkan keuntungan baik dari *current income* maupun dari *capital gain*. Bentuk dari *current income* berupa keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodik, yaitu dividen sebagai hasil kinerja fundamental perusahaan, sedangkan *capital gain* berupa keuntungan yang diterima, bilamana harga jual dari saham yang dimiliki lebih tinggi dari harga belinya (Wahyudi, 2003).

Investor individu dan profesional menghabiskan banyak waktu mencoba untuk mengidentifikasi strategi yang mengalahkan *benchmark* dan mencapai kinerja yang unggul (Athanasakos, 2009). Upaya yang dilakukan oleh investor untuk memaksimalkan keuntungan adalah dengan memanfaatkan informasi yang berkaitan dengan perusahaan *go public*, baik informasi masa lalu, masa sekarang, maupun informasi *private*. Informasi tersebut kemudian digunakan untuk memeriksa nilai sekarang dan memperkirakan nilai masa depan perusahaan.

Setiap investor memiliki pandangan dan cara berpikir yang berbeda dalam memeriksa nilai sekarang dan memperkirakan nilai masa depan perusahaan, sehingga terdapat perbedaan karakteristik saham yang dimasukkan ke dalam portofolionya, apakah *value stock* atau *growth stock*. *Value stock* adalah saham-saham yang diperdagangkan pada harga lebih rendah dibandingkan dengan dasar-dasar yang tercantum dalam laporan keuangan perusahaan (misalnya laba, nilai buku, arus kas,

atau dividen), sedangkan *growth stock* adalah saham-saham yang diperdagangkan pada harga lebih tinggi dibandingkan dengan dasar-dasar yang tercantum dalam laporan keuangan perusahaan (Fama dan French, 1993). Aliran *growth stock* berpendapat bahwa dengan cara mengestimasi laba masa depan perusahaan, saham perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang besar akan memberikan imbal hasil yang tinggi kepada investor dalam jangka panjang, sedangkan aliran *value stock* berpendapat bahwa strategi investasi terbaik adalah dengan cara memilih saham perusahaan yang dapat dibeli dengan harga yang relatif rendah atas nilai perusahaan (Capaul *et al.*, 1993).

Topik tentang *value stock* dan *growth stock* telah tersebar luas di seluruh dunia dan mengundang para akademisi untuk meneliti mengenai hal tersebut. Berbagai peneliti, seperti Lakonishok *et al.* (1994), Fama dan French (1998), dan Bauman dan Miller (1997), meneliti mengenai *return*, risiko, dan kinerja secara keseluruhan dari *value stock* dan *growth stock*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *value stock* cenderung menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada *growth stock* atau yang lebih sering disebut dengan fenomena *value premium*.

Value premium merupakan sebuah *abnormal return*, dimana investor dapat memperoleh *return* melebihi *return* normal dengan cara membeli *value stock*. Pada pasar yang efisien, tidak seorangpun investor akan mampu memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Hal ini disebabkan karena harga saham sudah mencerminkan informasi dengan berbagai tingkatannya di pasar (Fama, 1970). Untuk memudahkan penelitian tentang efisiensi pasar, Fama

(1970) mengelompokkan bentuk efisien pasar menjadi tiga, yaitu pasar efisien bentuk lemah, pasar efisien bentuk setengah kuat, dan pasar efisien bentuk kuat. Berdasarkan tiga bentuk pasar efisien tersebut, *value premium* hanya bisa terjadi pada pasar efisien bentuk lemah karena pada pasar bentuk lemah, *abnormal return* bisa diperoleh oleh investor dengan memanfaatkan informasi yang dipublikasi.

DeBondt dan Thaler (1987) dan Lakonishok *et al.* (1994) berpendapat bahwa *value premium* muncul karena pasar menilai terlalu *undervalue* untuk *value stock* dan terlalu *overvalue* untuk *growth stock*. Lakonishok *et al.* (1994) menyatakan bahwa *growth stock* cenderung berada dalam industri lebih menarik dan berharga. *Growth stock* juga cenderung untuk menerima liputan media, sehingga membuat mereka lebih berharga untuk calon investor atau investor saat ini. Penelitian psikologi telah menunjukkan bahwa investor menggunakan kinerja masa lalu untuk menilai kinerja masa depan (Kahneman dan Riepe, 1998). Ini berarti bahwa investor cenderung menghindari *value stock* karena *value stock* memiliki kinerja masa lalu yang buruk. Dengan demikian, *growth stock* lebih mungkin untuk dipegang oleh investor daripada *value stock*, sehingga menyebabkan *value stock* berada di bawah harga yang seharusnya. Ketika kesalahan dalam penentuan harga tersebut terkoreksi, *value stock* memiliki *return* yang tinggi dan *growth stock* memiliki *return* yang rendah.

Keberadaan fenomena *value premium* tidak hanya ditemukan di AS, atau negara-negara Eropa, tetapi juga di dunia internasional. Fama dan French (1998) yang meneliti mengenai *value versus growth: the international evidence* menemukan bukti bahwa *return value stock* lebih tinggi dibandingkan *growth stock* di dua belas dari

tiga belas pasar utama periode 1975-1995. Fama dan French (1998) berpendapat bahwa investor yang membeli *value stock* cenderung menanggung risiko fundamental yang lebih tinggi dari beberapa macam saham lain, dan *return* yang lebih tinggi hanya kompensasi untuk risiko ini. Karena adanya tukaran (*trade-off*) antara *return* dan risiko, pengukuran portofolio berdasarkan *return* saja mungkin tidak cukup, tetapi harus dipertimbangkan keduanya yaitu *return* dan risikonya. Pengukuran yang melibatkan kedua faktor ini disebut dengan *return-sesuaian risiko* (Jogiyanto, 2010: 637).

Sebuah studi yang berfokus pada pasar berkembang, yaitu di pasar modal Singapura dilakukan oleh Yen *et al.* (2004), hasilnya adalah berdasarkan rasio *price to book value* (P/B), rasio *price to earning* (P/E), atau rasio *price to cash flow* (P/C), *value stock* selalu menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan *growth stock* di Singapura pada tahun-tahun berikutnya, terutama 2 tahun pertama setelah pembentukan portofolio. Ini memberikan bukti lebih lanjut bahwa terdapat *value premium* di Singapura, tetapi *value premium* tidak dapat berlangsung hingga 5 tahun seperti yang didokumentasikan di negara lain.

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, Hussaini (2016) yang melakukan penelitian di Thailand menemukan bukti bahwa *value stock* tidak menghasilkan keuntungan rata-rata bulanan lebih tinggi dari *growth stock* atau tidak terjadi fenomena *value premium*. *Return value stock* dan *growth stock* dapat berbeda di luar pasar modal AS karena perbedaan dalam cara investor berperilaku di pasar tersebut (Rasul, 2013). Bauman dan Johnson (1996) juga menyatakan bahwa kualitas

dan ketersediaan informasi riset investasi bervariasi dari satu negara ke negara lain. Berdasarkan hal tersebut penelitian ini dilakukan di pasar modal Indonesia. Penelitian ini penting dilakukan di pasar modal Indonesia karena kinerja pasar modal Indonesia merupakan salah satu pasar modal terbaik di dunia. Pasar modal Indonesia telah memiliki umur yang cukup panjang dan merupakan yang tertua di Asia Tenggara, sedangkan untuk Asia adalah yang keempat setelah Bombay tahun 1830, Hong Kong tahun 1981, dan Tokyo tahun 1871.

Dari segi prestasi, majalah *TIME* pada tahun 1991 pernah menurunkan tajuk yang memuat tiga Pasar Modal Negara berkembang yang dinilai paling dinamis di dunia. Salah satunya adalah Pasar Modal Indonesia yang disebut sebagai *The Fastest Growing Capital Market in Asia*. Setelah itu beberapa kali mencatatkan diri sebagai salah satu Pasar Modal dengan profitabilitas tertinggi (Pratomo dan Nugraha, 2009: 20). *Fitch Rating* pada tanggal 15 Desember 2011 telah meningkatkan *sovereign credit rating Indonesia (Long-Term Foreign Currency Issuer Default Rating dan Local-Currency Issuer Default Rating* dari BB+ menjadi BBB- dengan *outlook* stabil). Peningkatan rating ini mencerminkan fundamental perekonomian Indonesia yang kuat. Pada tanggal 23 Mei 2016, Indonesia berhasil mempertahankan peringkat layak investasi dari Lembaga pemeringkat *Fitch Ratings* tersebut. Hal ini membuat investor semakin tertarik untuk melakukan investasi di Indonesia.

Selain didominasi oleh investor asing, pasar modal Indonesia juga didominaasi oleh investor korporasi. Komposisi kepemilikan efek di pasar modal Indonesia dapat dilihat pada Tabel 1.

Table 1.
Komposisi Kepemilikan Efek yang Tercatat di
PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) per 23 Desember 2015

Jenis Pemegang Efek	Investor Lokal (%)	Investor Asing (%)	Total (%)
<i>Corporate</i>	19,00	12,21	31,21
<i>Individual</i>	6,15	0,42	6,57
<i>Mutual Fund</i>	4,55	11,14	15,69
<i>Securities Company</i>	0,20	8,40	8,60
<i>Insuranse</i>	3,17	0,66	3,83
<i>Pension Fund</i>	2,53	4,30	6,83
<i>Financial Institution</i>	0,30	10,94	11,24
<i>Fondation</i>	0,14	0,08	0,22
<i>Other</i>	0,14	15,66	15,80
Total	36,19	63,81	100,00

Sumber: Statistik Pasar Modal 2015

Berdasarkan Tabel 1, dapat dilihat bahwa kepemilikan saham di pasar modal Indonesia oleh investor individual sangat sedikit yaitu 6,57%, sedangkan yang mendominasi kepemilikan saham adalah *corporate* (31,2%), *other* (15,80%), *mutual fund* (15,69%), dan *financial institution* (11,24%). Menurut Widodoatmodjo (2008: 198), kebanyakan investor individual merupakan investor awam yang kurang memiliki keahlian dalam bidang investasi, sedangkan investor *corporate*, *mutual fund*, dan *financial institution* merupakan lembaga yang memiliki tenaga-tenaga professional dalam bidang investasi. *Others* merupakan investor yang tidak dapat dikategorikan sebagai asuransi, reksadana, dana pensiun, perusahaan efek, lembaga keuangan lainnya, perusahaan, yayasan, dan perorangan, sehingga tidak bisa diidentifikasi apakah memiliki keahlian dalam bidang investasi atau tidak. Oleh karena *corporate*, *mutual fund*, dan *financial institution* yang mendominasi pasar modal Indonesia, maka investor di pasar modal Indonesia merupakan investor yang canggih.

Walaupun informasi sudah tersedia untuk semua pelaku pasar, tetapi pasar yang tidak efisien dapat saja terjadi, disebabkan karena ada sekelompok pelaku pasar yang dapat memperoleh keuntungan yang tidak normal karena kecanggihannya (Jogiyanto, 2010: 524). Oleh karena investor di pasar modal Indonesia didominasi oleh investor canggih, maka kemungkinan pasar modal Indonesia efisien. Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka peneliti menguji perbedaan *return*-sesuaian risiko antara *value stock* dan *growth stock* di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka rumusan masalah penelitian ini adalah apakah terdapat perbedaan *return*-sesuaian risiko antara *value stock* dan *growth stock*?. Berdasarkan rumusan masalah tersebut, maka tujuan penelitian ini adalah untuk menguji perbedaan *return*-sesuaian risiko antara *value stock* dan *growth stock*. Kegunaan dari penelitian ini adalah memberikan kontribusi empiris yang akan mengkonfirmasi bentuk efisiensi pasar di pasar modal Indonesia, memberi gambaran mengenai *return*-sesuaian risiko dari *value stock* dan *growth stock* di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian, serta menjadi bahan pertimbangan dan masukan dalam pengambilan keputusan pada saat ingin melakukan investasi di pasar modal.

Konsep awal dari efisiensi pasar yang berhubungan dengan informasi laporan keuangan berasal dari praktek analisis sekuritas yang mencoba menemukan sekuritas-sekuritas dengan harga yang kurang benar (*mispriced*). Sekuritas-sekuritas yang dihargai kurang benar merupakan sekuritas-sekuritas yang harganya menyimpang dari nilai intrinsiknya atau nilai fundamentalnya. Untuk konteks seperti ini maka efisiensi pasar diukur dari seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai

intrinsiknya. Dengan demikian suatu pasar yang efisien menurut konsep ini dapat didefinisikan sebagai pasar yang nilai-nilai sekuritasnya tidak menyimpang dari nilai-nilai intrinsiknya (Jogiyanto, 2010: 529).

Fama (1970) mengelompokkan bentuk efisien pasar menjadi tiga, yang dikenal sebagai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Ketiga bentuk efisien pasar tersebut adalah pasar efisien bentuk lemah, pasar efisien bentuk setengah kuat, dan pasar efisien bentuk kuat. Para akademisi mulai mempertanyakan apakah *return* saham memang konsisten dengan hipotesis pasar efisien dengan melakukan penelitian dengan topik *value stock* dan *growth* di berbagai Negara.

Basu (1977) melakukan penelitian dengan meranking PER (*price/earning ratio*) dan membandingkan hasil dari group dengan PER tinggi dengan group PER rendah selama 12 bulan setelah terjadi pembelian sekuritas. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa terdapat *value premium*, dimana sekuritas dengan PER rendah mengalahkan sekuritas dengan PER tinggi. Penelitian Fama dan French (1998) dan Athanassakos (2009) juga menemukan bukti bahwa *return value stock* lebih tinggi dibandingkan *growth stock*.

Fama dan French (1998) berpendapat bahwa investor yang membeli *value stock* cenderung menanggung risiko fundamental yang lebih tinggi dari beberapa macam saham lain, dan *return* yang lebih tinggi hanya kompensasi untuk risiko ini. Teori portofolio menyatakan bahwa investor menghitung *return* sesuai dengan tingkat risiko yang bersedia mereka tanggung ketika membangun portofolio (Ridder, 1996: 76). Karena adanya tukaran (*trade-off*) antara *return* dan risiko, pengukuran

portofolio berdasarkan *return* saja mungkin tidak cukup, tetapi harus dipertimbangkan keduanya yaitu *return* dan risikonya. Pengukuran yang melibatkan kedua faktor ini disebut dengan *return-sesuaian risiko* (Jogiyanto, 2010: 637). Tiga metode yang paling umum digunakan untuk menghitung *return-sesuaian risiko* adalah pengukur Sharpe, Treynor dan Jensen (Rasul, 2013).

Yen *et al.* (2004) yang meneliti mengenai *value versus growth stocks in Singapore* dengan menggunakan metode Jensen, Treynor dan Sharpe menemukan bukti bahwa berdasarkan rasio *price to book value* (P/B), rasio *price to earning* (P/E), atau rasio *price to cash flow* (P/C), *value stock* selalu menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan *growth stock* di Singapura pada tahun-tahun berikutnya, terutama 2 tahun pertama setelah pembentukan portofolio. Rasul (2013) yang meneliti mengenai *value versus growth on the Dhaka Stock Exchange: risk-return relationship* dengan menggunakan metode Sharpe menemukan bukti bahwa portofolio *value stock* kurang berisiko tapi menghasilkan keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio *growth stock*.

Santos dan Montezano (2011) yang meneliti mengenai *value and growth stocks in Brazil: risks and returns for one - and two-dimensional portfolios under different economic conditions* dengan menggunakan metode Sharpe menemukan bukti bahwa *return value stock* lebih tinggi dari *return growth stock*. Analisis risiko juga menunjukkan bahwa *value stock* kurang berisiko dibandingkan *growth stock*. Capaul *et al.* (1993) yang meneliti mengenai *International Value and Growth stock Returns* dengan menggunakan metode Sharpe menemukan bukti bahwa *return-sesuaian risiko*

portofolio saham dengan rasio *price-to-book* rendah (*value stock*) lebih tinggi daripada portofolio saham dengan *price-to-book* tinggi (*growth stock*). Berdasarkan teori pasar efisien, teori portofolio, dan penelitian sebelumnya mengenai *value stock* dan *growth stock*, maka rumusan hipotesis 1 adalah sebagai berikut:

H₁: *Return*-sesuaian risiko *value stock* lebih tinggi daripada *return*-sesuaian risiko *growth stock*.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang berbentuk komparatif. Ruang lingkup penelitian ini terbatas pada menguji perbedaan *return*-sesuaian risiko portofolio *value stock* dan portofolio *growth stock*, serta menguji kinerja mana yang lebih baik. Portofolio dibentuk berdasarkan rasio *price to book value* (PBV) dan rasio *price to earning* (PE). Dalam rangka untuk membentuk portofolio *value stock* dan *growth stock*, perusahaan yang dijadikan sampel dibagi menjadi 2 bagian. 25% perusahaan yang mempunyai rasio PBV dan rasio PE terendah per 1 Januari dikategorikan menjadi portofolio *value stock*, sedangkan 25% perusahaan yang mempunyai rasio PBV dan rasio PE tertinggi per 1 Januari dikategorikan menjadi portofolio *growth stock*.

Penelitian dilakukan pada semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2011 sampai dengan 2015. Portofolio dibentuk pada tanggal 1 Januari tahun 2011, 2012, dan 2013, sedangkan *return*-sesuaian risiko dihitung pada satu tahun sampai tiga tahun setelah pembentukan portofolio. Populasi

dalam penelitian ini adalah perusahaan yang secara berturut-turut terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011 sampai dengan 2015 yang berjumlah 472 perusahaan. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang dipilih dari populasi dengan menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

- 1) Perusahaan dengan rasio PBV dan rasio PE negatif pada tahun pembentukan portofolio dikeluarkan dari sampel karena rasio negatif tidak dapat ditafsirkan dalam hal tingkat pertumbuhan yang diharapkan.
- 2) Perusahaan yang tidak masuk ke dalam kategori portofolio *value stock* dan *growth stock* dikeluarkan dari sampel. 25% perusahaan yang mempunyai rasio PBV dan rasio PE terendah per 1 Januari dikategorikan sebagai *value stock*, sedangkan 25% perusahaan yang mempunyai rasio PBV dan rasio PE tertinggi per 1 Januari dikategorikan sebagai *growth stock*.
- 3) Saham perusahaan yang tidak diperdagangkan pada periode pembentukan portofolio sampai periode penghitungan kinerja portofolio di keluarkan dari sampel.
- 4) Saham perusahaan yang masuk ke dalam kategori *value stock* pada periode pembentukan portofolio yang kemudian berubah menjadi kategori *growth stock* pada periode 1 tahun sampai 3 tahun setelah pembentukan portofolio atau sebaliknya, dikeluarkan dari sampel. Hal ini dilakukan agar *return* dari masing-masing kategori bisa dibandingkan periode 1 tahun sampai 3 tahun setelah pembentukan portofolio.

Berdasarkan kriteria diatas diperoleh jumlah sampel sebanyak 15 perusahaan yang dapat dilihat di Tabel 2.

Tabel 2.
Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Jumlah Populasi	472
Perusahaan dengan rasio PBV dan rasio PE negatif pada tahun pembentukan portofolio	(156)
Perusahaan yang tidak masuk ke dalam kategori portofolio <i>value stock</i> dan <i>growth stock</i>	(292)
Saham perusahaan yang tidak diperdagangkan pada periode pembentukan portofolio sampai dengan periode penghitungan kinerja portofolio	(1)
Saham perusahaan yang masuk ke dalam kategori <i>value stock</i> pada periode pembentukan portofolio yang kemudian berubah menjadi kategori <i>growth stock</i> pada periode 1 tahun sampai 3 tahun setelah pembentukan portofolio atau sebaliknya	(8)
Jumlah sampel	15

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016

Variabel yang ditetapkan untuk dipelajari pada penelitian ini adalah *return*-sesuaian risiko. *Return*-sesuaian risiko adalah *return* suatu aktiva setelah disesuaikan dengan risiko yang harus ditanggungnya. *Return*-sesuaian risiko pada penelitian ini menggunakan pengukuran Sharpe. Pengukur Sharpe mengukur risiko dengan *standar deviasi*, yaitu risiko total dari semua portofolio yang dimiliki. Kinerja portofolio dengan menggunakan pengukuran Sharpe dihitung dengan rumus (Jogiyanto, 2010: 641):

$$RVAR = \frac{\overline{TR_p} - \overline{R_{BR}}}{\sigma_p} \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan:

$RVAR$ = *reward to variability* atau pengukur Sharpe
 $\overline{TR_p}$ = rata-rata *return* total portofolio dalam periode tertentu

$$\begin{aligned}\overline{R_{BR}} &= \text{rata-rata } return \text{ aktiva bebas risiko dalam periode} \\ &\quad \text{tertentu} \\ \sigma_p &= \text{variabilitas yang diukur dengan deviasi standar dari} \\ &\quad \text{return portofolio dalam periode tertentu.} \\ \overline{TR_p} - \overline{R_{BR}} &= \text{return lebih (} excess \text{ return) portofolio.}\end{aligned}$$

Nilai RVAR menunjukkan kinerja dari portofolio. Semakin besar nilai RVAR semakin baik kinerja dari portofolio. Pada penelitian ini, nilai Sertifikat Bank Indonesia (SBI) digunakan sebagai *return* aktiva bebas risiko, sedangkan *return* total portofolio menggunakan *return* realisasian bulanan portofolio. Data dalam penelitian ini adalah data kuantitatif berupa informasi harga saham, nilai buku per lembar saham, *earning per share*, dividen, dan suku bunga Bank Indonesia (SBI). Prosedur yang ditempuh dalam pengumpulan data penelitian adalah dengan mengakses *website Indonesia Stock Exchange*, *website yahoo finance*, dan *website* Bank Indonesia.

Data penelitian ini dianalisis dengan statistik deskriptif dan uji beda. Uji beda digunakan untuk menguji apakah terdapat perbedaan *return*-sesuaian risiko antara *value stock* dan *growth stock*, sedangkan statistik deskriptif digunakan untuk menjelaskan apakah *return*-sesuaian risiko *value stock* lebih tinggi dari *growth stock*, atau sebaliknya. Uji beda dapat dilakukan dengan statistik parametrik dan statistik *non* parametrik. Jika data berdistribusi normal, uji beda dilakukan dengan statistik parametrik yaitu dengan uji *Independent Sample t-Test*, sedangkan jika data tidak berdistribusi normal, uji beda dilakukan dengan statistik *non* parametrik yaitu dengan uji *Mann Whiteney* (Supranto, 2002: 23). Tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 0,05. Jika pada uji beda $P \text{ value} \leq 0,05$, maka terdapat perbedaan

signifikan *return*-sesuaian risiko antara *value stock* dan *growth stock*. Jika pada uji beda $P\ value > 0,05$, maka tidak terdapat perbedaan signifikan *return*-sesuaian risiko antara *value stock* dan *growth stock*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih secara *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria sampel yang telah ditetapkan, diperoleh sampel sebanyak 15 perusahaan yang terdiri dari 9 perusahaan yang masuk ke dalam kategori portofolio *value stock* dan 6 perusahaan yang masuk ke dalam kategori portofolio *growth stock*. Prosedur pembentukan portofolio *growth* dan *value stock* berdasarkan nilai rasio PBV dan PE perusahaan. 25% perusahaan yang mempunyai rasio PBV dan rasio PE terendah per 1 Januari dikategorikan sebagai *value stock*, sedangkan 25% perusahaan yang mempunyai rasio PBV dan PE tertinggi per 1 Januari dikategorikan sebagai *growth stock*. Perusahaan yang masuk ke dalam kategori *value stock* atau *growth stock* hanya berdasarkan satu kriteria baik rasio PBV atau rasio PE, dikeluarkan dari sampel. Rincian dari portofolio *value stock* dan *growth stock* dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3.
Portofolio Value Stock dan Growth Stock tahun 2011 sampai 2013

No	Kode Saham	Nama Perusahaan	Kriteria		Portofolio
			Rasio PBV	Rasio PE	
1	GMTD	Gowa Makassar Tourism Development Tbk	0,13	1,37	<i>value stock</i>
2	LPCK	Lippo Cikarang Tbk	0,49	4,89	<i>value stock</i>
3	PDES	Destinasi Tirta Nusantara Tbk	0,53	8,55	<i>value stock</i>

4	ASDM	Asuransi Dayin Mitra Tbk	0,61	4,05	<i>value stock</i>
5	MDLN	Modernland Realty Ltd Tbk	0,61	7,97	<i>value stock</i>
6	BTON	Betonjaya Manunggal Tbk	0,65	3,16	<i>value stock</i>
7	PANR	Panorama Sentrawisata Tbk	0,72	8,35	<i>value stock</i>
8	MTDL	Metrodata Electronics Tbk	0,53	2,84	<i>value stock</i>
9	BBNP	Bank Nusantara Parahyangan Tbk	0,82	6,34	<i>value stock</i>
10	BNII	Bank Internasional Indonesia Tbk	5,89	37,27	<i>growth stock</i>
11	MIDI	Midi Utama Indonesia Tbk	3,01	38,74	<i>growth stock</i>
12	VIVA	PT Visi Media Asia Tbk	5,17	118,83	<i>growth stock</i>
13	HERO	Hero Supermarket Tbk	8,59	60,49	<i>growth stock</i>
14	MAYA	Bank Mayapada Internasional Tbk	17,11	39,58	<i>growth stock</i>
15	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	40,09	37,06	<i>growth stock</i>

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016

Berdasarkan sampel penelitian yang diperoleh, kemudian dilakukan uji statistik deskriptif untuk menjelaskan mengenai perbedaan *value stock* dan *growth stock* dari sisi rata-rata *return* bulanan, rata-rata risiko, rata-rata *return*-sesuaian risiko, dan rata-rata volume perdagangan. Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat bahwa 1 tahun setelah pembentukan portofolio rata-rata *return* bulanan *value stock* (9,3%) lebih tinggi daripada rata-rata *return* bulanan *growth stock* (-0,3%). *Value stock* dapat mengungguli *growth stock* karena pasar menilai terlalu *undervalue* untuk *value stock* dan terlalu *overvalue* untuk *growth stock*. Ketika kesalahan dalam penentuan harga tersebut terkoreksi, *value stock* memiliki *return* yang tinggi dan *growth stock* memiliki *return* yang rendah (Lakonishok *et al.*, 1994).

Tabel 4.
Perbedaan Kinerja Value Stock dan Growth Stock Tahun 2011 sampai 2013

Kinerja Portofolio	Tahun Setelah Pembentukan Portofolio				
	Tahun 1	Selisih	Tahun 2	Selisih	Tahun 3
Rata-rata <i>return</i> bulanan (%)					
a. <i>Value Stock</i>	9,3%	-3,3%	6,0%	0,9%	6,9%
b. <i>Growth Stock</i>	-0,3%	0,0%	0,0%	-0,4%	-0,4%
Rata-rata risiko bulanan (%)					

a. <i>Value Stock</i>	25,3%	-5,2%	20,1%	4,3%	24,4%
b. <i>Growth Stock</i>	15,2%	-3,0%	12,2%	-0,8%	11,4%
Rata-rata <i>return</i> -sesuaian Risiko					
a. <i>Value Stock</i>	0,351	-0,061	0,290	-0,031	0,259
b. <i>Growth Stock</i>	-0,154	0,063	-0,091	-0,037	-0,128
Rata-rata volume perdagangan bulanan (juta lot)					
a. <i>Value Stock</i>	10,84	-1,28	9,56	-1,88	7,68
b. <i>Growth Stock</i>	15,06	5,44	9,62	-2,38	7,24

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016

Namun jika dilihat sisi risiko, risiko *value stock* (25,3%) juga lebih tinggi dari risiko *growth stock* (15,2%). Hal ini sesuai dengan pendapat Fama dan French (1998) yang menyatakan bahwa investor yang membeli *value stock* cenderung menanggung risiko fundamental yang lebih tinggi dari beberapa macam saham lain, dan *return* yang lebih tinggi hanya kompensasi untuk risiko ini. Karena adanya tukaran (*trade-off*) antara *return* dan risiko, pengukuran portofolio berdasarkan *return* saja mungkin tidak cukup, tetapi harus dipertimbangkan keduanya yaitu *return* dan risikonya. Pengukuran yang melibatkan kedua faktor ini disebut dengan *return*-sesuaian risiko (Jogiyanto, 2010: 637). Jika dilihat dari *return*-sesuaian risiko, rata-rata *return*-sesuaian risiko *value stock* (0,351) juga lebih tinggi dari *growth stock* (-0,154). Semakin tinggi nilai *return*-sesuaian risiko semakin baik kinerja dari portofolio. Jadi pada tahun 1, kinerja *value stock* mengungguli kinerja *growth stock*.

Hal serupa terjadi pada tahun 2 dan tahun 3 setelah pembentukan portofolio. Dimana rata-rata *return*-sesuaian risiko *value stock* lebih tinggi dari *growth stock*. Tetapi jika dilihat nilai dari rata-rata *return*-sesuaian risiko, rata-rata *return*-sesuaian risiko *value stock* tahun 2 dan 3 terus mengalami penurunan. Hal ini diakibatkan karena peningkatan atau penurunan rata-rata *return* bulanan dari *value stock* tidak

sebanding dengan peningkatan atau penurunan risikonya. Sedangkan rata-rata *return*-sesuaian risiko *growth stock* terus bernilai negatif. Hal ini berarti *growth stock* memberikan return kurang dari aktiva bebas risiko yaitu suku bunga bank Indonesia.

Jika dilihat dari sisi rata-rata volume perdagangan, volume perdagangan *value stock* dan *growth stock* terus mengalami penurunan dari tahun 1 sampai tahun 3 setelah pembentukan portofolio. Jumlah permintaan aset berhubungan positif dengan perkiraan imbal hasil aset tersebut. Hal ini dapat diartikan ketika harga saham diperkirakan akan mengalami peningkatan yang menyebabkan kenaikan *return* saham, maka volume perdagangan juga akan mengalami kenaikan, begitu juga sebaliknya (Mishkin, 2008: 135). Jadi penurunan volume perdagangan ini disebabkan karena ekspektasi investor terhadap *return*-sesuaian risiko *value stock* dan *growth stock* mengalami penurunan.

Sebelum melakukan uji beda, terlebih dahulu dilakukan uji normalitas untuk mengetahui apakah data yang digunakan dalam uji beda berdistribusi normal atau tidak. Jika data berdistribusi normal, uji beda dilakukan dengan statistik parametrik yaitu dengan uji *Independent Sample t-Test*, sedangkan jika data tidak berdistribusi normal, uji beda dilakukan dengan statistik non parametrik yaitu dengan uji *Mann Whitney* (Supranto, 2002: 23). Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan Uji *Shapiro-Wilk*. Tabel 4 berikut menyajikan ringkasan hasil uji *Shapiro-Wilk* dengan taraf nyata 5%.

Tabel 5.
Ringkasan Hasil Uji Normalitas *Value Stock* dan *Growth Stock*

Variabel	Portofolio	Asymp. Sig. (2- tailed)	Keputusan	Alat Uji Hipotesis
Return-sesuaian Risiko Tahun 1	Value stock	0,025	Tidak berdistribusi normal	Uji Mann Whitney
Return-sesuaian Risiko Tahun 2	Growth stock	0,132	Berdistribusi normal	Uji Independent Sample t-Test
Return-sesuaian Risiko Tahun 3	Value stock	0,230	Berdistribusi normal	Uji Independent Sample t-Test
	Growth stock	0,720	Berdistribusi normal	Uji Independent Sample t-Test
	Value stock	0,302	Berdistribusi normal	Uji Independent Sample t-Test
	Growth stock	0,704	Berdistribusi normal	Uji Independent Sample t-Test

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 5, dapat dilihat bahwa nilai *Asymp. Sig. (2-tailed) return-sesuaian risiko tahun 1 value stock* sebesar 0,025, sedangkan *growth stock* sebesar 0,132. Oleh karena nilai *Asymp. Sig. (2-tailed) return-sesuaian risiko value stock* kurang dari 0,05 dan *growth stock* lebih dari 0,05, maka *return-sesuaian risiko value stock* tidak berdistribusi normal, sedangkan *return-sesuaian risiko growth stock* berdistribusi normal. Uji beda *return-sesuaian risiko tahun 1* antara *value stock* dan *growth stock* menggunakan alat uji *Mann Whitney* karena salah satu data *return-sesuaian risiko* tidak berdistribusi normal.

Hal berbeda ditemukan pada *return-sesuaian risiko tahun 2* dan tahun 3, dimana nilai *Asymp. Sig. (2-tailed) return-sesuaian risiko tahun 2* dan tahun 3 baik *value stock* maupun *growth stock* lebih dari 0,05. Hal ini berarti uji beda *return-sesuaian risiko tahun 2* dan tahun 3 antara *value stock* dan *growth stock* diuji dengan menggunakan alat uji *Independent Sample t-Test*.

Selanjutnya dilakukan uji Uji *Mann Whitney* dan Uji *Independent Sample t-Test* untuk mengetahui perbedaan *return-sesuaian risiko* antara *value stock* dan

growth stock. Tabel 6 berikut menyajikan ringkasan hasil uji beda *value stock* dan *growth stock*.

Tabel 6.
Ringkasan Hasil Uji Beda Return-sesuaian Risiko
Value stock dan Growth stock

Variabel	Uji Beda		Rata-rata Return-sesuaian Risiko		
	Alat Uji	<i>p-value</i>	Value stock	Growth stock	Value premium (Value-Growth)
Return-sesuaian Risiko Tahun 1	Uji Mann Whitney	0,001	0,351	-0,154	0,505
Return-sesuaian Risiko Tahun 2	Uji Independent Sample t-Test	0,004	0,290	-0,091	0,381
Return-sesuaian Risiko Tahun 3	Uji Independent Sample t-Test	0,003	0,259	-0,128	0,387

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 6, dapat dilihat bahwa nilai *p-value return-sesuaian risiko* tahun 1, 2, dan 3 setelah pembentukan portofolio masing-masing sebesar 0,001; 0,004; dan 0,003. Oleh karena nilai *p-value return-sesuaian risiko* tahun 1, 2, dan 3 setelah pembentukan portofolio kurang dari 0,05, maka terdapat perbedaan signifikan *return-sesuaian risiko* antara *value stock* dan *growth stock* tahun 1 sampai tahun 3 setelah pembentukan portofolio. Tabel 6 juga menunjukkan bahwa rata-rata *return-sesuaian risiko* tahun 1, 2, dan 3 *value stock* lebih tinggi dari *growth stock* masing-masing sebesar 0,505, 0,381, dan 0,387. Hal ini berarti H1 diterima atau *return-sesuaian risiko value stock* lebih tinggi daripada *return-sesuaian risiko growth stock*. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Capaul *et al.* (1993), Fama dan French (1998), Yen *et al.* (2004), Athanassakos (2009), Santos dan Montezano (2011) serta Rasul (2013) yang menunjukkan bahwa *return-sesuaian risiko value stock* lebih tinggi daripada *return-sesuaian risiko growth stock*.

DeBondt dan Thaler (1987) dan Lakonishok *et al.* (1994) berpendapat bahwa *value stock* dapat mengungguli *growth stock* karena pasar menilai terlalu *undervalue* untuk *value stock* dan terlalu *overvalue* untuk *growth stock*. Lakonishok *et al.* (1994) menyatakan bahwa *growth stock* cenderung berada dalam industri lebih menarik dan berharga. *Growth stock* juga cenderung untuk menerima liputan media, sehingga membuat mereka lebih berharga untuk calon investor atau investor saat ini. Sedangkan investor cenderung menghindari *value stock* karena *value stock* memiliki kinerja masa lalu yang buruk. Dengan demikian, *growth stock* lebih mungkin untuk dipegang oleh investor daripada *value stock*, sehingga menyebabkan *value stock* berada di bawah harga fundamentalnya. Ketika kesalahan dalam penentuan harga tersebut terkoreksi, *value stock* memiliki *return* yang tinggi dan *growth stock* memiliki *return* yang rendah.

Oleh karena *return*-sesuaian risiko *value stock* lebih tinggi daripada *growth stock*, maka hal ini memberikan bukti bahwa terdapat fenomena *value premium* di pasar modal Indonesia tahun 2011 sampai 2015. Keberadaan *value premium* di Indonesia memberikan peluang bagi investor untuk memperoleh *abnormal return* yaitu dengan membeli *value stock*. Investor dapat memperoleh *return* melebihi *return* normal dengan cara membeli *value stock*, dimana *value stock* terbukti memberikan *return*-sesuaian risiko lebih tinggi daripada *growth stock*.

Berdasarkan teori pasar efisien, keberadaan *value premium* di pasar modal Indonesia mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia merupakan pasar efisien bentuk lemah. Fama (1970) menyatakan bahwa pasar efisien bentuk lemah adalah

suatu pasar modal dimana harga saham sekarang merefleksikan semua informasi historis seperti harga dan volume perdagangan dimasa lalu. Oleh karena itu, informasi historis tersebut tidak bisa digunakan untuk memprediksi perubahan dimasa yang akan datang dan memperoleh *abnormal return*, karena informasi tersebut sudah tercermin pada harga saham saat ini. Untuk memperoleh *abnormal return* pada pasar efisien bentuk lemah, dapat dilakukan dengan memanfaatkan informasi selain data pasar yaitu informasi yang dipublikasi.

Informasi yang dipublikasi meliputi informasi yang terdapat di laporan keuangan dan informasi tambahan sebagaimana yang diwajibkan oleh peraturan akuntansi. Informasi yang tersedia di publik juga dapat berupa peraturan keuangan lain seperti pajak bangunan, suku bunga atau rating perusahaan (Gumantri dan Utami, 2002). Informasi publik yang terbukti dapat memberikan *abnormal return* dalam penelitian ini adalah informasi *rasio price to book value* dan *rasio price to earning* yang terdapat di dalam laporan keuangan perusahaan. Dimana informasi *rasio price to book value* dan *rasio price to earning* digunakan untuk membentuk portofolio *value stock* dan *growth stock*.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah diuraikan, maka dapat ditarik simpulan bahwa terdapat perbedaan signifikan *return*-sesuaian risiko

antara *value stock* dan *growth stock*, dimana *return*-sesuaian risiko *value stock* lebih tinggi daripada *return*-sesuaian risiko *growth stock*. Hal ini memberikan bukti bahwa terdapat fenomena *value premium* di pasar modal Indonesia tahun 2011 sampai 2015. *Value premium* merupakan sebuah *abnormal return*, dimana investor dapat memperoleh *return* melebihi *return* normal dengan cara membeli *value stock*. Oleh karena pelaku pasar dapat memperoleh *abnormal return* dengan memanfaatkan informasi rasio *price to book value* dan rasio *price to earning* dalam mengelompokan saham, maka berdasarkan teori pasar efisien, hal ini mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia merupakan pasar efisien bentuk lemah.

Berdasarkan simpulan yang telah diuraikan, maka dapat disampaikan beberapa saran. Bagi para investor jangka pendek di pasar modal Indonesia disarankan untuk menggunakan strategi dengan membentuk portofolio *value stock* dalam berinvestasi karena portofolio *value stock* memberikan *return*-sesuaian risiko lebih tinggi daripada portofolio *growth stock* 1 sampai 3 tahun setelah pembentukan portofolio. Bagi peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian mengenai penyebab dari perubahan *value stock* menjadi *growth stock* atau sebaliknya dari tahun ke tahun. Selain itu, penelitian selanjutnya juga dapat meneliti mengenai penyebab perbedaan perusahaan yang masuk ke dalam kategori *value stock* dan *growth stock* jika menggunakan kriteria yang berbeda.

KETERBATASAN PENELITIAN

Return-sesuaian risiko yang digunakan dalam penelitian ini terbatas pada 1 sampai 3 tahun setelah pembentukan portofolio. Pengukuran *return*-sesuaian risiko

pada penelitian ini, hanya bisa dilakukan sampai 3 tahun karena semakin panjang perhitungan *return*-sesuaian risiko, semakin sedikit jumlah sampel penelitian yang memenuhi kriteria *value stock* dan *growth stock*. Sampel penelitian yang pada awalnya masuk kategori *value stock* dapat berubah menjadi *growth stock* pada perhitungan *return*-sesuaian risikonya, begitu juga sebaliknya. Hal ini mengakibatkan semakin panjang perhitungan *return*-sesuaian risiko, semakin banyak perusahaan yang tidak masuk ke dalam sampel penelitian. Konsekuensi dari keterbatasan ini adalah tidak dapat ditemukannya bukti mengenai apakah penggunaan strategi dengan membentuk *value stock* dan *growth stock* bisa digunakan untuk jangka waktu yang panjang dan berapa lama kinerja *value stock* dapat mengungguli kinerja *growth stock*.

Selain keterbatasan tersebut, pada penelitian ini pengelompokan saham hanya menggunakan 2 kriteria yaitu rasio *price to book value* dan rasio *price to earning*. Dimana pengelompokan saham *value stock* dan *growth stock* dapat didasarkan pada berbagai kriteria, misalnya rasio *price to book value*, rasio *price to earning*, dan rasio *price to cash flow*. Penggunaan tiga kriteria tersebut secara bersamaan akan menghasilkan perusahaan yang masuk ke portofolio *value stock* maupun *growth stock* menjadi lebih valid, sehingga hasil penelitiannya dapat digeneralisasi. Penggunaan rasio *price to book value*, rasio *price to earning*, dan rasio *price to cash flow* sebagai kriteria pengelompokan, tidak bisa dilakukan pada penelitian ini karena mengakibatkan tidak adanya perusahaan yang masuk ke dalam kelompok *growth stock*. Konsekuensi dari keterbatasan ini adalah hasil penelitian yang tidak dapat digeneralisasi karena hanya menggunakan 2 kriteria.

REFERENSI

- Athanassakos, G. 2009. Value vs Glamor Stock *Return* and The *Value premium*: The Canadian Experience 1985-2002. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 26:109-121.
- Basu S. 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*, 32 (3): 663-682.
- Bauman, W. S., Miller, R. E. 1997. Investor Expectations and the Performance of *Value stocks* Versus *Growth stocks*. *The Journal of Portfolio Management*, 23 (3): 57-68.
- Bauman, W.S., Johnson, J.M. 1996. Investment Research Information in Europe. *Journal of Investing*, 5 (2): 793-805.
- Bursa Efek Indonesia. 2016, (Online), (<http://idx.co.id/>, diakses 20 Juni 2016).
- Capaul, C., Rowley, I., Sharpe, W.F. 1993. International value and *growth stock returns*. *Financial Analysts Journal*, January-February: 27-36.
- Debondt, W.F.M., Thaler, R. 1987. Futher Evidence of Investor Overreaction and Stock Market Seasonlality. *Journal of FinanceI*, 42 (3): 557-582.
- Fama, E. 1970. Efficient Capital Markets – A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25 (2): 124-166.
- Fama, E. F., French, K. R. 1992. The Cross-Section of Expected Stock *Returns*. *The Journal of Finance*, 42 (2): 427-465.
- _____, E. F., French, K. R. 1993. Common Risk Factor in The *Return* on Stocks and Bonds, *Journal of Finance*, 33: 3-56.
- _____, E.F., French, K.R.1998. Value Versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance. The Journal of Finance*. LIII (6): 1975-1999.
- Gumantri, T.A., Utami, E.S. 2002. Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, 4 (1): 54-68.
- Hussaini, M. 2016. Size and Value in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Financial Risk Management*, 5: 14-21.

- Jogiyanto, H.M. 2007. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*. Cetakan pertama. Yogyakarta: BPFE.
- _____, H.M. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketujuh. Yogyakarta: BPFE.
- Kahneman, D., Riepe, M. 1998. Aspects of investor psychology. *The Journal of Portfolio Management*, 24: 52-65.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R.W. 1994. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance*, (49): 1541-1578.
- Mishkin, F.S. 2008. *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasa Keuangan*. Edisi 9. Jakarta: Salemba Empat.
- Pratomo, E.P., Nugraha, U. 2009. *Reksa Dana Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*. Jakarta: PT. Garamedia Pustaka Utama.
- Rasul, M.S. 2013. Value versus Growth on the Dhaka Stock Exchange: Risk-Return Relationship. *International Journal of Economics, Finance and Management*, 2 (6): 439-452.
- Ridder, D.A. 1996. *Företaget och De Finansiella Marknaderna*. Stockholm: A. De Ridder
- Santos, L.R., Montezano, R.M.S. 2011. Value And Growth stocks In Brazil: Risks And Return For One- And Two-Dimensional Portfolios Under Different Economic Conditions. *Fin. – USP, São Paulo*, 22 (56): 189-202.
- Statistik Pasar Modal Indonesia. 2015. *Otoritas Jasa Keuangan.*, (Online), (<http://www.ojk.go.id/>, diakses 20 Juni 2016).
- Supranto, J. 2002 . *Statistik teori dan aplikasi*. Jakarta: Erlangga.
- Utama, M.S. 2012. *Aplikasi Analisis Kuantitatif*. Edisi ke 6. Denpasar: Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.
- Wahyudi, S. 2003. Pengukuran Return Saham. *Jurnal Ekonomi*. Suara Merdeka.
- Widoatmodjo, S. 2008. *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal*. Cetakan ke 6. Jakarta: PT. Gramedia.
- Yahoo Finance. 2016, (Online), (<https://finance.yahoo.com/>, diakses 20 Juni 2016)
- Yen, J.Y., Sunb, Q., Yan, Y. 2004. Value versus growth stocks in Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 14: 19-34.