

## Analisis *excess return* pada perusahaan MNC36 dengan Fama French Model tiga faktor

Yasir Maulana<sup>ID\*</sup> & Puji Lestari

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Kuningan, Kuningan, Indonesia

AKURASI

59

### Abstract

*This research examines excess returns using the three-factor Fama-French model (market risk, size, and book-to-market ratio) on stocks of MNC36 index businesses listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) over the 2020-2022 timeframe. This research used purposive sampling to choose a population of 55 firms, resulting in a sample of 19 enterprises. The analytical methods used are descriptive analysis and verification analysis using panel data regression analysis. All variables in this research satisfy the traditional assumption tests, including normality, multicollinearity, heteroscedasticity, and autocorrelation. The panel data regression findings indicate the impact of market risk, size, and book-to-market ratio on excess return. The hypothesis test concludes that the three factors together influence excess returns.*

### Public interest statements

*This study's findings are significant for investors, portfolio managers, and market participants in Indonesia, particularly in formulating more precise investment strategies by considering market risk, firm size, and book-to-market ratio characteristics. Recognizing that these three factors substantially impact excess returns enables investors to construct portfolios that align more closely with their risk profiles and return goals.*

**Keywords:** Excess return, market risk, size, book to market ratio, Fama French Three Factor

**Paper type:** Research paper

✉ Corresponding:  
Yasir Maulana  
Email: [yasir@uniku.ac.id](mailto:yasir@uniku.ac.id)



© The Author(s) 2025  
This work is licensed under a [Creative Commons Attribution 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).use.

ARTICLE INFO:  
Received 9/19/2024  
Revised 2/16/2025  
Accepted 3/20/2025  
Online First 3/14/2025



AKURASI: Jurnal Riset  
Akuntansi dan Keuangan,  
Vol 7, No. 1, 2025, 59-70  
eISSN 2685-2888

**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan guna melakukan analisis excess return dengan memakai model Fama-French tiga faktor (size, market risk, serta book to market ratio) pada saham perusahaan indeks MNC36 yang terdata di BEI periode 2020-2022. Penelitian ini memperoleh populasi sebanyak 55 perusahaan dengan teknik pengambilan sampel yakni purposive sampling sehingga menjadi 19 perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini. Metode analisis yang dipergunakan yakni analisis deskriptif serta analisis verifikatif dengan analisis regresi data panel. Berdasarkan uji asumsi klasik yakni uji normalitas, uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi diperoleh bahwa semua variabel pada penelitian ini lolos atau memenuhi hipotesis dari seluruh uji asumsi klasik tersebut. Hasil regresi data panel menunjukkan adanya dampak diantara market risk, size, serta book to market ratio pada excess return. Dari uji hipotesis diperoleh kesimpulan bahwa ketiga variabel tersebut secara bersama-sama mempengaruhi excess return. Hasil adjusted R square menunjukkan bahwa seluruh variabel memiliki hubungan sebesar 46,23%

**Pernyataan kepentingan publik**

Temuan studi ini memiliki signifikansi yang signifikan bagi investor, manajer portofolio, dan pelaku pasar di Indonesia, khususnya dalam merumuskan strategi investasi yang lebih tepat dengan mempertimbangkan karakteristik seperti ukuran perusahaan, risiko pasar, serta rasio book-to-market. Dengan menyadari bahwa ketiga faktor ini secara substansial memengaruhi excess return, investor dapat membangun portofolio yang lebih sesuai dengan profil risiko dan target return mereka.

**Kata Kunci:** Excess return, book to market ratio, market risk, size, Fama French Three Factor

**PENDAHULUAN**

Investasi saham telah muncul sebagai salah satu strategi keuangan yang paling umum bagi investor di Indonesia serta di seluruh penjuru dunia. Pada sejumlah dekade terakhir, pasar saham telah mengalami ekspansi substansial, didorong oleh kemajuan teknologi, globalisasi ekonomi, dan peningkatan aksesibilitas informasi. Saham adalah kategori sekuritas yang dipertukarkan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Saham mewakili kepemilikan dan memberikan hak kepada individu dalam suatu perusahaan. Pemegang saham atau investor suatu perusahaan memiliki bagian dari perusahaan tersebut. Para pemegang saham memiliki tujuan berinvestasi untuk mendapatkan keuntungan dari hasil saham yang dibeli orang dan dapat memberikan *return* atau pengembalian tinggi.

Investasi saham melibatkan keuntungan modal dan risiko, yang merupakan keuntungan modal potensial dan risiko yang timbul melalui investasi di pasar saham perusahaan. Pengembalian investasi adalah faktor yang signifikan bagi investor, karena menunjukkan kinerja perusahaan. Pengembalian investasi dapat positif atau negatif, dengan pengembalian positif menghasilkan keuntungan modal yang signifikan, sementara pengembalian negatif menghasilkan kerugian modal potensial.

Terdapat istilah yang dikenal dalam dunia saham yaitu *high risk high return* atau *low risk low return* maknanya keuntungan yang diinginkan atau diterima akan sejalan lurus dengan risiko yang akan didapat oleh investor. Jika keuntungan yang didapat tinggi maka risiko yang akan diterima pun sama tinggi sedangkan jika keuntungan yang didapat rendah maka risiko yang akan diterima pun akan rendah. Diversifikasi dapat mengurangi risiko dengan menggabungkan berbagai instrumen investasi ke dalam portofolio (Wiharno et al., 2023). Diversifikasi dalam portofolio adalah pendekatan investasi strategis yang bertujuan untuk mengurangi risiko dan

meningkatkan laba dengan menyebarkan investasi ke berbagai kelas asset atau sektor. Metode ini didasarkan pada premis bahwa aset yang berbeda berperilaku berbeda dalam berbagai kondisi pasar, yang memungkinkan investor untuk mengurangi potensi kerugian dari setiap investasi tunggal.

Menurut Sutrisno & Ekaputra (2016) konsep utama dalam berinvestasi khususnya pada saham adalah pengestimasi *risk & return* dari sebuah perusahaan dengan mempertimbangkan kondisi eksternal perusahaan seperti makroekonomi, harga sektor acuan global, dan kondisi internal seperti laporan keuangan perusahaan. Semakin tinggi *risk* yang diambil oleh sebab itu semakin tinggi juga *return* yang diperoleh, serta sebaliknya. Mengestimasi *risk & return* menjadi tantangan yang dihadapi ketika akan melakukan kegiatan investasi. Dengan harapan pengestimasi *risk & return* ini dapat mempertimbangkan keputusan membeli saham pada suatu perusahaan.

Penilaian *risk & return* hasil ini sejalan dengan prinsip *excess return*. *Excess return* merupakan estimasi keuntungan yang diperoleh setelah memperhitungkan risiko yang ditanggung oleh investor. Penelitian ini menilai risiko makroekonomi, yaitu tingkat suku bunga yang direpresentasikan oleh BI Rate (suku bunga Bank Indonesia). Apabila *excess return* saham bernilai positif, dengan demikian *return* hasil aktual melebihi *return* hasil yang diharapkan investor; sebaliknya, apabila *excess return* bernilai negatif, maka *return* hasil aktual lebih kecil dari *return* hasil yang diinginkan.

Pada umumnya investor memperhitungkan risiko dan keuntungan memakai model CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Model CAPM memanfaatkan risiko sistematis sebagai parameter risiko. Namun model CAPM dinilai belum mampu mengestimasi risiko dengan tepat. Pada tahun 1992, Fama & French menegaskan bahwasanya kalkulasi *excess return* memanfaatkan model CAPM dinilai masih kurang tepat untuk menunjukan keterkaitan antara risiko dengan *return*. Sehingga pada tahun 1995, Fama & French menjelaskan kembali model yang dapat mempengaruhi *excess return* secara tepat yaitu dinamakan dengan model fama-french tiga faktor. Ketiga aspek itu ialah ukuran perusahaan, risiko pasar, serta *book to market ratio*.

Risiko diamati dari beta dengan menggunakan perhitungan *return* pasar dikurangi risiko yaitu menggunakan perhitungan tingkat suku bunga. Beta ( $\beta$ ) didefinisikan sebagai nilai yang mengukur volatilitas harga saham sebagai respons terhadap perubahan pasar saham secara keseluruhan, nilai ini mengukur seberapa sensitif sekuritas tertentu terhadap pergerakan pasar secara luas. *Size* dihitung berdasarkan kapitalisasi pasar yang berupa perkalian antar harga saham dan total saham tersebar, sehingga perusahaan kecil hendaknya menghadapi risiko pasar saham yang lebih besar dibandingkan perusahaan besar, yang mana investor akan menantikan keuntungan yang lebih besar. *Value* dihitung dengan membagi total ekuitas dengan nilai pasar. Apabila nilai pasar > nilai buku kemudian investor akan optimis pada potensi masa mendatang sahamnya dan sebaliknya. Pada saham dengan nilai buku tinggi maka akan memiliki risiko lebih tinggi dari pada saham dengan nilai buku rendah. Sesuai konsep pada saham jika risiko tinggi maka *return* akan tinggi pula (Widyaningsih & Zen, 2021).

Saat ini Bursa Efek Indonesia memiliki indeks lebih dari 30, diantaranya yaitu LQ45, JII, KOMPAS100 dan MNC36. MNC36 merupakan indeks yang bekerja sama dengan perusahaan MNC Group dan jarang diketahui oleh investor pemula namun performanya sudah tidak diragukan lagi. Dengan demikian penelitian ini akan menjadikan MNC36 menjadi objek penelitian. Berdasarkan Tabel 1 *return* saham IHSG dan indeks MNC 36 mengalami kenaikan walaupun terlihat sedikit, pergerakan yang tidak stabil ini disebabkan karena periode penelitian yang diambil merupakan pasca Pandemi Covid-19. Pada nilai risiko pasar, hasil risiko pasar merupakan

selisih dari *return* IHSG dan *risk of free* (BI Rate) dengan nilai yang sangat fluktuatif. Nilai ukuran perusahaan diambil dari nilai rata-rata kapitalisasi perusahaan setiap tahunnya, indeks MNC 36 masuk dalam kategori indeks yang memiliki nilai kapitalisasi pasar tinggi. *Book to market ratio* yakni nilai perusahaan yang terlihat oleh investor, indeks MNC 36 tidak memiliki nilai yang negatif pada periode penelitian.

**Tabel 1.**

*Perkembangan Return IHSG dan MNC36, Ukuran Perusahaan, Risiko Pasar, dan Book to Market Ratio pada Indeks MNC36*

Tahun	Return IHSG	Return MNC36	Risiko Pasar	Ukuran Perusahaan	Book to Market Ratio
2020	-0,0508	-0,0800	-0,0933	147892	0,6715
2021	0,1007	-0,0280	0,0655	161041	0,7455
2022	0,0409	0,0607	0,0009	185935	0,7980

Sumber: Data Diolah (2024)

Beberapa penelitian mengenai Model Fama French Tiga aspek yang telah dilakukan serta menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda, sebagai berikut: menurut Sudiyatno dan Irsad (2011) melaksanakan studi empiris pada Model Tiga Faktor Fama serta French mengenai laba saham LQ45, menggunakan data dari tahun 2007 hingga 2009. Temuan studi menunjukkan korelasi positif yang substansial diantara premi risiko dan *return* saham, tetapi ukuran perusahaan dan B/M ratio terhadap pasar memiliki dampak negatif tetapi dapat diabaikan pada *return* saham. Akibatnya, kedua komponen Fama dan French tidak terbukti memengaruhi *return* saham. Wijaya et al. (2017) melakukan penelitian dengan populasi dan sampel pada indeks kompas 100 periode 2010-2015. Dengan hasil yang didapat yaitu variabel *market risk* dan profitabilitas mempunyai dampak positif yang signifikan pada *excess return*. *Size* dan investasi mempunyai dampak negatif substansial pada *excess return*. Disamping itu, B/M ratio tidak memiliki pengaruh pada *excess return*.

Menurut Yuliyana (2021), faktor risiko pasar, ukuran perusahaan, dan *value* berdampak positif terhadap *excess return*. Aspek keuntungan berdampak secara negatif dan aspek investasi tidak berdampak pada *excess return*. kajian ini dilakukan pada perusahaan yang terdata dalam Indeks LQ45 dengan periode 2016-2019. Dengan demikian peneliti ini menyarankan untuk melaksanakan kajian pada saham-saham selain LQ45 serta melakukan penelitian dengan waktu yang berbeda. Penelitian ini dapat memberikan kontribusi terhadap pemahaman yang lebih baik mengenai bagaimana faktor-faktor dalam Model Tiga Faktor Fama dan French berpengaruh terhadap *excess return*, serta memberikan alternatif rekomendasi bagi investor dan pemangku kepentingan lainnya dalam pengambilan keputusan investasi. Dengan menganalisis data dari Indeks MNC36, penelitian ini juga berpotensi untuk mengisi celah yang ada dalam literatur yang ada, terutama terkait dengan saham-saham di luar Indeks LQ45.

## KERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

### Saham

BEI mendefinisikan saham sebagai surat berharga yang mewakili kepemilikan fraksional dalam sebuah perusahaan. Pemegang saham mempunyai klaim atas sebagian aset serta laba perusahaan. Saham dapat diperdagangkan di pasar modal dan menandakan kepemilikan di perusahaan yang menerbitkannya. Ekuitas memberikan keuntungan dan kerugian. Keuntungan yang diperoleh dari

saham meliputi dividen dan keuntungan modal. Kerugian yang terjadi adalah kerugian modal, disertai dengan kemungkinan likuidasi. Saham dapat dikategorikan ke dalam indeks. Indeks saham adalah metrik statistik yang mewakili harga agregat dari sekumpulan saham, yang ditentukan oleh kriteria tertentu dan dinilai secara berkala. Bursa Efek Indonesia kini memiliki lebih dari 30 indeks saham yang tercatat.

### **Risk and Return**

Risiko ialah komparasi antara *return* aktual dan *return* yang diinginkan. makin besar perbedaannya, makin tinggi risiko investasi yang dihadapi. Dalam teori portofolio kontemporer, risiko investasi secara keseluruhan dikategorikan jadi dua jenis: risiko sistematis serta risiko tidak sistematis (Tandelilin, 2010). *Return* ialah penghargaan untuk investor atas keyakinannya untuk memikul risiko atas dasar investasi yang dilaksanakan. *Return* sama dengan pengembalian yang didapat oleh investor dari perusahaan. *Return* memiliki dua jenis yaitu *return* positif dan *return* negatif. Namun seringkali *return* hanya dianggap keuntungan dari saham seperti *dividen* dan *capital gain*. *Return* saham merupakan salah satu metrik utama yang digunakan oleh investor untuk mengevaluasi kinerja keuangan suatu perusahaan dan mengukur laba atas investasi (Maulana et al., 2024). *Excess return* merupakan pengembalian dari suatu aset setelah diminimalisir dengan tingkat suku bunga bebas risiko. Perhitungan *excess return* bisa dilakukan dengan cara mengurangi *return* dengan risiko yang diasumsikan dengan tingkat suku bunga BI (Nugraha, 2020).

### **Model Fama French Tiga Faktor**

Model fama french tiga faktor ialah model yang dikemukakan oleh peneliti asal Jerman pada tahun 1992, Fama & French, model ini bertujuan untuk meningkatkan pemahaman yang lebih baik tentang variasi pengembalian saham dengan memasukkan faktor ukuran dan nilai, membantu investor dan manajer portofolio dalam menilai kinerja portofolio dengan mempertimbangkan faktor-faktor tambahan yang mempengaruhi pengembalian dan mengevaluasi kinerja manajer investasi disebabkan oleh keterampilan atau faktor risiko tertentu. Model ini memperkenalkan tiga faktor yaitu *faktor market*, *size* dan *value*.

### **Risiko Pasar**

Risiko pasar adalah kelebihan pengembalian pasar setelah dikurangi tingkat pengembalian bebas risiko. Risiko pasar mengacu pada fluktuasi pengembalian yang disebabkan oleh perbedaan di pasar yang lebih luas. Nilai risiko pasar diperoleh dengan menggunakan data pengembalian IHSG dan suku bunga bebas risiko yang diwakili oleh Suku Bunga BI (Aprillia, Warman dan Hidayati, 2020).

### **Ukuran Perusahaan**

Ukuran suatu perusahaan ditentukan oleh kapitalisasi pasarnya, yang menunjukkan apakah perusahaan tersebut besar atau kecil. Kapitalisasi pasar adalah nilai total saham perusahaan di pasar. Kapitalisasi pasar ditetapkan dengan melakukan pengalihan harga sekuritas dengan jumlah sekuritas yang diperdagangkan di pasar modal (Mastiah & Rujikartawi, 2023).

## **Book to Market Ratio**

*Book to Market Ratio* (B/M ratio) ialah rasio keuangan yang mengkomparasikan nilai buku sebuah perusahaan dengan nilai pasar sahamnya. Rasio ini dimanfaatkan guna menilai apakah saham perusahaan tersebut *undervalued* atau *overvalued* oleh pasar (Sekar et al., 2022).

## **Hipotesis**

Return pasar berpengaruh terhadap excess return saham. Semakin tinggi risk premium (premi risiko), semakin tinggi excess return saham. Jika return pasar naik, akan diikuti oleh kenaikan return saham (Wijaya et al., 2017) (Aprillia et al., 2020). Return pasar dalam hal ini adalah merupakan risk premium pada portofolio pasar yang menggambarkan besar kecilnya risiko. Jika risk premium tinggi, maka risiko investasi tersebut juga tinggi, demikian juga sebaliknya. Dengan demikian, maka semakin besar risk premium, semakin besar return saham pada perusahaan (Irsad dan Ngisor 2011).

**H1:** Risiko pasar secara parsial memberi dampak positif pada *excess return* indeks saham MNC36 periode 2020-2022

Ukuran perusahaan diukur menggunakan proksi *market value* dari sebuah perusahaan yang dapat diperoleh dari perhitungan harga saham dikalikan jumlah saham yang diterbitkan. Market value ini biasa disebut dengan *market capitalization* (kapitalisasi pasar). Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap excess return saham karena sebagian investor memilih saham dari perusahaan yang berukuran kecil, karena mampu memberikan tingkat return yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan yang berukuran besar. Perusahaan yang berukuran kecil ini memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi, dimana semakin kecil ukuran perusahaan maka akan memberikan tingkat return yang semakin tinggi. Sebaliknya perusahaan besar akan memberikan tingkat return yang rendah. Karena perusahaan kecil akan memiliki risiko saham yang lebih tinggi, maka investor akan mengharapkan keuntungan yang lebih besar pada perusahaan yang memiliki ukuran kecil (Aprillia et al., 2020) (Yuliyana, 2021).

**H2:** Ukuran Perusahaan secara parsial berpengaruh positif terhadap *excess return* indeks saham MNC36 periode 2020-2022

Perusahaan dengan book to market tinggi (harga saham relatif rendah terhadap nilai buku) cenderung memiliki laba yang rendah, sehingga harga sahamnya *undervalue*. Pada saat kondisi *undervalue* maka memiliki risiko yang lebih tinggi, sehingga investor akan mengharapkan keuntungan yang tinggi atas keberanian menanggung risiko yang diterimanya. Sebaliknya, jika *book to market ratio* rendah (harga saham relatif tinggi terhadap nilai buku) cenderung memiliki penghasilan tinggi yang terus menerus Justina (2018). Sehingga perusahaan dengan book to market tinggi akan memberikan *excess return* yang lebih tinggi (Aprillia et al., 2020) (Yuliyana, 2021).

**H3:** *B/M Ratio* dengan parsial memberi dampak positif pada *excess return* indeks saham MNC36 periode 2020-2022

Secara simultan, risiko pasar, ukuran perusahaan, dan *book to market ratio* dapat menjelaskan variabel *excess return* secara empiris terjawab dalam hasil penelitian yang dilakukan oleh

Aprillia et al., (2020), Awwaliyah and Husodo (2019), dan Hardianto and Suherman (2009) menyatakan bahwa tiga variabel (risiko pasar, ukuran perusahaan, dan book to market ratio) dalam model fama french tiga faktor memiliki kemampuan yang signifikan dalam menjelaskan variasi pengembalian kelebihan rata-rata.

**H4:** Risiko pasar, ukuran perusahaan, dan *B/M Ratio* secara simultan memberi dampak pada *excess return* indeks saham MNC36 periode 2020-2022.

## METODE

### Jenis Data dan Pengumpulan Data

Penelitian ini memanfaatkan jenis data kuantitatif. Data yang dipergunakan ialah data sekunder yaitu laporan keuangan perusahaan indeks MNC36, laporan Statistik IDX yang bersumber dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), dan data suku bunga dari [www.bps.go.id](http://www.bps.go.id). Kajian ini memanfaatkan metode kepustakaan dan strategi dokumentasi untuk pengumpulan data. Operasionalisasi variabel dalam penelitian ini dapat dilihat pada appendix 1.

### Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini ialah 36 perusahaan yang terdata dalam indeks MNC36 pada periode tahun 2020 hingga 2022. Pengambilan sampel memanfaatkan metode *purposive sampling*. Karakteristik pengambilan sampel dalam penelitian ini ialah antara lain: tercatat dalam Indeks MNC36 secara berturut pada tahun 2020-2022. Perusahaan yang mempunyai laporan keuangan tahunan komplit selama 2020-2022 Berlandaskan karakteristik yang sudah ditetapkan didapat sampel untuk kajian sebanyak 19 perusahaan yang ditampilkan pada appendix 2.

### Metode Analisis Data

Pengujian statistik menggunakan pendekatan analisa deskriptif dan analisis verifikatif. Metode analisa data pada kajian ini memanfaatkan analisa regresi data panel, dimana teknik ini berfungsi guna melaksanakan uji ada tidaknya keterkaitan antar variabel independen (risiko pasar, ukuran perusahaan, dan B/M ratio) serta variabel dependen (*excess return*). Model regresi data panel diolah memanfaatkan program Eviews.

## HASIL DAN DISKUSI

Uji asumsi klasik adalah analisis yang dilakukan dalam konteks regresi linear berganda untuk memastikan bahwa model yang digunakan memenuhi syarat-syarat tertentu agar hasil analisis menjadi valid. Asumsi klasik mencakup beberapa komponen penting, seperti normalitas, linearitas, heteroskedastisitas, multikolinieritas, dan autokorelasi. Berdasarkan uji asumsi klasik, yaitu uji normalitas, uji multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi didapatkan bahwa seluruh variabel dalam penelitian ini lolos atau memenuhi hipotesis dari semua uji asumsi klasik tersebut yang hasilnya dapat dilihat dalam Tabel 2.

### Pemilihan Model Regresi Data Panel

Berdasarkan uji Chow, Uji Hausman dan Uji Lagrange Multiplier didapatkan bahwa model yang paling tepat digunakan adalah *Common Effect Model* (CEM) yang hasilnya dapat dilihat dalam Tabel 3.

**Tabel 2.**  
*Hasil uji asumsi klasik*

Jenis Pengujian	Alat Uji	Hasil Pengujian
Uji Normalitas	Jarque-Bera	Nilai probabilitas Jarque-Bera > nilai sign. yakni 0,322580 > 0,05. Nilai ini menunjukkan bahwasanya data pada kajian berdistribusi normal dan bisa diteruskan ke pengujian selanjutnya
Uji Multikolinearitas	Variance Inflation Factor (VIF)	Semua variabel independen nilai VIF < 10 artinya bahwa tidak terjadinya multikolinearitas antar variabel independen pada semua model regresi
Uji Heteroskedastisitas	Breusch-Pagan-Godfrey	p-value Obs*Rsquare sebesar 0,2580 > 0,05, maka hipotesis diterima, artinya tidak terdapat heteroskedastisitas untuk seluruh variabel yang diteliti.

Sumber: Data Diolah

**Tabel 3.**  
*Hasil uji pemilihan model*

Jenis Pengujian	Hasil Pengujian
Uji Chow	Berlandaskan temuan uji chow, terlihat bahwasanya nilai prob 0,9963 > 0,05 oleh sebab itu model yang terpilih ialah CEM
Uji Hausman	Berlandaskan hasil uji terlihat bahwasanya nilai prob 0,8714 > 0,05
Uji Lagrange Multiplier	Merujuk 66able 1.4, terlihat bahwasanya nilai cross section Breusch-Pagan 0,1091 > 0,05

Sumber: Data Diolah

### Analisis Regresi Data Panel

Berdasarkan uji estimasi pemilihan model regresi data panel maka model yang ditentukan ialah *Common Effect Model*. Merujuk Tabel 4 bisa terlihat bahwasanya besar nilai Adjusted R-squared adalah 0,462373. Hal tersebut menunjukkan bahwasanya variabel dependen bisa dipaparkan dengan variabel independen sebesar 46,23%. Sementara selebihnya (100% - 46,23% = 53,77%) dideskripsikan oleh variabel lain diluar model regresi penelitian. Berlandaskan Tabel 7 bisa diketahui bahwasanya nilai probabilitas 0,000000 < 0,05 dan F-hitung > F-tabel 17,05386 > 2,78 kemudian H4 diterima. Maka dari itu, bisa dibuat simpulan bahwasanya secara simultan adanya dampak substansial dari variabel independen pada variabel dependen.

**Tabel 4.**  
*Common Effect Model (CEM)*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.029437	0.037430	0.786457	0.4351
X1	1.049596	0.261146	-4.019185	0.0002
X2	0.283665	0.081060	-3.499456	0.0010
X3	0.087225	0.045668	-1.909990	0.0616
Adjusted R-squared	0.462373			
F-statistic	17.05380			

Sumber: Output Eviews 12, 2024

Berdasarkan Tabel 4 perhitungan uji t dijelaskan bahwa  $df = n - k - 1 = 57 - 3 - 1 = 53$  didapat t-tabel 1,67412. Maka temuan uji t ialah antara lain bahwa Nilai t-hitung  $4,019180 > t\text{-tabel } 1,67412$  serta nilai probabilitas  $0,0002 < 0,05$ . Maknanya H1 diterima. Dengan demikian bisa dibuat simpulan bahwasanya dengan parsial Risiko Pasar berdampak positif substansial pada *excess return*. Pada pengaruh ukuran perusahaan terhadap *excess return* didapat Nilai t-hitung  $3,499440 > t\text{-tabel } 1,67412$  dan nilai probabilitas  $0,00010 < 0,05$ . Maknanya H2 juga dapat diterima. Dengan begitu bisa dibuat simpulan bahwasanya secara parsial Ukuran Perusahaan berdampak positif substansial pada *excess return*. Pada hasil pengukuran pengaruh B/M ratio pada *excess return* didapat Nilai t-hitung  $1,910013 > t\text{-tabel } 1,67412$  serta nilai probabilitas  $0,0166 < 0,05$ . Artinya H3 diterima. Oleh sebab itu bisa dibuat simpulan secara parsial B/M ratio berdampak positif signifikan pada *excess return*.

### Pembahasan

Hasil kajian memperlihatkan bahwasanya variabel risiko pasar berdampak positif substansial pada *excess return* pada perusahaan indeks saham MNC36 yang terdata di BEI periode 2020-2022 secara parsial. Dengan begitu, kajian ini menerima hipotesis H1 yang menegaskan bahwasanya variabel risiko pasar berdampak positif pada *excess return*. Artinya, jika risiko pasar naik maka *excess return* akan naik. Sehingga pengestimasian *excess return* menggunakan risiko pasar sangat tepat untuk dilaksanakan dengan capaian guna mengetahui *return* dan risiko yang diterima oleh investor sebelum melaksanakan investasi atau pembelian saham. Hasil penelitian ini memberikan implikasi yang signifikan bagi berbagai pihak. Bagi investor, temuan ini menunjukkan pentingnya mempertimbangkan risiko pasar dalam upaya mengelola portofolio dan memaksimalkan keuntungan investasi. Manajer investasi dapat memanfaatkan informasi ini untuk mengembangkan strategi portofolio yang lebih efektif, dengan memperhatikan dampak positif risiko pasar terhadap *excess return*. Perusahaan yang tergabung dalam indeks MNC36 disarankan untuk meningkatkan transparansi kebijakan bisnis dan *corporate action*-nya.

Hasil penelitian memperlihatkan bahwasanya variabel ukuran perusahaan berdampak positif substansial pada *excess return* pada perusahaan indeks saham MNC36 yang terdata di BEI periode 2020-2022 secara parsial. Maka dari itu, kajian ini menerima H2 yang menegaskan bahwasanya variabel ukuran perusahaan berdampak positif pada *excess return*. Artinya, jika ukuran perusahaan kecil maka *excess return* akan mengalami kenaikan. Hal ini didasari dengan jika suatu perusahaan memiliki ukuran perusahaan kecil maka perusahaan tersebut akan melakukan beragam cara untuk membesarkan perusahaannya, dengan demikian akan memberikan risiko yang cukup tinggi dan dapat memberikan *return* yang tinggi pula. Sehingga pengestimasian *excess return* menggunakan ukuran perusahaan sangat tepat untuk dilaksanakan dengan capaian guna mengetahui *return* dan risiko yang diterima oleh investor sebelum melaksanakan investasi.

Hubungan positif antara ukuran perusahaan dan kelebihan laba menunjukkan bahwa investor mungkin mendapat manfaat dari fokus pada perusahaan yang lebih kecil. Perusahaan yang lebih kecil sering kali menunjukkan potensi pertumbuhan yang lebih tinggi, yang dapat menghasilkan laba yang lebih besar saat mereka menerapkan strategi untuk memperluas kehadiran pasar mereka. Penelitian ini menyoroti bahwa perusahaan yang lebih kecil cenderung mengambil lebih banyak risiko untuk tumbuh, yang berkorelasi dengan potensi laba yang lebih tinggi. Investor harus menyadari bahwa meskipun berinvestasi di perusahaan yang lebih kecil dapat menghasilkan laba yang lebih besar, hal itu juga disertai dengan peningkatan risiko. Dinamika ini memerlukan penilaian dan manajemen risiko yang cermat. Dalam segi konstruksi

Portofolio, bagi manajer portofolio dan investor, menggabungkan perusahaan yang lebih kecil ke dalam portofolio investasi mereka dapat meningkatkan laba secara keseluruhan, terutama dalam lingkungan pasar tempat perusahaan-perusahaan ini secara aktif mengejar strategi pertumbuhan. Diversifikasi investasi di berbagai ukuran perusahaan dapat membantu menyeimbangkan risiko dan laba. Pemahaman Perilaku Pasar: Temuan ini berkontribusi pada pemahaman yang lebih luas tentang perilaku pasar, khususnya bagaimana ukuran perusahaan memengaruhi ekspektasi investor dan dinamika pasar. Wawasan ini dapat memandu keputusan investasi dan analisis pasar. Peluang Penelitian Lebih Lanjut: Studi ini membuka jalan bagi penelitian lebih lanjut mengenai faktor-faktor yang mendorong laba berlebih di berbagai segmen pasar, khususnya bagaimana variabel lain (seperti jenis industri atau kesehatan keuangan) berinteraksi dengan ukuran perusahaan untuk memengaruhi laba.

Hasil kajian memperlihatkan bahwasanya variabel B/M ratio berpengaruh positif substansial pada *excess return* pada perusahaan indeks saham MNC36 yang terdata di BEI periode 2020-2022 secara parsial. Maka, kajian ini menerima H3 yang mengungkapkan bahwa variabel B/M ratio memberi dampak positif pada *excess return*. Maknanya, bila nilai B/M ratio kecil maka *excess return* akan naik. Nilai B/M ratio rendah menunjukkan bahwa perusahaan memiliki saham yang overvalued dan mengakibatkan akan memiliki nilai risiko yang tinggi pula. Sehingga pengestimasian *excess return* memanfaatkan B/M ratio sangat tepat guna dilaksanakan dengan capaian untuk mengetahui *return* dan risiko yang diterima oleh investor sebelum melakukan investasi atau pembelian saham.

Hasil penelitian ini memiliki implikasi yang penting bagi investor, manajer investasi, perusahaan dalam indeks MNC36, dan otoritas pasar modal. Investor dapat menggunakan informasi bahwa B/M ratio rendah berdampak positif pada *excess return* untuk mengidentifikasi saham-saham *overvalued* yang menawarkan peluang return lebih tinggi, meskipun dengan risiko yang lebih besar. Manajer investasi dapat memanfaatkan temuan ini dalam menyusun strategi portofolio yang lebih efektif dengan mempertimbangkan rasio B/M sebagai indikator kunci dalam analisis risiko dan peluang keuntungan. Bagi perusahaan yang tergabung dalam indeks MNC36, temuan ini menegaskan pentingnya menjaga nilai fundamental perusahaan untuk menarik minat investor, terutama dalam konteks saham *overvalued*.

Hasil kajian memperlihatkan bahwasanya variabel risiko pasar, dan ukuran perusahaan, dan B/M ratio secara simultan berdampak signifikan dan dapat menjelaskan variabel dependen *excess return* pada perusahaan indeks saham MNC36 yang terdata di BEI periode 2020-2022 dengan cukup baik sebesar 46,23%. Maka dari itu, kajian ini menerima H4 yang menegaskan bahwasanya semua variabel Fama French tiga faktor berdampak pada *excess return*. Ini mengindikasikan bahwasanya uji Model Fama French tiga faktor yang dilaksanakan pada kajian ini sangat optimal di implementasikan dalam penentuan perusahaan untuk kegiatan berinvestasi. Perusahaan kecil dengan rasio book to market besar cenderung memberi *excess return* yang lebih besar, meskipun juga mempunyai risiko yang lebih besar. Secara simultan, risiko pasar, ukuran perusahaan, serta B/M ratio dapat menjelaskan variabel *excess return*.

Hasil penelitian ini memiliki implikasi yang signifikan bagi investor, manajer investasi, perusahaan, dan otoritas pasar modal. Bagi investor, temuan ini menunjukkan bahwa risiko pasar, ukuran perusahaan, dan rasio B/M secara bersama-sama merupakan faktor yang relevan dalam memprediksi *excess return*, sehingga dapat digunakan sebagai panduan untuk membuat keputusan investasi yang lebih cerdas, terutama dalam memilih perusahaan kecil dengan rasio B/M besar yang cenderung memberikan return lebih tinggi meskipun disertai risiko besar. Manajer investasi dapat mengoptimalkan strategi portofolio dengan mengintegrasikan Model

Fama French tiga faktor untuk mengevaluasi dan memitigasi risiko investasi. Bagi perusahaan, hasil ini menggarisbawahi pentingnya mempertahankan fundamental keuangan yang sehat untuk menarik minat investor, khususnya perusahaan kecil dengan potensi return tinggi. Otoritas pasar modal dapat memanfaatkan temuan ini untuk meningkatkan literasi keuangan investor mengenai penggunaan Model Fama French tiga faktor, membantu mereka memahami hubungan antara risiko pasar, ukuran perusahaan, rasio B/M, dan *excess return* saham.

## SIMPULAN

Variabel risiko pasar secara parsial mempunyai dampak positif dan substansial pada *excess return* perusahaan indeks MNC36 periode 2020-2022. Artinya, Indeks MNC36 memiliki nilai risiko pasar yang tinggi sehingga dapat berpengaruh terhadap nilai *excess return*. Variabel ukuran perusahaan dengan parsial mempunyai dampak positif dan substansial pada *excess return* perusahaan indeks MNC36 periode 2020-2022. Artinya, ukuran perusahaan Indeks MNC36 rata-rata berukuran kecil, dimana jika perusahaan berukuran kecil maka secara tidak langsung akan memberikan risiko yang tinggi sehingga nilai *excess return* akan tinggi. Variabel *B/M ratio* secara parsial mempunyai dampak positif dan substansial pada *excess return* perusahaan indeks MNC36 periode 2020-2022. Artinya, nilai BMR pada perusahaan Indeks MNC36 masuk dalam kategori overvalued sehingga akan meningkatkan nilai *excess return*. Variabel risiko pasar, ukuran perusahaan, serta *B/M ratio* secara simultan berdampak substansial pada *excess return* perusahaan indeks MNC36 periode 2020-2022. Artinya, variabel risiko pasar, ukuran perusahaan, serta *B/M ratio* dapat mempengaruhi *excess return* perusahaan Indeks MNC36.

## Referensi

- Aprillia, F. R., Warman, E., & Hidayati, S. (2020). Pengujian Fama-French Three Factor Model Terhadap Excess Return Saham Pada Perusahaan Indeks Kompas100 Periode 2016-2020. *Ikraith-Ekonomika*, 5(1), 262–271.
- Effendy, M. I. (2021). Pengaruh Excess Return Saham Berdasarkan Fama French Three Factors Model (Studi Pada Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*, 9(2).
- Fama, E. ., & French, K. . (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance Volume XLVII, No. 2*.
- Fama, E. ., & French, K. . (1995). Size and Book to Market Factors in Earning and Returns. *Journal of Finance*, L, 1.
- Hasbiah, S., Anwar, A., & Bado, B. (2022). Model Markowitz Dalam Keputusan Investasi Saham Pada Index Lq45 di Bursa Efek Indonesia. *JEKPEND: Jurnal Ekonomi Dan Pendidikan*, 5(1), 69. <https://doi.org/10.26858/jekpend.v5i1.24709>
- Mastiah, & Rujikartawi, E. (2023). Analisis Pengaruh Kapitalisasi Pasar dan Harga Saham Terhadap Return Saham Pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index Periode 2018-2021. *Tsarwah*, 8(1), 1–12. <https://doi.org/10.32678/tsarwah.v8i1.8127>
- Maulana, Y., Nugraha, N., Disman, D., & Sari, M. (2024). The Effect of Financial Fundamentals on Stock Returns with Sustainability as a Intervening Variable. *Integrated Journal of Business and Economics (IJBE)*, 8(3), 347–363. <https://doi.org/10.33019/ijbe.v8i3.932>
- Nugraha, F. (2020). Analisis Fama French 5 Factors Model Dalam Mempengaruhi Excess Return Saham Pada Lq45. *IKRAITH-EKONOMIKA*, 5(1), 89–102.
- Sekar Prianintan, P. I. I., Rapini, T., Riawan, R., & Riawan, R. (2022). Pengaruh Market Risk, Book To Market Ratio, dan Price Earning Ratio Terhadap Return Saham. *ISOQUANT: Jurnal Ekonomi, Manajemen Dan Akuntansi*, 6(2), 215–226. <https://doi.org/10.24269/iso.v6i2.1287>
- Sudiyatno, B., & Irsad, M. (2011). Menguji model tiga faktor fama dan french dalam mempengaruhi

- return saham studi pada saham lq45 di bursa efek indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi (JBE)*, 18(2), 126–137.
- Sutrisno, B., & Ekaputra, I. A. (2016). Fama-French Di Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 20(3), 343–357.
- Tandelilin, E. (2010). *Dasar-dasar Manajemen Investasi* (pp. 1–34).
- Widyaningsih, E., & Zen, F. (2021). Pengaruh fama-french five factor model terhadap excess return pada perusahaan LQ 45 tahun 2014-2019. *Jurnal Ekonomi Bisnis Dan Pendidikan*, 1(5), 425–438. <https://doi.org/10.17977/um066v1i52021p425-438>
- Wiharno, H., Lesmana, A. S., Maulana, Y., Djuniardi, D., & Komarudin, M. N. (2023). Stock Portfolio Optimization in Bullish and Bearish Conditions Using the Black-Litterman Model. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 25(2), 92–104. <https://doi.org/10.9744/jmk.25.2.92-104>
- Wijaya, S. C. W., Muhardi, W. R., & Utami, M. (2017). ANALISIS FAMA FRENCH FIVE FACTOR MODEL DAN THREE FACTOR MODEL DALAM MENJELASKAN RETURN PORTOFOLIO SAHAM YANG MASUK PADA INDEKS KOMPAS 100 PERIODE 2010-2015. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 6(1), 938–959.
- Yuliyana, I. D. (2021). Analisis Model Lima Faktor Fama dan French pada Saham-Saham Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2019. *Jurnal Ekonomi, Bisnis, Manajemen Dan Akuntansi*, 18(2), 1–19.

#### Appendix 1. Operasionalisasi Variabel

No	Variabel	Indikator
		$\text{Return saham} = \frac{P_t - (P_{t-1})}{P_{t-1}}$ $\text{Excess return} = R_i(t) - R_f(t)$
1	Excess return	Keterangan: $P_t$ = harga saham pada periode t $P_{t-1}$ = harga saham pada tahun t dikurangi 1 periode sebelumnya $R_i(t)$ = return saham pada periode t $R_f(t)$ tingkat suku bunga bebas risiko pada periode t Risiko pasar = $R_i(t) \text{ IHSG} - R_f(t)$
2	Risiko Pasar	Keterangan: $R_i(t) \text{ IHSG}$ = return indeks harga saham gabungan pada periode t $R_f(t)$ = tingkat suku bunga bebas risiko pada periode t
3	Ukuran Perusahaan	Kapitalisasi pasar = jumlah saham beredar X harga per lembar saham
4	Book to Market Ratio	$\text{BMR} = \frac{\text{Nilai Ekuitas}}{\text{Nilai Kapitalisasi Pasar}}$

## Ethics declarations

### Funding

The author(s) received no financial support for the research, authorship, and/or publication of this article.

### Availability of data and materials

Data sharing is not applicable to this article as no new data were created or analyzed in this study.

### Competing interests

No potential competing interest was reported by the authors

### Cite this paper

Maulana, Y., & Lestari, P. (2025). Analisis excess return pada perusahaan MNC36 dengan Fama French Model tiga faktor. *AKURASI: Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 7(1), 59-70. <https://doi.org/10.36407/akurasi.v7i1.1490>