

Five-factor asset pricing model Fama and French dalam memahami excess return saham syariah sebelum dan sesudah diumumkan covid-19 di Indonesia

Aziza Musyrifa Sholihati¹, Sunarsih²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta
e-mail: azizamusyryifa@gmail.com¹, sunarsih@uin-suka.ac.id²

Abstract: *This study aims to examine and analyze the effect of the Five Factor Asset Pricing Model Fama and French (risk premium, size, book-to-market ratio, profitability, and investment) on the excess return of Islamic stocks in Indonesia, as well as to test whether there is a difference between excess return before and after the announcement of Covid-19 in Indonesia. The sample in this study was taken from 279 companies listed on the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI). The type of data used is time series daily. The research method used is multiple linear regression analysis. Based on the results of the study, it shows that the risk premium variable has a significant effect on the excess return of the Islamic stock portfolio registered at ISSI before and after the announcement of Covid-19 in Indonesia. Meanwhile, the variables of size, profitability, and investment have no effect on excess return, both before and after the announcement of Covid-19. Meanwhile, the book-to-market ratio has no effect on excess return before the announcement of Covid-19 and has a significant effect on excess return after the announcement of Covid-19.*

Keywords: *risk premium, firm size, return, profitability, investment.*

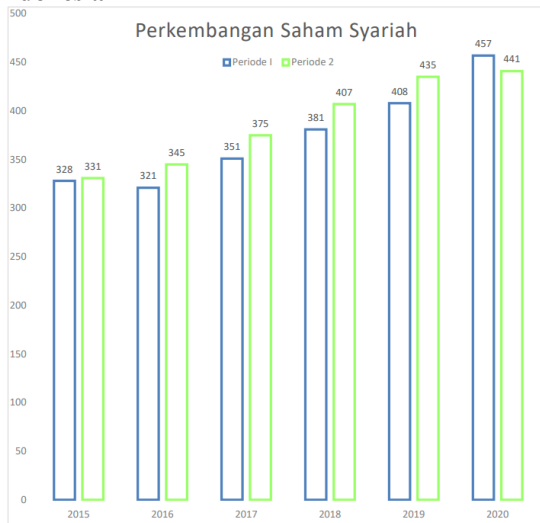
Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh *Five Factor Asset Pricing Model* Fama dan French (premi risiko, size, *book-to-market ratio*, *profitability*, dan *investment*) terhadap *excess return* saham syariah di Indonesia, serta menguji apakah terdapat perbedaan antara *excess return* sebelum dengan sesudah diumumkan Covid-19 di Indonesia. Sampel dalam penelitian ini diambil dari perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sejumlah 279 perusahaan. Jenis data yang digunakan adalah data *time series* harian. Metode penelitian yang digunakan adalah analisis regresi linear berganda. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel premi risiko berpengaruh signifikan terhadap *excess return* portofolio saham syariah yang terdaftar di ISSI sebelum dan sesudah diumumkan Covid-19 di Indonesia. Sedangkan, variabel *size*, *profitability*, dan *investment* tidak berpengaruh terhadap *excess return*, baik sebelum maupun sesudah diumumkan Covid-19. Sementara itu, untuk variabel *book-to-market ratio* tidak berpengaruh terhadap *excess return* sebelum diumumkan Covid-19 dan berpengaruh signifikan terhadap *excess return* sesudah diumumkan Covid-19.

Kata Kunci: premi risiko, ukuran perusahaan, tingkat pengembalian, profitabilitas, investasi.

PENDAHULUAN

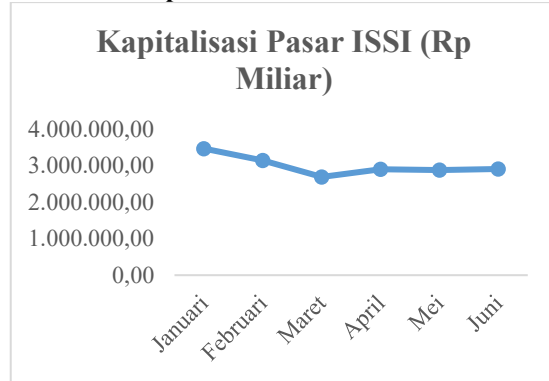
Minat masyarakat untuk berinvestasi setiap tahunnya mengalami peningkatan. Hal ini disebabkan masyarakat yang mulai mempelajari dan memahami tentang investasi. Informasi mengenai investasi di pasar modal sudah tersedia di berbagai sumber, terutama sumber online. Sebagian besar masyarakat di Indonesia saat ini sudah paham dengan teknologi sehingga informasi yang tersedia secara online sangat mudah dijangkau.

Gambar 1. Perkembangan Saham Syariah di Indonesia



Gambar di atas menjelaskan bahwa banyaknya saham syariah yang terdaftar dalam Daftar Efek Syariah (DES) mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Pada periode pertama tahun 2020, jumlah saham syariah yang terdaftar dalam DES berjumlah 457 saham, sedangkan pada periode kedua tahun 2020, jumlah saham syariah yang terdaftar mengalami penurunan menjadi 441 saham. Salah satu penyebab mengenai hal tersebut dikarenakan terjadinya pandemi Covid-19 yang muncul pertama kali di Indonesia pada tanggal 2 Maret 2020.

Gambar 2. Kapitalisasi Pasar ISSI



Bersumber pada grafik di atas, dapat diketahui bahwa kapitalisasi pasar Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) mengalami penurunan pada bulan Maret tahun 2020 senilai Rp2.688.657,92 miliar dari bulan Februari yang berada pada Rp3.139.077,45 miliar. Kemudian, pada bulan April mengalami peningkatan di angka Rp2.899.524,38 miliar. Namun, pada bulan Mei kembali mengalami penurunan. Hal ini bersamaan dengan diberlakukannya kebijakan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) mulai tanggal 10 April 2020 hingga diperpanjang tiga kali sampai tanggal 3 Juni 2020.

Banyaknya investor saham syariah terus mengalami kenaikan di tengah pandemi Covid-19. Hingga Oktober 2020, total investor saham syariah menembus angka 81.423 investor dari 4.908 investor pada tahun 2015. Namun, sebelum memutuskan untuk berinvestasi, calon investor sebaiknya mempertimbangkan apakah di masa depan calon investor tersebut akan memperoleh keuntungan dari hasil investasinya atau tidak. Dalam dunia investasi, keuntungan yang diperoleh tersebut biasa disebut dengan return atau tingkat pengembalian. Tidak diragukan lagi, seluruh investor menginginkan tingkat pengembalian atau

Sholihati & Sunarsih

return yang maksimal. Akan tetapi, return yang sebenarnya didapatkan investor sering berbeda dengan return yang diinginkan. Hal seperti ini menandakan bahwa investor mengalami risiko investasi.

Terdapat dua faktor penting yang seharusnya menjadi pertimbangan dalam membuat keputusan investasi, yaitu risiko yang ditanggung dan tingkat pengembalian yang diharapkan. Menurut Hartono (2016), risiko serta return berhubungan secara positif, apabila risiko yang ditanggung semakin besar, maka return yang harus ditempuh juga semakin besar. Keputusan investasi terasa tidak mudah karena membutuhkan penilaian untuk mengenal dan menelaah mengenai kondisi dan situasi yang kemungkinan terjadi di masa yang akan datang (Hidayat, 2019). Oleh karena itu, sangat diperlukan model untuk mengestimasi return sekuritas sehingga dapat membantu investor untuk membuat rencana dan keputusan berinvestasi dengan tepat dan mudah.

Model penilaian adalah sebuah model guna mengestimasi tingkat pengembalian aset yang diharapkan (return). Salah satu model penilaian aset yaitu Capital Asset Pricing Model (CAPM) yang awal mulanya dikenalkan oleh Mossin (1969), Lintner (1965), serta Sharpe (1964) secara terpisah (Hartono, 2016). CAPM menggambarkan hubungan antara return yang diharapkan dan faktor risiko pasar yang digunakan dalam menilai harga saham. CAPM adalah salah satu model estimasi yang terpopuler dan hasil dari pengembangan seleksi portofolio model Markowitz. Menurut Sartono (2012), CAPM memiliki tujuan utama yaitu untuk tingkat return minimum yang telah disyaratkan dari investasi yang memiliki risiko. Dalam CAPM, ukuran risiko yang

digunakan adalah beta. Namun, keefektifan beta dalam menerangkan seluruh variasi dalam mengestimasi expected return diragukan. Beta juga diragukan tentang keakuratannya.

Fama & French (1993) mengembangkan dan mengombinasikan model penilaian CAPM menjadi tiga faktor, di antaranya pasar (berasal dari dalam CAPM), ukuran perusahaan (firm size), serta rasio book-to-market. Penelitian Fama and French bertujuan untuk menemukan faktor yang lebih bagus ketimbang beta. Hasil dari penelitian Fama and French membuktikan bahwa model tersebut dapat menjelaskan mengenai return saham di bursa saham lebih baik daripada CAPM. Hasil temuan Fama and French sering disebut dengan Three-Factor Pricing Model.

Carhart (1997) memperluas model Three-Factor Pricing Model menjadi Four-Factor Pricing Model dengan menambahkan satu variabel sebagai variabel keempat yaitu faktor momentum. Faktor momentum cenderung memperlihatkan bahwa perusahaan dengan past return positif akan memunculkan future return positif dan begitu pula sebaliknya, perusahaan dengan past return negatif akan memunculkan future return negatif.

Fama & French (2015) menyatakan bahwa five-factor model berkinerja lebih baik daripada model three-factor. Faktor-faktor dalam model lima faktor di antaranya beta, size, value, profitability, dan investment. Masalah utama yang terdapat dalam model lima faktor ini yaitu kegagalannya untuk menangkap pengembalian rata-rata yang rendah pada saham kecil.

Studi yang dikerjakan oleh Wijaya et al., (2017) dan Sudiyatno & Irsad (2011)

Sholihati & Sunarsih

mendapatkan hasil bahwa return saham dipengaruhi secara positif oleh premi risiko. Selanjutnya, penelitian yang dilakukan oleh (Candika, 2018) menemukan hasil bahwa tingkat pengembalian saham dalam lima portofolio yang berbeda (SL, SM, SH, SD, dan SU) dipengaruhi secara positif oleh variabel ukuran perusahaan. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kategori small size mempunyai dampak yang positif dan signifikan. Studi lainnya hasil riset Lestari & Wahyudi (2020) menyatakan bahwa size SMB berdampak secara positif serta signifikan terhadap tingkat pengembalian saham.

Selain itu, Wijaya et al., (2017) melakukan penelitian yang menemukan hasil bahwa HML berdampak positif, namun tidak signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Penelitian yang lain dilakukan oleh Lestari & Wahyudi (2020) juga memaparkan bahwa HML berdampak positif serta signifikan terhadap tingkat pengembalian saham. Dalam penelitiannya, Wijaya et al., (2017) juga mendapat hasil bahwa profitability berpengaruh positif terhadap return.

Peneliti melakukan pengujian menggunakan model five-factor dengan maksud untuk melihat pengaruh lima faktor secara terpisah (premi risiko, size, value, profitabilitas, dan investasi) terhadap excess return saham. Dalam penelitian-penelitian terdahulu yang sudah dipaparkan, peneliti melihat adanya *research gap*. Terdapat perbedaan dengan penelitian-penelitian sebelumnya, dalam penelitian ini peneliti ingin mengetahui apakah ada perbedaan *return* antara sebelum dengan sesudah diumumkan Covid-19 di Indonesia, sedangkan pada penelitian terdahulu hanya melihat pada periode waktu tertentu.

Perbedaan pada hasil penelitian-penelitian terdahulu juga mendorong peneliti melakukan penelitian ini. Objek dalam penelitian ini yaitu Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) karena mencakup keseluruhan saham syariah yang tercantum di Bursa Efek Indonesia (BEI) sesuai dengan Daftar Efek Syariah (DES) dan telah ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan. Selain itu, kapitalisasi pasar ISSI juga memiliki nilai yang paling tinggi di antara indeks saham syariah lainnya (JII, JII70, dan IDX-MES BUMN 17).

TINJAUAN PUSTAKA

Pengaruh *Market Return* terhadap *Excess Return* Saham ISSI Sebelum dan Setelah Diumumkan Covid-19 di Indonesia

Menurut Fama & French (2015), *market risk premium* adalah persentase dari total pengembalian yang terkait dengan volatilitas pasar saham dan dihitung dengan mengambil selisih tingkat bebas risiko dan antara tingkat pengembalian pasar yang diharapkan. Premi risiko dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan beta. Semakin besar beta, maka makin sensitif return saham terhadap variasi pasar. Perusahaan dengan risiko pasar yang tinggi mengindikasikan bahwa harga sekuritasnya mengikuti aktivitas pasar. Sekuritas akan lebih fluktuatif beriringan dengan semakin tingginya beta, yang akan menyebabkan investor mengharapkan return yang lebih besar dari saham tersebut (Candika, 2018).

Studi yang dilakukan oleh Wijaya et al., (2017) mendapatkan temuan bahwa market risk berdampak positif terhadap return. Penelitian lainnya telah dilakukan oleh Sudiyatno & Irsad (2011) juga menerangkan bahwa premi risiko berdampak positif serta signifikan terhadap return saham.

Berlandaskan konsep serta studi sebelumnya tersebut, maka studi ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₁ : premi risiko berpengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham syariah ISSI sebelum dan sesudah diumumkan Covid-19 di Indonesia

Pengaruh *Firm Size* terhadap *Excess Return* Saham ISSI Sebelum dan Setelah Diumumkan Covid-19 di Indonesia

Menurut Fama & French (2015), *firm size* merupakan nilai suatu perusahaan di pasar saham dimana nilai tersebut ditentukan dengan mengalikan harga saham dan jumlah saham yang beredar. *Firm size* dihitung menggunakan rumus SMB. Apabila SMB memiliki nilai positif, maka perusahaan dengan ukuran perusahaan rendah menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih besar.

Studi yang dilakukan oleh Candika (2018) menemukan hasil bahwa faktor *firm size* (SMB) berdampak positif terhadap return saham pada lima portofolio yaitu SH, SM, SL, SU, dan SD. Hasil ini menyatakan bahwa emiten dengan ukuran perusahaan yang rendah memiliki pengaruh positif serta signifikan. Studi yang lain dilakukan oleh Lestari & Wahyudi (2020) juga menerangkan bahwa ukuran perusahaan berdampak positif serta signifikan terhadap return saham. Berlandaskan konsep serta studi sebelumnya tersebut, maka studi ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₂ : *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham syariah ISSI sebelum dan sesudah diumumkan Covid-19 di Indonesia

Pengaruh *Book-to-Market Ratio* terhadap *Excess Return* Saham ISSI Sebelum dan Sesudah Diumumkan Covid-19 di Indonesia

Menurut Fama & French (2015), rasio *book-to-market* yang besar mengindikasikan bahwa perusahaan berkinerja tidak baik dan mungkin menghadapi masalah finansial ataupun tidak memiliki harapan masa depan yang cerah. Rasio B/M dalam penelitian ini menggunakan rumus HML. Jika HML memiliki nilai positif, maka perusahaan dengan rasio *book-to-market* yang besar bakal menghasilkan tingkat pengembalian yang makin besar dibanding perusahaan yang memiliki rasio *book-to-market* kecil.

Studi yang dilakukan oleh Wijaya et al., (2017) mendapatkan hasil bahwa rasio B/M berdampak positif, namun tidak signifikan terhadap return. Studi yang lain dilakukan oleh Lestari & Wahyudi (2020) juga menunjukkan bahwa rasio B/M berdampak positif serta signifikan terhadap return saham. Berlandaskan konsep serta studi sebelumnya tersebut, maka studi ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₃ : *book-to-market ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham syariah ISSI sebelum dan sesudah diumumkan Covid-19 di Indonesia

Pengaruh *Profitability* terhadap *Excess Return* Saham ISSI Sebelum dan Setelah Diumumkan Covid-19 di Indonesia

Menurut Fama & French (2015), *profitability* menggambarkan tingkat laba atau keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan dalam jangka waktu tertentu. Makin besar tingkat profitabilitas perusahaan, maka makin besar juga risiko yang dihadapi perusahaan sehingga pihak

investor akan merasa tertarik untuk menginvestasikan sahamnya ke dalam perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi untuk mendapatkan return saham yang semakin tinggi pula. Studi yang telah dilakukan oleh Wijaya et al., (2017) mendapatkan hasil bahwa *profitability* berdampak positif terhadap return.

Berlandaskan konsep serta studi sebelumnya tersebut, maka studi ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₄ : *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return* saham syariah ISSI sebelum dan sesudah diumumkan Covid-19 di Indonesia

Pengaruh *Investment* terhadap *Excess Return* Saham ISSI Sebelum dan Setelah Diumumkan Covid-19 di Indonesia

Menurut Fama & French (2015), *investment* merupakan kegiatan yang bersangkutan dengan usaha penarikan sumber-sumber yang dimanfaatkan demi pengadaan barang. Apabila suatu perusahaan memiliki tingkat investasi yang tinggi, maka semakin sedikit tingkat kepercayaan publik terhadap perusahaan tersebut karena investor cenderung merespons negatif ketika ada tanda-tanda peningkatan modal untuk investasi. Studi yang dilakukan oleh Widyaningsih & Zen (2021) menyatakan hasil bahwa investasi tidak berdampak terhadap *excess return*.

Berlandaskan konsep serta studi sebelumnya tersebut, maka studi ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₅ : *investment* tidak berpengaruh terhadap *excess return* saham syariah ISSI sebelum dan sesudah diumumkan Covid-19 di Indonesia

Perbedaan *Excess Return* Saham ISSI Sebelum dan Sesudah Diumumkan Covid-19 di Indonesia

Midesia (2020) melakukan studi yang berkaitan dengan dampak Covid-19 terhadap pasar saham syariah di Indonesia. Dalam studi tersebut ditemukan hasil bahwa timbul penurunan atas harga sekuritas secara bersamaan untuk seluruh sektor pada masa pengamatan yang dilakukan selama bulan Maret 2020. Sedangkan, penelitian lain menemukan hasil bahwa kinerja Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebelum dan sesudah Covid-19 tidak mengalami perubahan (Luthfan & Diana, 2022). Kinerja return saham ISSI justru mengalami kenaikan, namun tidak signifikan pada masa pandemi. Tingkat risiko yang dimiliki saham ISSI lebih tinggi, namun tidak signifikan apabila dibanding sebelum Covid-19.

Studi yang telah dilakukan oleh Khoirunisa et al. (2021) menyatakan hasil bahwa sebelum Covid-19 dan selama Covid-19 di Indonesia tidak ditemukan pengaruh rata-rata abnormal return saham pada perusahaan yang tercantum dalam LQ45. Studi lain dilakukan oleh Darmayanti et al. (2021) mengemukakan hasil bahwa sebelum serta setelah adanya pengumuman kasus pertama Covid-19 di Indonesia tidak ditemukan perbedaan return saham. Sedangkan, temuan tersebut tidak sejalan dengan hasil yang dikemukakan oleh Kefi et al. (2020) yang menemukan bahwa terdapat perbedaan return saham indeks LQ-45 sebelum serta selama pandemi Covid-19. Studi yang lain dilakukan oleh Diansari et al. (2021) juga menunjukkan hasil bahwa ditemukan perbedaan yang signifikan return saham perusahaan transportasi sebelum serta saat pandemi Covid-19 di Indonesia.

Berlandaskan konsep serta studi sebelumnya tersebut, maka studi ini mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H₆ : terdapat perbedaan *excess return* saham syariah ISSI sebelum dan setelah diumumkan Covid-19 di Indonesia

METODOLOGI

Jenis Penelitian

Jenis studi yang digunakan yaitu penelitian kuantitatif. Data kuantitatif yaitu data yang dianalisis memanfaatkan teknik perhitungan statistika dan matematika. Dalam studi ini, data sekunder digunakan sebagai sumber data. Data sekunder yaitu data atau informasi yang dikumpulkan dan didapatkan dari sumber-sumber yang sebelumnya sudah ada (Radjab & Jam'an, 2017). Sumber data yang digunakan dalam studi ini di antaranya laporan keuangan yang diambil dari *website* resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), harga saham dari laman <https://finance.yahoo.com>, dan *website* resmi Otoritas Jasa Keuangan www.ojk.go.id. Dalam studi ini, peneliti menggunakan jenis waktu pengumpulan data *time series* harian. Data *time series* adalah hasil dari pengumpulan data selama beberapa periode atau kurun waktu tertentu (Faradis et al., 2017).

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam studi ini yaitu perusahaan yang masuk dalam daftar Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) pada periode waktu tahun 2018-2020. Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu metode *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* adalah langkah pengambilan sampel yang sesuai dengan parameter yang

telah ditetapkan. Parameter yang digunakan dalam studi ini, antara lain: (1) Perusahaan yang masuk dalam daftar ISSI secara konsisten mulai 2018-2020. (2) Data yang digunakan untuk keperluan analisis dapat diakses untuk umum pada periode 2018-2020. (3) Saham perusahaan yang terdaftar dalam sektor keuangan tidak dimasukkan untuk data penelitian. (4) Saham-saham yang memiliki nilai ekuitas negatif tidak dimasukkan ke dalam data penelitian. Berdasarkan parameter tersebut, dari populasi yang berjumlah 507 saham perusahaan, maka diambil sampel berjumlah 279 saham perusahaan.

Teknik Analisis Data

Uji Regresi Linear Berganda

Analisis regresi linear berganda adalah salah satu uji statistik yang berupaya untuk mengukur dampak antar lebih dari satu variabel independen terhadap variabel dependen (Nugroho et al., 2019). Jika data yang dipakai dalam analisis regresi yaitu data sekunder, maka uji validitas serta reliabilitas tidak diperlukan (Faradis et al., 2017). Model regresi linear berganda dapat diformulasikan sebagai berikut.

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_i + \beta_i (R_{Mt} - R_{Ft}) + s_i \text{SMB}_t + h_i \text{HML}_t + r_i \text{RMW}_t + c_i \text{CMA}_t + e_{it}$$

Keterangan:

R_{it} = *return* pada portofolio ISSI (harian)

R_{Ft} = *risk-free rate*

α_i = konstanta

β_i = beta pasar koefisien regresi

R_{Mt} = *return* pasar harian ISSI

SMB_t = faktor *size* (*Small Minus Big*)

Sholihati & Sunarsih

- HML_t = faktor *book-to-market ratio* (*High Minus Low*)
RMW_t = faktor profitabilitas (*Robust Minus Weak*)
CMA_t = faktor investasi (*Conservative Minus Aggressive*)
e_{it} = *error term*

Uji Beda

Dalam studi ini menggunakan *paired sample t-test*. Pengujian ini melakukan perbandingan antara rata-rata dua variabel dalam satu grup dan dilakukan pada dua sampel yang masih berkorelasi. Uji ini menggunakan sampel yang sama, tetapi dilakukan pada rentang waktu yang berbeda. Kriteria untuk *paired sample t-test* ini yaitu jika nilai sig > 0,05, maka H₀ diterima dan apabila nilai sig < 0,05, maka H₀ ditolak.

Definisi Operasional Variabel Variabel Dependen

Variabel dependen (terikat) adalah variabel yang dipengaruhi atau dihasilkan sebagai akibat dari adanya variabel bebas (Indra & Cahyaningrum, 2019). Dalam studi ini, variabel dependen yang digunakan adalah *excess return* dan formulasinya selaras dengan *return* pasar, yakni hasil pengurangan antara *return* saham harian dengan rata-rata *risk free rate* harian. Formula yang digunakan adalah sebagai berikut (Hardianto & Suherman, 2009).

$$R_s = R_i - R_f$$

Keterangan:

- R_s = *return* saham harian portofolio ISSI
R_i = rata-rata *return* harian ISSI
R_f = rata-rata *risk free rate* harian

Variabel Independen Premi Risiko

Definisi *market return* yaitu hasil dari rata-rata setiap hari dari semua saham ISSI yang beredar dikurangi dengan *risk free rate* harian pada Bank Indonesia. Rumus matematis untuk menghitung *return* pasar adalah sebagai berikut.

$$RP_m = R_m - R_f$$
$$RP_m = \frac{P_t - (P_{t-1})}{(P_{t-1})} - R_f$$

Keterangan:

- RP_m = premi risiko pasar
R_m = *return* saham harian ISSI
R_f = rata-rata *risk free rate* harian
P_t = harga saham pada hari t
P_{t-1} = harga saham pada hari t-1

Firm Size (Ukuran Perusahaan)

Ukuran perusahaan yaitu hasil kali antara harga saham dengan jumlah saham yang beredar pada masing-masing perusahaan yang masuk dalam sampel. Untuk menetapkan kategori saham kecil (S) dan kategori saham besar (B), maka ukuran perusahaan akan diurutkan dari nilai terkecil sampai nilai terbesar. Ketentuan untuk kategori saham besar (B) yaitu yang ukuran perusahaannya lebih dari median, sebaliknya untuk kelompok saham kecil (S) ukuran perusahaannya kurang dari median (Sudiyatno & Irsad, 2011). Ukuran perusahaan (*firm size*) dalam studi ini diprosikan oleh SMB (*Small Minus Big*). SMB yaitu hasil pengurangan antara rata-rata *return* harian pada tiga portofolio saham kecil atau perusahaan *small* (SL, SM, SH) dengan rata-rata *return* harian pada tiga portofolio saham besar atau perusahaan *big* (BL, BM, BH). Formula SMB untuk pembentukan versi 2x3 adalah sebagai berikut.

$$SMB = (SMB_{B/M} + SMB_{OP} + SMB_{Inv})/3$$

Dimana:

$$SMB_{B/M} = (SH+SM+SL)/3 - (BH+BM+BL)/3$$

Sholihati & Sunarsih

$$\begin{aligned} \text{SMB}_{\text{OP}} &= (\text{SR} + \text{SM} + \text{SW})/3 - (\text{BR} + \text{BM} + \text{BW})/3 \\ \text{SMB}_{\text{Inv}} &= (\text{SC} + \text{SM} + \text{SA})/3 - (\text{BC} + \text{BM} + \text{BA})/3 \end{aligned}$$

Book-to-Market Ratio

Book Equity to Market Equity (B/M) adalah hasil pembagian antara nilai buku dengan nilai pasar. Aktiva bersih yang dipegang pemilik saham menunjukkan nilai buku. Aktiva bersih setara dengan total ekuitas pemilik saham. Nilai pasar adalah hasil kali antara *closing price* dengan jumlah saham yang beredar pada masing-masing perusahaan. Berdasarkan faktor B/M, perusahaan dibagi ke dalam tiga kategori, yaitu: 30% *Low* (L), 40% *Medium* (M), dan 30% *High* (H). Sesuai dalam penelitian Fama and French, studi ini tidak memasukkan B/M yang memiliki nilai negatif. Sesudah dikelompokkan berdasarkan faktor *size* dan B/M, maka langkah berikutnya yaitu membentuk portofolio SH, SM, SL, BH, BM, dan BL. Rasio B/M dalam studi ini diproksikan dengan HML (*High Minus Low*). HML yaitu hasil pengurangan antara rata-rata *return* harian pada dua portofolio yang memiliki nilai B/M tinggi (SH dan BH) dengan rata-rata *return* harian pada dua portofolio yang memiliki nilai B/M rendah (SL dan BL) (Sudiyatno & Irsad, 2011).

$$\text{HML} = \frac{1}{2} (\text{SH} + \text{BH}) - \frac{1}{2} (\text{SL} + \text{BL})$$

Keterangan:

HML = Rerata *return* harian pada dua portofolio yang memiliki nilai B/M tinggi (SH serta BH) dikurangi dengan rerata *return* harian pada dua portofolio yang memiliki nilai B/M rendah (SL serta BL)

SH = Portofolio *size small* dengan B/M *high*

BH = Portofolio *size big* dengan B/M *high*

SL = Portofolio *size small* dengan B/M *low*

BL = Portofolio *size big* dengan B/M *low*

Profitability

Profitability menggambarkan tingkat laba perusahaan. *Profitability* diproksikan dengan *Robust Minus Weak* (RMW). RMW yaitu hasil pengurangan antara rerata *return* harian perusahaan yang tingkat profitabilitasnya tinggi (*robust*) dengan rerata *return* harian perusahaan yang tingkat profitabilitasnya rendah (*weak*). Perusahaan dikelompokkan sesuai nilai profitabilitas tahun t-1 dengan membaginya menjadi tiga kategori, antara lain *robust* (R), *neutral/medium* (M), serta *low* (L). Kategori *robust* yaitu 30% paling atas dari semua perusahaan, sedangkan 30% paling bawah dari semua perusahaan disebut kelompok *weak* sehingga sisanya yang berjumlah 40% adalah perusahaan yang termasuk dalam kategori *neutral/medium* (Wijaya et al., 2017). Rumus untuk mengukur RMW adalah:

$$\text{RMW} = \frac{(\text{SR} + \text{BR}) - (\text{SW} + \text{BW})}{2}$$

Keterangan:

RMW = rerata *return* harian dari dua portofolio perusahaan *robust* (SR dan BR) dikurangi dengan rerata *return* harian dari dua portofolio perusahaan *weak* (SW dan BW)

SR = portofolio *size small* dengan profitabilitas *robust*

SW = portofolio *size small* dengan profitabilitas *weak*

BR = portofolio *size big* dengan profitabilitas *robust*

BW = portofolio *size big* dengan profitabilitas *weak*

Investment

Investment menggambarkan tingkat investasi dari semua perusahaan yang tercantum di Indeks Saham Syariah Indonesia. Nilai *investment* diperoleh dengan menghitung rerata pertumbuhan total aset pada tahun fiskal t-2 sampai dengan tahun fiskal t-1. Nilai *investment* diprosikan dengan *Conservative Minus Aggressive* (CMA). CMA yaitu hasil pengurangan antara rerata *return* harian perusahaan yang tingkat investasinya rendah (*conservative*) dengan rerata *return* harian perusahaan yang tingkat investasinya tinggi (*aggressive*). Perusahaan dikelompokkan menjadi tiga kategori, antara lain *conservative* (R), *neutral/medium* (N), serta *aggressive* (A). Kategori *conservative* yaitu 30% paling bawah dari semua perusahaan, sedangkan 30% paling atas dari semua perusahaan disebut kelompok *aggressive* sehingga sisanya yang berjumlah 40% adalah perusahaan yang termasuk dalam kategori *neutral/medium* (Wijaya et al., 2017). Rumus untuk mengukur CMA adalah:

$$CMA = \frac{(SC + BC) - (SA + BA)}{2}$$

Keterangan:

CMA = rerata *return* harian dari dua portofolio perusahaan *conservative* (SC dan BC) dikurangi dengan rerata *return* harian perusahaan kelompok *aggressive* (SA dan BA)

SC = portofolio *size small* dengan investasi *conservative*

SA = portofolio *size small* dengan investasi *aggressive*

BC = portofolio *size big* dengan investasi *conservative*

BA = portofolio *size big* dengan investasi *aggressive*

Metode Pengumpulan Data

Studi ini memanfaatkan metode studi dokumentasi pengumpulan data. Data yang dipakai adalah data tahunan serta data harian. Data tahunan digunakan untuk menghitung pada saat langkah awal berdasarkan rumus masing-masing. Data tahunan yang digunakan yaitu tahun 2018-2020. Data harian digunakan untuk mencari *return* saham yang diambil dari data harga saham harian. Periode pada penelitian ini terbagi menjadi dua, yaitu 30 hari sebelum diumumkan Covid-19 di Indonesia (20 Januari-28 Februari 2020) serta 30 hari sesudah diumumkan Covid-19 di Indonesia (3 Maret-15 April 2020).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Normalitas

Uji normalitas pada studi ini menggunakan nilai statistik Jarque-Berra. Nilai probabilitas pada saat sebelum Covid-19 adalah 0,919 dan nilai probabilitas pada saat sesudah Covid-19 adalah 0,609. Dari hasil uji normalitas keduanya menyatakan bahwa nilai probabilitas lebih tinggi dari 0,05 (5%). Oleh sebab itu, data pada studi ini berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Model regresi mengalami masalah multikolinearitas jika nilai tolerance < 0,10 atau nilai VIF > 10. Pada studi ini menunjukkan nilai VIF untuk seluruh variabel bernilai < 10. Oleh sebab itu, data studi ini tidak menghadapi masalah multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas pada studi ini menggunakan metode White. Jika probabilitas Chi-Square bernilai > 0,05 (5%), maka didapat kesimpulan bahwa data

Sholihati & Sunarsih

penelitian tidak mengalami masalah heteroskedastisitas. Studi ini menghasilkan probabilitas Chi-Square bernilai 0,1340 (sebelum Covid-19) dan 0,6136 (sesudah Covid-19). Sesuai dengan hasil tersebut, dapat diketahui bahwa nilai probabilitas Chi-Square untuk keduanya lebih tinggi dari 0,05. Dengan demikian, data pada studi ini tidak menghadapi masalah heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi pada studi ini menggunakan metode Breusch-Godfrey. Metode ini dinamakan dengan uji *Lagrange Multiplier* (LM). Apabila probabilitas Chi-Square bernilai < 0,05 (5%), maka data penelitian terdapat masalah autokorelasi. Pada studi ini, probabilitas Chi-Square bernilai 0,2427 (sebelum Covid-19) dan 0,2626 (sesudah Covid-19). Hasil tersebut memperlihatkan bahwa nilai probabilitas untuk keduanya lebih tinggi dari 0,05. Dengan demikian, data penelitian ini dapat dikatakan bebas dari masalah autokorelasi.

Uji Regresi Linear Berganda

Tabel 1. Uji Regresi Berganda Sebelum Covid-19

Variabel	Koefisien	Probabilitas
MRP	0,742050	0,0000
SMB	-0,088862	0,6199
HML	-0,092588	0,3688
RMW	-0,027916	0,7816
CMA	0,086123	0,5759

Tabel 2. Uji Regresi Berganda Sesudah Covid-19

Variabel	Koefisien	Probabilitas
MRP	0,393035	0,0000
SMB	-0,060511	0,7020
HML	0,314098	0,0014

RMW	0,290839	0,1016
CMA	-0,159491	0,2456

Regresi linear berganda pada studi ini diuji menggunakan EViews 12 dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS). Sesuai dengan hasil pada tabel 1 dan 2, maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut. Persamaan regresi untuk tabel 1 sebelum Covid-19:

$$\begin{aligned} \text{Excess Return} = & -0,013170 + 0,742050_{\text{MRP}} \\ & - 0,088862_{\text{SMB}} - 0,092588_{\text{HML}} \\ & - 0,027916_{\text{RMW}} + 0,08612_{\text{CMA}} \end{aligned}$$

Sesuai dengan hasil persamaan regresi di atas, maka dapat dinyatakan bahwa pengaruh premi risiko (MRP) dan investasi (CMA) terhadap *excess return* adalah positif. Sedangkan, pengaruh ukuran perusahaan (SMB), rasio B/M (HML), dan profitabilitas (RMW) terhadap *excess return* adalah negatif. Hal tersebut mengindikasikan bahwa makin tinggi premi risiko dan investasi, maka makin tinggi juga *return* dari saham perusahaan yang terdaftar dalam ISSI. Sebaliknya, makin rendah *size*, rasio *book-to-market*, serta *profitability*, maka makin tinggi *return* dari saham perusahaan yang terdaftar dalam ISSI.

Persamaan regresi untuk tabel 2 sesudah Covid-19:

$$\begin{aligned} \text{Excess Return} = & -0,026447 + 0,393035_{\text{MRP}} \\ & - 0,060511_{\text{SMB}} + 0,314098_{\text{HML}} \\ & + 0,290839_{\text{RMW}} - 0,15949_{\text{CMA}} \end{aligned}$$

Sesuai dengan hasil persamaan regresi di atas, maka dapat dinyatakan bahwa pengaruh premi risiko (MRP), rasio B/M (HML), dan profitabilitas (RMW) terhadap *excess return* adalah positif. Sedangkan, pengaruh *size* (SMB) dan investasi (CMA) terhadap *excess return* adalah negatif. Hal tersebut mengindikasikan bahwa makin tinggi premi risiko (MRP), rasio B/M (HML), dan profitabilitas (RMW), maka makin tinggi juga *return* dari saham

perusahaan yang masuk dalam daftar ISSI. Sebaliknya, makin rendah *size* dan *investment*, maka makin tinggi *return* dari saham perusahaan yang masuk daftar ISSI.

Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R-Square*)

Studi ini menunjukkan hasil uji koefisien determinasi (*Adjusted R-Square*) senilai 0,691514 (69,15%) untuk sebelum Covid-19. Sedangkan, pada saat sesudah Covid-19 memperlihatkan hasil uji koefisien determinasi (*Adjusted R-Square*) senilai 0,949231 (94,92%). Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan antara sebelum Covid-19 dan sesudah Covid-19. Maka, dapat dinyatakan bahwa variabel-variabel independen (premi risiko, ukuran perusahaan, rasio B/M, profitabilitas, serta investasi) sebelum Covid-19 mampu menjelaskan variabel dependen (*excess return*) secara benar sebesar 69,15% serta sisa sebesar 30,85% diterangkan oleh variabel atau faktor lain di luar studi ini. Sedangkan, variabel-variabel independen (premi risiko, *firm size*, rasio B/M, profitabilitas, serta investasi) sesudah Covid-19 mampu menjelaskan variabel dependen (*excess return*) secara benar sebesar 94,92% serta sisa sebesar 5,08% diterangkan oleh variabel atau faktor lain di luar studi ini.

Uji Simultan (Uji F)

Studi ini menghasilkan nilai F-hitung sejumlah 14,00152 dengan probabilitas (*F-statistic*) sejumlah 0,000002 untuk periode sebelum Covid-19. Sedangkan, periode sesudah Covid-19 menghasilkan nilai F-hitung sejumlah 109,4437 dengan probabilitas (*F-statistic*) sejumlah 0,000000. Periode sebelum Covid-19 maupun sesudah

Covid-19 menunjukkan bahwa variabel-variabel independen (premi risiko, *firm size*, rasio B/M, profitabilitas, serta investasi) dalam studi ini mampu menjelaskan *excess return* pada tingkat signifikansi di bawah 5% atau secara bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap *excess return* portofolio saham ISSI.

Pengaruh Premi Risiko terhadap *Excess Return* Saham Syariah yang Terdaftar di ISSI Sebelum dan Sesudah Pengumuman Covid-19 di Indonesia

Temuan studi untuk rentang waktu sebelum diumumkan Covid-19 menyatakan bahwa variabel premi risiko memiliki pengaruh positif serta signifikan terhadap *excess return* portofolio saham perusahaan yang masuk dalam daftar Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 20 Januari-28 Februari 2020 secara parsial. Sedangkan, hasil penelitian untuk rentang waktu sesudah diumumkan Covid-19 menyatakan bahwa variabel premi risiko juga memiliki pengaruh positif serta signifikan terhadap *excess return* portofolio saham perusahaan yang masuk dalam daftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 3 Maret-15 April 2020 secara parsial. Hal ini dapat dibuktikan dengan hasil uji hipotesis (uji t) yang nilai probabilitasnya (0,0000) lebih rendah dari nilai signifikansi (5%), baik sebelum atau sesudah Covid-19. Selain itu, studi ini juga menyatakan bahwa variabel premi risiko memiliki koefisien regresi bernilai 0,742050 untuk sebelum Covid-19 dan sebesar 0,393035 untuk sesudah Covid-19.

Nilai koefisien tersebut menunjukkan arah yang positif. Artinya apabila premi risiko naik, maka *excess return* akan semakin naik juga. Premi risiko atau risiko

pasar menggambarkan besar kecilnya tingkat risiko. Risiko investasi akan meningkat jika premi risikonya besar, begitu juga sebaliknya (Sudiyatno & Irsad, 2011). Oleh karena itu, besarnya *excess return* pada perusahaan yang masuk dalam daftar ISSI meningkat sebanding dengan premi risiko. Temuan penelitian ini mendukung gagasan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) bahwa investor mengharapkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi apabila tingkat risikonya juga tinggi (Sudiyatno & Irsad, 2011). Temuan studi ini selaras dengan studi-studi terdahulu yang dilakukan oleh Hardianto & Suherman (2009), Surono (2018), Masitah & Juniar (2018), Candika (2018), Wijaya et al. (2017), Widyaningsih & Zen (2021), Sudiyatno & Irsad (2011), Nugraha et al. (2022), dan Munawaroh & Sunarsih (2020).

Pengaruh *Size* terhadap *Excess Return* Saham Syariah yang Terdaftar di ISSI Sebelum dan Sesudah Pengumuman Covid-19 di Indonesia

Temuan studi menyatakan bahwa variabel *size* tidak memiliki pengaruh terhadap *excess return* portofolio saham perusahaan yang masuk daftar Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) secara parsial, baik pada periode sebelum Covid-19 maupun sesudah Covid-19. Temuan tersebut dapat dibuktikan dengan hasil uji hipotesis (uji t) yang probabilitasnya bernilai (0,6199) lebih besar dari nilai signifikansi (5%) pada periode sebelum Covid-19 dan nilai probabilitas 0,7020 yang lebih besar dari nilai signifikansi (5%) pada periode sesudah Covid-19. Selain itu, studi ini juga menyatakan bahwa variabel *size* mempunyai nilai koefisien regresi sebesar -0,088862

pada sebelum Covid-19 dan sebesar -0,060511 pada sesudah Covid-19.

Berdasarkan koefisien yang bernilai negatif, maka dapat diketahui bahwa pengaruh *size* (SMB) terhadap *excess return* saham cenderung berlawanan atau tidak dalam arah yang sama. *Size* (SMB) dihitung menggunakan nilai kapitalisasi pasar. Dalam studi ini menyatakan hasil yang tidak signifikan. Hal tersebut berarti bahwa investor tidak mempertimbangkan faktor *size* sebagai dasar pengambilan keputusan dalam berinvestasi. Investor lebih memandang risiko pasar atau premi risiko sebagai faktor yang utama. Hal yang penting bagi investor yaitu investasi menghasilkan *return* atau tingkat pengembalian yang sepadan dengan risiko yang diterima (Sudiyatno & Irsad, 2011). Temuan ini selaras dengan hasil penelitian bahwa premi risiko berpengaruh terhadap risiko. Temuan studi ini juga selaras dengan studi-studi terdahulu yang dilakukan oleh Munawaroh & Sunarsih (2020) serta Sudiyatno & Irsad (2011).

Pengaruh *Book-to-Market Value* terhadap *Excess Return* Saham Syariah yang Terdaftar di ISSI Sebelum dan Sesudah Pengumuman Covid-19 di Indonesia

Temuan studi pada periode sebelum Covid-19 menunjukkan bahwa variabel *book-to-market* tidak berpengaruh terhadap *excess return* portofolio saham perusahaan yang masuk dalam daftar Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) secara parsial. Temuan tersebut dibuktikan dengan hasil uji hipotesis (uji t) yang probabilitasnya bernilai (0,3688) lebih besar dari nilai signifikansi (5%). Selain itu, studi ini juga menyatakan

bahwa variabel *book-to-market* memiliki koefisien regresi senilai -0,092588.

Rasio *book-to-market* dihitung menggunakan nilai buku dibagi dengan nilai pasar. Nilai buku mengindikasikan aktiva bersih yang dipegang oleh pemilik saham, sedangkan aktiva bersih setara dengan total ekuitas (Hartono, 2016). Nilai pasar adalah hasil kali antara *closing price* setiap perusahaan dengan jumlah saham yang beredar, berarti bahwa nilai pasar dihitung menggunakan kapitalisasi pasar (Sudiyatno & Irsad, 2011). Dalam studi ini, *book-to-market ratio* dihitung menggunakan total ekuitas dibagi kapitalisasi pasar. Dari hasil penelitian di atas, *return* saham akan mengalami kenaikan apabila rasio B/M mengalami penurunan. Rasio B/M yang menurun mengindikasikan bahwa harga pasar saham mengalami kenaikan, berarti kinerja saham semakin membaik. Keadaan seperti ini akan membuat investor merasa optimis dengan masa depan perusahaan (Sudiyatno & Irsad, 2011). Hasil penelitian pada periode sebelum Covid-19 ini selaras dengan hasil studi terdahulu yang dilakukan oleh Sudiyatno & Irsad (2011), Wijaya et al. (2017), dan Komara & Yulianti (2019).

Sedangkan, hasil penelitian pada periode sesudah Covid-19 menunjukkan bahwa variabel *book-to-market* memiliki pengaruh yang positif serta signifikan terhadap *excess return* saham perusahaan yang masuk daftar Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) secara parsial. Temuan tersebut dapat dibuktikan dengan hasil uji hipotesis (uji t) yang probabilitasnya bernilai (0,0014) lebih rendah dari nilai signifikansi (5%). Selain itu, studi ini juga menyatakan bahwa variabel *book-to-market* memiliki koefisien regresi senilai 0,314098.

Koefisien yang bernilai positif menandakan bahwa *excess return* saham dipengaruhi secara positif oleh *book-to-market* (HML). Oleh karena itu, *return* saham akan meningkat apabila rasio *book-to-market* meningkat. Perusahaan yang mempunyai nilai ratio B/M besar akan menghadapi risiko yang lebih besar pula apabila dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai nilai rasio B/M kecil. Investor akan mengharapkan tingkat *return* yang lebih besar apabila tingkat risiko yang dialami juga besar (Rakhmawati & Priyadi, 2015). Hasil penelitian pada periode sesudah Covid-19 ini mendukung penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Lestari & Wahyudi (2020), Balakrishnan et al. (2018), Hardianto & Suherman (2009), Suroso (2018), Rakhmawati & Priyadi (2015), Masitah & Juniar (2018), Candika (2018), Nugraha et al. (2022), dan Munawaroh & Sunarsih (2020).

Pengaruh *Profitability* terhadap *Excess Return* Saham Syariah yang Terdaftar di ISSI Sebelum dan Sesudah Pengumuman Covid-19 di Indonesia

Temuan studi menyatakan bahwa variabel *profitability* tidak memiliki pengaruh terhadap *excess return* portofolio saham perusahaan yang masuk daftar Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) secara parsial, baik pada periode sebelum Covid-19 maupun sesudah Covid-19. Temuan tersebut dapat dibuktikan dengan hasil uji hipotesis (uji t) yang nilai probabilitasnya (0,7816) lebih besar dari nilai signifikansi (5%) pada periode sebelum Covid-19 dan nilai probabilitas 0,1016 (lebih tinggi dari nilai signifikansi 5%) pada periode sesudah Covid-19. Selain itu, studi ini juga memperlihatkan bahwa variabel *profitability*

Sholihati & Sunarsih

memiliki koefisien regresi senilai $-0,027916$ pada periode sebelum Covid-19 dan sebesar $0,290839$ pada periode sesudah Covid-19.

Pada penelitian ini, profitabilitas dihitung menggunakan *net income* dibagi dengan total ekuitas (Munawaroh & Sunarsih, 2020). Berdasarkan hasil penelitian di atas, profitabilitas yang dihitung menggunakan ROE tidak berpengaruh terhadap *excess return*. Hal tersebut dikarenakan sebagian besar investor yang berinvestasi pada perusahaan ISSI yaitu investor jangka pendek. Investor jangka pendek lebih memerhatikan *capital gain* dibandingkan dengan investor jangka panjang yang tertarik dengan dividen. *Capital gain* merupakan selisih antara harga beli dengan harga jual. Maka dalam hal ini, investor tidak menganggap ROE menjadi aspek utama dalam mengambil keputusan berinvestasi. Temuan studi ini selaras dengan studi yang telah dilakukan oleh Widyaningsih & Zen (2021).

Pengaruh *Investment* terhadap *Excess Return Saham Syariah* yang Terdaftar di ISSI Sebelum dan Sesudah Pengumuman Covid-19 di Indonesia

Temuan studi menyatakan bahwa variabel *investment* tidak memiliki pengaruh terhadap *excess return* portofolio saham perusahaan yang masuk dalam daftar Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) secara parsial, baik pada periode sebelum Covid-19 maupun sesudah Covid-19. Temuan tersebut dapat dibuktikan dengan hasil uji hipotesis (uji t) yang probabilitasnya senilai $(0,5759)$ lebih besar dari nilai signifikansi (5%) pada periode sebelum Covid-19 dan nilai probabilitas $0,2456$ (lebih tinggi dari nilai signifikansi 5%) pada periode sesudah Covid-19. Selain itu, studi ini juga

memperlihatkan bahwa variabel *investment* memiliki koefisien regresi senilai $0,086123$ pada periode sebelum Covid-19 dan sebesar $-0,159491$ pada periode sesudah Covid-19.

Investment dalam penelitian ini dihitung menggunakan total aset t-2 dikurangi total aset t-1 serta dibagi dengan total aset t-2. Hasil pada penelitian ini menunjukkan hasil yang tidak signifikan untuk kedua periode. Tidak signifikannya tingkat pertumbuhan investasi terhadap *excess return* pada perusahaan ISSI dikarenakan tingginya tingkat kapitalisasi. Oleh karena itu, perusahaan memilih untuk tidak menambah investasi pada aset tetap. Jika perusahaan mempunyai pertumbuhan aset yang tinggi, maka dana yang dibutuhkan juga akan meningkat. Perusahaan cenderung menahan pendapatan ketimbang membagikan dividen kepada para pemegang saham. Kondisi seperti ini membuat investor merasa kurang tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan yang mempunyai pertumbuhan aset tinggi (Widyaningsih & Zen, 2021). Temuan studi ini selaras dengan penelitian-penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Darma & Lestari (2022) serta Widyaningsih & Zen (2021).

Perbedaan *Excess Return Saham Syariah* ISSI Sebelum dan Sesudah Pengumuman Covid-19 di Indonesia

Berdasarkan hasil *paired sample t-test* yang telah dilakukan terhadap *excess return* saham syariah ISSI sebelum dan sesudah pengumuman pasien pertama Covid-19 di Indonesia diperoleh nilai probabilitas t-test sebesar $0,1255 > 0,05$. Dari hasil tersebut, maka dapat dinyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *excess return* sebelum Covid-19 dengan sesudah Covid-19. Hal ini mengindikasikan bahwa

peristiwa Covid-19 yang perdana memasuki Indonesia tidak mempunyai kandungan informasi yang dibutuhkan untuk memicu reaksi pasar modal di Indonesia. Temuan penelitian ini tidak sejalan dengan studi terdahulu yang dilakukan oleh Kefi et al. (2020) serta Diansari et al. (2021).

SIMPULAN

Studi ini dilakukan untuk melihat apakah terdapat perbedaan *excess return* sebelum dengan sesudah diumumkan Covid-19 di Indonesia. Berdasarkan hasil di atas dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara sebelum dengan sesudah. Hasil tersebut memiliki makna bahwa peristiwa Covid-19 yang pertama kali masuk ke Indonesia tidak mengandung informasi yang berarti sehingga tidak menimbulkan reaksi pasar modal. Selain itu, dalam studi ini juga ditemukan hasil bahwa premi risiko berpengaruh signifikan terhadap *excess return* pada periode sebelum dan sesudah. Hal tersebut dapat dikatakan bahwa investor akan menerima *return* yang lebih besar sebanding dengan kenaikan premi risiko. *Firm size* tidak berpengaruh terhadap *excess return* pada periode sebelum dan sesudah. Hal ini mengindikasikan bahwa investor tidak memerhatikan faktor ini sebagai panduan dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi.

Book-to-market ratio tidak berpengaruh terhadap *excess return* saham syariah ISSI pada periode sebelum diumumkan Covid-19 di Indonesia. Investor akan merasa optimis dengan kinerja perusahaan di masa depan karena harga pasar saham meningkat. Sedangkan, hasil penelitian pada periode sesudah Covid-19 menunjukkan bahwa variabel *book-to-market* memiliki pengaruh yang positif serta signifikan terhadap *excess*

return. *Profitability* tidak berpengaruh terhadap *excess return* saham syariah ISSI, baik pada periode sebelum maupun sesudah. Studi ini mengindikasikan bahwa investor lebih memerhatikan *capital gain* daripada dividen. *Investment* tidak berpengaruh terhadap *excess return* saham syariah ISSI, baik pada periode sebelum maupun sesudah. Studi ini mengindikasikan bahwa investor kurang tertarik pada perusahaan yang mempunyai pertumbuhan aset tinggi karena perusahaan cenderung menahan pendapatannya ketimbang membagikannya dalam bentuk dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Balakrishnan, A., Maiti, M., & Panda, P. (2018). Test of Five-factor Asset Pricing Model in India. *Vision*, 22(2), 153–162. <https://doi.org/10.1177/0972262918766133>
- Candika, Y. I. (2018). Pengujian Kekuatan Model Carhart Empat Faktor terhadap Excess Return Saham di Indonesia. *The International Journal of Applied Business Tijab*, 2(April), 33–46.
- Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 52(1), 57–82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Darma, Y. D., & Lestari, V. S. A. (2022). Fama-French Five Factors Model pada Excess Return Saham Indeks Kompas 100. *Jurnal Riset Akuntansi & Perpajakan (JRAP)*, 9(01), 88–100. <https://doi.org/10.35838/jrap.2022.009.01.07>

Sholihati & Sunarsih

- Diansari, N., Abdullah, M. F., & Syaifullah, Y. (2021). Analisis Perbedaan Return Saham Dan Volume Perdagangan Saham Saat Pandemi Dibanding Sebelum Pandemi Covid-19 Di Indonesia. *Jurnal Ilmu Ekonomi JIE*, 5(1), 155–170. <https://doi.org/10.22219/jie.v5i1.14134>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common Risk Factor in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Faradis, J., Mutmainah, L., Munandar, A., Aziz, M. K., Harjito, A., & Nurzain, R. A. F. (2017). *Modul Praktikum Statistika* (J. Faradis (ed.)). Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sunan Kalijaga.
- Hardianto, D., & Suherman. (2009). Pengujian Fama-French Three-Factor Model di Indonesia. *Keuangan*, 13(2), 198–208.
- Hartono, J. (2016). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (11th ed.). BPFE.
- Hidayat, W. W. (2019). *Konsep Dasar Investasi dan Pasar Modal*. Uwais Inspirasi Indonesia.
- Indra, I. M., & Cahyaningrum, I. (2019). *Cara Mudah Memahami Metodologi Penelitian*. Deepublish.
- Kefi, B. S., Taufiq, M., & Sutopo. (2020). Analisis Return Saham Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Ekonomi Dan Manajemen*, 19(48), 83–92.
- Komara, E. F., & Yulianti, E. (2019). Analisis Perbandingan CAPM dengan TFMFF dalam Mengestimasi Return Saham pada JII Periode 2014-2016. *Jurnal MANAJERIAL*, 18(1), 41–53. <https://doi.org/10.17509/manajerial.v18i1.16297>
- Lestari, A. M., & Wahyudi, S. T. (2020). Pengaruh Model Tiga Faktor Fama dan French terhadap Expected Return: Studi pada Tujuh Saham Perbankan Konvensional di Indonesia. *Quantitative Economics Journal*, 4(4). <https://doi.org/10.24114/qej.v4i4.17472>
- Masitah, S., & Juniar, A. (2018). *Komparasi Kinerja Capital Asset Pricing Model , Three Factors Pricing Model , dan Four Factor Pricing Model*. 8(2), 114–121.
- Munawaroh, U., & Sunarsih. (2020). The Effects of Fama-French Five Factor and Momentum Factor on Islamic Stock Portfolio Excess Return Listed in ISSI. *Jurnal Ekonomi & Keuangan Islam*, 6, 119–133.
- Nugraha, F., Nurmatias, & Wahyudi. (2022). Analisis Fama French 5 Factors Model dalam Mempengaruhi Excess Return Saham pada LQ45. *IKRAITH-EKONOMIKA*, 5(1).
- Rakhmawati, U., & Priyadi, M. P. (2015). Analisis Three Factor Fama and French Model dan Capital Asset Pricing Model. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*,

Sholihati & Sunarsih

- 4(8). <https://doi.org/10.33087/jmas.v3i2.52>
- Sartono, A. (2012). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi* (4th ed.). BPFÉ.
- 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), 126–136.
- Surono, Y. (2018). Model Asset Pricing yang Berlaku di Indonesia: Study Kasus Saham Unggulan. *J-MAS (Jurnal Manajemen Dan Sains)*, 3(2), 146.
- Widyaningsih, E., & Zen, F. (2021). Pengaruh Fama-French Five Factor Model terhadap Excess Return pada Perusahaan LQ 45 Tahun 2014-2019. 1(5), 425–438.
- Wijaya, S. C., Murhadi, W., & Utami, M. (2017). Analisis Fama French Five Factor Model dan Three Factor Model Dalam Menjelaskan Return Portofolio Saham. *Roundtable for Indonesian ...*, February.

