

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Berkembangnya perekonomian di dunia mengakibatkan perubahan yang signifikan di berbagai bidang. Masyarakat mulai melakukan transaksi ekonomi melalui berbagai cara, salah satunya adalah investasi di pasar modal. Investasi merupakan komitmen yang dilakukan oleh manusia atas sejumlah dana atau sumber daya lain untuk meningkatkan kesejahteraan dan mendapatkan kehidupan yang layak di masa depan (Fawziah, 2016). Investasi dapat dilakukan dengan menanamkan modalnya pada suatu saham untuk memperoleh pengembalian atas investasi yang dilakukan oleh pemodal (investor) pada pasar modal.

Pasar modal sebagai wadah untuk berinvestasi merupakan sarana bertemunya para investor untuk mendapatkan aset dan perusahaan yang menjual aset. Selain itu, pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan *return* yang optimal. Dalam melakukan investasi, saat ini banyak pilihan investasi yang ditawarkan.

Berdasarkan bentuknya, investasi dapat digolongkan ke dalam dua jenis yaitu (1) Investasi pada *real asset*, (2) Investasi pada *financial asset* (Susanti, 2013:535). Pada *real asset* investasi dapat berupa investasi emas, tanah, properti dan lain sebagainya sedangkan investasi pada *financial asset* (instrumen keuangan) dapat dilakukan pada pasar uang (berupa sertifikat deposito,

commercial papper) maupun pasar modal (berupa saham, obligasi, dan lain-lain). Hal yang mendasar pada proses keputusan investasi adalah pemahaman tentang hubungan risiko (*risk*) dan pengembalian (*return*). Hubungan antara *risk* dan *return* merupakan hubungan searah atau linier yaitu “*high risk high return*”, artinya semakin besar *return* harapan semakin besar pula tingkat risiko yang harus dipertimbangkan. Dalam melakukan keputusan investasi yang ditawarkan, investasi pada aset finansial memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan berinvestasi pada aset *real*.

Oleh karena itu, dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi di pasar modal, investor selalu memperhatikan tingkat keuntungan (*rate of return*) yang diperoleh dan dengan memperhatikan tingkat resiko yang dihadapinya. Apabila sifat investor yang menginginkan keuntungan yang tinggi maka investor tersebut harus siap pula menanggung tingkat risiko yang tinggi, begitu juga sebaliknya. Investor yang rasional akan memilih saham-saham yang memberikan tingkat keuntungan yang tinggi dengan resiko yang rendah ataupun dengan tingkat risiko yang sesuai.

Harry Markowitz mengatakan bahwa keputusan investasi yang dibuat oleh investor didasarkan pada *expected return* dan varian dari *return* (sebagai ukuran risiko). Banyak investor yang menghindari risiko tetapi banyak pula yang berani mengambil risiko. Alasan bagi investor untuk mau menanggung risiko adalah pandangan mereka terhadap tingkat pengembalian yang positif, sehingga investor berusaha mencari jalan untuk menekan risiko investasi yang akan dihadapi sampai sekecil mungkin. Setiap investor yang melakukan investasi pada

jenis investasi apapun tentunya akan berusaha untuk memaksimalkan pengembalian yang diperoleh. Pengembalian tersebut dapat berupa penerimaan kas dan atau kenaikan nilai investasi. Oleh karena itu, agar pengembalian yang didapatkan investor adalah pengembalian yang maksimal, maka penting bagi investor untuk memperhatikan dan mengestimasi semua faktor penting yang dapat mempengaruhi pengembalian dari investasinya dimasa yang akan datang (Homsud dalam Sudiyatno dan Irsad : 2011).

Dalam investasi, keuntungan dimasa mendatang yang disebut juga *return* yang diharapkan (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan dari suatu investasi terjadi dimasa yang akan datang dan bersifat tidak pasti. Untuk itu, dalam konsep investasi juga perlu dipelajari risiko dan strategi untuk memperkecil risiko dalam investasi. Markowitz (1952) yang mengemukakan teori portofolio *modern* dalam mengurangi tingkat risiko. Teori ini berkaitan dengan estimasi investor terhadap ekspektasi risiko dan pengembalian dengan mengkombinasikan aset ke dalam diversifikasi portofolio yang efisien yang menyatakan bahwa risiko investasi dapat diperkecil melalui pembentukan portofolio yang efisien, sehingga risikonya lebih rendah daripada risiko masing masing instrumen investasi (misalnya saham) yang membentuk portofolio tersebut.

Terdapat pepatah asing yang mengatakan "*don't put all your eggs in one basket*" yang artinya "jangan tempatkan semua telur di satu keranjang" karena apabila keranjangnya jatuh, maka semua telur yang ada di dalamnya akan pecah. Cara yang dapat digunakan untuk menghindari kerugian-kerugian tersebut adalah dengan menempatkan telur-telur tersebut pada wadah-wadah yang berbeda.

Sama halnya investasi, dalam mengurangi risiko investasi dapat dilakukan dengan melakukan diversifikasi investasi pada berbagai instrumen investasi. Gabungan dari berbagai instrumen investasi disebut sebagai portofolio (Husnan dalam Yeswanto dan Mardani : 2015). Tujuan portofolio adalah berusaha mencapai portofolio yang efisien, yang berarti portofolio dengan risiko tertentu akan mendapatkan *return* yang maksimal (Septyanto dan Kertopati : 2014). Portofolio yang efisien tidak menutup kemungkinan bahwa investor di pasar modal akan mengalami kerugian, karena dalam teori investasi dikenal adanya korelasi yang positif antara risiko (*risk*) dan pengembalian (*return*).

Oleh sebab itu, pada umumnya investor akan memperhatikan metode dalam menilai harga saham, menentukan tingkat pengembalian saham yang diperoleh dan membantu investor dalam merencanakan serta memutuskan investasi mereka secara efektif sebelum memutuskan berinvestasi pada saham yang akan dibeli. Penentuan metode untuk menentukan tingkat pengembalian saham atas portofolio yang efisien sangat perlu diperhatikan. Investasi yang menyajikan portofolio efisien adalah investasi yang mempertimbangkan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *return* pada portofolio tersebut.

Berdasarkan prinsip tersebut, Banyak informasi yang nyata baik secara fundamental maupun teknikal yang bisa menjadi tambahan informasi sebelum memutuskan untuk berinvestasi (Sudiyatno dan Irsad : 2011). Model penentuan pengembalian saham itu sendiri sangat dikenal saat ini dan telah mengalami banyak perkembangan. Perkembangan model penentuan pengembalian saham ini dimulai dari munculnya teori CAPM oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1965), yaitu

versi klasik *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Dalam perkembangannya di tahun 70-an CAPM juga digunakan untuk mengukur kinerja portofolio. CAPM mengembangkan teori *single index model* dengan memasukkan faktor risiko (yang diukur dengan beta) ke dalam penilaian suatu investasi. Hal ini dikarenakan nilai suatu aktiva tergantung pada tingkat keuntungan yang layak, maka *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dipergunakan untuk menentukan keuntungan (*expected return*) yang layak untuk suatu investasi dengan mempertimbangkan risiko investasi tersebut.

Model ini pada masa itu tergolong mampu untuk menentukan harga suatu aset pada kondisi *equilibrium* karena dengan model tersebut para ahli keuangan dapat menjelaskan dan menghitung risiko berinvestasi di pasar modal sekaligus dapat memberi nilai (harga) suatu aset atas dasar besar kecilnya risiko yang melekat pada aset tersebut. Dimana dalam keadaan *equilibrium* tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut.

Secara spesifik, tujuan dari CAPM adalah menjelaskan hubungan antara rata-rata *return* saham dengan risiko pasar (*market risk*) dan menjelaskan kondisi keseimbangan dalam pasar keuangan. Menurut konsep dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), satu-satunya faktor yang mempengaruhi pengembalian saham adalah risiko pasar (*market risk*). Namun, kelemahan untuk model CAPM ada beberapa peneliti yang tidak setuju dengan konsep dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), karena menurut mereka CAPM memberikan hasil yang tidak

mendukung dan ada faktor lain atau lebih dari satu faktor yang dapat mempengaruhi pengembalian saham.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) bukanlah satu-satunya teori yang mencoba menjelaskan bagaimana suatu aktiva ditentukan harganya oleh pasar, atau bagaimana menentukan tingkat keuntungan yang dipandang layak untuk suatu investasi. Ross (1976) merumuskan suatu teori multi *index* model yang disebut sebagai *Abitrage Pricing Theory* (APT). Teori ini mendasarkan atas pemikiran yang sama sekali berlainan dengan teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). *Abitrage Pricing Theory* (APT) mengatakan bahwa *expected return* suatu investasi tidak hanya dipengaruhi oleh indeks pasar, tetapi juga faktor-faktor lain yang lebih dari satu. Satu kelemahan *Abitrage Pricing Theory* (APT) adalah bahwa teori ini tidak memberikan panduan tentang bagaimana menentukan faktor risiko yang relevan maupun premi risikonya, sehingga munculah salah satu model multi indeks yang terkenal yaitu *Three Factor Fama and French Model* yang dikemukakan oleh Eugene F. Fama dan Keneth R. French (1992).

Fama dan French menghubungkan *expected return* suatu investasi dengan beberapa faktor yaitu: risiko pasar (ada di dalam CAPM), ukuran perusahaan (*firm size*) dan rasio *book to market equity*. Menurut Fama dan French ukuran perusahaan dapat mempengaruhi tingkat pengembalian atau *return* perusahaan, karena besar kecilnya suatu perusahaan akan mempengaruhi perusahaan dalam menanggung risiko yang mungkin muncul akibat berbagai situasi yang dihadapi perusahaan berkaitan dengan operasionalnya, fenomena ini biasa disebut dengan *size effect*. Fama dan French juga mengemukakan faktor ketiga yang menentukan

tingkat pengembalian (*return*) yaitu *book to market ratio* atau *book to market equity*, sehingga sebelum berinvestasi, investor juga harus memperhatikan *book to market ratio* atau *book to market equity*.

Book-to market ratio atau *book to market equity* adalah perbandingan antara nilai buku saham dengan nilai pasar saham. Analisis *book to market ratio* atau *book to market equity* diperlukan bagi investor karena *book to market ratio* atau *book to market equity* yang tinggi dapat dijadikan indikator bahwa perusahaan tersebut masih *undervalue*. Ketika suatu perusahaan dinilai *undervalue* maka dapat dikatakan perusahaan tersebut sedang dalam kondisi kurang bagus sehingga kurang mampu memberikan keuntungan bagi para investor yang telah menanamkan modalnya.

Menurut Fama dan French (1992), bahwa *beta* saham sebagai indikator risiko pasar tidak mampu menjelaskan pengembalian saham, sedangkan *size* dan *book-to-market ratio* (BE/ME ratio) mampu. Didukung oleh sejumlah penelitian lain yang juga menemukan tidak hanya *beta* yang digunakan untuk menjelaskan pengembalian saham tetapi ada faktor-faktor penjelas lain yang dapat menjelaskan pengembalian saham. Fama dan French (1993) mengusulkan model tiga faktor (*Three Factor Model* atau TFM) untuk pengembalian saham portofolio yang diharapkan. Model ini meliputi faktor *market* (*market excess return*), faktor *size* (SMB), dan faktor *book-to-market* (HML). Faktor yang dimaksud adalah *excess-return* pada portofolio saham dengan *size* kecil atas portofolio saham dengan *size* besar, dan *excess return* pada portofolio saham dengan rasio *book to market* yang tinggi terhadap portofolio saham dengan rasio *book to market* yang rendah.

Hasil studi mengkonfirmasi model Fama dan French mampu menjelaskan tingkat pengembalian portofolio saham dengan lebih baik. Hal ini didukung dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hardianto dan Suherman (2009) menemukan bahwa tiga variabel pada model Fama & French mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *excess return* di Bursa Efek Jakarta. Dengan demikian, model Fama-French *three factor* adalah valid pada penelitian ini. Namun hal yang berbeda ditunjukkan dalam hasil penelitian yang dilakukan oleh Sudiyatno (2011) menunjukkan pengaruh positif signifikan antara premi risiko dengan pengembalian saham, sedangkan ukuran perusahaan dan *book-to-market ratio* berpengaruh negatif, tetapi tidak signifikan terhadap pengembalian saham. Hasil penelitian tersebut menunjukkan tidak semua variabel Tiga Faktor Fama-French memiliki pengaruh positif signifikan terhadap imbal hasil saham atau terhadap pengembalian saham.

Oleh karena itu, dengan melihat uraian permasalahan yang telah dipaparkan dan berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya mengenai pengujian model tiga faktor Fama-French dalam menentukan tingkat pengembalian saham, sehingga hal tersebut sangat mendorong peneliti untuk melakukan penelitian lebih lanjut dengan mereplikasi penelitian sebelumnya mengenai permasalahan yang ada tersebut dengan mengangkat judul **“Pengujian Empiris Model Tiga Faktor Fama-French dalam Portofolio pada Perusahaan yang Sahamnya Terdaftar dalam Indeks Kompas 100 tahun 2014-2016”**.

1.2 Identifikasi Masalah

Dari uraian latar belakang yang telah dipaparkan dapat diidentifikasi masalah dari penelitian ini yaitu sebagai berikut.

1. *Beta* saham sebagai indikator risiko pasar dalam model CAPM belum mampu menentukan tingkat pengembalian saham.
2. Tidak hanya *beta* yang digunakan untuk menjelaskan imbal hasil atau pengembalian saham tetapi ada faktor-faktor penjelas lain yang dapat menjelaskan imbal hasil atau pengembalian saham. Tiga faktor ini meliputi faktor *market* (*market excess return*), faktor *size* (SMB), dan faktor *book-to-market* (HML)
3. *Beta* saham sebagai indikator risiko pasar tidak mampu menjelaskan *return* saham, sedangkan *size* dan *book-to-market ratio* (BE/ME *ratio*) mampu menjelaskan pengembalian saham.

1.3 Batasan Masalah

Adapun masalah yang peneliti bahas dalam penelitian ini hanya sebatas mengenai faktor-faktor pendukung yang terdapat pada Model Tiga Faktor Fama-French dalam Portofolio pada Perusahaan yang sahamnya terdaftar dalam Indeks Kompas 100 tahun 2014-2016.

1.4 Rumusan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut: Bagaimana Pengujian Empiris Model Tiga Faktor Fama-French dalam Portofolio pada Perusahaan yang Sahamnya terdaftar dalam Indeks Kompas 100 tahun 2014-2016 ?

1.5 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengujian empiris model tiga faktor Fama-French dalam portofolio pada perusahaan yang sahamnya terdaftar dalam Indeks Kompas 100 tahun 2014-2016.

1.6 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan. Berikut ini beberapa manfaat penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Manfaat teoritis

- 1) Dapat memberikan kontribusi terhadap peneliti melalui teori-teori yang digunakan sebagai penunjang dalam penelitian guna untuk memecahkan satu permasalahan tentang pengujian empiris model tiga faktor Fama-French dalam portofolio pada perusahaan yang sahamnya terdaftar dalam Indeks Kompas 100 tahun 2014-2016.
- 2) Dapat membantu peneliti untuk mengetahui hasil dari permasalahan yang dikaji melalui pengujian data berdasarkan teori dan uji kelayakan data dengan menggunakan analisis data.
- 3) Peneliti dapat mengetahui pengaruh dan hubungan diantara variabel-variabel yang diuji melalui beberapa teknik uji data, dan teknik analisis data sehingga ditemukan hasil dari penelitian ini.

2. Manfaat praktis

1) Bagi investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan pengetahuan dan memberikan pertimbangan mengenai pengujian model tiga faktor Fama-French dalam portofolio dalam menentukan keputusan berinvestasi.

2) Bagi akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dan sumbangsi dalam pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya pengujian dan penghitungan portofolio dalam hal ini pengembalian saham. Serta sebagai bahan acuan atau referensi bagi peneliti selanjutnya yang hendak melakukan penelitian mengenai pengujian empiris model tiga faktor Fama-French dalam portofolio pada perusahaan yang terdaftar dalam Indeks Kompas 100.

3) Bagi Penulis

Penelitian ini diharapkan dapat menambah kepekaan dan wawasan penulis terhadap berbagai studi pada berbagai bidang studi manajemen keuangan serta meningkatkan keterampilan penulis dalam melakukan penelitian secara lebih komprehensif.