

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Ketika melakukan investasi, investor pasti akan mengharapkan pengembalian sebesar-besarnya. Namun tingkat pengembalian ini tidak lepas dari risiko yang melekat, sehingga pertimbangan risiko sangat penting dan tidak boleh diabaikan. Investasi yang memiliki tingkat pengembalian tinggi biasanya juga memberikan risiko yang tinggi pula, hal ini sesuai dengan “*high risk high return*”. Agar tingkat pengembalian yang diperoleh adalah tingkat pengembalian yang maksimal, investor perlu memperhatikan dan mengestimasi semua faktor yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian dari investasinya (Homsud *et al.*, 2009).

Teori harga aset standar menunjukkan hubungan langsung antara pengembalian dan risiko yang diharapkan. Tingkat pengembalian investasi dibobot oleh risiko yang dirasakan dalam melakukan investasi semacam itu. Ini menyiratkan hubungan langsung antara risiko pasar dan pengembalian dengan alasan bahwa investor yang menghindari risiko membutuhkan kompensasi tambahan untuk mengasumsikan risiko ekstra.

Dengan demikian, tidak ambigu bahwa hubungan *risk-return* adalah konsep fundamental dalam pengambilan keputusan investasi dan diterima sebagai landasan model harga aset ekspektasi rasional. Salah satu model yang menjelaskan hubungan antara tingkat pengembalian dan risiko ini adalah *Capital*

*Asset Pricing Model* (CAPM). Model ini merupakan model pertama mengenai teori penentuan harga aktiva. Model ini menjelaskan hubungan antara risiko yang diharapkan dari portofolio investasi dan pengembalian yang dapat diharapkan investor dari itu. Model ini didasarkan pada teori bahwa investor akan menuntut premi untuk pengambilan risiko yang meningkat. Oleh karena itu, pengembalian yang diharapkan dari aset sama dengan pengembalian yang berasal dari sekuritas bebas risiko (seperti obligasi pemerintah) ditambah premi untuk risiko tambahan. Meskipun model memiliki keterbatasan, terutama dalam menilai kemungkinan volatilitas sekuritas individu, model ini masih banyak digunakan sebagai alat dalam mengelola portofolio investasi (Gibson, 2003).

Beberapa peneliti tidak setuju dengan konsep *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) karena menurut mereka terdapat faktor lain yang mempengaruhi tingkat pengembalian selain risiko pasar. Selain itu banyaknya asumsi-asumsi atau ketentuan yang harus dipenuhi, maka dikembangkan *Arbitrage Pricing Model* (APT). Model ini tidak menentukan faktor apa saja yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian. Setiap investor memiliki preferensi sendiri mengenai berapa banyak faktor tersebut, sehingga hasilnya dinilai kurang konsisten. Selain kedua model tersebut, terdapat model *Fama and French Three Factors Model* (FF3F).

Penelitian Fama dan French (1992) menggunakan model regresi *time series* Black, Jensen, dan Scholes untuk mempelajari peran bersama dari beta pasar, ukuran perusahaan, rasio *earning to price*, *leverage*, dan *book to market equity* dalam *cross-section* pengembalian saham rata-rata. Penelitian ini

menggunakan semua perusahaan nonkeuangan di NYSE, AMEX, dan NASDAQ. Hasil penelitian menunjukkan hubungan antara beta pasar dan pengembalian rata-rata adalah datar ketika diuji secara bersamaan bahkan ketika beta adalah satu-satunya variabel penjelas. Selain itu, semua variabel memiliki kekuatan penjelas tetapi ketika dikombinasi, ukuran dan *book to market equity* menvakup peran *leverage* dan *earning to price* dalam menjelaskan pengembalian rata-rata. Penelitian ini menyimpulkan bahwa ukuran dan *book to market equity* memiliki kekuatan yang sangat kuat dalam menjelaskan *cross-section* pengembalian rata-rata saham NYSE, AMEX, NASDAQ.

Fama dan French menyimpulkan bahwa terdapat dua faktor tambahan selain risiko pasar yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian, yaitu ukuran perusahaan (*size*) dan *book to market ratio* (Osamwonyi dan Ajao, 2014). Dua faktor (ukuran perusahaan dan *book to market ratio*) sering disebut sebagai faktor nilai yang menjelaskan bagian signifikan dari dispersi *cross-sectional* dalam pengembalian rata-rata. Jika harga saham rasional maka perbedaan sistematis dalam pengembalian rata-rata seharusnya karena perbedaan dalam risiko. Dengan demikian, penetapan harga yang diberikan rasional, pasar, ukuran dan nilai harus dapat mewakili kepekaan terhadap faktor risiko yang meluas dalam pengembalian.

Fama dan French (1993) mengkonfirmasi bahwa portofolio yang dibangun untuk meniru faktor-faktor risiko yang terkait dengan pasar, ukuran, dan nilai, semua membantu untuk menjelaskan pengembalian acak ke portofolio saham yang terdiversifikasi (Connor dan Sehgal, 2001).

*Fama and French three factors model* ini telah menjadi subyek penelitian akademik di beberapa pasar. Penelitian dari Charitou dan Constantinidis (2004) yang dilakukan di Jepang pada tahun 1992 sampai dengan tahun 2001, menemukan bahwa beta pasar, ukuran perusahaan, dan *book to market ratio* memiliki hubungan yang signifikan terhadap tingkat pengembalian saham di pasar Jepang.

Osamwonyi dan Ajao (2014) meneliti penerapan model Fama dan French di *Nigerian Stock Exchange* (NSE) pada tahun 2003 sampai dengan tahun 2012. Hasil penelitian menunjukkan bahwa model Fama dan French *three factor* menjelaskan variasi pengembalian saham di pasar saham Nigeria. Beta pasar, ukuran perusahaan (ekuitas pasar) dan rasio ekuitas *book to market* (BE/ME) adalah faktor signifikan yang mempengaruhi pengembalian saham di pasar modal Nigeria.

Beberapa peneliti juga melakukan penelitian mengenai Fama dan French model di Indonesia. Hardianto dan Suherman (2009) meneliti pada *Indonesia Stock Exchange* selama tahun 2000 sampai tahun 2004, hasilnya menunjukkan bahwa tiga variabel pada model Fama dan French berpengaruh signifikan terhadap *excess return*.

Penelitian Sudyanto dan Irsad (2011) menggunakan model Fama dan French pada *Indonesia Stock Exchange* LQ45 selama tahun 2007 sampai dengan 2009, menemukan bahwa hanya premi risiko yang signifikan terhadap pengembalian saham dan ukuran perusahaan dan *book to market* tidak signifikan.

Dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak mendukung model Fama dan French, melainkan mendukung dan sesuai dengan teori CAPM.

## 1.2 Rumusan Masalah

Ketika investor memutuskan untuk melakukan investasi, pasti mengharapkan tingkat pengembalian yang tinggi. Namun tingkat pengembalian ini tidak lepas dari risiko yang melekat, sehingga pertimbangan risiko sangat penting dan tidak boleh diabaikan. Investor perlu memperhatikan dan mengestimasi semua faktor yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian dari investasinya. CAPM dikembangkan dengan memasukkan faktor risiko pasar dalam penilaian investasi, namun beberapa peneliti menemukan bahwa risiko pasar ini hanya memiliki hubungan yang sedikit dengan tingkat pengembalian. Berdasarkan hal tersebut dikembangkan model *Arbitrage Pricing Model* (APT). Model ini tidak menentukan faktor apa saja yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian, namun hal ini dinilai kurang konsisten karena faktor dalam model yang tak menentu. Fama dan French mengembangkan model tiga faktor yang menambahkan faktor perusahaan (ukuran perusahaan dan *book to market* perusahaan).

Berdasarkan rumusan masalah di atas, pertanyaan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh risiko pasar terhadap tingkat pengembalian reksa dana saham *top five-star*.

2. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat pengembalian reksa dana saham *top five-star*.
3. Bagaimana pengaruh *book-to-market* terhadap tingkat pengembalian reksa dana saham *top five-star*.

### 1.3 Batasan Masalah

Batasan masalah dalam penelitian ini bertujuan untuk membatasi pembahasan pada pokok permasalahan penelitian. Ruang lingkup menentukan konsep utama dari permasalahan sehingga masalah-masalah dalam penelitian dapat dimengerti dengan mudah dan baik. Topik yang dibahas adalah penerapan model Fama dan French tiga faktor yaitu, risiko pasar, ukuran perusahaan, dan *book to market* pada tingkat pengembalian reksa dana *top five-star* di Indonesia. Penelitian menggunakan data selama lima tahun (2014 sampai 2018). Adapun sampel dari penelitian adalah reksa dana saham yang masuk kedalam *top five-star* menurut *Morningstar*. Tingkat pengembalian reksa dana yang dimaksud pada penelitian ini adalah *exces return*. Tingkat pengembalian reksa dana yang digunakan adalah bulanan. Variabel risiko pasar menggunakan *excess return on market*. Variabel ukuran perusahaan menggunakan proksi SMB (*Small Minus Big*), dan variabel *book to market* menggunakan proksi HML (*High Minus Low*).

#### 1.4 Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan, yaitu menguji pengaruh model Fama dan French tiga faktor pada tingkat pengembalian reksa dana saham *top five-star* di Indonesia pada periode 2014-2018, yang dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Menganalisis pengaruh risiko pasar terhadap tingkat pengembalian reksa dana saham *top five-star*.
2. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap tingkat pengembalian reksa dana saham *top five-star*.
3. Menganalisis pengaruh *book-to-market* terhadap tingkat pengembalian reksa dana saham *top five-star*.

#### 1.5 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Bagi praktisi

Dengan hasil penelitian ini diharapkan investor dapat membuat keputusan investasi dengan tingkat pengembalian dan risiko yang optimum.

2. Bagi akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi bukti empiris sebagai rekomendasi pengembangan penelitian yang selanjutnya mengenai *Fama and French Three Factors Model*.

## **1.6 Sistematika Penelitian**

Sistematika penulisan pada laporan penelitian ini sebagai berikut:

### **BAB I: PENDAHULUAN**

Bab ini berisi latar belakang penelitian, rumusan masalah, batasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

### **BAB II: LANDASAN TEORI**

Bab ini berisi teori-teori yang berkaitan dengan variabel penelitian sebagai dasar dari penelitian. Bab ini juga membahas penelitian terdahulu mengenai penerapan model Fama dan French tiga faktor. Selain itu pengembangan hipotesis penelitian.

### **BAB III: METODE PENELITIAN**

Bab ini berisi metodologi penelitian yang akan dipakai oleh peneliti dalam penelitian tersebut. Bab ini membahas mengenai sampel yang digunakan, jenis dan sumber data, operasional dan pengukuran variabel, alat analisis yang digunakan, serta analisis penelitian guna membuktikan hipotesis penelitian.

### **BAB IV: ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

Bab ini berisi analisis data dan pembahasan mengenai hasil dari hipotesis penelitian yang diajukan.

## BAB V: PENUTUP

Pada bab penutup akan disimpulkan keseluruhan dari penelitian yang dilakukan, implikasi manajerial, keterbatasan penelitian, serta saran untuk penelitian selanjutnya.

