

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1. Landasan Teori

##### 2.1.1 Teori Portofolio

Ketika seorang investor memutuskan untuk berinvestasi, mereka pasti mengharapkan tingkat pengembalian yang tinggi dimasa yang akan datang. Namun disaat bersamaan biasanya ia juga harus menanggung risiko yang tinggi. Hal ini sesuai dengan kalimat *high risk high return* (Sukamulja, 2017:59).

Beberapa investor bersedia menanggung risiko yang tinggi untuk mendapatkan pengembalian yang diharapkan (*risk seeker/taker/lover*), tetapi bagi investor yang cenderung menghindari risiko (*risk averse/risk avoider*) pada umumnya menginginkan berinvestasi pada aset dengan risiko yang rendah bahkan pada aset yang bebas risiko.

Secara umum risiko dapat dibagi menjadi dua, yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko sistematis merupakan risiko yang dapat mempengaruhi semua jenis aset. Perubahan yang terjadi akibat risiko sistematis ini bersifat makro sehingga mempunyai pengaruh yang besar, risiko ini tidak dapat dihindari dan dihilangkan. Sedangkan risiko tidak sistematis (risiko spesifik atau risiko unik) merupakan risiko yang mempengaruhi secara spesifik atau unik terhadap perusahaan. Risiko tidak sistematis terdiri dari risiko bisnis dan risiko keuangan. Risiko ini melekat pada perusahaan tertentu. Risiko tidak sistematis dapat dihilangkan atau dihindari

dengan cara melakukan diversifikasi atau portfolio investasi (Sukamulja, 2017:61).

Portofolio Investasi atau *investment portfolio* yaitu sejumlah sekuritas yang dimiliki oleh perseorangan atau perusahaan sebagai salah satu cara penanaman modal atau investasi. Portofolio digunakan untuk menyebutkan kumpulan investasi yang dimiliki oleh institusi ataupun perorangan. Portofolio dimaksudkan sebagai strategi memaksimalkan tingkat keuntungan yang diharapkan dan meminimalisir risiko yang dihadapi. Portofolio berarti sekumpulan investasi. Portofolio juga diartikan sebagai kumpulan dari instrumen investasi yang dibentuk untuk memenuhi suatu sasaran umum investasi.

Portofolio dapat dikatakan sebagai suatu kumpulan aset investasi yang bisa berupa saham, emas, deposito, obligasi, properti, dan instrumen lainnya. Selain itu ada lagi yang disebut manajemen portofolio, yaitu cara mengelola kumpulan aset untuk mencapai tujuan investasi. Tujuan investasi adalah untuk mendapatkan keuntungan yang maksimal dengan risiko seminim mungkin. Karena itu, agar risiko investasi dapat ditekan kamu juga bisa menggunakan diversifikasi investasi dari salah satu teori portofolio.

Diversifikasi risiko sangat penting untuk investor, terutama investor yang *risk averse/risk avoider* karena dapat meminimalkan risiko tanpa harus mengurangi pengembalian yang diterima (Hartono, 2017:357). Diversifikasi atau portfolio menurut Markowitz menyatakan bahwa semakin banyak sekuritas yang dimasukkan ke dalam portfolio, semakin kecil risiko portfolio (Hartono, 2017:359).

Untuk melakukan diversifikasi investasi ke dalam bentuk portofolio, tidak dapat langsung menanamkan investasi ke beberapa instrumen investasi yang berbeda. Tetapi, ada beberapa hal yang harus diperhatikan agar instrumen investasi yang dijadikan portofolio investasi dapat menghasilkan imbal hasil yang maksimal. Beberapa hal yang harus diperhatikan yaitu:

1. Modal

Besar kecilnya modal yang dimiliki tentu akan berpengaruh terhadap portofolio investasi yang diambil. Semakin kecil modal maka tentunya akan semakin kecil juga kesempatan untuk melakukan mendiversifikasikan investasimu.

2. Tujuan

Dengan berbagai macam tujuan yang berbeda tentu akan menghasilkan portofolio yang berbeda pula. Seperti jika ingin mendapatkan *yield* investasi tentu akan berbeda secara struktur portofolionya dengan yang bertujuan untuk mendapatkan *capital gain*.

3. Waktu

Dengan waktu, dapat menentukan berapa lama kamu akan mendapatkan keuntungan dari investasi yang akan kamu lakukan. Apakah pilihan waktu investasi jangka pendek atau pun jangka panjang.

4. Profil risiko

Secara umum, setidaknya terdapat tiga jenis karakter investor dalam melakukan investasi yaitu moderat, konservatif dan agresif. Ketiga

jenis ini memiliki kaitannya dengan profil risiko. Untuk investor moderat ini merupakan investor yang memiliki toleransi terhadap risiko yang lebih tinggi asalkan keuntungan yang didapat sepadan dan sesuai dengan risikonya. Untuk konservatif biasanya akan berinvestasi dalam instrumen investasi yang pengembaliannya memiliki jangka panjang. Sementara untuk tipe agresif biasanya mereka lebih menyukai tantangan dan menyukai spekulasi mengenai investasi yang memiliki risiko yang tinggi.

Markowitz (1952) memperkenalkan proses pemilihan portofolio. Proses atau pemilihan portofolio dapat dibagi menjadi dua tahap. Tahap pertama dimulai dengan pengamatan dan pengalaman dan berakhir dengan keyakinan tentang kinerja masa depan dari sekuritas yang tersedia. Tahap kedua dimulai dengan keyakinan yang relevan tentang kinerja masa depan dan berakhir dengan pilihan portofolio. Markowitz menyatakan bahwa investor memilih suatu sekuritas berdasarkan pada pengembalian yang diharapkan dan varian pengembalian dari sekuritas tersebut. Teori portofolio menyatakan bahwa untuk dapat menerima risiko yang lebih besar, investor harus dikompensasi dengan kesempatan untuk mendapatkan pengembalian yang lebih besar.

Dalam melakukan investasi di pasar modal, investor dapat membentuk portofolio saham dengan diversifikasi saham yaitu memilih saham-saham yang didasarkan pada return dan resiko dan selanjutnya membentuk portofolio yang optimal dari saham-saham tersebut. Pembentukan portofolio diantaranya menentukan aset yang akan dipilih untuk dijadikan investasi dan menentukan

besarnya proporsi jumlah dana yang akan ditempatkan ke dalam investasi (Yunita, 2018).

### 2.1.2 Reksa Dana

Reksa dana ibarat keranjang yang penuh dengan beragam investasi karena sebuah reksa dana dapat diinvestasikan ke dalam lusinan bahkan ratusan saham dan/atau obligasi, yang disebut sebagai “unit penyertaan.” Investasi reksa dana dapat mengurangi risiko secara otomatis dengan tidak bergantung pada satu investasi saja, seperti memilih untuk berinvestasi dalam saham-saham individual.

Reksa dana adalah dana investasi terbuka yang terus menerus mengeluarkan unit baru karena menerima uang dari investor. Uang diinvestasikan dalam sekuritas oleh manajer profesional yang menerima imbalan biaya manajemen (biasanya antara 0,5% dan 2% dari nilai aset yang diinvestasikan). Reksa dana adalah salah satu cara termudah bagi investor swasta untuk mendapatkan manfaat dari keterampilan seorang manajer profesional dan untuk mendiversifikasi risiko berinvestasi di pasar ekuitas atau obligasi. Reksadana (disebut *unit trusts* di Inggris) sering mengkhususkan pada bagian-bagian dari pasar (seperti perusahaan kecil di Asia), dalam jenis sekuritas di mana mereka berinvestasi (seperti obligasi perusahaan), atau dalam gaya investasi seperti pertumbuhan saham yang bertujuan untuk apresiasi modal (Gibson, 2003:209).

Berdasarkan Ramayanti dan Purnamasari (2018) reksa dana merupakan produk investasi yang diminati oleh investor karena memiliki berbagai keuntungan. Keuntungan utama adalah investor tidak harus memilih saham dan

mengelola investasi sendiri. Sebagai gantinya, manajer investasi profesional menangani semua ini dengan menggunakan riset yang cermat dan keahlian yang dimilikinya. Reksa dana dapat dikatakan sebagai cara yang relatif murah bagi investor kecil untuk mendapatkan manajer yang secara penuh dapat memantau investasi. Investor yang berinvestasi pada reksa dana secara tidak langsung berinvestasi keberagam aset, sehingga kerugian dalam investasi tertentu dapat diminimalkan.

Selain itu menurut bareksa, reksa dana juga memiliki keunggulan yang jarang diketahui. Berikut beberapa diantaranya:

1. Biaya terjangkau

Alasan utama investasi reksadana sangat cocok untuk pemula, terutama untuk anak muda jaman sekarang adalah karena nilai awal investasinya yang sangat rendah mulai dari Rp10.000.

2. Praktis.

Dengan bantuan manajer investasi yang profesional dalam bidangnya, tidak perlu lagi repot-repot untuk mengamati dan menganalisis pasar saham yang cukup rumit. Pengelola investasi reksadana Anda akan ditanggung sepenuhnya oleh Manajer Investasi yang telah mendapat izin dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

3. Aman

Terkait keamanan, uang investasi reksadana yang disetorkan tidak dipegang langsung oleh perusahaan MI, tetapi dititipkan pada rekening bank khusus yang dikenal sebagai bank kustodian.

#### 4. Risiko bisa dikurangi

Reksadana bisa diinvestasikan ke dalam puluhan bahkan ratusan saham dan/atau obligasi tergantung jenis reksadana maupun kebijakan perusahaan MI yang bersangkutan. Oleh karena itu, bisa mengurangi risiko secara otomatis karena tidak hanya bergantung pada satu aset investasi saja.

#### 5. Transparan

Reksadana dengan jelas memberikan informasi perkembangan portofolio dan biaya secara berkelanjutan, sehingga dapat memantau keuntungan, biaya, serta risiko setiap saat secara online.

#### 6. Likuiditas tinggi

Dengan likuiditas yang tinggi, investor dapat mencairkan kembali unit penyaannya setiap saat sesuai dengan ketentuan yang dibuat masing-masing reksadana.

#### 7. Mudah tersedia

Investasi reksadana bisa dengan mudah Anda beli di berbagai tempat seperti langsung dari manajer keuangan/perusahaan manajemen aset, atau melalui agen penjualan yang bersertifikasi dan memiliki sertifikasi WAPERD/APERD dari OJK.

Berdasarkan Bursa Efek Indonesia, reksa dana merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka. reksa dana diartikan sebagai wadah yang digunakan untuk

menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya di investasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Dilihat dari portofolio investasinya, reksa dana dapat dibedakan menjadi:

- a. Reksa Dana Pasar Uang (*Money Market Funds*) didefinisikan sebagai reksa dana yang melakukan investasi pada Efek bersifat utang dan jatuh tempo kurang dari satu tahun.
- b. Reksa Dana Pendapatan Tetap (*Fixed Income Funds*). Reksa dana pendapatan tetap adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam Efek bersifat hutang.
- c. Reksa Dana Saham (*Equity Funds*) adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam Efek bersifat ekuitas (saham).
- d. Reksa Dana Campuran (*Discretionary Funds*) dapat melakukan investasinya baik pada efek hutang maupun ekuitas.

Nilai aktiva bersih (NAB) atau *Net Asset Value* (NAV) merupakan alat ukur kinerja reksa dana. Bodie *et al.* (2014:93) menyatakan nilai aset bersih (NAB) sama dengan aset dikurangi kewajiban yang dinyatakan atas basis per saham:

$$\text{Net asset value} = \frac{\text{market value of assets minus liabilities}}{\text{share outstanding}}$$



### 2.1.3 *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Investor perlu untuk mengestimasi tingkat pengembalian suatu sekuritas. Salah satu model yang digunakan untuk mengestimasi tingkat pengembalian adalah *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Bentuk standar sari CAPM pertama kali dikembangkan secara terpisah oleh Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1969), sehingga model ini sering disebut dengan CAPM bentuk Sharpe-Lintner-Mossin (Hartono, 2017:575). Menurut konsep dari *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, satu-satunya faktor yang mempengaruhi tingkat pengembalian saham adalah risiko pasar atau *market risk* (Sudiyanto dan Irsad, 2011).

CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) adalah model yang digunakan untuk menentukan tingkat pengembalian (*required return*) dari suatu aset. Model CAPM merupakan pengembangan teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz dengan memperkenalkan istilah baru yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko spesifik/risiko tidak sistematis (*specific risk /unsystematic risk*).

Model CAPM 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 ini memiliki keterbatasan, terutama dalam menilai kemungkinan

volatilitas sekuritas individu, model ini masih banyak digunakan sebagai alat dalam mengelola portofolio investasi (Gibson, 2003).

CAPM adalah model yang paling banyak digunakan karena kesederhanaannya. CAPM dapat disimpulkan sebagai pengembalian kelebihan aset yang diharapkan sama dengan beta aset kali kelebihan pengembalian yang diharapkan pada portofolio pasar, dimana beta adalah kovarians pengembalian aset dengan pengembalian portofolio pasar dibagi oleh varians dari tingkat pengembalian pasar (Osamwonyi dan Ajao, 2014). Hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian dari model ini dapat dijelaskan dengan persamaan berikut (Adair, 2006):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_M) - R_f]$$

Keterangan:

$E(R_i)$  = *Expected return* aset i

$R_f$  = *Risk free rate*

$\beta_i$  = Kepekaan pengembalian aset i dari premi risiko pasar  $[E(R_M) - R_f]$

$E(R_M)$  = *Expected return* pada portofolio pasar.

Berdasarkan Hartono (2017:576) terdapat beberapa asumsi yang diperlukan untuk mengembangkan model CAPM ini. Asumsi ini digunakan untuk menyederhanakan persoalan-persoalan yang sesungguhnya terjadi di dunia nyata. Asumsi –asumsi yang digunakan di model CAPM antara lain:

- a. Semua investor mempunyai cakrawala waktu satu periode yang sama. Investor memaksimalkan kekayaannya dengan memaksimalkan utility harapan dalam satu periode waktu yang sama.
- b. Semua investor melakukan pengambilan keputusan investasi berdasarkan pertimbangan antara nilai tingkat pengembalian ekspektasian dan deviasi standar tingkat pengembalian dari portfolionya.
- c. Semua investor mempunyai harapan yang seragam (*homogeneous expectation*) terhadap faktor-faktor input yang digunakan untuk keputusan portfolio. Faktor input yang digunakan adalah tingkat pengembalian ekspektasian, varian dari tingkat pengembalian dan kovarian antara tingkat pengembalian sekuritas. Asumsi ini mempunyai implikasi bahwa dengan harga-harga sekuritas dan tingkat bunga bebas risiko yang tertentu dan dengan menggunakan input-input portfolio yang sama, maka setiap investor akan menghasilkan *efficient frontier* yang sama pula.
- d. Semua investor dapat meminjamkan sejumlah dananya (*lending*) atau meminjam (*borrowing*) sejumlah dana dengan jumlah yang tidak terbatas pada tingkat suku bunga bebas risiko.
- e. Penjualan pendek (*short sale*) diijinkan. Investor individual dapat menjual pendek berapapun yang dikehendaki.
- f. Semua aktiva dapat dipecah-pecah menjadi bagian yang lebih kecil dengan tidak terbatas. Ini berarti bahwa dengan nilai yang terkecilpun

investor dapat melakukan investasi dan melakukan transaksi penjualan dan pembelian aktiva setiap saat dengan harga yang berlaku.

- g. Semua aktiva dapat dipasarkan secara likuid sempurna. Semua aktiva dapat dijual dan dibeli di pasar dengan cepat (likuid) dengan harga yang berlaku.
- h. Tidak ada biaya transaksi. Penjualan atau pembelian aktiva tidak dikenai biaya transaksi.
- i. Tidak terjadi inflasi.
- j. Tidak ada pajak pendapatan pribadi. Karena tidak ada pajak pribadi, maka investor mempunyai pilihan yang sama untuk mendapatkan dividen atau *capital gain*.
- k. Investor adalah penerima harga (*price taker*). Investor individual tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu aktiva dengan kegiatan membeli dan menjual aktiva tersebut. Investor secara keseluruhan bukan secara individual menentukan harga dari aktiva.
- l. Pasar modal dalam kondisi ekuilibrium.

#### **2.1.4 Arbitrage Pricing Theory (APT)**

Beberapa peneliti tidak setuju dengan konsep dari CAPM karena menurut mereka ada faktor lain atau lebih dari satu faktor yang dapat mempengaruhi tingkat pengembalian saham. model ini disebut *Arbitrage Pricing Model* (APT). Model ini lebih efisien dari CAPM, dan telah digunakan secara luas (Sudiyanto dan Irsad, 2011).

Berdasarkan Bodie *et al.* (2014:327) Stephen Ross mengembangkan Teori Harga Arbitrase (APT) pada tahun 1976. Seperti halnya CAPM, APT memprediksi *security market line* (SML) yang menghubungkan pengembalian yang diharapkan dengan risiko, tetapi jalur yang diperlukan untuk SML sangat berbeda. APT Ross bergantung pada tiga proposisi utama, antara lain:

- a. Pengembalian keamanan dapat dijelaskan oleh model faktor;
- b. Ada sekuritas yang cukup untuk mendiversifikasi risiko idiosynkratik;
- c. Pasar sekuritas yang berfungsi dengan baik tidak memungkinkan untuk adanya peluang arbitrase.

Myers (2003:204) menyatakan teori penetapan harga aset modal dimulai dengan analisis tentang bagaimana investor membentuk portofolio yang efisien. Teori penetapan harga arbitrase (APT) Stephen Ross, berbeda sepenuhnya dengan teori penetapan harga. Teori APT tidak menanyakan portofolio mana yang efisien. Sebaliknya, teori ini dimulai dengan mengasumsikan bahwa setiap pengembalian saham sebagian bergantung pada pengaruh makroekonomi atau "faktor" yang meresap dan sebagian lagi pada "noise" - peristiwa yang unik untuk perusahaan itu. Teori tidak mengatakan apa faktornya, mungkin ada faktor harga minyak, faktor suku bunga, dan sebagainya. Pengembalian portofolio pasar mungkin berfungsi sebagai salah satu faktor, tetapi sekali lagi itu mungkin tidak. Selain itu, pengembaliannya diasumsikan mematuhi hubungan sederhana berikut:

$$Return = a + b_1(r_{faktor1}) + b_2(r_{faktor2}) + b_3(r_{faktor3}) + \dots + noise$$

### 2.1.5 *Fama and French Three Factors Model*

Bodie *et al.* (2014:340) menyatakan bahwa pendekatan yang saat ini dominan untuk menetapkan faktor sebagai kandidat sumber risiko sistematis yang relevan menggunakan karakteristik perusahaan yang tampak pada dasar empiris untuk proksi pada paparan risiko sistematis. Faktor-faktor yang dipilih adalah variabel yang pada bukti masa lalu tampaknya memprediksi pengembalian rata-rata dengan baik dan karena itu dapat menangkap premi risiko. Salah satu contoh dari pendekatan ini adalah model Fama dan French tiga-faktor dan variannya, yang telah mendominasi penelitian empiris dan aplikasi industri. Perhatikan bahwa dalam model ini indeks pasar memang memainkan peran dan diharapkan untuk menangkap risiko sistematis yang berasal dari faktor ekonomi makro. Kedua variabel karakteristik-perusahaan ini dipilih karena pengamatan jangka panjang bahwa kapitalisasi perusahaan (ukuran perusahaan) dan rasio *book-to-market* memprediksi penyimpangan.

Model ini diperkenalkan oleh Eugene F. Fama dan Kenneth R. French pada tahun 1992. Berdasarkan adanya kelemahan CAPM yang teridentifikasi, Fama dan French menunjukkan bahwa risiko saham bersifat multidimensi, oleh karena itu banyak faktor selain beta pasar yang memainkan peran penting dalam menjelaskan hubungan risiko dan pengembalian. Mereka menemukan bahwa digunakan secara individu atau di kombinasi dengan variabel lain, beta pasar memiliki sedikit informasi tentang pengembalian rata-rata. Ukuran (ME), E/P, *lverage* dan *book-to-market equity* (BE/ME) memiliki kekuatan penjelas.

Namun, kombinasi ukuran (ME) dan berkinerja terbaik dalam menjelaskan variasi *cross-sectional* dalam pengembalian saham di pasar saham.

Fama dan French (1993) mengemukakan bahwa setidaknya ada tiga faktor pasar saham yang bertanggung jawab untuk menghasilkan variasi umum dalam *cross-section* pengembalian rata-rata. Model ini secara luas dikenal sebagai model tiga faktor yang mencakup dua faktor-ukuran dan ekuitas book-to-market, di samping faktor pasar yang diusulkan dalam CAPM untuk menjelaskan pengembalian saham. Mereka berpendapat bahwa ketiga faktor ini adalah faktor pasar keseluruhan, ukuran dan faktor ekuitas *book-to-market*. Ketiga faktor tersebut melakukan pekerjaan yang baik dalam menjelaskan penampang pengembalian saham rata-rata. Mereka juga berpendapat bahwa anomali CAPM berhasil ditangkap oleh model tiga faktor ini.

Model yang dihasilkan sangat populer dan dikenal sebagai *Fama and French three factor model*. Model tersebut menyatakan bahwa pengembalian yang diharapkan atas portofolio dijelaskan oleh faktor risiko pasar, faktor ukuran dan faktor *book-to-equity* (Osamwonyi dan Ajao, 2014). Berdasarkan Elton *et al.* (2011) model Fama dan French dapat dijelaskan dengan persamaan berikut:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{iM}I_{Mt} + \beta_{iSMB}I_{SMBt} + \beta_{iHML}I_{HMLt} + e_{it}$$

Keterangan:

$R_{it}$  = Tingkat pengembalian atas reksa dana i pada periode t

$R_{ft}$  = Tingkat bebas risiko (*risk-free rate*) pada periode t

$M_t$  = Kelebihan pengembalian di pasar (di atas tingkat bebas risiko) pada periode  $t$

$SMB_t$  = Pengembalian pada faktor “kecil *minus* besar” (SMB) pada periode  $t$ .

$HML_t$  = Pengembalian dari faktor *book-to-market* “tinggi *minus* rendah” (HML) pada periode  $t$ .

$e_{it}$  = *error*

## 2.2. Penelitian Terdahulu

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* mencakup peran *leverage* dan *earning to price* dalam menjelaskan pengembalian rata-rata. Pada penelitian ini ditemukan adanya hubungan positif antara beta dan pengembalian rata-rata. Selain itu, terdapat hubungan negatif yang kuat antara ukuran dan pengembalian rata-rata dan adanya hubungan positif yang kuat antara *book to market equity* dan 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 (1993) yang meneliti faktor risiko umum dalam pengembalian saham dan obligasi mengemukakan bahwa setidaknya ada tiga faktor pasar saham yang bertanggung jawab untuk menghasilkan variasi umum dalam *cross-section* pengembalian rata-rata. Model ini secara luas dikenal sebagai model tiga faktor yang mencakup dua faktor-ukuran lebih dan ekuitas book-to-market, di samping faktor pasar yang diusulkan dalam CAPM untuk menjelaskan pengembalian saham. Mereka berpendapat bahwa ketiga faktor ini adalah faktor pasar keseluruhan, ukuran dan faktor ekuitas *book-to-market*. Ketiga faktor tersebut melakukan pekerjaan yang baik dalam menjelaskan penampang pengembalian saham rata-rata. Mereka juga berpendapat bahwa anomali CAPM berhasil ditangkap oleh model tiga faktor ini.

Connor dan Sehgal (2001) meneliti tiga faktor model Fama dan French pada pengembalian saham di India. Penelitian ini menggunakan sampel semua perusahaan untuk tahun keuangan 1989 sampai tahun 1998. Tahun keuangan di India adalah dari bulan April hingga bulan Maret. Hasil penelitian ini menunjukkan hasil yang sama dengan penelitian Fama dan French (1992), dimana ditemukan faktor pasar, ukuran perusahaan dan *book to market* dalam pengembalian saham di India. Connor dan Sehgal menemukan bahwa pengembalian rata-rata *cross-sectional* dijelaskan oleh paparan tiga faktor ini, bukan oleh faktor pasar saja.

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. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor pasar memiliki kekuatan yang paling signifikan dalam menjelaskan variasi pengembalian saham. Kekuatan penjelas dari faktor ukuran perusahaan (SMB) mendominasi kekuatan penjelas dari faktor BE/ME (HML) ketika portofolio pengujian terdiri dari saham besar. Akhirnya hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan tingkat pengembalian pada saham BE/ME *low* dan *medium* dan adanya hubungan positif pada saham BE/ME *high*. Hubungan negatif antara BE/ME dan tingkat pengembalian ditemukan pada saham kecil dan hubungan positif pada saham besar.

Penelitian Rossi (2012) membahas model Fama dan French tiga faktor pada Italian Stock Exchange. Model tiga faktor ini diuji pada sampel saham biasa selama periode 1989-2004. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran memiliki kekuatan penjelas pada pengembalian. variabel beta tidak dapat menjelaskan hubungan *risk and return*. Hubungan antara pengembalian dan *book to market* tidak ada tren linier.

Osamwonyi dan Ajao (2014) meneliti penerapan Fama and French model 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. Pada faktor SMB, menunjukkan adanya hubungan positif pada perusahaan kecil dan hubungan negatif pada perusahaan besar. Selain itu terdapat hubungan positif antara *book to market* dan tingkat pengembalian.

Riyath dan Jahfer (2015) meneliti mengenai hubungan antara *book to market* (*value effect*) dan tingkat pengembalian saham yang diharapkan di Colombo *stock market*. Penelitian ini menggunakan sampel semua perusahaan non-keuangan yang terdaftar pada Bursa efek Colombo selama periode 2000-2013. Semua sampel dibagi menjadi sepuluh portofolio berdasarkan rasio buku terhadap pasar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat *value effect* di pasar saham Colombo. Pada analisis tersebut, menunjukkan adanya hubungan positif antara pengembalian portofolio dan *book to market* pada Colombo *stock market*.

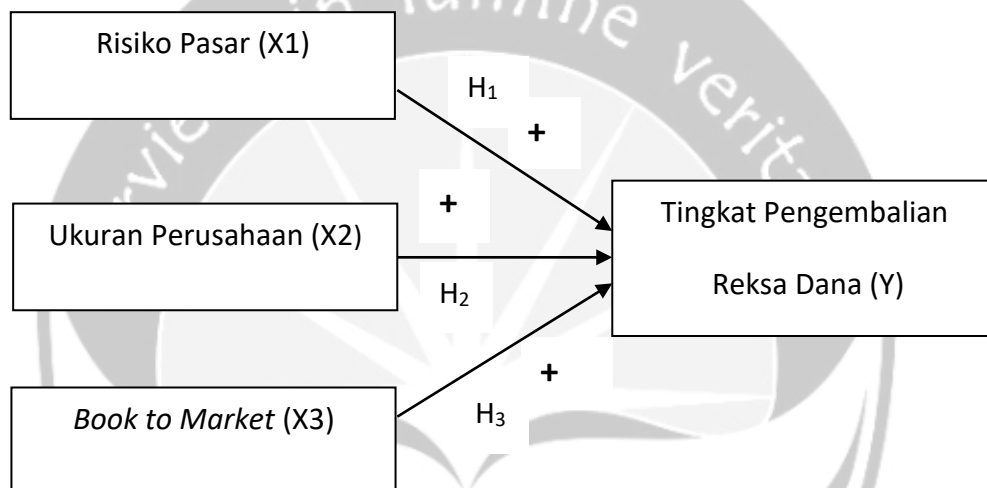
Beberapa peneliti juga melakukan penelitian mengenai Fama dan French model di Indonesia. Hardianto dan Suherman (2009) meneliti pada *Indonesia Stock Exchange* selama tahun 2000 sampai tahun 2004. Hasilnya menunjukkan bahwa tiga variabel pada model Fama dan French berpengaruh signifikan terhadap *excess return*. *Market return* atau risiko pasar memiliki hubungan positif untuk semua portofolio. Ukuran perusahaan memiliki hubungan positif pada portofolio/perusahaan kecil dan hubungan negatif pada portofolio besar. *Book to market* memiliki pengaruh negatif pada portofolio S/L, B/L dan pengaruh positif pada portofolio S/H, S/M.

Penelitian Sudiyanto dan Irsad (2011) yang meneliti 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. Maka dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak mendukung model Fama dan French, melainkan mendukung dan sesuai dengan teori CAPM.

Dewi dan Suartana (2018) membandingkan kemampuan CAPM dan Fama and French *three factor model* dalam memprediksi return saham di Bursa Efek Indonesia. Sampel dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada kelompok saham Indeks Kompas 100 selama periode 2012-2016. Pada penelitian ini, dibentuk enam portofolio saham. Hasil penelitian menunjukkan variabel *market risk premium* berpengaruh positif terhadap pengembalian portofolio baik pada CAPM maupun Fama and French *three factor model*. Selain itu, hasil penelitian menunjukkan variabel ukuran memiliki hubungan positif pada pengembalian portofolio dengan kapitalisasi pasar kecil dan hubungan negatif pengembalian portofolio dengan kapitalisasi pasar besar. Variabel *book to market* berpengaruh positif pada pengembalian portofolio dengan BE/ME tinggi dan medium, serta memiliki pengaruh negatif pada pengembalian portofolio dengan BE/ME yang rendah. Nilai adjusted R square CAPM dan FF3FM menunjukkan bahwa kemampuan FF3FM lebih baik dalam menjelaskan return dibandingkan CAPM.

### 2.3. Hipotesis

Mengacu pada konsep teori dan penelitian terdahulu, maka hipotesis yang diajukan untuk memberikan jawaban terhadap permasalahan penelitian ini adalah pengaruh tiga faktor model Fama dan French terhadap tingkat pengembalian reksa dana saham *top five star* di Indonesia pada periode 2014-2018.



**Gambar 2.1**  
**Kerangka Konseptual**

#### 1. Risiko Pasar dan Tingkat Pengembalian Reksa Dana

Risiko pasar pada penelitian ini diproksi dengan tingkat pengembalian pasar. Tingkat pengembalian pasar merupakan selisih dari rata-rata setiap bulan dari seluruh saham dengan tingkat bebas risiko bulanan. Tingkat pengembalian pasar dalam hal ini adalah *risk premium* pada portofolio pasar yang menggambarkan besar kecilnya risiko. Semakin besar *risk premium*, maka

semakin besar pula tingkat pengembaliannya (Sudiyanto dan Irsad, 2011). Berdasarkan prinsip *high risk high return*, bahwa semakin tinggi risiko pasar yang ditanggung maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian yang diperoleh investor. Ketika investor menanggung risiko yang tinggi, maka investor tersebut seharusnya mendapat tingkat pengembalian yang tinggi pula.

Penelitian Charitou dan Constantinidis (2004), Hardianto dan Suherman (2009), Sudiyanto dan Irsad (2011), Osamwonyi dan Ajao (2014) menunjukkan adanya hubungan positif antara tingkat pengembalian pasar dengan tingkat pengembalian reksa dana. Berdasarkan penelitian terdahulu, hipotesis pertama sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Risiko pasar berpengaruh positif terhadap tingkat pengembalian reksa dana saham *top five star*.

## 2. Ukuran Perusahaan dan Tingkat Pengembalian Reksa Dana

Ukuran perusahaan adalah skala besar kecilnya perusahaan yang ditentukan oleh beberapa hal antara lain adalah total penjualan, total aktiva, dan rata-rata tingkat penjualan perusahaan (Roring dan Ronni, 2014). Ukuran perusahaan juga dapat diukur menggunakan kapitalisasi pasar. Nilai kapitalisasi pasar dapat diukur dengan menggunakan jumlah saham beredar dengan harga saham perusahaan saat ini. Ukuran perusahaan berdasarkan kapitalisasi dapat dibagi menjadi tiga kelompok, yaitu ukuran perusahaan dengan kelompok kecil, menengah, dan besar.

Menurut Zaki *et al.* (2017) semakin besar ukuran suatu perusahaan dapat disimpulkan perusahaan tersebut memiliki kekayaan yang besar dan kinerja yang baik, sehingga investor akan tertarik dan percaya untuk menanamkan modalnya dengan membeli saham. Hal ini menyebabkan meningkatnya harga saham tersebut. Harga saham yang meningkat dapat digunakan oleh para investor untuk memperoleh keuntungan yaitu berupa *capital gain*.

Penelitian Charitou dan Constantinidis (2004), Hardianto dan Suherman (2009) dan penelitian Osamwonyi dan Ajao (2014) menunjukkan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan tingkat pengembalian. Berdasarkan penelitian terdahulu, hipotesis kedua sebagai berikut:

H<sub>2</sub>: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat pengembalian reksa dana saham *top five star*.

### 3. *Book-to-Market* dan Tingkat Pengembalian Reksa Dana

Rasio *book to market* digunakan untuk menemukan nilai perusahaan dengan membandingkan nilai bukunya dengan nilai pasarnya. Nilai buku perusahaan dihitung dengan melihat biaya historis perusahaan, atau nilai akuntansi. Nilai pasar perusahaan ditentukan dari harga sahamnya di pasar saham dan jumlah saham yang beredar, yang merupakan kapitalisasi pasarnya.

*Book to market ratio* merupakan rasio yang menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Saham yang memiliki rasio *book to market* yang tinggi memiliki risiko yang relatif tinggi dibandingkan dengan saham yang memiliki rasio *book to*

*market* yang rendah. dengan demikian investor akan mengharapkan pengembalian yang tinggi terhadap saham yang memiliki rasio *book to market* yang tinggi (Dewi dan Suartana, 2018).

Penelitian Fama dan French (1992), Charitou dan Constantinidis (2004), Hardianto dan Suherman (2009), Osamwonyi dan Ajao (2014) dan Riyath dan Jahfer (2015) juga menemukan adanya hubungan positif antara *book to market* dan tingkat pengembalian. Berdasarkan penelitian terdahulu, hipotesis ketiga sebagai berikut:

H<sub>3</sub>: *Book-to-market* berpengaruh positif terhadap tingkat pengembalian reksa dana saham *top five star*.

