

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Setiap orang dihadapkan pada berbagai pilihan dalam menentukan proporsi dana atau sumber daya yang dimiliki untuk konsumsi saat ini dan di masa yang akan datang. Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa mendatang (Tandelilin, 2010:2). Kapan saja seseorang memutuskan untuk tidak menghabiskan seluruh penghasilan saat ini, maka seseorang dihadapkan pada keputusan investasi. Investasi dapat berkaitan dengan penanaman sejumlah dana pada aset *real* seperti: tanah, emas, rumah atau pada aset finansial seperti: deposito, saham, obligasi, dan surat berharga lainnya. Investasi dalam aktiva keuangan dapat dibagi menjadi dua (Jogiyanto, 2003:7) yaitu:

1. Investasi langsung: dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan di pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*) atau pasar turunan (*derivative market*).
2. Investasi tidak langsung: dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolio.

Perusahaan investasi pada investasi tidak langsung dapat diklasifikasikan menjadi dua, yaitu: *closed-end investment companies* dan *open-end investment companies*. *Closed-end investment companies* merupakan perusahaan investasi yang hanya menjual sahamnya pada saat penawaran perdana (*initial public offering*), sedangkan *open-end investment companies* yang dikenal dengan nama perusahaan reksa dana (*mutual funds*) merupakan perusahaan investasi yang siap membeli kembali saham yang sudah diterbitkan pada harga sama atau yang mendekati *net asset value* (NAB).

Hal 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. Hubungan antara *risk* dan *return* yang demikian menyebabkan tidak semua investor berinvestasi pada aset yang menawarkan tingkat *return* yang lebih tinggi, ini disebabkan karena investor juga harus mempertimbangkan tingkat risiko yang harus ditanggung.

Ada tiga hal yang perlu dipertimbangkan dalam proses investasi, yaitu: tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*), tingkat risiko (*rate of risk*) dan ketersediaan jumlah dana yang akan diinvestasikan (Tandelilin, 2010:11). Apabila dana cukup tersedia, maka investor menginginkan pengembalian yang maksimal dengan resiko tertentu. Risiko merupakan perbedaan antara hasil yang diharapkan (*expected return*) dan realisasinya (Zubir, 2010:19). Semakin besar penyimpangan, maka semakin tinggi tingkat risiko yang

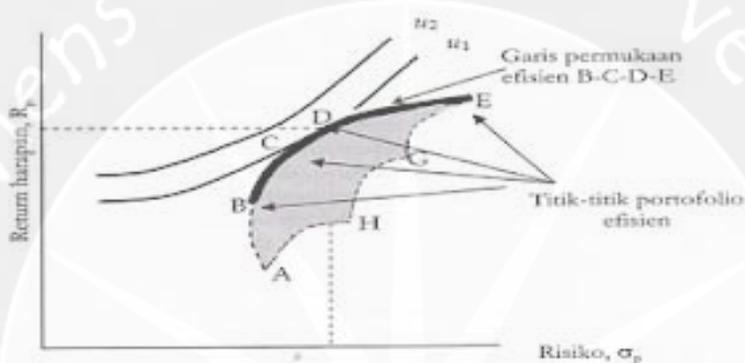
dihadapi. Harry Markowitz mengatakan bahwa keputusan investasi yang dibuat oleh investor didasarkan pada *expected return* dan varian dari *return* (sebagai ukuran risiko). Banyak investor yang menghindari risiko tetapi banyak pula yang berani mengambil risiko. Alasan bagi investor untuk mau menanggung risiko adalah pandangan mereka terhadap tingkat pengembalian yang positif, sehingga investor berusaha mencari jalan untuk menekan risiko investasi yang akan dihadapi sampai sekecil mungkin. Harry Makowitz (1952) memperkenalkan teori portofolio dalam mengurangi tingkat risiko. Teori ini berkaitan dengan estimasi investor terhadap ekspektasi risiko dan pengembalian dengan mengkombinasikan aset ke dalam diversifikasi portofolio yang efisien. Ada pepatah asing yang mengatakan “*dont 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 (Zubir, 2010:1). Tujuan portofolio adalah berusaha mencapai portofolio yang efisien, yang berarti portofolio dengan risiko tertentu akan mendapatkan *return* yang maksimal. 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*).

Reksa dana (*mutual fund*) merupakan suatu jenis instrumen investasi yang juga tersedia di pasar modal Indonesia di samping saham, obligasi, dan sebagainya. Ini merupakan sarana investasi baru yang dapat menjawab permasalahan yang dihadapi investor. Reksa dana sebagai salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasinya. Reksa dana menyebabkan risiko investasi dapat diperkecil karena dana yang terkumpul dari berbagai investor diinvestasikan ke berbagai sarana investasi seperti saham, obligasi atau instrument pasar uang dan efek-efek lainnya oleh manajer investasi.

Reksa dana mulai diperdagangkan di Indonesia sejak tahun 1995 dengan di terbitkannya Undang-undang No.8 tahun 1995 tentang pasar modal. Reksa dana dalam perkembangannya berhasil menarik minat banyak investor karena beberapa keunggulan yang dimilikinya (Darmadji dan Fakhruddin, 2001:148), antara lain: pertama, pemodal walaupun tidak memiliki dana yang cukup besar dapat melakukan diversifikasi dalam efek, sehingga dapat memperkecil risiko. Kedua, reksa dana mempermudah pemodal untuk melakukan investasi di pasar modal karena dibantu oleh manajer investasi yang profesional. Ketiga, efisiensi waktu, investor tidak perlu repot-repot memantau kinerja investasi karena hal tersebut telah dialihkan kepada manajer investasi.

Portofolio reksa dana yang dibentuk oleh manajer investasi pada kenyataannya belum tentu merupakan pilihan portofolio yang efisien. Efisiensi portofolio merupakan portofolio yang menyajikan *return* yang tinggi dengan

tingkat risiko yang rendah, atau *return* yang sama dengan tingkat risiko yang berbeda, dengan kata lain jika ada 2 usulan investasi yang memberikan tingkat keuntungan (*return*) yang sama, tetapi mempunyai risiko yang berbeda, maka investor yang rasional akan memilih investasi yang mempunyai risiko yang lebih kecil (Husnan, 2005:168).



Gambar 1.1
Efisiensi portofolio

(Sumber : <http://ichadt.blogspot.com/2011/01/teori-portopolio-dan-analisa-keuangan.html>)

Investasi yang menyajikan efisiensi portofolio pada Gambar 1.1 adalah investasi pada titik B, C, D, dan E sehingga sebelum melakukan investasi pada reksa dana, investor harus melakukan analisis dalam memilih reksa dana dengan portofolio yang efisien. Investasi yang menyajikan portofolio efisien adalah investasi yang mempertimbangkan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *return* pada portofolio tersebut. Berdasarkan prinsip tersebut, maka *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) pada tahun 1964 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. Kelemahan dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) adalah model ini hanya memasukan satu variabel yang mempengaruhi *return* yaitu risiko pasar dan menggunakan banyak asumsi pada perhitungannya.

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 (Zubir, 2011:247). 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*. 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*, sehingga sebelum berinvestasi, investor juga harus memperhatikan *book to market ratio*. *Book-to-market ratio* adalah perbandingan antara nilai buku saham dengan nilai pasar saham. Analisis *book to market ratio* diperlukan bagi investor karena *book to market ratio* 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), beberapa peneliti mengungkapkan faktor-faktor lain yang memengaruhi tingkat pengembalian atau *return* investasi yaitu *price earnings ratio* (Basu 1983) dan *leverage* (Bhandari 1988), berdasarkan hasil penelitian Fama dan French (1992) terbukti bahwa pengaruh *leverage* terhadap *return* investasi dapat ditangkap oleh pengaruh *book to market*. Hubungan *price earnings ratio* terhadap *return* investasi dapat digantikan oleh kombinasi dari *firm size* dan *book to market*. Fama dan French menemukan bahwa *book to market ratio* mempunyai pengaruh yang kuat terhadap *return* suatu investasi bahkan lebih kuat dari pada pengaruh *firm size*.

Hasil penelitian sebelumnya oleh Fama dan French (1992), Hossein Asgharian dan Bjron Hansson (1998), Hodoshima, Gomez dan Kurnimura (2000),

Grigoris, Michailidis, Stavros, terhadap pengaruh Model Tiga Faktor adalah risiko pasar (*beta*) tidak berpengaruh secara signifikan. Davis, Fama dan French pada tahun 2000 melakukan pengujian kembali terhadap Model Tiga Faktor pada US *stocks* dengan variabel *beta*, *firm size* dan *book to market ratio* menghasilkan *beta*, *firm size* dan *book to market ratio* memiliki hubungan. Drew, Naughton, Veeraghavan (2003) melakukan pengujian Model Tiga Faktor pada Shanghai *Stock Exchange* dengan variabel *beta*, *firm size* dan *book to market ratio* menghasilkan *beta* tidak memiliki faktor yang signifikan terhadap *return* saham, justru *firm size* dan *book to market ratio* yang berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Eduardo Sandoval A dan Radrigo Saens N (2004) yang meneliti di Amerika Latin yaitu Argentina, Brazil, Cili dan Mexico periode Januari 1995 sampai dengan Desember 2002, membuktikan bahwa tidak ada hubungan yang positif antara *beta* dan *return* saham. Tsopoglou dan Demetrios Papanastasiou (2007) yang juga menemukan tidak ada pengaruh yang signifikan antara *beta* pasar dengan *return* saham.

Berdasarkan uraian di atas, maka dirasa perlu untuk mengkaji lebih mendalam mengenai pengaruh *Three Factor* model Fama dan French terhadap tingkat pengembalian (*expected return*). Maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian empiris mengenai “ANALISIS PENGARUH *THREE FACTOR MODEL* FAMA DAN FRENCH TERHADAP *EXPECTED RETURN* PADA REKSA DANA *TOP FIVE STAR MONTHLY DATA* PERIODE 2009-2011”.

1. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah disampaikan di atas, maka rumusan masalah penelitian ini adalah bagaimana pengaruh *Three Factor Model* Fama dan French terhadap *Expected Return* pada Reksa Dana *Top Five Star Monthly Data* Periode 2009-2011.

2. Batasan Masalah

Reksa dana aktif jenis saham yang dilaporkan oleh portal reksa dana periode Mei 2012 adalah 106 reksa dana. Jumlah reksa dana jenis saham tersebut diseleksi lagi berdasarkan *Top Five Star* yang dilaporkan oleh Morningstar sehingga tersisa 13 reksa dana jenis saham. Ketiga belas reksa dana *Top Five Star* dipilih lagi berdasarkan kategori Indonesia *Equity*, sehingga pada penelitian ini menggunakan lima jenis reksa dana saham kategori *Top Five Star*.

Periode penelitian yang digunakan adalah periode setelah tahun 2005, karena pada tahun 2005 terjadi *redemption* besar-besaran dimana investor menarik seluruh dananya karena gejolak ekonomi yang terjadi pada masa tersebut, sehingga setelah tahun tersebut keadaan ekonomi sudah membaik dan dapat mewakili pada periode penelitian. Periode 2009-2011 berdasarkan kelengkapan data bulanan dari lima jenis reksa dana *Top Five Star*.

3. Keaslian Penelitian

Penulis menyatakan bahwa penelitian ini adalah asli. Yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelum-sebelumnya adalah jenis sampel yang

digunakan. Pada penelitian ini menggunakan reksa dana *Top Five Star* dan periode dalam penelitian ini adalah 2009-2011.

4. Manfaat Penelitian

Manfaat yang diperoleh melalui penelitian ini adalah:

a. Bagi Investor dan Manajer Investasi Di Pasar Modal

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai referensi bagi investor dan manajer investasi di pasar modal untuk *screening* (analisis investasi) dalam pengambilan keputusan.

b. Bagi Penulis

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi suatu sarana untuk menerapkan dan mempraktekkan ilmu selama di bangku kuliah serta menambah pengetahuan mengenai reksa dana.

B. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah disampaikan di atas, maka tujuan utama yang hendak dicapai dengan dilakukannya penelitian ini adalah:

Menganalisis pengaruh *Three Factor Model* Fama dan French terhadap *Expected Return Monthly Data* Reksa Dana *Top Five Star* Periode 2009-2011.

C. Sistematika Penulisan

Sistematika pembahasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

BAB I : PENDAHULUAN

Bab ini akan memuat mengenai latar belakang masalah, perumusan masalah, batasan masalah, keaslian penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika pembahasan.

BAB II: LANDASAN TEORI

Bab ini menjelaskan mengenai pengertian pasar modal dan investasi, teori portofolio, reksa dana dan perusahaan investasi, *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), *Abitrage Pricing Theory* (APT), Fama dan French Model Tiga Faktor, penelitian terdahulu, hipotesis penelitian.

BAB III: METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan tentang sampel penelitian dan sumber data, teknik pengumpulan data, model analisis dan metode analisis data.

BAB IV: ANALISIS DATA

Bab ini menjelaskan mengenai analisis data yang dilakukan serta penjabaran dari hasil analisis data.

BAB V: PENUTUP

Bab ini berisi kesimpulan dan saran dari hasil penelitian yang telah dilakukan.