

BAB 1

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Jika seorang investor melakukan investasi dalam suatu aset, maka kemampuan untuk mengestimasi tingkat pengembalian aset menjadi hal yang sangat penting dilakukan oleh investor. Oleh sebab itu untuk dapat mengestimasi tingkat pengembalian dengan baik dan mudah, dilakukan suatu model estimasi yang dikenal dengan model penilaian harga aset (*model asset pricing*) dengan asumsi bahwa investor tidak menyukai adanya risiko, sehingga mengisyaratkan keuntungan yang lebih tinggi jika menghadapi risiko yang lebih tinggi.

William Sharpe, Jhon Lintner, dan Jan Mossin pada tahun 1964 memperkenalkan *single index model* yaitu *Capital Asset Pricing Model* atau CAPM (Bodie *et al.*, (2006). Model ini digunakan untuk memprediksi keseimbangan pengembalian yang diharapkan dari suatu aset berisiko. Teori ini memiliki beberapa kelemahan dalam perhitungannya yaitu model ini hanya memasukan satu variabel yang mempengaruhi pengembalian yaitu risiko pasar, dan menggunakan banyak asumsi pada perhitungannya. CAPM pertama kali dikembangkan secara terpisah oleh Sharpe (1964), Lintner (1965) dan Mossin (1969). CAPM menyatakan bahwa variasi *return* saham ditentukan oleh satu faktor saja (*single factor model*), yaitu faktor *market risk* (beta pasar). Akan tetapi, beberapa penelitian empirik menunjukkan bahwa beta pasar pada CAPM menunjukkan hubungan yang sangat kecil terhadap *return* saham (Reinganum, 1981; Breeden *et al.*, 1989; Fama and French, 1992).

Termotivasi oleh hal tersebut di atas maka pada tahun 1976 munculah teori baru yang dikembangkan oleh Stephen Ross yaitu *multi index model* yang disebut *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Teori ini mengatakan bahwa yang mempengaruhi pengembalian suatu investasi tidak hanya satu faktor (risiko pasar pada CAPM) tetapi terdapat banyak faktor. Teori ini mengembangkan teori CAPM, namun masih tetap memiliki kelemahan yaitu tidak memberikan panduan tentang bagaimana menentukan faktor risiko yang relevan maupun premi risikonya (Bodie, Kane, dan Marcus, 2006: 460).

Eugene F. Fama dan Kenneth R. French pada (1992, 1993, 1995, 1996) memperkenalkan *multi indek model* yaitu *Three Factor Model* Fama dan French yang memperluas model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Fama dan French (1992) mengevaluasi kinerja risiko pasar, *size*, *E/P*, *laverage*, dan *book to market ratio* dalam menjelaskan *average return* pada saham-saham di NYSE, AMEX, dan NASDAQ. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengaruh beta pasar tidak signifikan terhadap *return*, oleh karena itu diperlukan adanya variabel lain untuk memperjelas hubungan antara risiko dan *return*, sehingga Fama dan French (1993) menguji pengaruh dari ukuran perusahaan (*size*) dan *book to market ekuity ratio*. Fama dan French mengatakan beta pasar tidak dapat memberikan penjelasan lengkap *average return* di American stock market, sehingga Fama dan French mengembangkan model yaitu Fama & French *Three factor model*.

Teori keuangan tradisional menyatakan bahwa terdapat hubungan antara risiko dan *return*. Berbagai kombinasi *asset pricing* diuji guna menjelaskan hubungan tersebut. Namun, baik itu *single index model* CAPM yang hanya

mempertimbangkan faktor risiko pasar, maupun *multi faktor model* yang dikembangkan oleh Stephen Ross (1976) dan Fama dan French (1992, 1993, 1995, 1996) belum mampu memberikan pendekatan yang tepat bagi investor dalam menaksir risiko. Hal ini mungkin dikarenakan adanya perilaku dari *noise trader* yang berperilaku tidak seperti yang diasumsikan model *asset pricing* tradisional.

Model faktor yang dikembangkan oleh Fama dan French memiliki kemampuan untuk menjelaskan anomali lebih dari model CAPM. Akan tetapi, faktor risiko pasar, *size*, dan *book to market ratio* belum dapat menjelaskan pola pembalikan jangka pendek (*short term reversal*). Jagadeh dan Titman (1993) menemukan apa yang dikenal dengan strategi momentum. Rowenhorst (1998) menguji efek momentum dan efek dari *firm size* (*size effect*) pada 12 negara di Eropa, dengan metode yang sama yang digunakan dalam penelitian Jagadeh dan Titman (1993) yang mengatakan fenomena momentum ada dan tidak muncul secara kebetulan.

Carhart (1995, 1997) memperkenalkan model empat faktor yang memasukkan model tiga faktor Fama dan French ditambah faktor *momentum* PR1YR (*Winner Minus Loser* atau *Up Medium Down*) yang menangkap anomali *momentum*. Carhart (1997) mencatat bahwa model empat faktor dapat menjelaskan variasi *return* portofolio berdasarkan *return* masa lalu dan konsisten dengan model pasar ekuilibrium dengan empat faktor risiko. Carhart mengatakan dengan menambahkan faktor keempat yaitu *momentum* akan mengurangi *error pricing* dari *return portofolio*. Faktor risiko yang dipertimbangkan pada Carhart

Four Factor model yaitu: risiko pasar, ukuran perusahaan SMB (*Small Minus Big*), *book to market* HML (*High Minus Low*), dan menambahkan faktor *momentum* PR1YR (*Winner Minus Losser* atau *Up Medium Down*).

Tai (2003) menggunakan data bulanan NYSE, AMEX, NASDAQ, periode penelitian 1953 sampai 2000 meneliti apakah model 3 faktor yang dikembangkan Fama-French dan *momentum* berpengaruh pada tingkat keuntungan saham dan apakah faktor risiko tersebut mampu untuk menjelaskan variansi *time series* pada tingkat keuntungan saham. Dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa risiko pasar, *size*, rasio *book to market*, dan *momentum* secara signifikan mampu menilai dan merefleksikan tingkat keuntungan saham. Trimech dan Kortas (2009) yang mengaplikasikan model empat faktor Carhart di pasar ekuitas Prancis, menemukan bahwa faktor *momentum* memiliki dampak yang signifikan terhadap *return* saham.

Senthilkumar (2009) meneliti hubungan antara *return* saham, *size*, dan *book to market equity ratio*. Pada penelitian tersebut menggunakan data bulanan lima industry India periode 2002-2008. Ia menemukan hubungan yang negative antara *size* dan *return*. Lam *et al* (2010) meneliti pada Hong Kong *stocks market* periode 1981-2001, hasil penelitian menunjukkan bahwa kemampuan empat faktor model dalam menjelaskan variasi rata-rata tingkat pengembalian saham.

Berbeda dengan penelitian-penelitian diatas, Novak dan Petr (2010) tidak menemukan adanya signifikansi antara beta CAPM, *size*, *book to market ratio*, dan *momentum* terhadap *return* dalam penelitiannya pada saham-saham di Stockholm *Stock Exchange*. Penelitian Al-Mwalla (2012) pada Amman stock

exchange, hasil penelitiannya adalah faktor *momentum* tidak memiliki pengaruh terhadap *return*, sehingga tidak menambahkan kekuatan penjelas pada model Fama dan French.

Berdasarkan uraian di atas dapat disimpulkan bahwa faktor-faktor dalam model *asset pricing* semakin berkembang dan hingga kini tetap menjadi topik yang menarik untuk diuji, terutama faktor-faktor pengembangan dari CAPM, maka penulis tertarik mengkaji lebih mendalam mengenai pengaruh Carhart *Four Factor Model* dengan mengamati reksa dana jenis saham di Indonesia yang termasuk ke dalam kategori *Top Five Star* dan *Top Four Star*. Selain mengetahui dampak dari setiap variable pada model Carhart *Four factor*, studi ini juga akan membantu pembaca dalam memahami tentang reksa dana di Indonesia.

1. Perumusan Masalah

Dari uraian tentang penelitian sebelumnya, dapat disimpulkan tidak adanya konsistensi hasil penelitian-penelitian sebelumnya atau telah terjadi *research gap* antar peneliti sehingga perlu dilakukan penelitian lebih lanjut tentang pengaruh risiko pasar, *size*, *book to market*, dan *momentum* terhadap *return* investasi.

Rumusan masalah pada penelitian ini adalah:

Bagaimana pengaruh *Carhart Four Factor Model* terhadap *Return* Reksa Dana *Top Five Star* dan *Top Four star* pada Periode 2008-2012.

2. Batasan Masalah

Data sampel reksa dana pada penelitian ini merupakan data reksa dana yang diambil dari Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan

(Bapepam-LK). Data yang digunakan adalah data bulanan. Sebelum menentukan sampel penelitian, data diseleksi sesuai kategori penelitian. Berikut kategori untuk menentukan sampel berdasarkan kriteria *Morning Star* periode Mei 2013:

- a. Termasuk dalam Indonesia Fund.
- b. Termasuk dalam kategori *equity*.
- c. Dikelompokkan ke dalam reksa dana yang memiliki *rating* lima bintang (*Top Five Star*) dan *rating* empat bintang (*Top Four Star*).
- d. Diseleksi berdasarkan kelengkapan data bulanan selama lima tahun (Januari 2008- Desember 2012).

Table 1.1 Kriteria Sampel Penelitian

No.	KRITERIA	TOTAL
1.	Reksa dana aktif periode Mei 2013	830 reksa dana
2.	Termasuk dalam <i>Indonesia Fund</i>	186 reksa dana
3.	Termasuk dalam kategori <i>equity</i>	45 reksa dana
4.	Termasuk <i>Top Five Star</i> dan <i>Top Four Star</i> (Mei 2013)	10 reksa dana
5.	Diseleksi berdasarkan kelengkapan data bulanan selama lima tahun (Januari 2008- Desember 2012)	<u>8 reksa dana</u>
Total sampel penelitian		8 reksa dana

(sumber: [www. Bapepam.go.id](http://www.Bapepam.go.id), www.oap.morningstar.com)

Morning Star adalah salah satu perusahaan pemeringkat reksa dana yang berasal dari Amerika Serikat. *Morning Star* merupakan lembaga pemeringkat reksa dana berskala internasional. Reksa dana yang memiliki peringkat tertinggi atau yang memiliki kinerja dan penilaian terbaik mendapatkan *rating five star*,

sedangkan *rating* terendah adalah *one star*. *Rating* merupakan salah satu metode evaluasi reksa dana yang digunakan untuk membantu para investor dalam melakukan seleksi reksa dana dengan mempertimbangkan banyak aspek. *Monitoring rating* secara bulanan dilakukan, sehingga setiap bulan posisi *rating* perusahaan reksa dana dapat menalami perubahan.

Menurut departemen keuangan Bapepam-LK (2006), reksa dana yang termasuk kategori *Top Five Star* dan *Top Four Star* merupakan reksa dana yang memiliki kinerja yang lebih baik. Reksa dana yang memiliki kinerja yang baik dapat menyajikan data yang lebih akurat dan dapat mewakili sampel penelitian, sehingga pada penelitian ini penulis menggunakan reksa dana yang termasuk kategori *Top Five Star* dan *Top Four Star*. Periode yang digunakan pada penelitian ini dimulai dari Januari 2008 sampai dengan Desember 2012. Periode ini digunakan karena sebelum tahun tersebut yaitu Tahun 2005-2006 terjadi gejolak ekonomi yang menyebabkan *redemption* besar-besaran, artinya investor menarik seluruh dananya, sehingga setelah tahun tersebut keadaan ekonomi sudah mulai membaik dan diharapkan dapat mewakili periode penelitian. Tahun 2008 – 2012 dipilih berdasarkan kelengkapan data bulanan dari setiap jenis reksa dana.

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 *Top Four Star*, periode dalam penelitian ini adalah 2008-2012.

5. 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 Carhart *Four Factor Model* terhadap *Return* Reksa Dana *Top Five Star* dan *Top Four Star* Periode 2008-2012.

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 teori portofolio, reksa dana dan perusahaan investasi, *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, *Abitrage Pricing Theory (APT)*, Fama dan French Model Tiga Faktor, Carhart Model Empat 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.