

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Teori Portofolio

Teori portofolio modern telah diperkenalkan bahwa risiko investasi total dapat dipisahkan menjadi dua jenis risiko. Risiko ini berdasarkan apakah suatu jenis risiko tertentu dapat dihilangkan dengan diversifikasi, atau tidak (Tandelilin, 2010:104). Kedua jenis risiko tersebut adalah risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko sistematis dikenal dengan risiko pasar yang merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Perubahan pasar tersebut akan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi. Risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasikan, sedangkan risiko tidak sistematis atau dikenal dengan risiko spesifik (risiko perusahaan) adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan (Tandelilin, 2010:104).

Risiko perusahaan lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas. Manajemen portofolio menyebutkan bahwa risiko perusahaan bisa diminimalkan dengan melakukan diversifikasi aset dalam suatu portofolio, seperti yang telah diperkenalkan oleh Harry Markowitz (1952) tentang teori portofolio yang berkaitan dengan estimasi investor terhadap ekspektasi risiko dan pengembalian (*return*) dengan mengkombinasikan aset ke dalam diversifikasi

portofolio yang efisien. Pengurangan risiko investasi dapat dilakukan dengan melakukan diversifikasi investasi pada berbagai instrumen investasi.

2. Reksa Dana dan Perusahaan Investasi

Reksa dana (*mutual fund*) merupakan suatu jenis instrumen investasi yang juga tersedia di pasar modal Indonesia yang berisi sekumpulan sekuritas yang dikelola oleh perusahaan investasi dan dibeli oleh investor (Tandelilin, 2010:48). Reksa dana di Amerika Serikat dikenal dengan istilah *mutual fund*, di Inggris dikenal dengan sebutan *unit trust*, sedangkan di Jepang dikenal dengan istilah *investment trust*. Produk Reksa Dana di Indonesia dimulai tepatnya pada tanggal 7 September 1995 yaitu ketika Bapepam memberikan pernyataan efektif atas reksa dana perseroan bersifat tertutup PT BDNI reksa dana yang dikelola oleh Manajer Investasi PT. BDNI Securities.

Selanjutnya perkembangan Reksa Dana mengalami kemajuan ketika pemerintah memberlakukan Undang-undang no. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya. Pengertian reksa dana menurut Undang-undang pasar modal No. 8 tahun 1995 adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan kembali dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Terdapat beberapa jenis reksa dana menurut Bapepam-LK yaitu reksa dana Saham, reksa dana Pendapatan Tetap, reksa dana Pasar Uang, reksa dana campuran, reksa dana Terproteksi, dan reksa dana Indeks.

Reksa dana termasuk ke dalam jenis investasi tidak langsung yaitu investasi yang dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi merupakan perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolio. (Jogiyanto, 2003:7). Nilai aktiva bersih (NAB) atau *Net Asset Value* (NAV) merupakan alat ukur kinerja reksa dana (Darmadji dan Fakhrudin, 2001:160). Nilai aktiva bersih (NAB) merupakan jumlah aktiva setelah dikurangi kewajiban-kewajiban yang ada. Bodie *et al.* (2006) mendefinisikan NAB per unit penyertaan merupakan jumlah NAB dibagi dengan jumlah nilai unit penyertaan yang beredar.

Rumus mencari NAB :

Nilai aktiva bersih = Nilai pasar dari aset dikurangi kewajiban

Saham beredar

Hal mendasar yang perlu diperhatikan pada proses keputusan investasi adalah pemahaman tentang hubungan risiko dan pengembalian. Hubungan antara risiko dan pengembalian merupakan hubungan searah atau linier yaitu “*high risk high return*”, artinya semakin besar pengembalian harapan semakin besar pula tingkat risiko yang harus dipertimbangkan. 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.

Model penilaian harga aset (*model asset pricing*) merupakan bagian penting dalam hal keuangan yang digunakan untuk memprediksi hubungan antara *expected return* dan risiko suatu aset. Model penilaian harga aset (*model asset pricing*) terus berkembang seiring dengan banyaknya kritik yang ditujukan terhadap *model asset pricing* yang pertama yaitu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yaitu *single index model* yang dikembangkan oleh William Sharpe, John Lintner, dan Jan Mossin pada tahun 1964. Model ini digunakan untuk memprediksi keseimbangan pengembalian yang diharapkan dari suatu aset berisiko. Banyak kritik yang ditujukan kepada model tersebut yang menyebabkan perkembangan *multifactor asset pricing model* seperti *Arbitrage Pricing Theory* (1976), *Three Factor Model Fama and French* (1992), dan *Four Factor Model Carhart* (1997).

3. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Single Index Model adalah sebuah teknik untuk mengukur *return* dan risiko sebuah saham atau portofolio. Model tersebut mengasumsikan bahwa pergerakan *return* saham hanya berhubungan dengan pergerakan pasar. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) merupakan *Single Index Model* yang dikembangkan oleh William Sharpe, John Lintner, dan Jan Mossin 12 tahun setelah Harry Markowitz mengemukakan teori portofolio modern pada tahun 1952 (Zubir, 2011:197). Menurut *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), risiko yang dinilai oleh investor yang rasional hanya *systematic risk* karena risiko tersebut tidak bisa dihilangkan

dengan diversifikasi. *Capital Asset Pricing Model* mempunyai dua fungsi utama (Zubir, 2011:197), yaitu:

- a. Sebagai tolak ukur (*benchmark*) dalam mengevaluasi tingkat pengembalian (*rate of return*) suatu investasi.
- b. Membantu dalam menduga atau memprediksi *expected return* suatu aset yang tidak atau belum diperdagangkan di pasar.

Formula yang digunakan dalam *Single Index Model* CAPM adalah sebagai berikut (Halim, 2002:78):

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta (R_m) + e_i$$

(2.1)

Keterangan:

$E(R_i)$ = *expected rate of return* atas efek i

α_i = bagian dari *rate of return* efek i yang tidak terpengaruh oleh perubahan pasar (konstanta)

β = kepekaan *rate of return* efek i terhadap *rate of return* indeks pasar (parameter yang mengukur perubahan yang diharapkan pada R_i jika terjadi perubahan pada R_m)

R_m = *rate of return* indeks pasar

e_i = faktor pengganggu yang tidak dimasukkan dalam model.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) mengasumsikan beberapa kondisi sebagai berikut (Zubir, 2010:198) :

- a. Tidak ada biaya transaksi, yaitu biaya-biaya pembelian dan penjualan saham seperti biaya *broker*, biaya penyimpanan saham (*custodian*), dan lain-lain. Kenyataannya jual beli saham dikenakan biaya transaksi, sehingga mengurangi *return* investasi tersebut dan akan menjadi pertimbangan bagi investor dalam membuat keputusan investasi.
- b. Saham dapat dipecah-pecah dalam satuan yang tidak terbatas, sehingga investor dapat membeli saham dalam ukuran pecahan. Kenyataannya tidak mungkin membeli saham dalam lembar pecahan.
- c. Tidak ada pajak pendapatan pribadi, sehingga bagi investor tidak masalah apakah mendapatkan *return* dalam bentuk deviden atau *capital gain*. Kenyataannya, deviden dan *capital gain* dikenakan pajak, jika tarif pajak dan *capital gain* berbeda, tentu akan memengaruhi investor dalam memilih saham yang akan dimasukkan ke dalam portofolio. Jika tarif pajak deviden lebih kecil daripada tarif pajak *capital gain*, maka investor akan memilih saham yang memberikan deviden besar dan *short sale* saham-saham yang memberikan deviden kecil.
- d. Seseorang tidak dapat memengaruhi harga saham melalui tindakan membeli atau menjual saham yang dimiliki. Informasi tersedia untuk semua investor dan dapat diperoleh dengan bebas tanpa biaya, sehingga harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang ada. Asumsi ini mengindikasikan bahwa pasar modal analog dengan bentuk pasar persaingan sempurna, dimana investor secara perorangan tidak dapat memengaruhi harga saham. Harga saham hanya dipengaruhi oleh tindakan investor secara bersama-sama. Ketika kita melihat

struktur kepemilikan saham perusahaan di Indonesia, tampak bahwa hanya sebagian kecil dari saham suatu perusahaan publik yang dijual kepada masyarakat, sebagian besar lainnya dimiliki oleh individu, keluarga, atau institusi, sehingga pemegang saham mayoritas dapat memengaruhi harga saham melalui jual-beli saham-saham yang dimilikinya.

- e. Investor adalah orang yang rasional. Investor membuat keputusan investasi hanya berdasarkan risiko (deviasi standar) dan *expected return* portofolio sesuai dengan model Markowitz. Investor mempunyai *input* yang sama dalam membentuk portofolio yang efisien. Asumsi ini disebut juga sebagai *homogeneous expectations*. Semua investor mendefinisikan periode investasi yang dimiliki dengan cara yang persis sama (*one-period-horizon*), sehingga *expected return* dan deviasi standar portofolio pada periode tersebut akan sama untuk setiap investor. Asumsi ini juga menyatakan bahwa investor bersifat *myopic* atau melihat dalam jangka waktu dekat dan mengabaikan apa yang akan terjadi setelah periode tersebut. Kenyataannya investor memiliki sikap, pengetahuan, dan kemampuan mengolah informasi yang berbeda, sehingga preferensi terhadap *return* dan risiko akan berbeda pula. Selain itu, setiap investor juga mempunyai periode investasi yang berbeda-beda.
- f. *Short sale* dibolehkan dan tidak terbatas. Berarti semua investor dapat menjual saham yang tidak dimilikinya (*short sale*). Kenyataannya, *short sale* mempunyai persyaratan dan mekanisme yang tidak mudah dipenuhi oleh semua orang, sehingga tidak mungkin investor melakukan *short sale* tanpa batas.

- g. *Lending* dan *borrowing* pada tingkat bunga bebas risiko dapat dilakukan pada jumlah yang tidak terbatas. Investor dapat meminjamkan (*lending*) dan meminjam (*borrowing*) sejumlah dana yang diinginkannya pada tingkat bunga yang sama dengan tingkat bunga bebas risiko. Kenyataannya, *lending* dan *borrowing rate* lebih tinggi daripada tingkat bunga bebas risiko.
- h. Semua saham dapat dipasarkan (*marketable*), termasuk *human capital*. Semua aset tersebut dapat dibeli di pasar. Kenyataannya, tenaga kerja, pendidikan (*human capital*), perusahaan perorangan dan aset pemerintah seperti perusahaan, gedung pemerintah, lapangan terbang tidak dapat atau sangat sulit dijual-belikan.

5. Arbitrage Pricing Theory (APT)

Asumsi-asumsi yang terdapat pada *Capital Asset Pricing Model* terlihat tidak realistis, karena pada kenyataannya terdapat biaya-biaya seperti biaya transaksi dan biaya pajak. Hal tersebut menimbulkan banyak kritikan yang ditujukan kepada model tersebut, sehingga munculah *Multi Index Model* yang disebut dengan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Ross (1976) merumuskan suatu teori yang disebut sebagai *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Analisis *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dimulai dari bagaimana pemodal membentuk portofolio yang efisien. *Arbitrage Pricing Theory* (APT) mendasarkan atas pemikiran yang sama sekali berbeda. *Arbitrage Pricing Theory* (APT) pada dasarnya menggunakan pemikiran yang menyatakan bahwa dua kesempatan investasi yang mempunyai karakteristik yang identik sama tidaklah bisa dijual dengan harga yang berbeda.

Perbedaan antara model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan model *Abitrage Pricing Theory* (APT) terletak pada perlakuan *Abitrage Pricing Theory* (APT) terhadap hubungan antar tingkat keuntungan sekuritas. *Abitrage Pricing Theory* (APT) mengasumsikan bahwa tingkat keuntungan tersebut dipengaruhi oleh berbagai faktor dalam perekonomian dan industri. Satu kelemahan *Abitrage Pricing Theory* (APT) adalah bahwa teori ini tidak memberikan panduan tentang bagaimana menentukan faktor risiko yang relevan maupun premi risikonya.

Formula yang digunakan dalam model indeks multi faktor adalah sebagai berikut (Zubir, 2011:230):

$$R_i = R_f + (R_1 - R_f) \beta_1 + (R_2 - R_f) \beta_2 + \dots + (R_n - R_f) \beta_n$$

(2.2)

Keterangan:

R_f = *return* bebas risiko

$R_{1..n}$ = *expected return* faktor-faktor yang memengaruhi *return* saham ke 1 sampai ke n . Antara satu faktor dan faktor lain tidak berkorelasi (*independent*).

$\beta_{1..n}$ = sensitivitas *return* saham ke 1 sampai ke n terhadap faktor-faktor yang memengaruhinya.

6. Fama dan French Model Tiga Faktor

Munculnya *Abitrage Pricing Theory* (APT) mendorong perkembangan *Model Asset Pricing* lainnya yaitu model yang diperkenalkan oleh Eugene F.

Fama dan Kenneth R. French pada tahun 1992. Fama dan French memperluas model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan menambahkan faktor *firm size* dan *book to market ratio* (B/M) selain faktor risiko pasar dalam *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Pada model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), faktor yang mempengaruhi *return* hanya mempertimbangkan faktor tunggal yaitu risiko pasar (*beta* pasar). Keterbatasan dari model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) adalah terlalu banyak menggunakan asumsi dan hanya memperhitungkan satu faktor dalam mempengaruhi *return*. Setelah melakukan beberapa kali penelitian, Fama dan French memperkenalkan sebuah model *multi indek* yaitu *Three Factor Model* Fama dan French dengan menambahkan dua faktor lain selain risiko pasar ke dalam modelnya yaitu faktor *firm size* dan *book to market ratio*. Formula yang digunakan adalah sebagai berikut (Elton, Gruber, dan Blake: 2011):

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

(2.3)

Keterangan:

R_{it} : *Return* reksa dana i pada periode t

R_{ft} : *Risk-free rate* pada periode t

I_{Mt} : *Excess return on market* dikurangi *risk-free rate* pada periode t

I_{SMBt} : *Return* pada faktor “*small minus big*” (SMB) pada periode t

I_{HMLt} : *Return* pada faktor “*high minus low*” (HML) *book-to-market* pada periode t

α_i : *Excess return* pada portofolio i yang diperoleh dari portofolio 3 faktor yang memiliki risiko yang sama.

7. Carhart Model Empat Faktor

Setelah Model Tiga Faktor dari Fama dan French, beberapa penelitian muncul untuk mengembangkan model tersebut. Beberapa peneliti mengatakan bahwa model Tiga faktor Fama dan French tidak dapat menangkap anomali *momentum*. (Fama dan French, 1996). Selanjutnya, Jegadeesh dan Titman (1993, 2001) berpendapat bahwa terdapat bukti-bukti substansial yang menunjukkan bahwa kinerja saham yang baik atau buruk selama tiga hingga satu tahun cenderung tidak mengalami perubahan yang signifikan (tetap baik atau buruk) untuk periode berikutnya. Strategi *trading moment* yang mengeksploitasi fenomena ini secara konsisten telah memberikan keuntungan di pasar Amerika Serikat dan di pasar yang sedang berkembang. Menyikapi kondisi demikian, Carhart (1997) mengusulkan *model asset pricing* empat faktor dengan menambahkan moment pada model Fama dan French untuk menjelaskan tingkat pengembalian saham rata-rata.

Carhart *multi faktor asset pricing model* (1997) memperluas model Fama-French dengan menambahkan faktor keempat yang mempertimbangkan anomali *momentum* (Jegadeesh dan Titman, 1993). Fama and French (1995) menunjukkan bahwa model tiga faktor dapat menjelaskan sebagian besar anomali termasuk pengaruh ukuran perusahaan dan rasio nilai buku terhadap nilai pasar (*book to market*), model tersebut tidak dapat menghitung pengaruh *momentum*. Carhart (1995, 1997) memperkenalkan model empat faktor yang memasukkan model tiga

faktor Fama dan French ditambah faktor *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.

Model Carhart mempertimbangkan faktor risiko Fama dan French yaitu risiko pasar, *firm size* (SMB), *book to market ratio* (HML), dan menambahkan faktor *momentum* WML (*Winner Minus Loser*) atau biasa disebut juga UMD (*Up Medium Down*), PR1YR (*prior one-year momentum*). Model Carhart empat faktor adalah sebagai berikut (Trimech dan Kortas, 2009):

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i Mkt_t + \gamma_i SMB_t + \delta_i HML_t + \theta_i WML_t + \varepsilon_{it}$$

(2.4)

Keterangan:

R_{it} : Return reksa dana i pada periode t

R_{ft} : Risk-free rate pada periode t

Mkt_t : Market premium, dimana *Excess return on market* dikurangi *risk-free rate* pada periode t ($R_{mt} - R_{ft}$)

SMB_t : Return pada faktor “small minus big” (SMB) pada periode t

HML_t : Return pada faktor “high minus low” (HML) *book-to-market* pada periode t

WML_t : Return pada faktor “Winner Minus Loser” pada periode t

$\beta, \gamma, \delta, \theta$: adalah faktor sensitivitas untuk variabel yang diperoleh dari regresi

$$R_{it} - R_{ft}, R_{mt} - R_{ft}, SMB, HML, \text{ dan } WML.$$

Berikut merupakan penjelasan variabel pada Carhart *Four Factor Model*:

a. Risiko Pasar

Dalam teori portofolio modern telah diperkenalkan bahwa risiko investasi total dapat dipisahkan menjadi dua jenis risiko, atas dasar apakah suatu jenis risiko dapat dihilangkan dengan diversifikasi, atau tidak. Kedua jenis risiko tersebut adalah risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis atau biasa disebut dengan risiko pasar atau beberapa penulis menyebutnya sebagai risiko umum (*general risk*) merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Perubahan pasar tersebut akan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi. Dengan kata lain risiko sistematis atau risiko pasar merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasikan.

Sedangkan risiko tidak sistematis atau dikenal dengan risiko spesifik (risiko perusahaan), adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko perusahaan lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas. Dalam manajemen portofolio disebutkan bahwa risiko perusahaan bias diminimalkan dengan melakukan diversifikasi aset dalam suatu portofolio (Tandelilin, 2010:105).

b. *Firm Size* (Ukuran Perusahaan)

Firm size sering dijadikan indikator apakah perusahaan mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya. *Size* sering dijadikan indikator apakah perusahaan mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya. *Size*

atau ukuran yang dimaksudkan dalam penelitian ini adalah ukuran dari portofolio reksa dana sampel. Hal ini berkaitan dengan kemungkinan terjadinya kebangkrutan bagi suatu perusahaan, dimana perusahaan dengan ukuran lebih besar dipandang lebih tahan krisis, sehingga akan mempermudah perusahaan untuk memperoleh pinjaman atau dana eksternal. Perusahaan besar dinilai kurang memberikan laba yang besar tetapi memiliki kepastian dalam hal perolehan keuntungan. *Firm size* mempengaruhi keputusan investor karena adanya faktor risiko bisnis.

Perusahaan kecil cenderung menggunakan keuntungannya untuk melakukan ekspansi. Dalam keadaan tersebut tentunya perusahaan akan meningkatkan laba ditahan yang berdampak pada menurunnya jumlah dividen yang dibagikan bahkan tidak sama sekali (Fama dan French, 1992). Ukuran dari suatu perusahaan diperhitungkan karena perusahaan yang lebih kecil akan memiliki risiko saham lebih tinggi daripada perusahaan yang lebih besar, maka dari itu investor akan mengharapkan *return* yang lebih besar pada perusahaan yang memiliki nilai *firm size* kecil.

c. *Book to market ratio*

Book to market ratio merupakan rasio yang mencerminkan nilai pasar suatu ekuitas. Rasio ini sangat populer dikalangan investor karena secara sederhana dapat menjelaskan apakah perusahaan dinilai *undervalue* atau perusahaan dalam kondisi yang kurang baik. Rasio ini pun menggambarkan nilai perusahaan di mata investor, apabila *book to market ratio* yang tinggi atau pada kondisi *undervalue* berarti adanya kewajiban perusahaan yang masih belum dibayarkan. Hal ini

mencerminkan risiko yang tinggi sehingga kurang mampu memberikan keuntungan bagi investor yang telah menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

Pada kondisi *undervalue*, nilai perusahaan dianggap rendah oleh investor. Sebaliknya, Perusahaan dengan *book to market ratio* rendah atau *overvalue*, menunjukkan bahwa perusahaan dalam keadaan baik sehingga masih dapat melanjutkan bisnisnya dengan menciptakan penjualan. Penjualan yang terjadi merupakan aspek produktifitas yang menyebabkan laba perusahaan bertambah. Laba perusahaan yang meningkat akan meningkatkan pula dividen yang akan dibagikan melalui kebijakan dividen yang disepakati dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Dividen yang meningkat pun menyebabkan *return* saham pada reksa dana investor meningkat.

d. *Momentum*

Penelitian tentang strategi *momentum* mula-mula diperkenalkan oleh Jegadeh dan Titman (1993). Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa pembelian saham pemenang (*winners*) pada periode yang lalu dan menjual saham pecundang (*losers*) pada periode yang lalu memperoleh *abnormal return* yang signifikan. *Abnormal return* sendiri disebabkan perubahan harga saham yang sangat drastis. Oleh sebab itu Carhart pada tahun 1997 memperkenalkan suatu model yaitu *Four Factor Model* yang menambahkan variabel *momentum* pada model Fama dan French.

B. Penelitian Terdahulu

Fama dan French (1992) melakukan pengujian pengaruh *Three Factor Model* terhadap *excess return* dan menghasilkan *book to market ratio* memiliki pengaruh yang lebih kuat jika dibandingkan dengan ukuran perusahaan, dan *beta* pasar memiliki pengaruh yang tidak signifikan. Pada tahun 2000 Davis, Fama dan French melakukan pengujian kembali *Three Factor Model* pada *US stocks*. Hasil penelitian tersebut ketiga variable memiliki hubungan terhadap *return*.

Drew, Naughton, Veeraghavan (2003) melakukan pengujian Model Tiga Faktor pada *Shanghai Stock Exchange*. Hasil penelitian tersebut risiko pasar (*beta* pasar) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Justru *firm size* dan *book to market ratio* yang berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Pada tahun 2004 Eduardo Sandoval A dan Radrigo Saens N 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* pasar dan *return* saham.

Di Indonesia pada penelitian Isna Yuningsih dan Rizky Yударuddin (2007), yang menguji Pengaruh Model Tiga Faktor terhadap *return* saham, yang menunjukkan bahwa *firm size* tidak signifikan terhadap *return* saham, sedangkan risiko pasar (*beta* pasar) dan *book to market ratio* berpengaruh signifikan. Penelitian Damar Hardianto Suherman (2007) menguji *market return*, *firm size*, dan *book to market ratio* di Bursa Efek Jakarta, yang menunjukkan bahwa tiga variabel pada *Three Factor Model* Fama dan French mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *excess return* di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya yang menggunakan model tiga faktor memiliki hasil yang berbeda di antara beberapa negara, maka penulis tertarik untuk meneliti kembali dengan menggunakan model Carhart *Four Factor Model* yang menambahkan satu variabel lagi yaitu *Momentum*. Penelitian ini akan dilakukan di reksa dana saham di Indonesia. Penelitian sebelumnya mengenai Carhart *Four Factor Model* yaitu: 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*. Anyssa Trimech and Hedi Kortas (2009) menguji *Carhart Four-Factor Pricing Model* pada pasar Prancis, yang mengatakan bahwa dampak dari efek pasar, risiko ukuran perusahaan, faktor nilai dan anomali *momentum* adalah skala-sensitif, tergantung pada waktu atau periode yang ditargetkan.

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.

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 di atas, 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.

C. Hipotesis

Hipotesis yang diajukan untuk memberikan jawaban terhadap permasalahan penelitian ini adalah *Four Factor Model* Carhart berpengaruh terhadap *Return* pada Reksa Dana *Top Five Star* dan *Top Four Star* periode 2008-2012.