

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Pasar modal adalah suatu bentuk pasar keuangan yang menjadi sarana jual dan beli saham dan hutang. Pembeli pada pasar modal disebut sebagai investor, yaitu pihak yang mempercayakan modalnya untuk dikelola dengan harapan menerima keuntungan dari hasil penanaman modal tersebut. Investor dapat berupa individu maupun badan usaha. Sedangkan penjual pada pasar modal yang pertama kali menerbitkan hutang maupun saham adalah sebuah perusahaan yang membutuhkan pendanaan, dilanjutkan dengan investor yang membeli surat hutang maupun sahamnya dengan tujuan untuk ditransaksikan sehingga mendapatkan keuntungan. (O' Sullivan & Sheffrin, 2003).

Pasar modal di Indonesia didirikan sebelum kemerdekaan Indonesia yaitu pada tahun 1912. Pada saat itu produk yang ditawarkan murni hanya saham dan hutang jangka panjang. Saat ini, pasar modal Indonesia sudah mulai menawarkan beberapa produk lain seperti reksadana, pinjam meminjam efek, derivatif dan *exchange traded fund* (ETF). Pada modal di Indonesia pada awal pendiriannya disebut sebagai Jakarta stock exchange (JSX) yang kemudian dilebur dengan Surabaya stock exchange (SSX) menjadi bursa efek Indonesia (BEI) atau Indonesia stock exchange (IDX) pada istilah internasionalnya (IDX Official, 2020).

Saham didefinisikan sebagai surat berharga yang menyatakan sebagian kepemilikan pada suatu perusahaan (Bernstein, 1995). Saham menjadi sangat penting

bagi pihak investor maupun perusahaan. Pada perspektif perusahaan, melepaskan saham akan memberikan modal bagi perusahaan untuk bertumbuh, sedangkan pada perspektif investor menanamkan modal pada suatu perusahaan adalah suatu peluang investasi yang dapat memberikan keuntungan. Perusahaan memiliki tiga pilihan dalam mendapatkan modal sesuai dengan *pecking order theory* yaitu dari modal pribadi sebagai sumber pendanaan yang paling murah, melalui hutang, dan melalui penerbitan saham sebagai sumber pendanaan paling mahal (Donaldson & Fox, 1961).

Penerbitan saham menjadi sumber pendanaan paling mahal menurut teori yang dijelaskan sebelumnya, namun terdapat beberapa kondisi yang memaksa sebuah perusahaan tetap mengeluarkan sahamnya untuk melakukan pendanaan. Pertama, sumber pendanaan internal yaitu modal pribadi tidak mencukupi. Kedua, penerbitan hutang memiliki risiko yang cukup tinggi dan harus melalui pengelolaan arus kas yang baik. Kedua pilihan tersebut menjadi batasan bagi beberapa perusahaan, oleh karena hal tersebut penerbitan saham sebagai sumber pendanaan adalah pilihan yang diambil oleh perusahaan. (Myers & Majluf, 1984)

Pada penilaian prospek Ekonomi, pasar saham memungkinkan modal nyata dalam jangka panjang dalam suatu sistem perekonomian. Pengukuran terhadap tingkat efisiensi pasar menjadi hal yang penting bagi investor, pembuat kebijakan, dan pelaku-pelaku utama pada pasar saham ini. Kematangan dari tingkat efisiensi pasar saham dianggap sebagai barometer kesehatan dan prospek ekonomi bagi suatu negara.

Barometer tersebut akan menjadi kunci kepercayaan bagi investor domestik dan global (Ologunde, David O, & T.O, 2007)

Pada Penelitian Amtiran, Indiasuti, Sulaeman, & Masyita (2017) Penggunaan sampel berupa indeks dinilai lebih tepat dibandingkan dengan penggunaan sektor sebagai bantuan dalam pemilihan stock. Penggunaan sektor sebagai bantuan pemilihan saham dapat menghasilkan kesimpulan yaitu pengaruh variabel makroekonomi terhadap suatu sektor spesifik, namun dikhawatirkan tidak dapat menghasilkan kesimpulan yang valid. Penyebab utama dari kekhawatiran tersebut adalah sejumlah saham yang tidak bersifat likuid pada setiap sektor. Tingkat likuiditas yang rendah akan menyebabkan kesimpulan yang berbeda dikarena saham-saham tesebut tidak bergerak berdasarkan suatu berita atau peristiwa yang bersifat sistematis maupun tidak sistematis (Amtiran, Indiasuti, Sulaeman, & Masyita, 2017).

Tingkat pengembalian investasi dari saham (*Stock return*) berasal dari keuntungan yang diperoleh pada *capital gain* dan dividen. *capital gain* adalah keuntungan yang didapatkan dari selisih antara harga saham saat transaksi beli dan transaksi jual, keuntungan dari *capital gain* mengindikasikan harga saat transaksi jual lebih tinggi dibaningkan harga saat transaksi beli. Dividen adalah keuntungan yang didapatkan dari kewajiban perusahaan dalam membagikan hasil keuntungan bersih dengan jumlah dan waktu yang disepakati kepada para pemegang sahamnya (McElroy & Burmeister, 1988).

Terdapat beberapa metode dalam menghitung *expected stock return*. Metode yang pertama kali dipublikasikan dan menjadikan penulisnya meraih penghargaan nobel di bidang ekonomi adalah *capital asset pricing model* (CAPM) yang ditulis oleh William F. Sharpe (1964). Capital asset pricing model menjadi teori yang menarik karena kemampuannya untuk menghitung *expected stock return* sehingga kemudian dikembangkan oleh Lintner (1965) dan Mossin (1966). Walaupun telah menjadi model yang dihormati penghargaan nobel dan dikembangkan oleh peneliti lain, CAPM masih memiliki beberapa kekurangan sehingga muncul kritik dari Roll (1977).

Roll (1977) menyatakan bahwa *capital asset pricing model* hanya dapat diimplementasikan pada pasar yang bersifat efisien. Pasar yang efisien didefinisikan sebagai suatu kondisi yang menunjukkan bahwa setiap investor memiliki jumlah dan kualitas informasi yang sama sehingga dapat menentukan ekspektasi dari *stock return*. Selain mengenai kondisi pasar yang efisien, Roll menyatakan bahwa CAPM tidak bisa diuji tanpa mengetahui komposisi yang tepat dari portofolio pasar. Implikasi dari kritikan ini adalah bahwa CAPM tidak dapat diuji selain setiap aset diikutsertakan pada sampel penelitian. Kelemahan lain dari CAPM adalah pada *single factor model* yang menyatakan bahwa *stock return* hanya dipengaruhi oleh satu faktor saja yaitu risiko pasar. (ROLL, 1977)

Seiring perkembangan kritik yang mengungkap kelemahan dari CAPM, para peneliti terus mengembangkan teori-teori baru untuk menyempurnakan CAPM sebagai metode pengukuran ekspektasi keuntungan. Salah satu teori yang dikemukakan oleh

Stephen A. Ross pada tahun 1976 diajukan untuk menjadi alternatif pengganti dari CAPM, teori tersebut dinamakan *arbitrage pricing theory* (APT). Model APT juga memiliki tujuan yang sama dengan CAPM yaitu untuk menghitung ekspektasi keuntungan. Perbedaan yang mendasar dari kedua model ini terletak pada jumlah faktor yang digunakan sebagai variabel prediksi atau variabel independennya. APT menggunakan beberapa faktor yang bersifat risiko sistematis (*systematic risk*) sedangkan CAPM hanya menggunakan satu faktor yaitu *market risk* (Ross, 1976).

Risiko sistematis didefinisikan sebagai risiko-risiko yang memengaruhi keseluruhan perusahaan lintas sektor tanpa pengecualian. Risiko sistematis adalah suatu risiko yang tidak bisa dihilangkan melalui metode diversifikasi apapun. Risiko sistematis hanya dapat dimitigasi atau dikurangi dampaknya melalui strategi atau manajemen mitigasi risiko. Salah satu faktor yang memiliki sifat dari risiko sistematis adalah makroekonomi. Faktor makroekonomi seperti tingkat inflasi, tingkat suku bunga, laju produk domestik bruto, dan perubahan kurs nilai tukar adalah contoh risiko yang harus dihadapi oleh setiap perusahaan dan tidak dapat didiversifikasikan (Koedijk, Slager, & Stork, 2016).

Besar dampak yang ditimbulkan oleh masing-masing faktor yang memiliki risiko sistematis ditentukan oleh seberapa besar kepekaan dari faktor tersebut terhadap variabel dependen yang pada kasus ini adalah *stock return*. Kepekaan atau risiko dari suatu faktor dinotasikan sebagai beta ( $\beta$ ) dan dapat diukur menggunakan metode regresi. Semakin besar tingkat kepekaan suatu faktor terhadap *stock return* maka akan

semakin besar juga dampak yang dihasilkan. Pada penelitian ini beta bukanlah hasil akhir yang akan mendukung kesimpulan akhir melainkan menjadi data olahan untuk menentukan tingkat sensitivitas dari kepekaan suatu faktor makroekonomi terhadap *stock return*. Tingkat sensitivitas tersebut dinotasikan sebagai gamma ( $\gamma$ ).

Faktor makroekonomi memiliki kontribusi yang besar terhadap perubahan harga saham. Perubahan besar yang dimaksud mengacu pada sifat risiko yang dimiliki oleh faktor makroekonomi yaitu risiko sistematis. Faktor makroekonomi dapat menyebabkan perubahan harga saham lintas sektor bahkan seluruh harga saham. Hal ini yang menjadi poin kemenarikan dalam menggunakan faktor makroekonomi sebagai variabel independen (Chen, Roll, & Ross, 1986).

Pada kerangka berfikir yang mengacu pada APT, akan mengarahkan kepada metode dua kali regresi dalam menentukan pengaruh atau dampak dari kepekaan atau risiko dari beberapa faktor makroekonomi terhadap *stock return*. Pada regresi pertama digunakan regresi *time-series* guna mengetahui tingkat sensitivitas atau risiko dari masing-masing faktor makroekonomi dari waktu ke waktu terhadap nilai *stock return*. Pada regresi kedua digunakanlah regresi *cross-section* untuk mengetahui besarnya pengaruh atau dampak dari risiko masing-masing faktor dalam satu waktu dan sejumlah saham perusahaan secara serentak (Ross, 1976).

Pada regresi pertama yaitu regresi *time-series* digunakan untuk mencari kepekaan dari masing-masing faktor makroekonomi terhadap *stock return* dengan hasil yaitu nilai beta. Setiap faktor memiliki tingkat kepekaan arah korelasinya sendiri yang



akan ditunjukkan oleh nilai beta. Nilai beta yang menunjukkan tingkat kepekaan dari suatu variabel independen terhadap variabel dependen selanjutnya disebut sebagai risiko. Semakin besar nilai risiko mengindikasikan bahwa faktor tersebut berpengaruh besar terhadap fluktuasi *stock return*, begitu pula sebaliknya. Sedangkan untuk arah korelasinya, risiko dapat bernilai positif yang mengindikasikan bahwa faktor tersebut memiliki korelasi yang bersifat searah dengan *stock return*, atau dapat diartikan kenaikan nilai dari nilai risiko tersebut akan menyebabkan kenaikan nilai *stock return*. Selain mencari besar dan arah korelasinya, regresi ini juga akan menunjukkan level signifikansi guna mencari faktor yang memiliki indikasi bahwa berpengaruh secara signifikan terhadap *stock return* (Ross, 1976).

Regresi kedua menggunakan regresi *cross-section*. Regresi ini bertujuan untuk mencari seberapa besar dampak atau pengaruh dari setiap risiko (beta) dari masing-masing faktor terhadap *stock return* dengan notasi yaitu gamma. Faktor yang menjadi variabel dependen yang digunakan pada regresi ini adalah nilai risiko dari masing-masing faktor makroekonomi (beta) sebagai terhadap *stock return*. Semakin besar nilai gamma akan mengindikasikan bahwa kepekaan atau beta berdampak semakin besar pada *stock return*, begitu juga kebalikannya. Nilai gamma yang positif mengindikasikan bahwa kenaikan nilai beta atau kepekaan akan berdampak searah, atau semakin peka suatu faktor dalam mempengaruhi *stock return* maka akan menghasilkan *stock return* yang lebih tinggi. (Ross, 1976).

Kerangka berfikir APT telah digunakan oleh banyak penelitian-penelitian terhadulu dengan penggunaan faktor makroekonomi sebagai variabel independen dan penggunaan dua regresi berganda sebagai alat pengujiannya. Beberapa pengujian faktor makroekonomi dapat menghasilkan kesimpulan yang berbeda pada setiap pengujiannya sehingga terjadi celah penelitian (*research gap*). Hal ini dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor mulai dari tahun pengujian, objek pengujian, dan lain sebagainya.

Nilai beta yang merupakan kepekaan dari nilai *stock return* terhadap variabel makroekonomi dianggap sebagai salah satu penyebab pergerakan harga saham. Semakin tinggi nilai beta maka dapat diartikan bahwa semakin tinggi tingkat risiko yang dimiliki oleh suatu emiten saham terhadap fluktuasi dari variabel makroekonomi. Semakin tingginya risiko yang diemban oleh suatu emiten maka akan menghasilkan perubahan harga yang lebih fluktuatif karena besaran dari fluktuasi dari suatu variabel makroekonomi akan dikalikan dengan risiko suatu emiten saham terhadap variabel makroekonomi tersebut (Chen, Roll, & Ross, 1986).

Besar nilai risiko akan sebanding dengan besaran dari nilai *stock return* dari suatu saham. Artinya, saham yang memiliki risiko tinggi akan cenderung memiliki tingkat *stock return* yang tinggi juga begitu juga sebaliknya (Sharpe, 1964). Hal ini dijelaskan bahwa dengan besaran nilai risiko yang ditanggung oleh seorang investor harus dapat dibayarkan dengan nilai *stock return* yang sebanding juga pada teori pasar efisien (Fama, 1970).



Kendati demikian, ternyata beberapa penelitian tidak menunjukkan hasil yang diharapkan oleh teori tersebut. Penelitian oleh Amtiran, Indiasuti, Sulaeman, & Masyita (2017) menguji dampak risiko dari empat variabel makroekonomi dan menemukan salah satunya memiliki risiko negatif meskipun tidak signifikan. Pada penelitian oleh Winarto, Sule, & Ariawati (2016) menguji dampak risiko dari empat variabel makroekonomi dengan hasil tiga diantaranya berkorelasi negatif. Pada penelitian oleh Paavola (2006) Menguji dampak risiko dari enam variabel makroekonomi, dan salah satunya menghasilkan korelasi negatif. Penelitian oleh Kisman & Restiyanita (2015) menguji dampak risiko dari dua variabel makroekonomi dan menghasilkan kesimpulan bahwa salah satunya memiliki korelasi negatif.

Meninjau teori utama yaitu peningkatan *stock return* seiring risiko yang harus ditanggung oleh para investor dengan hasil dari beberapa penelitian yang telah disebutkan sebelumnya, maka timbulah dugaan bahwa ada kesenjangan antara teori utama pada dunia keuangan yang menjadi pedoman para investor dengan kenyataan di dunia keuangan, lebih spesifiknya adalah dunia pasar modal. Dari kesenjangan teori dan hasil dari beberapa penelitian ini dijadikan tujuan utama pada penelitian ini untuk meninjau kembali teori utama tersebut dengan periode waktu yang berbeda dan tentunya lebih baru.

Selain meninjau dari sisi korelasi hubungan risiko dan *return*, pada penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi bukti konkrit bahwa model APT dapat digunakan sebagai *asset pricing tool* di pasar Indonesia dengan tingkat efisiensi pasar modalnya

yang bersifat setengah kuat (Dwipayana & Wiksuana, 2017) sesuai dengan persyaratan dari model APT. sebelumnya penelitian oleh French (2017) yang menguji kelayakan APT pada enam pasar modal negara maju dan berkembang menyatakan bahwa pasar modal di Malaysia dan Indonesia tidak layak dinilai dengan model APT ini. Kendati demikian, terdapat beberapa penelitian dengan objek yaitu pasar modal Indonesia yang menyatakan kelayakan model APT tersebut dikarenakan syarat model yang telah terpenuhi.

## 1.2 Batasan Masalah

Pada penelitian ini sampel yang digunakan adalah sebesar 100 dari 691 saham perusahaan yang terdaftar pada bursa efek Indonesia hingga 19 Mei 2020. Penentuan tanggal 19 Mei 2020 didasarkan pada tanggal awal penelitian ini dimulai. Daftar perusahaan yang terdaftar pada indeks Kompas100 menggunakan daftar Indeks Kompas100 pada periode februari 2020. Perusahaan-perusahaan yang tidak terdaftar pada Indeks Kompas100 pada periode-periode sebelumnya akan disaring menggunakan kriteria yaitu tidak pernah terkena suspensi atau penangguhan apapun untuk menjaga kriteria likuiditas dan fundamental yang baik. Perlu diketahui bahwa Indeks Kompas100 adalah indeks yang berisikan saham-saham perusahaan dengan kriteria likuiditas yang baik, fundamental yang baik, dan kapitalisasi yang besar.

Variabel independen yang digunakan pada penelitian ini mengacu pada penelitian oleh Amtiran, Indiasuti, Sulaeman, & Masyita (2017). Pada penelitian ini hanya menggunakan faktor makroekonomi yaitu tingkat inflasi, tingkat suku bunga,

laju PDB dan perubahan nilai tukar karena memenuhi kriteria faktor yang memiliki risiko sistematis pada kerangka berfikir dari APT, sehingga faktor-faktor mikroekonomi pada penelitian ini diabaikan.

### 1.3 Rumusan Masalah

Para investor tentu menginginkan *stock return* yang tinggi dari setiap aktivitas investasinya pada bursa saham Indonesia, maka menjadi sesuatu yang penting dalam melakukan prediksi bahkan perhitungan dalam hal pergerakan harga saham. Para investor tentu akan mengumpulkan informasi dari internal dan eksternal perusahaan hingga keadaan ekonomi dunia sebagai dasar analisisnya dalam menentukan *expected stock return*. Berdasarkan kebutuhan akan analisis tersebut maka pada penelitian ini dirumuskan masalah yaitu:

- 1) Apakah sensitivitas risiko dari tingkat inflasi memiliki dampak yang positif dan signifikan terhadap *stock return*.
- 2) Apakah sensitivitas risiko dari tingkat suku bunga memiliki dampak yang positif dan signifikan terhadap *stock return*.
- 3) Apakah sensitivitas risiko dari laju PDB memiliki dampak yang positif dan signifikan terhadap *stock return*.
- 4) Apakah sensitivitas risiko dari perubahan nilai tukar memiliki dampak yang positif dan signifikan terhadap *stock return*.

#### 1.4 Tujuan Penelitian

Selaras dengan rumusan masalah, tujuan dari penelitian ini adalah membantu investor dalam melakukan analisa prediksi bahkan perhitungan mengenai *stock return*.

Maka dari itu tujuan dari penelitian ini adalah:

- 1) Untuk Menguji apakah sensitivitas dari kepekaan tingkat inflasi memiliki dampak yang positif dan signifikan terhadap *stock return*.
- 2) Untuk Menguji Apakah sensitivitas dari kepekaan tingkat suku bunga memiliki dampak yang positif dan signifikan terhadap *stock return*.
- 3) Untuk Menguji Apakah sensitivitas dari kepekaan laju PDB memiliki dampak yang positif dan signifikan terhadap *stock return*.
- 4) Untuk Menguji Apakah sensitivitas dari kepekaan perubahan nilai tukar memiliki dampak yang positif dan signifikan terhadap *stock return*.

#### 1.5 Manfaat Penelitian

Subbab ini menjelaskan mengenai manfaat dari penelitian ini dari setiap orang yang akan mempelajari penelitian ini. Manfaat penelitian terdiri dari manfaat teoritis dan praktis.

##### 1.5.1 Manfaat Teoritis

Manfaat teoritis yang dapat didapat melalui penelitian ini adalah mengenai bukti nyata penggunaan APT pada bursa efek Indonesia. Memahami bagaimana APT dapat diimplementasikan pada bursa efek Indonesia akan memperkuat atau

memperlemah validasi model dan menjadi ulasan untuk melakukan peninjauan kembali terhadap kondisi pasar yang cocok sesuai kriteria kerangka berfikir APT. dengan mengetahui model APT adalah sebagai metode yang cocok untuk diterapkan pada pasar modal di Indonesia, maka model APT dapat lebih disempurnakan lagi.

Selain mengenai metode yang digunakan, pada penelitian ini memberikan manfaat teoritis berupa penguatan atau pelemahan dari hasil pada beberapa penelitian terdahulu. Pada latar belakang penelitian dijelaskan adanya kesenjangan dari hasil penelitian pada penelitian terdahulu. Penelitian ini diharapkan dapat memperkuat salah satu hasil sehingga nilai korelasi dan level signifikansi dapat menjelaskan *stock return* lebih baik lagi.

#### 1.5.2 Manfaat Praktis

Manfaat praktis yang didapat dalam mempelajari penelitian ini adalah dengan mempelajari dampak dari masing-masing kepekaan dari faktor makroekonomi makro sehingga para investor dapat melakukan analisis dan membuat keputusan investasi lebih baik dan dengan pertimbangan yang lebih kuat.

#### 1.6 Sistematika Penulisan

##### 1) BAB I Pendahuluan

Pada bab ini berisi mengenai latar belakang penelitian, batasan masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

##### 2) BAB II Kajian Pustaka

Pada bab ini berisikan mengenai tinjauan teori, penelitian terdahulu, pengembangan hipotesis, model penelitian, dan alur berpikir. Secara garis besar, bab ini memberikan gambaran besar mengenai penelitian terdahulu dan setiap teori yang digunakan pada penelitian ini.

### 3) BAB III Metodologi Penelitian

Pada bab ini berisikan jenis penelitian, populasi dan sampel, metode pengumpulan data, pengukuran variabel, dan metode analisis data.

### 4) BAB IV Analisis Data dan Pembahasan

Pada bab ini berisikan mengenai gambaran umum penelitian, analisis data dan pembahasan.

### 5) BAB V Kesimpulan

Pada bab ini berisikan kesimpulan atas hipotesis, kesimpulan atas masalah penelitian, implikasi teoritis, implikasi praktis, dan rekomendasi