

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Perekonomian Indonesia mengalami peningkatan signifikan sejak beberapa tahun terakhir. Fundamental ekonomi Indonesia lebih kuat paska krisis tahun 1998 dibuktikan dengan kemampuan melewati masa krisis global yang melanda dunia akibat krisis keuangan Amerika Serikat tahun 2008. Indonesia merupakan satu di antara tiga negara Asia yang berhasil mencetak angka pertumbuhan ekonomi positif bersama China dan India. Beberapa pemeringkat ekonomi dunia meningkatkan status Indonesia menjadi *investment grade* seperti Ba1 oleh Moody (Januari 2012), Fitch Ratings BB+ (Desember 2011), dengan demikian diharapkan aliran investasi asing ke Indonesia semakin tinggi dan lebih murah seiring dengan menurunnya tingkat resiko. Beberapa kritik yang sering dilontarkan dan perlu dicermati adalah kualitas investasi asing tersebut mampu secara riil menopang pertumbuhan ekonomi dan tidak hanya sekedar merupakan aliran kapital jangka pendek.

Pasar modal Indonesia merupakan salah satu negara tujuan investasi bagi investor negara-negara maju (*developed markets*) yang dikenal sebagai *emerging market*. Seperti umumnya *emerging market*, pasar saham Indonesia memberikan *risk premium* yang lebih tinggi (Salomons dan Grootveld, 2003) sehingga memberikan *expected returns* yang lebih tinggi jika dibanding dengan *developed market*. Faktor apa saja yang memberi pengaruh terhadap *returns* pasar saham Indonesia?

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk mencari faktor penentu *returns* antara lain seperti yang diusung oleh Fama dan French dengan *Three Factors model*-nya yang menemukan bahwa faktor *market*, *size* dan *book to market* berpengaruh terhadap *returns* saham. Sampai saat ini penelitian masih berlanjut di berbagai negara yang melibatkan kalangan lebih luas dan terbuka (http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html).

Fama dan French (1992) tidak menemukan bukti langsung hubungan antara beta dengan *return* rata-rata yang berarti investor tidak menerima imbalan *return* atas resiko pasar yang diambil tetapi sebaliknya *size* dan rasio *book value to market value* berasosiasi kuat terhadap *return*. Fama dan French menduga bahwa *size* dan *book-to-market* (BM) mungkin merupakan proksi atas faktor resiko yang mempengaruhi *return*. *Size* memiliki korelasi negatif dimana semakin kecil kapitalisasi perusahaan memberikan tingkat *return* yang semakin tinggi sedangkan *book-to-market* berasosiasi positif yang berarti *book-to-market* yang tinggi menunjukkan saham yang mengalami *undervalue* dan memiliki peluang memberikan *return* lebih tinggi dimasa akan datang. Menyempurnakan model *Capital Assets Pricing Model* (CAPM), Fama dan French memasukkan kedua faktor tersebut dan melahirkan *Fama Three Factors Model*.

Menurut *Capital Assets Pricing Model* tingkat *return* berkaitan dengan faktor *market* yang dinyatakan dalam nilai beta. Faktor *market* memberikan pengaruh terhadap tingkat *return*, semakin tinggi resiko akan memberikan tingkat *return* yang lebih tinggi, tetapi faktor resiko pada level perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap tingkat *return* karena dapat di eliminasi dengan diversifikasi.

Resiko *market* berkorelasi positif dengan tingkat *return* suatu saham, semakin tinggi tingkat resiko *market* suatu investasi akan memberi tingkat *return* yang tinggi pula. Resiko *market* diukur dengan beta, besaran angka beta menunjukkan besaran perubahan *return* suatu saham terhadap *market*. Pada saat yang sama investor asing lebih memilih saham dengan beta rendah yang menunjukkan *risk averse*, Chandra (2010).

Kedua, faktor *size* memiliki berkorelasi negatif terhadap tingkat *return*, Fama dan French (1992) menunjukkan di antara portofolio berdasarkan ukuran kapitalisasi, tingkat *return* dari emiten berkapitalisasi kecil lebih tinggi dibanding dengan emiten berkapitalisasi besar. *Size* mungkin merupakan proksi dari tingkat resiko, dimana perusahaan berkapitalisasi kecil memiliki tingkat resiko yang lebih tinggi. Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Rhee dan Wang (2008) dengan menggunakan data kepemilikan asing dari tahun 2002 hingga 2007 atas saham di Indonesia menunjukkan preferensi investor asing yang tinggi pada saham dengan kapitalisasi besar.

Faktor ketiga dari Fama and French Three Factors Model adalah *book to market value*. Besaran *book to market value* merupakan rasio *Book Equity* (BE) dan *Market Equity* (ME). BE merupakan nilai buku aset berwujud setelah dikurangi hutang sedangkan ME merupakan perkalian jumlah saham dengan harga pasar pada periode yang sama. Semakin besar rasio BE/ME menunjukkan bahwa saham tersebut mengalami *undervalue* dan berpeluang untuk memberi kompensasi *return* lebih tinggi di masa akan datang. Di sisi lain investor asing lebih memilih saham dengan *book-to-market* yang rendah, Chandra (2010).

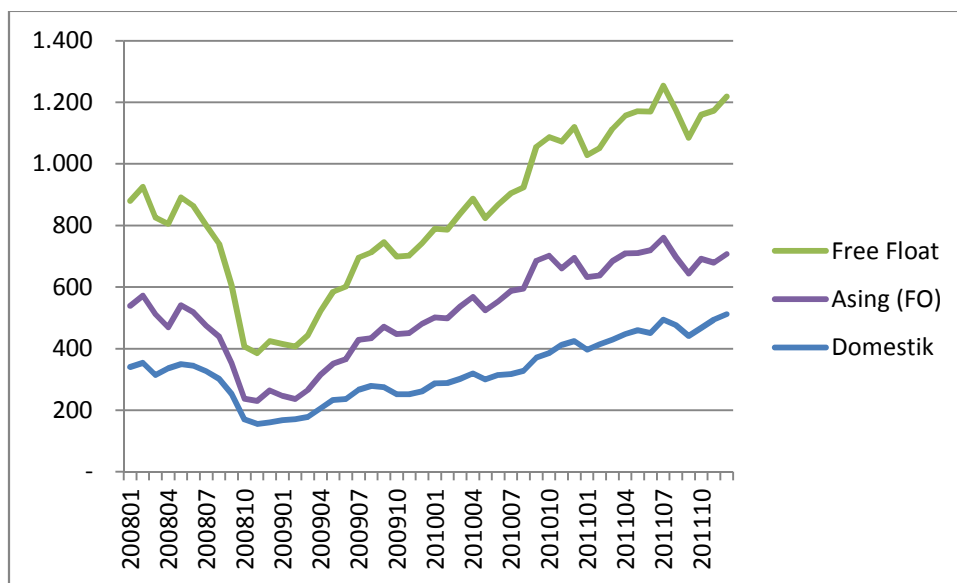
Sejalan dengan peningkatan kinerja pasar saham Indonesia yang beranjak dari 2.745,83 pada penutupan akhir tahun 2007 mencapai 3.821,99 pada akhir tahun 2011. Dari data penelitian terseleksi total kapitalisasi kepemilikan asing menguasai lebih dari 60% dari kapitalisasi *free float value*, meningkat dari 539 triliun rupiah menjadi 707 triliun rupiah pada periode yang sama. Dominasi kepemilikan asing secara detail tersaji dalam gambar 1.1 dan lampiran 28.

Penelitian sebelumnya dengan menggunakan data antara tahun 2002 sampai dengan 2007 menunjukkan bahwa investor institusi asing (FO) memegang hampir 70% dari *free-fload value* atas pasar saham Indonesia atau 41% dari total kapitalisasi pasar saham Indonesia, Rhee dan Wang (2008). Tim Bapenas (2008) menyimpulkan respon pergerakan indeks harga saham terhadap *shock* aliran modal asing menunjukkan respon yang positif, sebagaimana diharapkan bahwa aliran modal asing dan pergerakan indeks harga saham mempunyai aliran yang positif, dimana besarnya aliran modal asing (*capital inflow* yang masuk ke Indonesia dapat memberikan peningkatan pada index harga saham gabungan.

Penelitian oleh Wuryandani (2010) menunjukkan bahwa faktor index saham regional Asean dan Hongkong serta nilai tukar rupiah mempengaruhi IHSG secara signifikan. Menggunakan angka kapitalisasi seluruh populasi, peningkatan dana asing meningkat dari 81 triliun rupiah di tahun 2002 mencapai 563 triliun di tahun 2007, ditambah lagi penguasaan asing mencapai hampir 70% dari *free float value*, Rhee dan Wang (2008). Selama kurun waktu tersebut ditemukan investor asing mengungguli investor domestik dalam hal proses penyesuaian harga. Mengamati dominasi kepemilikan asing pada pasar saham

Indonesia dan ditambah dengan *tools* yang dimiliki diduga kuat menjadi faktor penentu kenaikan harga.

Penelitian ini difokuskan pada penyajian bukti empiris pengaruh keempat faktor penentu tingkat *return* antara lain *market*, *size*, *book-to-market*, yang merupakan tiga faktor utama yang telah terbukti pengaruhnya secara empiris di banyak negara serta faktor spesifik kepemilikan asing yang merupakan signifikansi penelitian dibanding dengan penelitian sebelumnya tentang pasar saham di Indonesia.



Gambar 1. 1. Kapitalisasi Asing vs. Domestik (triliun rupiah)

Sumber : Data Olahan KSEI

1.2. Rumusan Masalah

Faktor *market* dalam *Capital Assets Pricing Model* merupakan faktor utama penentu *return* sementara Fama dan French mengemukakan faktor *size* dan *book to market* merupakan proksi dari suatu resiko, semakin tinggi resiko

memberikan peluang return yang lebih tinggi pula dan hasil penelitiannya menunjukkan bahwa saham berkapitalisasi kecil dan *book to market* tinggi memberikan *return* yang lebih tinggi. Sebaliknya Rhee dan Wang (2008) mendapatkan bahwa kepemilikan asing (FO) atas saham di Indonesia menunjukkan preferensi pada saham-saham berkapitalisasi besar dan dalam pemilihan saham, investor asing lebih memilih saham dengan beta rendah, dan *book to market value* yang rendah di samping emiten yang memberikan deviden tinggi, Chandra (2010). Interaksi antar ketiga faktor yang dikemukakan oleh Fama dan French dan strategi investor asing yang condong berseberangan membawa dampak yang unik pada pasar saham Indonesia.

Faktor dominasi kepemilikan institusi asing yang memiliki pengetahuan, informasi dan keterampilan dalam melakukan analisa investasi. Investor asing memiliki beberapa karakteristik antara lain dana yang besar dan trading yang lebih agresif jika dibandingkan dengan investor lokal, Agarwal *et al*, (2008). Penelitian menunjukkan bahwa institusi asing memiliki *tools* yang lebih baik dibanding dengan institusi lokal. Dengan demikian, seringkali transaksi asing menjadi faktor penentu harga saham dan mampu mengendalikan pasar. Apabila institusi asing melakukan pembelian, akan diikuti oleh investor institusi lokal maupun investor individu sehingga mendorong harga ke atas.

Sejak tahun 2005 terjadi kenaikan nilai transaksi beli asing dalam bursa saham dari 157 triliun rupiah di tahun 2005 meningkat menjadi 383 triliun rupiah di tahun 2010, sebaliknya nilai transaksi jual juga mengalami peningkatan signifikan dari 172 triliun rupiah menjadi 362 triliun rupiah, secara total asing

mencatat *net purchase* sebesar 75,42 triliun rupiah, *IDX Statistical Highlights* (2011). Aliran dana asing yang masuk berhubungan erat pada peningkatan harga saham, Clark dan Berko (1997).

Tabel 1.1. Perkembangan Transaksi Investor Asing

| Foreign Transaction of Shares | | | | | | | |
|-----------------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| BUY | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Q1-2011 |
| Volume (Million Shares) | 108.674 | 93.083 | 145.431 | 164.531 | 143.934 | 187.944 | 42.814 |
| Value (Rp Billion) | 157.019 | 140.506 | 243.803 | 29.466 | 253.014 | 383.643 | 116.567 |
| Frequency (thousand) | 584 | 582 | 874 | 1.298 | 1.851 | 3.032 | 1.115 |
| SELL | | | | | | | |
| Volume (Million Shares) | 80.736 | 67.632 | 107.261 | 135.438 | 129.067 | 162.303 | 41.614 |
| Value (Rp Billion) | 172.437 | 123.235 | 211.196 | 276.007 | 239.724 | 362.662 | 120.719 |
| Frequency (thousand) | 540 | 490 | 783 | 1.541 | 1.849 | 2.861 | 1.236 |
| NET PURCHASE BY FOREIGNERS | | | | | | | |
| Volume (Million Shares) | 27.938 | 25.451 | 3.817 | 29.093 | 14.867 | 25.641 | 1.201 |
| Value (Rp Billion) | (15.418) | 17.271 | 32.607 | 18.653 | 1.329 | 20.982 | (4.152) |
| Frequency (thousand) | 44 | 91 | 90 | (243) | 2 | 171 | (121) |

Sumber: IDX Statistical Highlight 2011

Penelitian ini merupakan *causal research* terhadap variable terpenting dalam dunia investasi yaitu *return* dengan menyajikan bukti empiris dampak *three factor models* dan tingkat kepemilikan institusi asing atas saham-saham di Indonesia. Peneliti menggunakan kuantitatif analisis untuk melihat pengaruh *market, size, dan book to market* di kombinasikan dengan tingkat kepemilikan saham oleh investor asing dalam kurun waktu tahun 2008 sampai dengan 2011.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah menguji pengaruh faktor-faktor penentu tingkat *return* dengan mengikuti metode seperti yang dilakukan oleh Fama dan French dalam *three factors model* yaitu *market, size, book to market value* serta memasukkan sebuah faktor lainnya yaitu persentase kepemilikan saham oleh institusi asing. Penelitian ini melakukan analisis regresi untuk menguji pengaruh

keempat faktor di atas sebagai variabel *independent* dan tingkat *return* sebagai *variable dependent*.

1.4. Manfaat Penelitian

Pasar saham Indonesia semakin terbuka dan tidak bisa lepas dari pengaruh pasar saham regional. Investor asing dari negara-negara maju telah memasukkan Indonesia sebagai salah satu tujuan investasi sehingga penelitian tentang faktor penentu *return* berdasarkan faktor-faktor *capital assets pricing model* dan *multi factor model* yang diyakini menjadi strategi yang luas diterapkan perlu dilakukan.

Sejalan dengan program pemerintah dalam pengembangan sumber pembiayaan perusahaan melalui pasar modal dengan menggalang keikutsertaan masyarakat umum dalam investasi, diperlukan dukungan pengetahuan dan keterampilan yang cukup memadai dalam melakukan investasi. Sebaliknya ketersediaan sumber informasi dan penelitian tentang masalah ini masih sangat terbatas. Penulis berharap hasil penelitian ini juga bisa menjadi bahan rujukan untuk penelitian-penelitian berikutnya sehingga memperkaya kajian ilmiah bagi dunia pendidikan dan dunia investasi di Indonesia.

1.5. Batasan Penelitian

Menyadari keterbatasan waktu dan sumber daya peneliti melakukan penelitian dalam kurun waktu yang cukup singkat yaitu dari tahun 2008 sampai dengan 2011. Dalam periode ini tidak dilakukan pemisahan antara masa krisis tahun 2008 dan akhir tahun 2011 dengan situasi normal.