

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal merupakan sarana penting dalam perekonomian yang berfungsi memobilisasi dana dari masyarakat ke sektor produktif. Pasar modal mempertemukan pihak yang membutuhkan dana (emiten) dengan pihak yang memiliki kelebihan dana (investor). Dengan semakin berkembangnya pasar modal di Indonesia, investor dapat dengan mudah menginvestasikan dananya di pasar modal, dalam bentuk saham, obligasi maupun sekuritas (aktiva finansial) lainnya dan tidak lagi terbatas pada aktiva riil dan simpanan pada sistem perbankan. Salah satu pilihan investasi yang paling banyak dipilih oleh investor adalah investasi dalam bentuk saham. Menurut Jogiyanto (2000:11) saham merupakan bukti kepemilikan sebagian atas perusahaan atau merupakan tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas.

Pada dasarnya ketika melakukan investasi, investor mempertimbangkan *return* yang diperoleh dari investasinya. Menurut Relly dan Brown (2006: 7) tujuan investor berinvestasi adalah memperoleh *return*. *Return* merupakan salah satu motivasi investor melakukan investasi sehingga menjadi salah satu pusat perhatian investor. Selain itu dalam berinvestasi, investor akan berusaha memaksimalkan *return* yang diperolehnya. *Return* adalah hasil yang diperoleh dari investasi (Jogiyanto, 2000:107) atau merupakan pembayaran di masa mendatang (*future payment*) kepada investor sebagai kompensasi atas kesediaan menanggung resiko nilai waktu uang, harapan tingkat inflasi (*the expected rate of inflation*) dan ketidakpastian pembayaran di masa mendatang (*the uncertainty of future payment*) (Relly dan Brown, 2006: 6).

Sumber-sumber *return* yang diperoleh dalam berinvestasi saham terdiri dari dua komponen utama yaitu *capital gain* dan deviden. Menurut Jimmy (2006) *capital gain (loss)* adalah keuntungan/kerugian yang diperoleh investor karena kenaikan/penurunan harga saham. Apabila harga saham periode saat ini relatif lebih tinggi dibandingkan harga saham periode sebelumnya berarti investor

mengalami keuntungan (*gain*) dan sebaliknya apabila harga saham periode saat ini relatif lebih rendah dibandingkan harga saham periode sebelumnya berarti mengalami kerugian (*loss*). Selain *capital gain*, sumber *return* yang diperoleh investor dalam investasi saham yaitu deviden. Deviden merupakan pembagian laba perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atau merupakan arus kas periodik yang diterima investor atas laba yang dihasilkan perusahaan.

Dalam berinvestasi, investor berusaha untuk memaksimalkan *return* yang diperoleh dari investasinya. Untuk memaksimalkan total *return* yang diperoleh tersebut, investor melakukan berbagai analisis dan mengumpulkan informasi-informasi dalam memilih investasi yang mampu memberikan *return* yang maksimal. Menurut Jogiyanto (2000: 107) investor memprediksi *return* yang diharapkan berdasarkan *return* realisasi yaitu *return* yang telah terjadi. Sebagian besar investor akan selalu mencari tingkat resiko yang terendah bila ditawarkan suatu investasi dengan tingkat *return* tertentu. Demikian pula bila terdapat investasi dengan tingkat resiko tertentu, investor akan lebih memilih investasi dengan *return* yang lebih tinggi.

Menurut Husnan (1998: 47) dalam menghadapi resiko ketidakpastian akan investasinya, yang bisa dilakukan para investor adalah memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya menyimpang dari hasil yang diharapkan. Untuk dapat mengestimasi *return* suatu sekuritas dengan baik dan mudah, diperlukan suatu model estimasi. Ada beberapa teori keuangan yang mengembangkan metode estimasi *return* dan resiko investasi, antara lain yaitu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dan *Fama and French – Three Factor Model*.

Selama beberapa dekade *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) merupakan metode yang paling banyak dipergunakan dalam mengestimasi *return* dan resiko investasi. CAPM pertama kali diperkenalkan oleh William Sharpe, John Litner dan Jan Mossin pada tahun 1960-an yang mengawali teori penilaian asset (*asset pricing theory*). Karena penemuan tersebut, William Sharpe memperoleh hadiah Nobel pada tahun 1990. Menurut Ferdian, *et al.* (2011) dan Fama dan French (1992) teori CAPM merumuskan bahwa: (1) *return* sekuritas memiliki hubungan

linear positif terhadap beta pasar; dan (2) beta pasar sepenuhnya cukup (*sufficient*) untuk menjelaskan *return*. Berdasarkan teori CAPM, sekuritas dengan beta yang tinggi lebih beresiko daripada sekuritas beta rendah, oleh karena itu seharusnya menawarkan *return* yang lebih tinggi. Beta merupakan satu-satunya faktor yang mempengaruhi *return* saham. Lebih lanjut, CAPM menjelaskan bahwa perbedaan *return* ekspektasi dari beberapa investasi yang berbeda disebabkan oleh perbedaan nilai betanya.

Selanjutnya, Stephen Ross pada tahun 1976 mengembangkan model alternatif estimasi *return* yang dikenal dengan model *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Menurut (Jimmy, 2006) teori APT tersebut menyatakan bahwa *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas dipengaruhi oleh berbagai faktor, tidak hanya dengan satu faktor beta CAPM. *Return* sekuritas memiliki hubungan linear dengan H faktor. Berbagai faktor dapat dimasukkan sebagai faktor resiko dalam model serta faktor resiko yang dimasukkan tersebut bergantung pada kondisi ekonomi dan posisi ekonomi tiap negara. Beberapa contoh faktor resiko yang dapat dimasukkan dalam model adalah faktor inflasi, *Gross Domestic Product* (GDP), dan lain-lain. APT mengasumsikan *return* sekuritas dan faktor-faktor tersebut memiliki hubungan linear. Sayangnya teori ini tidak menentukan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi *return* sekuritas. Oleh karena itu, menurut Homsud, *et al.* (2009) model APT kurang bersifat umum dalam penggunaannya karena elemen dalam model tersebut bergantung pada kondisi ekonomi dan posisi ekonomi tiap negara.

Namun terdapat beberapa hasil penelitian yang menunjukkan kontradiksi dengan teori CAPM. Bukti-bukti bahwa resiko pasar (beta) merupakan satu-satunya faktor yang dapat mempengaruhi *return* sangatlah sedikit. Menurut Malin dan Veeraraghavan (2004) ada beberapa kasus yang tidak dapat dijelaskan oleh teori CAPM antara lain yaitu pengaruh *firm size* (Banz, 1981), *earnings yield* (Basu, 1983), *leverage* (Bhandari, 1988) dan rasio *book to market equity* (Chan, Hamao dan Lakonishok, 1991) terhadap *return* saham. Selanjutnya Fama dan French pada tahun 1992 menemukan bahwa ukuran perusahaan (*market equity*) dan *book to market equity* (BE/ME) merupakan variabel-variabel yang dapat menjelaskan rata-rata *return* saham secara *cross section* di New York Stock

Exchange (NYSE) sedangkan beta tidak mampu menjelaskan *return* saham secara signifikan.

Oleh karena itu, Fama dan French pada tahun 1993 merumuskan variabel-variabel yang dapat menjelaskan *return* dalam model tiga faktor yang kemudian dikenal dengan *Fama and French – Three Factor Model*. Model tersebut merupakan pengembangan dari teori CAPM sebagai jawaban atas keterbatasan CAPM. Model tersebut menjelaskan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi *return* adalah faktor resiko pasar yang diukur melalui beta (sama seperti CAPM), *firm size* dan *book-to-market equity*. Kemudian, Fama dan French melakukan penelitian untuk menguji kebenaran dan efisiensi model yang ia kembangkan tersebut. Fama dan French pada tahun 1998 mengemukakan bahwa perusahaan dengan *high book to market equity (value stock)* memberikan *return* yang lebih tinggi dibanding *low book to market equity (growth stock)* di 12 pasar modal selama periode 1975 – 1995 dan perusahaan dengan *small stock* memberikan *return* lebih tinggi daripada *large stock* di 11 pasar modal (Malin dan Veeraraghavan, 2004).

Dengan singkat dapat dikatakan bahwa teori pengukuran *return* ekspektasi dari suatu investasi ada tiga macam yaitu CAPM, APT dan Fama dan French – *Three Factor Model*. CAPM menyatakan bahwa *return* saham dipengaruhi oleh satu-satunya faktor yaitu faktor beta. Saham dengan beta yang tinggi memberikan *return* yang tinggi dan demikian pula saham dengan beta yang rendah memberikan *return* yang rendah. Selanjutnya, teori APT yang pernah muncul pada tahun 1970-an yang menyatakan bahwa *return* saham dipengaruhi oleh berbagai faktor, namun teori tersebut tidak menyebutkan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi *return* saham. Dan terakhir yaitu Fama dan French – *Three Factor Model* yang merumuskan bahwa *return* saham dipengaruhi oleh tiga faktor, yaitu beta saham, ukuran perusahaan dan rasio *book to market equity*.

CAPM merupakan metode yang dipergunakan secara luas sampai sekarang. Survei yang dilakukan oleh Graham dan Harvey (2001) dalam Ferdian, *et al.* (2011) bahwa 73.5% dari 392 CFO di Amerika mengandalkan CAPM dalam mengestimasi biaya ekuitasnya. Selain itu, menurut Hardianto dan Suherman (2009) bahwa dalam aplikasinya, CAPM banyak dipergunakan secara luas

terutama dalam perhitungan, antara lain menghitung biaya modal dan mengevaluasi performa portofolio. Menurut Yuningsih dan Yudaruddin (2007) CAPM dapat dipergunakan untuk memprediksi *return* dari suatu investasi. CAPM menjadi tolok ukur dalam mengevaluasi investasi.

Untuk melakukan analisis *return* investasi, investor perlu mengetahui metode yang valid untuk dipergunakan. *Return* yang diterima investor dalam berinvestasi saham memiliki ketidakpastian, yang mana *return* aktual memiliki kemungkinan berbeda dari *return* yang diharapkan atau diprediksi. Oleh karena itu, model pengukuran *return* yang akurat adalah sesuatu yang penting bagi investor dalam menghadapi ketidakpastian investasinya. Apabila ukuran perusahaan dan *book-to-market equity* tidak mempunyai pengaruh terhadap *return* saham maka metode CAPM adalah benar, akan tetapi apabila ukuran perusahaan dan *book-to-market equity* mempunyai pengaruh terhadap *return* saham maka metode Fama dan French – *Three Factor Model*lah yang benar.

Di Indonesia, Fama dan French – *Three Factor Model* pernah diteliti oleh Jimmy (2006) pada saham-saham LQ-45 Bursa Efek Indonesia selama periode Mei 2004 – April 2005. Berdasarkan hasil penelitiannya, Jimmy (2006) menyimpulkan bahwa Fama dan French – *Three Factor Model* adalah valid untuk dipergunakan. Hal tersebut terbukti dengan adanya hubungan yang signifikan antara ketiga faktor dalam Fama dan French – *Three Factor Model* – resiko pasar (beta), ukuran perusahaan (*firm size*) dan rasio *book-to-market equity* dengan *return* saham. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka metode CAPM yang sampai saat ini banyak dipergunakan oleh para akademisi dan masyarakat luas terutama investor untuk mengestimasi *return* adalah kurang valid. Sebagai implikasinya, ketika melakukan estimasi *return* sekuritas maka seharusnya mempertimbangkan tiga faktor, yaitu faktor resiko pasar (beta), ukuran perusahaan dan rasio *book to market equity*. Penelitian yang dilakukan oleh Jimmy (2006) tersebut menggunakan data saham selama satu tahun. Oleh karena itu, peneliti ingin melanjutkan penelitian tersebut dengan periode yang lebih panjang yaitu tahun 2009-2011.

1.2 Identifikasi Masalah

Teori CAPM menyatakan bahwa *return* suatu saham dipengaruhi oleh satu-satunya faktor yaitu beta. Semakin besar beta saham maka *return* saham tersebut semakin besar. Namun, banyak penelitian lain yang menemukan bahwa teori CAPM tidak terbukti. Salah satunya adalah Fama dan French – *Three Factor Model* yang menyatakan bahwa *return* seharusnya dipengaruhi oleh tiga faktor yaitu beta, ukuran perusahaan dan rasio *book to market equity*. Fama dan French menemukan bahwa perusahaan-perusahaan kecil dan perusahaan-perusahaan yang memiliki rasio *book to market equity* yang tinggi memiliki *return* yang lebih tinggi diatas *return* rata-rata saham. Oleh karena itu, perlu dilakukan pengujian untuk mengetahui kebenaran teori tersebut. Salah satu penelitian tentang pengujian Fama dan French *Three Factor Model* adalah dilakukan oleh Jimmy (2006). Hasil penelitiannya membuktikan bahwa Fama dan French *Three Factor Model* adalah valid untuk mengestimasi *return* suatu investasi. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, maka CAPM yang banyak dipergunakan oleh masyarakat sampai sekarang adalah kurang valid. Oleh karena itu, peneliti melanjutkan penelitian tersebut dengan periode yang lebih panjang.

1.3 Pembatasan Masalah

Untuk lebih fokus, maka penelitian ini diberikan suatu pembatasan masalah. Hal ini dimaksudkan untuk menguatkan penelitian pada fokus bidang amatan. Penelitian ini dibatasi hanya dilakukan pada saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011 dan tergabung dalam saham LQ-45.

1.4 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang yang telah dijelaskan tersebut di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah faktor resiko pasar (beta) berpengaruh secara parsial terhadap *return* saham LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011 dalam kaitannya dengan penggunaan Fama dan French – *Three Factor Model*?
 2. Apakah ukuran berpengaruh secara parsial terhadap *return* saham LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011 dalam kaitannya dengan penggunaan Fama dan French – *Three Factor Model*?
 3. Apakah *book to market equity* berpengaruh secara parsial terhadap *return* saham LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011 dalam kaitannya dengan penggunaan Fama dan French – *Three Factor Model*?
 4. Apakah faktor resiko pasar (beta), ukuran perusahaan dan *book to market equity* berpengaruh secara simultan terhadap *return* saham LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011 dalam kaitannya dengan penggunaan Fama dan French – *Three Factor Model*?
- Apakah Fama dan French – *Three Factor Model* valid dipergunakan dalam memprediksi *return* saham LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011?

1.5 Tujuan Dan Manfaat

1.5.1 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini yaitu:

1. Untuk mengetahui pengaruh resiko pasar (beta) terhadap *return* saham LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011 secara parsial
2. Untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011 secara parsial

3. Untuk mengetahui pengaruh *book to market equity* terhadap *return* saham LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011 secara parsial
4. Untuk mengetahui pengaruh resiko pasar (beta), ukuran perusahaan dan *book to market equity* terhadap *return* saham LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011 secara simultan
5. Untuk mengetahui validitas penggunaan Fama dan French – *Three Factor Model* dalam memprediksi *return* saham LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011

1.5.2 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberi manfaat bagi semua pihak, yakni:

1. Manfaat Teoritis
 - a. Bagi pengembangan ilmu pengetahuan penelitian ini diharapkan dapat memberi sumbangan ilmu pengetahuan khususnya pengembangan ilmu manajemen keuangan.
 - b. Menjadi bahan referensi studi manajemen khususnya manajemen keuangan.
 - c. Menambah kontribusi pada pengembangan penelitian dan memperkaya bukti empiris penelitian mengenai *return* saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
2. Manfaat Praktis
 - a. Bagi investor, penelitian ini diharapkan membuat investor mengetahui metode yang valid dipergunakan dalam mengestimasi *return*.
 - b. Mengetahui faktor-faktor yang paling berpengaruh terhadap *return* saham

1.6 Pengorganisasian Penulisan

Penelitian ini disusun dengan sistematika yang disusun secara berurutan yang terdiri dari beberapa bab yaitu : Bab I Pendahuluan, Bab II Tinjauan Pustaka, Bab III Metode Penelitian, Bab IV Hasil dan Pembahasan, Bab V Penutup. Untuk masing-masing isi dari setiap bagian adalah sebagai berikut :

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini berisi tentang latar belakang masalah, indentifikasi masalah, pembatasan masalah, perumusan masalah serta tujuan dan manfaat penelitian

BAB II TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Bab ini berisi landasan teori yang mendukung penelitian, bagan alur berpikir dan hipotesis penelitian

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini membahas tentang jenis penelitian, variabel dan defenisi operasional, jenis data, sumber data serta aras dan skala pengukuran, populasi dan sampel, prosedur pengumpulan data serta pengolahan data dan pengujian hipotesis

BAB IV PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

Bab ini berisi tentang pembahasan hasil pengolahan data, analisis data dan interpretasi hasil

BAB V PENUTUP

Bab ini berisi tentang kesimpulan dari hasil penelitian, keterbatasan penelitian serta saran-saran yang mungkin berguna bagi beberapa pihak