

# **BAB 1**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang**

Pasar modal merupakan kondisi keseluruhan aktivitas dari berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri. Di dalam pasar modal dapat terjadi interaksi antara emiten dengan investor untuk melakukan transaksi jual beli sekuritas. Setiap informasi perkembangan yang terjadi di pasar modal dapat dilihat melalui Bursa Efek Indonesia (BEI). Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan sebuah lembaga dimana menyediakan seluruh informasi dari berbagai aktivitas perkembangan portofolio yang ada di pasar modal Indonesia. Bursa Efek Indonesia (BEI) menyajikan setiap perkembangan yang ada pada portofolio sekuritas sehingga memudahkan bagi para investor dalam memperoleh sejumlah informasi dari sekuritas yang dimiliki. Para investor juga lebih efisien dan efektif dalam menganalisis setiap perkembangan dari masing-masing portofolio sekuritas yang ada.

Perkembangan informasi perusahaan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun ini sebanyak 524 emiten yang terdaftar. Di Bursa Efek Indonesia (BEI) terdapat sembilan sektor industri yang diperdagangkan, salah satunya adalah sektor industri manufaktur. Dalam hal ini, sektor industri manufaktur menjadi salah satu pilihan yang menarik untuk dikaji pada penelitian ini dikarenakan sektor industri manufaktur memiliki intensitas jumlah perusahaan yang lebih banyak dibandingkan dengan sektor industri yang lain yaitu sebesar 36% dari total emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan perusahaan yang

tergabung di sektor industri manufaktur. Di samping intensitas jumlah perusahaan yang lebih banyak, sektor industri manufaktur merupakan penopang pertumbuhan ekonomi yang terjadi di Indonesia. Mengingat dalam hal ekspor produk dalam negeri masih memiliki banyak keterbatasan sehingga pemerintah berupaya meningkatkan produk import. Akan tetapi, dengan melakukan perubahan pada kebijakan-kebijakan yang ada maka pemerintah saat ini berfokus pada sektor industri manufaktur. Dengan meningkatkan produksi hasil daripada barang mentah untuk di ekspor ke negara lain demi meningkatkan pertumbuhan ekonomi Indonesia. Dengan demikian, dari berbagai alasan yang telah di jelaskan diatas menjadi keseluruhan data terpenuhi yang dapat menunjang penelitian ini.

Dengan melakukan investasi pada sekuritas investor berharap akan memperoleh keuntungan di masa mendatang sehingga kesejahteraannya akan semakin tinggi. Untuk mencapai tujuan tersebut investor dituntut untuk bukan hanya mampu mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi harga sebuah sekuritas, tetapi juga mampu memahami bagaimana pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap harga sebuah sekuritas. Dengan kata lain, investor harus mampu menganalisis semua faktor yang relevan mempengaruhi harga sebuah sekuritas di masa mendatang. Hal ini menjadi sangat penting bagi investor karena perubahan harga sekuritas di masa mendatang pada akhirnya akan menentukan tingkat keuntungan (*return*) yang akan dinikmatinya.

Karena itu diperlukan sebuah model yang mampu menjelaskan bagaimana harga atau *return* sebuah sekuritas dapat diukur atau ditentukan. Model yang menjelaskan bagaimana menentukan harga atau *return* sebuah sekuritas biasa disebut *aset pricing model*. *Capital Aset Pricing Model* (CAPM) adalah sebuah model yang pertama kali dikembangkan untuk

menentukan harga sebuah aset atau sekuritas. Model ini dikembangkan secara terpisah oleh Sharpe (1964), Litner (1965), Mosin (1966), dan Black (1972). Ide dasar dari model ini bertolak dari fenomena yang selalu berulang yaitu perubahan harga sebuah sekuritas yang pada umumnya mengikuti perubahan harga atau indeks pasar: jika harga pasar meningkat maka harga sebuah sekuritas juga akan meningkat; demikian pula sebaliknya. Dengan demikian, menurut CAPM, harga sebuah sekuritas hanya ditentukan sebuah faktor atau indeks tunggal yaitu indeks atau portofolio pasar. Sedangkan sensitivitas perubahan harga sebuah sekuritas terhadap perubahan indeks pasar bisa disebut resiko sistematis (*systematic risk*) atau resiko pasar (*market risk*) atau disebut juga *Beta* ( $\beta$ ), yaitu resiko yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Dengan kata lain, harga atau *return* sebuah sekuritas ditentukan oleh satu faktor tunggal yaitu resiko pasar atau Beta.

CAPM kemudian banyak diaplikasikan oleh para akademisi maupun praktisi bukan hanya untuk menentukan harga sebuah aset, tetapi juga untuk menentukan biaya modal ekuitas (*cost of equity*) maupun dalam *cost and benefit analysis*. Menurut Fama dan French (2004: 25), “*the attraction of CAPM is that it offers powerful and intuitively pleasing prediction about how to measure risk and the relation between expected return and risk*”. Namun berbagai hasil riset empiris menunjukkan bahwa CAPM sering kali tidak valid. Hal tersebut dapat disebabkan oleh kegagalan CAPM secara teoritis sebagai akibat dari banyaknya asumsi yang terlalu disederhanakan. Namun kegagalan tersebut dapat juga disebabkan oleh kesulitan dalam implementasi melalui pengujian yang valid. Sebagai contoh, menurut CAPM, resiko suatu saham harus diukur secara relatif berdasarkan “portofolio pasar”. Padahal “portofolio pasar” itu sendiri tidak

hanya mencakup *aset financial* tetapi juga mencakup aset lain seperti barang konsumsi tahan lama, properti, atau bahkan *human capital*. Bahkan bila hanya dibatasi pada *aset financial* saja, masalah lain masih saja muncul, seperti apakah hanya saham saja atau harus memasukkan juga *aset financial* yang lain seperti obligasi? Apakah portofolio pasar yang dimaksud itu adalah pasar di suatu negara saja atau pasar di seluruh dunia? Karena itu Fama dan French (2004: 26) menyimpulkan bahwa “*whether the model’s problems reflect the weakness in theory or in it’s empirical implementation, the failure of CAPM in empirical tests imply that most application of the model are invalid*”.

Akibatnya muncul beberapa teori alternatif mengenai *aset pricing model*. Merton (1973) mengembangkan teori penentuan harga aset yang disebut *Intertemporal Capital Aset Pricing Model* (ICAPM). Pada dasarnya ICAPM merupakan perluasan dari CAPM tetapi dengan asumsi yang berbeda. CAPM mengasumsikan bahwa investor hanya peduli terhadap kekayaan atau kemakmurannya dalam bentuk peningkatan *return* pada akhir periode tertentu. Tetapi menurut ICAPM, investor tidak hanya peduli kekayaannya pada akhir periode tetapi juga peduli terhadap peluang untuk mengkonsumsi atau menginvestasikan kembali keuntungan yang mereka peroleh. Peluang tersebut tentu saja dipengaruhi banyak faktor seperti pendapatan masyarakat (*labor income*), harga barang konsumsi, peluang investasi. Singkatnya, jika CAPM hanya memperhitungkan *single factor* yaitu portofolio pasar, ICAPM memperhitungkan *multifactor* dalam menentukan harga sebuah aset. Akibatnya, menurut ICAPM, disamping beta pasar, masih terdapat banyak beta (*multi beta*) yang harus diperhitungkan untuk menentukan harga sebuah aset. Sayangnya ICAPM tidak secara spesifik menunjuk faktor-faktor apa saja selain portofolio pasar.

Selanjutnya Ross (1977) mengembangkan teori penetapan harga aset yang disebut *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Seperti halnya ICAPM, APT juga menggunakan *multifactor* untuk menjelaskan terbentuknya harga sebuah aset. Namun berbeda dengan ICAPM, APT secara lebih spesifik menentukan batasan agar sebuah faktor dapat dipergunakan sebagai determinan harga sebuah aset, yaitu mempunyai dampak yang luas terhadap *return* saham, secara empiris berpengaruh terhadap *return* saham, dan faktor-faktor tidak dapat diprediksi sebelumnya dan bersifat mengejutkan (*shock*) pasar. Namun kelemahan utamanya adalah faktor-faktor tersebut bisa saja berbeda antar pasar atau antar negara.

Akibatnya, seperti halnya CAPM, baik ICAPM maupun APT seringkali tidak dapat diuji secara empiris. Karena itu Fama dan French (1993) mengembangkan teori penentuan harga aset yang mereka sebut *Three Factor Model* (selanjutnya disingkat TFM). Model ini dikembangkan berdasarkan fakta adanya banyak kontradiksi atau anomali dalam CAPM dan *efficient market hypothesis* (EMH). Anomali terpenting berkaitan dengan ukuran perusahaan (*firm size effect*). Banz (1981) menemukan bahwa ukuran perusahaan yang diproksikan dengan *market value of equity* (MVE) berpengaruh signifikan terhadap *return* saham dengan arah yang berlawanan. Dalam hal ini perusahaan berukuran kecil terbukti mampu menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada perusahaan yang berukuran besar.

Anomali kedua berasal dari temuan Bhandari (1988). Menurut CAPM, efek dari *leverage* terhadap resiko dan *return* saham seharusnya sudah tercermin pada Beta saham ( $\beta$ ). Tetapi Bhandari menemukan bahwa kebijakan hutang (*leverage*) ternyata merupakan variabel yang mampu

menjelaskan resiko dan *return* saham bersamaan dengan ukuran perusahaan dan beta saham.

Di samping itu Stattman (1980) serta Rosenberg, dkk. (1985) menemukan bahwa rata-rata *return* saham di Amerika Serikat mempunyai hubungan positif dengan rasio nilai buku saham biasa terhadap nilai pasar saham biasa (*book value of equity to market value of equity* = BVE/MVE). Sedangkan Chan, dkk. (1991) juga menemukan fenomena yang sama pada pasar modal di Jepang.

Bertolak dari anomali-anomali tersebut, Fama dan French (1993) mengembangkan TFM untuk menjelaskan hubungan yang antara resiko dan *return* aset sebagai dasar penetapan harga aset. Menurut TFM, harga sebuah sekuritas dapat ditentukan oleh tiga variabel utama yaitu *return* pasar (seperti yang dispesifikasikan oleh CAPM), ukuran perusahaan (*firm size*) dan nilai perusahaan yang tercermin pada rasio BVE/MVE. Pengujian di bursa Amerika Serikat yaitu NYSE, Amex maupun NASDAQ dalam periode 1963–1991 menunjukkan bahwa *return* pasar, ukuran perusahaan dan rasio nilai buku terhadap nilai pasar terbukti mampu menjelaskan resiko dan *return* saham maupun obligasi.

Daniel dan Titman (1996) telah melakukan pengujian ulang terhadap TFM di bursa NYSE, Amex dan NASDAQ selama periode 1963-1993. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa tidak ada hubungan antara *expected return* dan resiko seperti yang dispesifikasikan oleh TFM. Sedangkan Aleati, dkk. (2000) telah menguji TFM di bursa Italia. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa hanya *return* pasar dan suku bunga yang konsisten mempengaruhi *return* saham, sedangkan efek dari ukuran perusahaan dan rasio BVE/MVE tergantung pada metode estimasi yang digunakan. Namun Davis, dkk. (2000) memperpanjang periode riset yaitu

dari 1927–1997 di bursa NYSE, Amex dan NASDAQ. Hasil penelitian mereka ternyata mendukung TFM.

Para peneliti lain juga telah berupaya mengaplikasikan TFM di berbagai negara. Conor dan Sehgal (2001) menguji TFM di pasar modal India. Hasil penelitian mereka mendukung TFM. Gaunt (2004) menguji validitas CAPM dan TFM di pasar modal Australia. Dengan menggunakan OLS, hasil penelitiannya menunjukkan bahwa TFM mempunyai “*explanatory power*” yang lebih besar dalam menjelaskan *return* saham di Australia dibandingkan CAPM. Namun Faff (2004) juga mencoba mengaplikasi TFM di pasar modal Australia dengan menggunakan *generalized method of moment* (GMM) dan membuktikan bahwa TFM ternyata “*less powerful*”.

Eraslan (2013) menguji validitas TFM di pasar modal Turki periode 2003-2010 dan hasil penelitiannya mendukung TFM. Di China, Xu dan Zhang (2014) mencoba mengaplikasikan TFM dalam periode 1991-2012. Secara umum hasil penelitian mereka mendukung TFM. Namun mereka juga menemukan adanya variasi antar industri dalam hal “*explanatory power*” di mana industri perdagangan yang paling besar.

Penelitian ini merupakan replikasi dari riset yang dilakukan oleh Eraslan (2013). Tujuan dari riset ini adalah mengetahui adanya penerapan model TFM untuk menjelaskan perilaku harga atau *return* saham. Metode penelitian yang digunakan dalam riset ini adalah *Ordinary Least Square* (OLS). Dalam riset ini, peneliti membagi *firm size* dan *book to market value of equity* ke dalam sembilan portofolio untuk mengetahui adanya hubungan antara *expected return* dan resiko saham pada perusahaan sehingga dapat menjelaskan variasi tingkat *return* yang dihasilkan.

## 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian pada latar belakang di atas maka perumusan masalah yang akan diuji dalam penelitian ini adalah:

Apakah *Three Factor Model* dapat diaplikasikan untuk menjelaskan perilaku harga atau *return* saham (*stock return*) pada Bursa Efek Indonesia (BEI)?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk menguji validitas *Three Factor Model* yang diajukan oleh Fama dan French (1993) dalam menjelaskan perilaku harga atau *return* saham (*stock return*) di Bursa Efek Indonesia (BEI).

## 1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat baik secara akademis maupun secara praktis.

### 1.4.1 Manfaat Akademis

Bagi para akademisi, penelitian ini diharapkan dapat memperluas dan memperdalam pemahaman mengenai *aset pricing model* khususnya *three factor model* yang dikembangkan oleh Fama dan French (1993) karena hingga kini model ini belum banyak ditulis dalam buku teks dan atau diajarkan pada matakuliah Manajemen Portofolio dan Investasi di banyak perguruan tinggi di Indonesia. Di samping itu hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi untuk penelitian-penelitian empiris mengenai *aset pricing model* di Indonesia, khususnya dengan menggunakan *three factor model*.



### **1.4.2 Manfaat Praktis**

#### 1. Bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi tambahan yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi investor terkait dengan kinerja perusahaan yang mencerminkan kondisi perusahaan.

#### 2. Bagi Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam literatur dan menambah pengetahuan serta referensi bagi peneliti selanjutnya dalam melakukan penelitian yang berhubungan dengan penelitian ini.

### **1.5 Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan skripsi ini dibagi dalam 5 bab dengan pembagian sebagai berikut:

#### **BAB 1. PENDAHULUAN**

Bab ini akan memaparkan latar belakang permasalahan, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan skripsi.

#### **BAB 2. TINJAUAN KEPUSTAKAAN**

Bab ini membahas mengenai penelitian terdahulu, kajian teori yang mengenai teori portofolio, *Capital Asset Pricing Models* (CAPM), *Abitrage Pricing Theory* (APT), Fama dan French Model Tiga Faktor serta hipotesis penelitian.

#### **BAB 3. METODE PENELITIAN**

Bab ini menjelaskan mengenai desain penelitian, identifikasi variabel, definisi operasional variabel, pengukuran variabel, jenis

dan sumber data, alat dan metode pengumpulan data, populasi, sampel, teknik pengumpulan sampel serta teknik analisis data.

#### BAB 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini menyajikan hasil deskripsi variabel penelitian, hasil analisis data, dan pembahasan.

#### BAB 5. SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi tentang simpulan dari hasil pengujian hipotesis dan saran bagi penelitian mendatang, investor dan perusahaan.