

## **BAB 1**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang**

“*Since the future not known with certainty, it must be “expected” or “anticipated” return which we discount*” (Markowitz, 1952, p. 77). Pernyataan ini menunjukkan bahwa terdapat banyak ketidakpastian atau faktor yang mempengaruhi harga sebuah sekuritas di masa depan. Oleh karena itu investor harus mampu menganalisis semua faktor tersebut jika ingin memperoleh keuntungan (*return*) yang tinggi. Namun masih terdapat banyak ambiguitas dalam menentukan faktor-faktor tersebut yang membuat investor masih belum mampu meminimalisir risiko investasi dengan baik. Ambiguitas ini terjadi karena berbagai gejolak ekonomi, baik ekonomi di negara bersangkutan maupun global, isu-isu politik, kondisi perusahaan, sampai perilaku investor yang tidak dapat diprediksi dengan pasti, sehingga tidak jelas faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi harga sebuah sekuritas di masa depan. Hal ini mendorong kaum akademisi dan praktisi berusaha mencari metode yang mampu menjelaskan berbagai faktor tersebut.

Sharpe (1964), Lintner (1965), Mossin (1966), dan Black (1972), secara terpisah mengembangkan suatu model yang mampu menjelaskan bagaimana memprediksi harga atau *return* sebuah sekuritas. Model ini disebut *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

CAPM dikembangkan berdasarkan *Modern Portfolio Theory* (MPT) yang dikembangkan oleh Markowitz (1952). Teori ini mampu menjelaskan dengan baik hubungan antara *risk and return* dan bagaimana meminimalisir risiko melalui diversifikasi. Namun teori ini belum mampu menjelaskan faktor apa saja yang mempengaruhi harga atau *return* maupun risiko sebuah aset.

CAPM menarik perhatian investor maupun analis investasi. Hal ini dikarenakan model sebelumnya, yakni *risk-premium model*, tidak memperhitungkan faktor pasar sehingga penjelasan mengenai hubungan risiko dengan *return* sebuah sekuritas menjadi tidak nyata, seperti yang diungkapkan oleh Sharpe, “*At present there is no theory describing the manner in which the price of risk results from the basic influences of investor preferences, the physical attributes of capital assets, etc. Moreover, lacking such a theory, it is difficult to give any real meaning to the relationship between the price of a single asset and its risk* (Sharpe, 1964, p. 426). Sebaliknya, CAPM dilandaskan pada fenomena yang terjadi di pasar modal, yakni perubahan harga sebuah sekuritas mengikuti perubahan harga pasar, sehingga terbentuklah hubungan positif antara perubahan harga sebuah sekuritas dengan perubahan harga pasar. Oleh karena itu, semua komponen risiko secara makro, seperti pertumbuhan ekonomi, perilaku investor, tingkat inflasi, dan lain-lain, sudah tercermin di dalam harga pasar, yang mempengaruhi harga sebuah sekuritas.

Menurut CAPM, risiko yang dinilai oleh investor rasional hanya risiko sistematis (*systematic risk*) karena risiko tersebut tidak bisa dihilangkan dengan melakukan diversifikasi. *“Through diversification, some of the risk inherent in an asset can be avoided so that its total risk is obviously not the relevant influence on its price; unfortunately little has been said concerning the particular risk component which is relevant”* (Sharpe, 1964, p. 426). Dengan demikian, CAPM menggunakan *single factor* yakni *return* pasar dalam memprediksi *expected return* sebuah sekuritas.

CAPM kemudian banyak diaplikasikan ke dalam berbagai penelitian empiris. Namun banyak penelitian yang menyatakan bahwa CAPM tidak valid, karena asumsi-asumsi yang digunakan terlalu sederhana dan cenderung tidak relevan terhadap kondisi nyata. Misalnya saja, tidak ada biaya transaksi, inflasi, pajak pendapatan dan hanya satu periode waktu sulit ditemui dalam dunia nyata (Tandelilin, 2010:187). Hal ini membuat CAPM sulit diuji keabsahannya, seperti yang disinyalir oleh Roll, yaitu *“The CAPM has never been tested and probably never will be. The problem is that the market portfolio at the heart of the model is theoretically and empirically elusive. It is not theoretically clear which assets (for example, human capital) can legitimately be excluded from the market portfolio, and data availability substantially limits the assets that are included. As a result, tests of the CAPM are forced to use proxies for the market portfolio, in effect testing whether the proxies*

*are on the minimum variance frontier. Because the tests use proxies, not the true market portfolio, we learn nothing about the CAPM*" (Roll, 1977; dalam Fama dan French, 2004). Selain itu, CAPM yang hanya menggunakan *return* pasar sebagai satu-satunya faktor yang mempengaruhi *expected return* sebuah sekuritas dinilai masih belum mampu menjelaskan *return* sebuah sekuritas dengan baik.

Teori CAPM yang masih menimbulkan banyak perdebatan ini membuat para akademisi maupun praktisi mencoba menemukan teori baru yang dapat menjelaskan *return* sebuah sekuritas. Merton (1973) memperkenalkan *multi index model* yang kemudian dikenal dengan *Intertemporal Capital Asset Pricing Model* (ICAPM). ICAPM merupakan perluasan dari asumsi-asumsi CAPM, yang hanya menggunakan *return* pasar sebagai satu-satunya faktor yang mempengaruhi *return* saham. Menurut ICAPM, investor memiliki kesempatan untuk melakukan konsumsi dan menginvestasikan kembali keuntungan yang diperolehnya, tidak seperti CAPM yang mengasumsikan bahwa investor hanya memaksimalkan keuntungan dalam satu periode saja dan tidak mempedulikan peristiwa di luar periode tersebut.

Tujuan dari ICAPM adalah untuk memaksimalkan utilitas harapan dari konsumsi dan investasi yang bersifat *trade-off*. Hal ini membuat aktivitas konsumsi dan aktivitas investasi harus seimbang. Namun berbagai faktor makro seperti pendapatan masyarakat, harga barang konsumsi, peluang investasi, dan lain-lain yang terus

mengalami perubahan mengakibatkan besarnya konsumsi dan investasi menjadi tak menentu. Dengan demikian, faktor-faktor yang mempengaruhi *return* pun semakin beragam, tidak hanya terbatas pada *return* pasar. Sayangnya, ICAPM tidak menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi portofolio pasar secara spesifik. Hal ini membuat ICAPM sulit diuji ke dalam penelitian empiris.

Setelah Merton, pada tahun 1977 Ross mengenalkan sebuah teori yang dinamakan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). APT sebenarnya hampir sama dengan ICAPM, menggunakan *multi index model*, hanya saja APT sudah menggunakan batasan-batasan dalam menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi harga sebuah sekuritas. Batasan-batasan yang dimaksud seperti memiliki pengaruh yang luas terhadap *return* saham-saham di pasar, mempengaruhi *return* harapan, dan mengandung informasi yang bersifat mengejutkan pasar (Tandelilin, 2010:211). Di dalam APT, risiko didefinisikan sebagai sensitivitas saham terhadap faktor-faktor ekonomi makro dan besarnya *return* harapan akan dipengaruhi oleh sensitivitas tersebut (Tandelilin, 2010:212). Namun, teori ini masih menuai banyak kritik seperti yang diungkapkan oleh Dhrymes dkk, yaitu “*First, The basic methodology of analyzing small groups of securities in order to gather confirmatory or contrary evidence relative to the APT model is seriously flawed. Second, because of the indeterminacies of factor analysis, it’s not possible to test directly whether a given “factor” is priced. Third, there are 3 to 5 factors*

*does not appear to be robust; our result show that how many factors one 'discovers' depends on the size of the group of securities one deals with"* (Dhrymes dkk, 1984, p. 345).

Oleh karena ICAPM maupun APT sulit diuji secara empiris, Fama dan French (1993) mengembangkan sebuah teori yang dikenal dengan *Three Factor Model*. Fama dan French memasukkan *firm size* yang diproksikan dengan *market capitalization* dan *firm value* yang diproksikan dengan *book to market value of equity* sebagai faktor kedua dan ketiga yang mempengaruhi perubahan harga sebuah sekuritas. Hal ini dilandaskan pada adanya anomali yang terjadi di pasar modal, dimana perusahaan kecil cenderung memiliki *return* tinggi sedangkan perusahaan besar cenderung memiliki *return* rendah. Anomali ini sesuai dengan temuan dari Banz (1981) mengenai *size effect*. Selain *size effect*, anomali lain yaitu *leverage* yang seharusnya sudah tercermin melalui risiko pasar, namun Bhandari (1988) menemukan bahwa *leverage* dapat menjadi faktor yang mempengaruhi *return* saham selain *firm size* dan risiko pasar. Di samping itu, Stattman (1980) dan Rosenberg dkk (1985) menemukan bahwa rata-rata *return* saham di Amerika Serikat memiliki hubungan positif dengan rasio nilai buku saham terhadap nilai pasar. Hal yang sama juga ditemukan oleh Chan dkk (1991) di Jepang.

Meskipun *Three Factor Model* sudah lebih maju dibandingkan CAPM, namun model ini masih belum mampu

menjelaskan perilaku harga saham dengan baik. Hal ini mendorong Carhart (1997) mengembangkan sebuah teori yang dikenal dengan *Four Factor Model*. Menurut Carhart, persistensi kinerja reksa dana tidak hanya didasarkan pada kemampuan investor dalam mengombinasikan aset, melainkan ada faktor-faktor yang membuat *return* saham berkinerja bagus secara kontinu. Maka dari itu, Carhart memasukkan momentum sebagai faktor keempat, selain tiga faktor yang digagas oleh Fama dan French, yakni *return* pasar dari CAPM, *firm size*, dan *firm value*.

Strategi momentum mengacu pada suatu pola jangka pendek, sekitar 1 bulan, dimana saham-saham yang memiliki kinerja baik dan memberikan keuntungan bagi investor di masa lalu akan terus menunjukkan kinerja yang baik. Sebaliknya, saham-saham yang berkinerja buruk di masa lalu akan konsisten menghasilkan kinerja buruk di masa depan. Pola tersebut dimanfaatkan oleh investor untuk meramalkan harga sebuah sekuritas di masa depan, sehingga investor dapat memperoleh abnormal *return*. Dengan demikian, momentum diukur dengan menggunakan *return* 1 bulan sebelumnya. Temuan ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jegadeesh dan Titman (1993) mengenai *one-year momentum anomaly*. Carhart sendiri menggunakan sampel yang terbebas dari *survivor bias*, yaitu sebanyak 1.892 portofolio saham dan membuktikan bahwa keempat faktor tersebut mempengaruhi persistensi kinerja reksa dana di New York *Stock Exchange* (NYSE),

American Stock Exchange (AMEX), dan NASDAQ Stock Exchange dalam kurun waktu 1962-1993.

Pengujian *Four Factor Model* juga telah dilakukan di berbagai negara. Rouwenhorst (1998), membuktikan bahwa strategi momentum memberikan keuntungan pada 12 Bursa Efek di Eropa. Griffin, Ji, dan Martin (2003), memastikan bahwa profitabilitas dari strategi momentum terjadi di banyak pasar modal di berbagai negara dan dibenarkan penerapan faktor momentum dimasukkan ke dalam *asset pricing*. Tai (2003), melakukan penelitian terhadap *return* saham bulanan yang terdapat di NYSE, AMEX, dan NASDAQ pada tahun 1953-2000, menemukan bahwa *return* pasar, *firm size*, *book to market equity*, dan momentum secara signifikan mampu menjelaskan *return* saham. Berbagai penelitian yang mendukung Carhart ini semakin menguatkan bahwa *Four Factor Model* dapat menjelaskan perilaku harga saham.

Namun, terdapat beberapa penelitian yang tidak mendukung pengaruh momentum *effect* terhadap *return* saham. Novak dan Petr (2010), melakukan penelitian terhadap Bursa Efek Stockholm dan tidak menemukan pengaruh *return* pasar, *firm size*, *book to market value of equity*, dan momentum pada *return* saham. Selain itu, Niunco (2011) menguji *Four Factor Model* pada Bursa Efek Amsterdam. Ia menemukan bahwa *Four Factor Model* ternyata tidak mampu menjelaskan *return* saham-saham di Amsterdam.

Berdasarkan berbagai pandangan di atas, terlihat bahwa penelitian mengenai *asset pricing model* terus mengalami perkembangan dan menjadi topik penelitian yang menarik untuk diuji. Peneliti tertarik menguji pengaruh *return* pasar, *firm size*, *firm value*, dan momentum dalam memprediksi *return* saham di Indonesia. Oleh karena itu, peneliti akan melakukan penelitian berjudul **“Aplikabilitas Carhart Four Factor Model dalam Memprediksi Stock Return di Pasar Modal Indonesia”**.

## **1.2 Rumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan di atas, pokok permasalahan yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah apakah Carhart *Four Factor Model* dapat menjelaskan perilaku harga saham di Indonesia?

## **1.3 Tujuan Penelitian**

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah menguji Carhart *Four Factor Model* dalam menjelaskan perilaku harga saham di Indonesia.

## **1.4 Manfaat Penelitian**

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

#### 1.4.1 Manfaat Akademis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan referensi bagi penelitian-penelitian empiris mengenai *asset pricing model* di Indonesia, khususnya *Four Factor Model* yang masih asing di Indonesia.

#### 1.4.2 Manfaat Praktis

Diharapkan dengan adanya penelitian ini dapat memberikan masukan bagi investor mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham sehingga investor tidak salah dalam memilih saham.

### 1.5 Sistematika Penulisan

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

#### BAB 1. PENDAHULUAN

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

#### BAB 2. TINJAUAN KEPUSTAKAAN

Bab ini membahas mengenai penelitian terdahulu, kajian teori mengenai teori-teori portofolio mulai dari CAPM

hingga *Four Factor Model*, serta perumusan hipotesis penelitian.

### BAB 3. METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan mengenai desain penelitian, identifikasi variabel, definisi operasional variabel, pengukuran variabel, jenis dan sumber data, teknik pengumpulan sampel, dan 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 selanjutnya.