

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang Masalah**

Dalam dunia investasi, semua investor mengharapkan tingkat pengembalian (*return*) yang optimal. Namun tingkat pengembalian yang diterima oleh investor (*actual return*) tidak selalu sesuai dengan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*), dengan kata lain investor tidak mengetahui dengan pasti hasil yang akan diperoleh dari investasi. Keadaan ini menunjukkan bahwa investor menghadapi risiko investasi.

Indonesia memiliki sumber daya alam yang sangat melimpah. Peran industri pertambangan semakin penting bagi perekonomian negara-negara di dunia termasuk di Indonesia. Indonesia dengan nilai produksi mineral \$12,22 miliar atau setara dengan Rp 109,98 triliun menyumbang 10,6% dari total ekspor barang pada 2010 (Sanwindayani, 2014). Laporan ini menegaskan pandangan bahwa produksi dan penciptaan pendapatan merupakan kekuatan utama dalam pengentasan kemiskinan di mana industri pertambangan memiliki peran penting yang semakin meningkat. Realitas ini telah dipahami dan dicerminkan dalam agenda beberapa perusahaan pertambangan dunia yang bertanggung jawab, namun belum dipahami secara konsisten oleh pemerintah, perusahaan, masyarakat madani dan pemangku kepentingan lain di negara-negara yang memiliki investasi pertambangan yang besar.

Selain pertambangan, di setiap daerah yang ada di Indonesia memiliki hotel dan restoran atau rumah makan. Jadi sebagian besar yang mempengaruhi perekonomian di Indonesia adalah kegiatan perdagangan, namun tingkat konsumsi di Indonesia juga cukup besar. Pandangan positif terhadap sektor perdagangan, hotel dan restoran yaitu bisa membuka lapangan kerja baru bagi warga Indonesia, menambah pendapatan nasional negara, menciptakan bibit – bibit unggul dalam inovasi-inovasi terbaru di bidang hotel dan restoran maupun perdagangan. Perdagangan sering dikaitkan dengan berlangsungnya transaksi yang terjadi sebagai akibat munculnya problem kelangkaan barang. Perdagangan juga merupakan kegiatan spesifik, karena di dalamnya melibatkan rangkaian kegiatan produksi dan distribusi barang.

Dalam membuat keputusan investasi, ada dua faktor yang harus dipertimbangkan, yaitu pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dan risiko yang harus ditanggung (*risk*). Risiko investasi merupakan konsekuensi yang harus ditanggung oleh investor karena pengembalian di masa yang akan datang dari investasi dalam kondisi ketidakpastian (*uncertainty*). Besarnya premi risiko yang dituntut tiap investor tidak sama. Hal ini tergantung pada preferensinya dalam menghadapi risiko. Sebagai besar investor berperilaku sebagai *risk averter* sehingga cenderung menuntut premi risiko yang lebih tinggi untuk setiap unit kenaikan risiko.

Investor akan berpikir untuk memaksimalkan *return* yang diharapkan (*expected return*) dari setiap rupiah yang mereka investasikan dalam surat berharga. Agar *return* yang mereka dapatkan adalah *return* yang maksimal, maka

penting bagi investor untuk memperhatikan dan mengestimasi semua faktor penting yang dapat mempengaruhi *return* dari investasinya dimasa yang akan datang (Homsud dan Nopbhanon *et al.*, 2009).

Kemampuan untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas merupakan hal yang sangat diperlukan oleh investor untuk banyak keputusan keuangan seperti prediksi biaya ekuitas keputusan investasi, manajemen portofolio, penganggaran modal, dan evaluasi kinerja. Oleh karena itu, para peneliti terus mengembangkan *asset pricing model* untuk menemukan teknik terbaik dalam melakukan seleksi portofolio yang mampu memberikan pengembalian optimal. Studi mengenai *asset pricing* terus berkembang dan semakin menarik untuk diteliti karena selalu menyisakan pro dan kontra berkaitan dengan model yang dapat menjelaskan perilaku variabel-variabel dalam investasi dengan lebih baik.

*Capital Asset Pricing Model* menjadi model estimasi yang paling populer sejak tahun 1964. Menurut Tandelilin (2010:187) *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) merupakan suatu model yang menghubungkan tingkat *return* harapan dari suatu aset berisiko dengan risiko oleh teori portofolio pada kondisi pasar yang seimbang. Tujuan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) adalah menentukan harga suatu aset finansial dengan pertimbangan *return* berisiko yang ada didalamnya. Risiko yang ada pada saham individu bisa dikurangi dengan menambah jumlah aset saham dengan membentuk sebuah portofolio. Semakin banyak jumlah saham yang ditambahkan dalam portofolio, maka risiko individu akan lebih kecil.

Pasar modal itu sendiri memberi peran positif terhadap investor, perusahaan dan pemerintah. Menurut hasil survai yang dilakukan oleh *Manualife*

*Asset Management* tentang “*Manulife Investor Sentiment Index (MISI)*” Saham merupakan salah satu instrument pasar modal yang paling banyak dipilih dan diminati oleh investor terutama investor domestik. Karena dipengaruhi oleh keuntungan investasi saham seperti *capital gain* dan dividen. Tingginya keuntungan yang diinginkan maka tinggi pula tingkat risiko yang harus dihadapi, sebaliknya rendahnya keuntungan yang diinginkan maka rendah juga tingkat risiko yang harus dihadapi (*high risk high return and low risk low return*). Persamaan CAPM menyatakan bahwa *expected return* atas aset berisiko merupakan fungsi linear dari beta ( $\beta$ ) yang mengukur besarnya kecenderungan aset berisiko tersebut untuk *co-vary* dengan portofolio pasar. Dengan kata lain, CAPM ini menunjukkan bahwa variasi lintas sektor dalam tingkat pengembalian yang diharapkan dapat dijelaskan hanya dengan beta pasar.

Ukuran risiko yang digunakan dalam CAPM adalah beta. Beta adalah ukuran risiko sistematis suatu sekuritas yang tidak terhindarkan melalui diversifikasi. Beta merupakan pengukur volatilitas suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar (Jones, 2000:358). Jika fluktuasi *return* sekuritas secara statistik mengikuti fluktuasi dari *return* pasar, maka beta sekuritas tersebut dikatakan bernilai 1. Dengan kata lain, beta sama dengan 1 menunjukkan bahwa risiko sistematis suatu sekuritas sama dengan risiko pasar. Fama dan French (1992) meragukan model CAPM karena berbagai variabel kinerja saham yang sejak lama digunakan untuk memprediksi *expected return* seperti *size* (Banz, 1981), *earnings per Price* (Basu, 1983), *book-to-market* (Stattman, 1980), *leverage* (Bhandari, 1988), dan sebagainya menjadi dimentahkan oleh model CAPM ini.

Keraguan lain atas keakuratan CAPM adalah mengenai keakuratan beta sebagai variabel penjelas. Menurut Tandelilin (2003), terdapat kemungkinan *error* yang berasal dari (1) beta berubah sesuai lamanya periode observasi yang digunakan dalam analisis regresi (2) indeks pasar yang digunakan sebagai proksi dari portofolio pasar belum merepresentasikan keseluruhan *marketable asset* dalam perekonomian (3) perubahan variabel fundamental perusahaan seperti *earning*, arus kas, dan *leverage* akan merubah nilai dari beta. Melihat kondisi riil pasar, validitas CAPM seringkali dipertanyakan.

Menurut Fama dan French (1992), beberapa peneliti mengungkapkan faktor lain yang mempengaruhi *return* saham, yaitu *earning price ratio* (Basu, 1983) dan *leverage* (Bhandari, 1988). Hasil penelitian dari Fama dan French (1992) terbukti bahwa *book-to-market ratio* mempunyai pengaruh yang kuat terhadap *return* saham rata-rata, bahkan lebih kuat dari pengaruh *firm size* (Isna Yuningsih dan Rizky Yударuddin, 2007). Berbeda dengan penelitiannya pada tahun 1973 yang sependapat dengan adanya hubungan linear positif *expected return* dengan beta portofolio pasar, penelitian tahun 1992 menghasilkan hubungan negatif antara ukuran perusahaan (*firm size*) dan beta, sedangkan korelasi beta dan *return* justru tidak tampak. Mengetahui bahwa *beta* bukan variabel yang baik untuk menjelaskan *return* rata-rata, maka tujuan penelitian Fama dan French selanjutnya adalah mendapatkan variabel yang lebih baik dari *beta*. Fama dan French membandingkan kekuatan dari *size*, *leverage*, *E/P*, *book to market equity*, dan beta dalam *cross-sectional regressions* selama periode. Hasil penelitian tersebut adalah bahwa *book- to-market equity* dan *size* memiliki hubungan paling kuat dengan *return*.

Fama dan French (1993) memperluas model satu faktor menjadi model tiga faktor, dengan menambahkan rata-rata sensitivitas tingkat pengembalian saham ke ukuran perusahaan dan rasio *book-to-market*. *Return* bulanan saham diregres terhadap *market premium*, *size premium*, dan *book to market premium*. *Size premium* merupakan selisih *return* portofolio saham berkapitalisasi pasar kecil dan saham berkapitalisasi pasar besar, yang dinotasikan sebagai *small minus big* (SMB). Fama dan French (1992) selaras dengan Banz (1981) menemukan hubungan negatif antara *return* dengan *size*, saham berkapitalisasi pasar kecil memiliki *return* lebih tinggi dibanding saham berkapitalisasi besar. *Book to market premium* merupakan selisih *return* portofolio saham dengan *book to market* tinggi dan portofolio saham dengan *book to market* rendah yang dinotasikan sebagai *high minus low* (HML).

Dengan demikian, maka tujuan dari penelitian ini adalah mengetahui faktor-faktor yang masih diperdebatkan yang mempengaruhi *return* dan memilih model *asset pricing* yang terbaik dalam hal kemampuan proksi premi risiko menjelaskan estimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan dengan menguji kinerja dua model *asset pricing*, yaitu CAPM dengan *three factors pricing model*.

Berdasarkan uraian di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“Analisis Perbandingan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) Dengan *Three Factors Pricing Model* Dalam Mengestimasi *Return* Saham (Pada Saham Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)”**.

## **B. Rumusan Masalah**

1. Apakah dalam *Capital Asset Pricing Model*, faktor *market excess return* berpengaruh terhadap *expected return* saham ?
2. Apakah dalam *Three Factors Pricing Model*, faktor *market excess return*, *size premium*, dan *book to market* berpengaruh terhadap *expected return* saham ?
3. Model *asset pricing* manakah yang terbaik dalam hal kemampuan menjelaskan estimasi tingkat *return* ekspektasi saham yang diharapkan ?

## **C. Tujuan Penelitian**

Dalam kegiatan penelitian pasti ada tujuan yang hendak dicapai. Tujuan penelitian ini adalah untuk menjelaskan secara jelas sesuai dengan maksud penelitian. Adapun tujuan penulis dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Untuk menguji bahwa dalam *Capital Asset Pricing Model*, faktor *market excess return* berpengaruh terhadap *expected return* saham.
2. Untuk menguji bahwa dalam *Three Factors Pricing Model*, dimana faktor *market excess return*, *size premium*, dan *book to market* berpengaruh terhadap *expected return* saham.
3. Penelitian ini merupakan uji kelayakan model yang bertujuan untuk menentukan model *asset pricing* terbaik dalam hal kemampuan menjelaskan estimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan.

## D. Manfaat Penelitian

Didalam penelitian ini tentunya diharapkan ada manfaat yang dapat diambil oleh peneliti. Adapun manfaat yang didapatkan dari penelitian ini antara lain:

### 1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat mengembangkan wawasan tentang ilmu pengetahuan serta lebih hal baru yang mendukung teori yang sudah ada sebelumnya, sehubungan membandingkan model CAPM dengan *Three Factors Pricing Model*.

### 2. Manfaat Praktis

- a. Bagi investor dan pengambil keputusan investasi: Penelitian ini diharapkan mampu memberikan pandangan secara menyeluruh bagi para investor maupun manajer investasi dalam memilih model *asset pricing* yang paling sesuai dengan kebutuhan investasi. Terutama agar investor dalam aktivitas investasinya tidak terjebak pada satu variabel tertentu saja, namun juga memandang dari berbagai variabel yang memiliki karakter sesuai dengan jenis investasinya.
- b. Bagi masyarakat ilmiah: Penelitian ini menyediakan sebuah *overview* atas kinerja model *asset pricing* yang merupakan area studi penting dalam penelitian pasar finansial. Hasil studi ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap penelitian manajemen keuangan di Indonesia dalam hal komparasi model *asset pricing* untuk mengestimasi tingkat pengembalian saham yang diharapkan.



## **E. Sistematika Penulisan**

Penulisan laporan penelitian ini mengikuti uraian yang diberikan pada setiap bab yang berurutan untuk mempermudah pembahasannya. Dari pokok-pokok permasalahan dibagi menjadi enam bab berikut ini :

### **BAB I : PENDAHULUAN**

Pada bab ini berisi tentang pendahuluan yang meliputi latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, rumusan masalah, dan sistematika penulisan

### **BAB II : TINJAUAN PUSTAKA**

Berisi mengenai landasan teori yang mendukung dan terkait langsung dengan penelitian yang akan dilakukan dari buku, jurnal penelitian dan sumber literature lain, serta studi terhadap penelitian terdahulu.

### **BAB III : METODE PENELITIAN**

Berisi tentang uraian langkah-langkah penelitian yang dilakukan, selain juga merupakan gambaran kerangka berpikir penulis dalam melakukan penelitian dari awal sampai akhir penelitian.

### **BAB IV : HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

Berisi tentang data-data dan informasi yang diperlukan dalam menganalisis permasalahan serta pengolahan data dengan menggunakan metode yang telah dilakukan.

**BAB V : PENUTUP**

Berisi tentang kesimpulan yang diperoleh dari hasil pengolahan data dan analisis yang dilakukan, serta rekomendasi yang diberikan untuk perbaikan.