

## BAB 1 PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

Perdagangan saham dipengaruhi oleh banyak faktor salah satunya yaitu risiko. Secara umum, risiko suatu portofolio dipengaruhi oleh dua faktor yaitu dan risiko tidak sistematis (*diversifiable risk*) yang mempunyai nama lain yaitu risiko idiosinkratik (*idiosyncratic risk*) dan risiko sistematis (*nondiversifiable risk*) (Naomi, 2011). Risiko tidak sistematis atau risiko idiosinkratik mencerminkan informasi tertentu tentang perusahaan serta sifatnya juga akan mengalami fluktuasi berdasarkan informasi perusahaan itu sendiri (Naomi, 2011). Penelitian Xu dan Malkiel (2003) menyatakan bahwa ketika total volatilitas saham individu diuraikan menjadi volatilitas sistematis dan volatilitas idiosinkratik, maka sangat penting untuk mempelajari volatilitas idiosinkratik karena dengan adanya tren peningkatan atau penurunan suatu saham dapat diketahui pengaruh idiosinkratik terhadap portofolio saham apabila volatilitas sistematis atau pasar tidak berubah atau konstan.

*Capital Asset Pricing Model* atau CAPM yang dikembangkan oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1965) menandai dimulainya teori penetapan harga aset dan menyatakan bahwa hanya risiko sistematis portofolio yang harus dihargai melalui tingkat pengembalian yang lebih tinggi. CAPM menggambarkan hubungan antara risiko sistematis dan *return* yang diharapkan untuk aset, khususnya saham. CAPM menambahkan gagasan bahwa investasi individu memiliki dua jenis risiko terkait yaitu risiko sistematis dan risiko idiosinkratik. Sementara risiko sistematis adalah risiko yang terkait dengan pengembalian pasar dan tidak dapat didiversifikasi, risiko idiosinkratik (juga dikenal sebagai risiko spesifik atau dapat didiversifikasi) didefinisikan sebagai risiko karakteristik perusahaan, yaitu risiko yang spesifik untuk setiap saham individu yang dapat dimitigasi melalui diversifikasi portofolio investor (yaitu dengan meningkatkan jumlah jenis saham yang berbeda pada susunan portofolio aset keuangan). Risiko idiosinkratik adalah risiko yang tidak berhubungan dengan pergerakan pasar. Karena dapat didiversifikasi, maka pada model CAPM menyimpulkan bahwa risiko idiosinkratik tidak perlu dihargai, karena risiko idiosinkratik dapat dihilangkan jika kita mempertahankan portofolio yang terdiversifikasi dengan baik (Lintner, 1965; Markowitz, 1959; Sharpe, 1964).

Fokus yang berbeda dikemukakan pada penelitian yang dilakukan baru-baru ini. Menurut Domingues (2016) mengutip dari Campbell dkk. (2001) bahwa karena risiko idiosinkratik adalah komponen terbesar dari risiko total (Campbell dkk., 2001) maka seharusnya investor perlu memfokuskan keputusan mereka dengan mempertimbangkan total risiko dan tidak hanya mengandalkan risiko pasar. Penelitian ini menyiratkan bahwa investor harus meminta pengembalian yang lebih tinggi terkait risiko idiosinkratik yang mereka hadapi (Merton, 1987). Sebenarnya semakin rendah tingkat diversifikasi maka semakin tinggi risiko idiosinkratik dan *risk premium* yang diminta investor melalui tingkat pengembalian yang lebih tinggi (Merton, 1987; Wei & Zhang, 2006). Persyaratan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk mengkompensasi investor rasional yang tidak dapat mempertahankan portofolio mereka yang terdiversifikasi, membuat risiko idiosinkratik dianggap sebagai faktor harga untuk pengembalian aset berisiko. Dapat disimpulkan bahwa, risiko idiosinkratik tampaknya menjadi faktor yang hilang dari model penetapan harga aset yang seharusnya juga diperhitungkan (Goyal & Santa-Clara, 2003; Wei & Zhang, 2006).

Beberapa penelitian mengungkapkan bahwa perilaku dari volatilitas idiosinkratik ini kurang mendapat banyak perhatian (Domingues, 2016; Xu & Malkiel, 2003). Selain itu, sejumlah penelitian mengungkapkan bahwa volatilitas idiosinkratik ini mengalami tren perubahan dari waktu ke waktu sebagai berikut. Xu dan Malkiel (2003) menemukan bahwa volatilitas dari saham individu ini meningkat meskipun volatilitas pasar tetap stabil. Penelitian Campbell dkk. (2001) menyatakan bahwa volatilitas *return* pasar saham AS telah meningkat selama periode 1960 sampai dengan tahun 1997 dimana kenaikan ini sebagian besar disebabkan oleh volatilitas perusahaan individu, karena volatilitas pasar dan industri tetap relatif konstan. Fenomena ini menciptakan teka-teki volatilitas idiosinkratik, salah satu teka-teki *asset pricing* yang paling banyak dipelajari, dan beberapa peneliti mencoba mencari tahu penyebab tren kenaikan atau penurunan dalam volatilitas idiosinkratik. Penelitian C. Chen dkk. (2012a) menemukan bahwa adanya tren kenaikan volatilitas idiosinkratik selama tahun 1960 – 2000 (Campbell dkk., 2001), menurun dari 2001 ke 2006 (Brandt dkk., 2010; Fink dkk., 2005) dan meningkat tajam selama krisis keuangan pada periode penelitian. Mengingat bahwa volatilitas idiosinkratik memiliki implikasi untuk masalah seperti diversifikasi portofolio, manajemen portofolio aktif, hubungan *risk-return*, dan penilaian opsi, penting untuk memahami sumber dari pola temporer ini (C. Chen dkk., 2012a).

Zhou dkk. (2017) bahwa menyatakan volatilitas idiosinkratik penting karena alasan sebagai berikut. Pertama, investor mungkin belum dapat mengelola diversifikasi portofolio mereka karena biaya transaksi dan informasi yang tidak lengkap, dengan demikian mereka belum dapat mengeliminasi volatilitas idiosinkratik melalui diversifikasi. Sebagai hasilnya, mereka terpengaruh oleh volatilitas idiosinkratik seperti halnya dengan volatilitas sistematis. Kedua, spekulan dan *arbitrageurs* lebih peduli dengan volatilitas idiosinkratik dibandingkan volatilitas total karena mereka menyukai untuk mengeksploitasi harga saham yang *mispriced* untuk memperoleh *return* yang luar biasa. Ketiga, investor institusional lebih sensitif terhadap volatilitas idiosinkratik walaupun mereka telah mendiversifikasi portofolio mereka karena mereka menghadapi tekanan kinerja dari pemilik atau perwalian dana. Yang terakhir, *events* spesifik perusahaan lebih ditentukan oleh volatilitas idiosinkratik dibandingkan volatilitas industri atau pasar. Dengan demikian mempertimbangkan implikasi tersebut di atas, maka sangatlah penting untuk mempelajari volatilitas idiosinkratik.

Awal tahun 2014 ketika berlangsungnya pemilihan presiden di Indonesia merupakan saat dimana pasar saham mulai tumbuh dan bergairah. Pada masa dimulainya era pemerintahan Jokowi ini, investor di pasar saham mulai bertambah, yang berdampak pada makin tingginya volatilitas pasar (Kontan, 2017). Selama periode 2014-2019 indeks harga saham gabungan (IHSG) dapat dijelaskan mengalami pergerakan yang variatif, IHSG pada tahun 2014 berada pada posisi 4.000-an dan menembus angka 6.000 di akhir tahun 2019 (Kontan, 2017).

Tingginya volatilitas dalam pasar modal Indonesia ini mempunyai kesamaan hasil dengan riset C. Chen dkk. (2008) yang mendeteksi adanya asosiasi antara volatilitas laba (*earnings volatility*) dan kualitas laba (*earnings quality*) terhadap kenaikan volatilitas idiosinkratik harga saham. Beberapa penelitian sebelumnya berfokus pada hubungan antara manajemen laba atau diskresi manajerial dan volatilitas idiosinkratik harga saham ((Cerqueira & Pereira, 2018) (C. Chen dkk., 2010) (C. Chen dkk., 2012b)). Dengan kata lain, dari penelitian Cerqueira dan Pereira (2018), C. Chen dkk. (2010) dan C. Chen dkk. (2012b) dapat disimpulkan adanya hubungan antara volatilitas idiosinkratik saham dan kualitas pelaporan keuangan yang terkandung dalam diskresi manajerial.

Menurut teori asimetri informasi dimana terdapat perbedaan jumlah informasi antara manajemen sebagai pengelola perusahaan atau agen dengan pemegang saham

atau pemilik perusahaan yang bertindak sebagai prinsipal, dapat disimpulkan bahwa pemegang saham mempunyai jumlah informasi dengan volume lebih sedikit dari manajemen perusahaan. Jumlah informasi yang lebih sedikit dipunyai oleh pemegang saham atau dengan kata lain kualitas pelaporan keuangan yang rendah tersebut berdampak pada volatilitas idiosinkratik perusahaan yang tinggi karena investor atau pemilik perusahaan tidak mempunyai informasi yang cukup tentang kinerja operasional perusahaan (Kothari dkk., 2005) sehingga menyebabkan ketidakpastian bagi investor mengenai arus kas perusahaan di masa depan, yang menimbulkan tingginya volatilitas idiosinkratik. Sebaliknya, perusahaan dengan kualitas pelaporan keuangan yang tinggi atau laba yang persisten, akan menghasilkan valuasi yang stabil dan menyebabkan volatilitas idiosinkratik yang rendah (Zhou dkk., 2017).

Penelitian S. H. Chang dkk. (2015) meneliti tentang pengaruh manajemen laba terhadap risiko idiosinkratik pada masa sebelum dan sesudah periode penerapan Sarbanes-Oxley Act. Sementara itu, penelitian Domingues (2016) menyimpulkan adanya hubungan yang positif antara *earnings quality* dan volatilitas idiosinkratik *return* saham, berseberangan dengan hasil tersebut, penelitian Alam dkk. (2015) mendeteksi adanya korelasi negatif antara *earnings quality* dan volatilitas idiosinkratik *return* saham. Di sisi lain penelitian Zhou dkk. (2017) dan Rajgopal dan Venkatachalam (2011) menyatakan adanya hubungan berkorelasi negatif antara kualitas pelaporan keuangan dengan volatilitas idiosinkratik *return* saham. Penelitian lain yang dilakukan Rountree (2013) menyebutkan tidak adanya hubungan antara ukuran kualitas laba (*earnings quality*) dan tren volatilitas return idiosinkratik selama periode sampel setelah memperhitungkan usia perusahaan. Adanya ketidakkonsistenan penelitian ini menyebabkan peneliti tertarik untuk meneliti hal ini.

Sementara itu Jiang dkk. (2009) menemukan bahwa kekuatan prediksi-prediksi volatilitas idiosinkratik disebabkan oleh konten informasinya tentang pendapatan masa depan dan terdapat bukti bahwa anomali volatilitas idiosinkratik terkait dengan pengungkapan selektif perusahaan, dan anomali lebih kuat di antara saham dengan basis investor yang kurang canggih. Penelitian Markarian dan Gill-de-Albornoz (2010) mendokumentasikan bahwa terdapat keterkaitan antara komponen-komponen laporan keuangan yaitu *income smoothing* atau yang disebut juga perataan laba dengan volatilitas idiosinkratik.

Berkaitan dengan risiko sistematis, dalam model CAPM, risiko sistematis menjadi faktor risiko utama yang digunakan untuk mengukur pengembalian karena berbagai

perubahan yang terjadi dalam kondisi keuangan ekonomi makro yang tercermin dalam variasi pengembalian pasar (Rachel, 2014). Penelitian yang dilakukan oleh Mitra (2016) menemukan bahwa risiko sistematis, salah satu komponen asinkronisitas, sangat berkorelasi dengan kualitas laba. Setelah mengendalikan risiko sistematis, peneliti menemukan bahwa *earnings quality* yang lebih tinggi dikaitkan dengan volatilitas pengembalian spesifik perusahaan yang lebih rendah. Penelitian Duarte dkk. (2014) menunjukkan adanya hubungan antara volatilitas idiosinkratik dengan risiko sistematis, sementara penelitian Cotter dkk. (2015) mendokumentasikan adanya hubungan *conditional pricing* antara risiko sistematis dan risiko idiosinkratik.

Dengan demikian, dapat disimpulkan dari penelitian-penelitian terdahulu di atas, bahwa adanya ketidakkonsistenan hasil penelitian hubungan antara kualitas pelaporan keuangan dengan volatilitas idiosinkratik menunjukkan adanya faktor lain yang mempengaruhi hubungan ini.

Kerangka penetapan harga tradisional seperti CAPM menyiratkan bahwa seharusnya tidak ada kompensasi untuk eksposur risiko idiosinkratik karena dapat terdiversifikasi dalam portofolio pasar. Namun, hasil ini telah ditantang baik secara teoritis maupun empiris (Cotter dkk., 2015). Kerangka kerja pendekatan modern memperluas asumsi bahwa investor mampu atau mau memiliki portofolio yang terdiversifikasi sepenuhnya dan memberikan kompensasi yang diperlukan untuk risiko idiosinkratik. Merton (1987) menunjukkan bahwa memungkinkan untuk informasi yang tidak lengkap di antara agen, pengembalian yang diharapkan lebih tinggi untuk perusahaan dengan varians spesifik perusahaan yang lebih besar. Malkiel dan Xu (2002) juga berteori penetapan harga positif dari risiko idiosinkratik menggunakan versi CAPM di mana investor tidak dapat sepenuhnya mendiversifikasi portofolio karena berbagai kendala struktural, informasi atau perilaku dan karenanya menuntut premi lebih tinggi untuk memegang saham dengan volatilitas idiosinkratik yang tinggi. Dalam pengujian empiris beberapa studi menemukan hubungan positif yang signifikan antara volatilitas idiosinkratik dan pengembalian rata-rata (*average returns*). Lintner (1965) menemukan bahwa volatilitas idiosinkratik memiliki koefisien positif sementara Malkiel dan Xu (2002) juga menemukan bahwa portofolio dengan volatilitas idiosinkratik yang lebih tinggi memiliki pengembalian rata-rata yang lebih tinggi.

Namun, perspektif yang berlawanan langsung pada penetapan harga risiko idiosinkratik, yaitu hubungan negatif antara volatilitas idiosinkratik dan pengembalian yang diharapkan, juga telah diteorikan dan didukung oleh bukti empiris (Cotter dkk.,

2015). Satu teori menghubungkan penetapan harga risiko idiosinkratik perusahaan dengan penetapan harga risiko volatilitas pasar. J. Chen (2002) berdasarkan (Campbell, 1992, 1996) dan Merton (1973) menunjukkan bahwa sumber premi risiko aset (faktor risiko) adalah kovarians bersyarat kontemporer dari pengembaliannya dengan (i) pasar, (ii) perubahan prakiraan imbal hasil pasar di masa depan dan (iii) perubahan prakiraan volatilitas pasar di masa depan. Secara khusus, faktor risiko ketiga ini, yang diprediksi model memiliki beban negatif, menunjukkan bahwa investor menuntut pengembalian yang diharapkan lebih tinggi untuk risiko bahwa suatu aset akan berkinerja buruk ketika masa depan menjadi kurang pasti, yaitu, volatilitas pasar (bersyarat) yang lebih tinggi (Cotter dkk., 2015).

Ang dkk. (2006) berpendapat bahwa saham dengan volatilitas idiosinkratik yang tinggi mungkin memiliki eksposur yang tinggi terhadap risiko volatilitas pasar. Jika risiko volatilitas pasar merupakan faktor risiko (ortogonal), model standar risiko sistematis akan dapat melakukan *mispricing* portofolio yang diurutkan berdasarkan volatilitas idiosinkratik karena tidak adanya pemuatan faktor atau *factor loadings* yang mengukur eksposur risiko volatilitas pasar. Dalam pengujian empiris pada data AS, Ang dkk. (2006) menemukan bahwa paparan risiko volatilitas agregat berperan sangat sedikit dari pengembalian saham dengan volatilitas idiosinkratik yang tinggi (mengendalikan faktor risiko lain). Penelitian Murugesu dan Sakaran (2019) yang dilakukan di Malaysia meneliti tentang pentingnya risiko idiosinkratik dan risiko sistematis dalam menjelaskan pengembalian dana ekuitas (*equity mutual fund returns*) di Malaysia. Risiko sistematis mempunyai peran penting dalam pengukuran karena *return* di negara berkembang bisa jadi lebih tinggi namun pengembalian tersebut juga lebih tidak pasti karena ketidakstabilan politik, adanya kontrol pertukaran atau jika terdapat pemberlakuan pembatasan repatriasi dana. Sebagai akibat dari ketidakpastian ini, harga saham cenderung lebih fluktuatif dibandingkan dengan negara di ekonomi yang sudah matang atau negara maju.

Risiko sistematis dapat memperlemah atau memperkuat hubungan antara kualitas pelaporan keuangan dengan volatilitas idiosinkratik karena sifatnya sebagai risiko yang tidak dapat didiversifikasi dan merupakan unsur anomali dimana mempengaruhi ekonomi secara keseluruhan sehingga volatilitas idiosinkratik menjadi tidak konstan sepanjang waktu (Campbell dkk., 2001).

Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya tersebut, dapat dijelaskan secara singkat kebaruan dalam riset ini adalah: 1) peneliti menggunakan pengukuran

kualitas pelaporan keuangan melalui 3 konstruk *earnings quality* antara lain adalah perataan laba, abnormal akrual dan persistensi laba (P. Dechow dkk., 2010), 2) penelitian ini menguji hubungan antara kualitas pelaporan keuangan terhadap volatilitas idiosinkratik harga saham dengan risiko sistematis sebagai variabel moderasi dimana penelitian sebelumnya belum memperhitungkan risiko sistematis yang mempengaruhi hubungan ini, 3) penelitian volatilitas idiosinkratik harga saham belum terlalu sering diteliti di Indonesia.

Diharapkan penelitian ini mampu merekomendasikan gambaran yang bisa mengintegrasikan kualitas pelaporan keuangan di Indonesia dan dapat diketahui pengaruhnya terhadap volatilitas idiosinkratik harga saham dan menguji sejauh mana variabel risiko sistematis mempengaruhi hubungan itu.

## **1.2. Rumusan Masalah**

Berdasarkan penjelasan latar belakang diuraikan di atas maka dapat dirumuskan permasalahan adalah berikut ini.

1. Apakah terdapat pengaruh Kualitas Pelaporan Keuangan terhadap Volatilitas Idiosinkratik Harga Saham.
2. Apakah terdapat pengaruh Kualitas Pelaporan Keuangan terhadap Volatilitas Idiosinkratik Harga Saham dengan Risiko Sistematis sebagai Variabel Moderasi.

## **1.3. Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian ini dapat dijelaskan di bawah ini:

1. Untuk menganalisis pengaruh Kualitas Pelaporan Keuangan terhadap Volatilitas Idiosinkratik Harga Saham.
2. Untuk menganalisis pengaruh Kualitas Pelaporan Keuangan terhadap Volatilitas Idiosinkratik Harga Saham dengan Risiko Sistematis sebagai Variabel Moderasi.

## **1.4. Manfaat Penelitian**

Hasil riset ini mampu menghasilkan manfaat yaitu:

1. Bagi perusahaan, riset ini mampu menjadi acuan dalam menghasilkan pelaporan keuangan yang berkualitas.

2. Bagi investor, riset ini mampu dijadikan masukan, pandangan atau rekomendasi pada saat adanya pengambilan keputusan investasi pada perusahaan yang hendak dipilih.
3. Bagi peneliti lain, hasil riset ini mampu dijadikan acuan untuk melakukan penelitian lebih dalam selanjutnya.
4. Bagi para praktisi pasar modal, penelitian ini dapat menjadi bahan analisa mengenai adanya korelasi antara kualitas pelaporan keuangan dan volatilitas idiosinkratik serta dampak risiko sistematis pada hubungan tersebut.
5. Memberi masukan bagi pembuat kebijakan dan standar tentang pelaporan keuangan serta dapat berfungsi dalam pengembangan penelitian selanjutnya tentang kualitas pelaporan keuangan dan volatilitas idiosinkratik harga saham.

### **1.5. Lingkup Penelitian**

Ruang Lingkup penelitian ini yaitu:

- a. Perusahaan manufaktur yang sudah melakukan listing di BEI sejak 1 Januari 2014.
- b. Sampai dengan akhir tahun 2018 telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- c. Perusahaan selama periode 2014 sampai dengan periode akhir tahun 2018 sudah menerbitkan laporan keuangan.
- d. Peneliti memfokuskan pada ukuran kualitas pelaporan keuangan melalui atribut faktorial berbasis laba dan ukuran volatilitas idiosinkratik harga saham.