

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Saham adalah suatu tanda penyertaan modal pada perseroan terbatas dengan tujuan pemodal membeli saham untuk memperoleh penghasilan dari saham tersebut. Dalam melakukan investasi pada saham, para investor pasti akan mempertimbangkan tingkat *return* yang akan diperolehnya. *Total return* suatu perusahaan didapat dari *capital gain or loss* dan *yield*.

Capital gain or loss merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu (Hartono, 2009:109). *Capital gain* terjadi ketika harga jual saham saat ini lebih tinggi dibandingkan dengan harga beli saham sehingga investor akan mendapat keuntungan karena menjual dengan harga lebih tinggi dibanding saat membelinya. *Capital loss* merupakan kebalikan dari *capital gain* dimana investor menderita kerugian karena menjual saham dengan harga yang lebih rendah dibanding saat membelinya.

Selain mengharapkan *return*, dalam berinvestasi investor juga akan menghadapi resiko. Resiko, menurut Husnan (2009:161), ada yang sebagian dapat dihilangkan dengan diversifikasi yang disebut resiko tidak sistematis dan resiko yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi yang disebut resiko sistematis atau resiko pasar. Karena pemodal bersifat *risk-averse* maka mereka memilih melakukan diversifikasi apabila mereka mengetahui bahwa dengan diversifikasi tersebut mereka dapat mengurangi resiko.

Kemampuan untuk mengestimasi tingkat pengembalian aset merupakan hal yang sangat penting bagi investor dalam berinvestasi. Oleh sebab itu, untuk dapat mengestimasi tingkat pengembalian dengan baik dan mudah, dilakukan suatu model estimasi yang dikenal dengan model penilaian harga aset (*model asset pricing*). Model tersebut mengasumsikan bahwa investor tidak menyukai adanya risiko, sehingga mengisyaratkan keuntungan yang lebih tinggi jika menghadapi risiko yang lebih tinggi.

Terdapat beberapa model yang dapat digunakan untuk mengestimasi *return* dari suatu investasi. Salah satu model adalah model *asset pricing* yang pertama kali diperkenalkan oleh William Sharpe, Jhon Lintner, dan Jan Mossin pada tahun 1964 yang disebut *Capital Asset Pricing Model* atau CAPM (Bodie *et al.*, 2011). Model CAPM merupakan pengembangan teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz (1952).

Capital Aset Pricing Model (CAPM) merupakan model yang menggambarkan hubungan *return* dan risiko. Dalam hal ini, *return* dari suatu investasi dipengaruhi oleh satu faktor saja (*single factor model*) yaitu *market risk* atau *beta*, Sedangkan risiko yang tidak sistematis dianggap tidak relevan karena risiko ini dapat dihilangkan melalui diversifikasi. (Reinganum, 1981: Breeden *et al.*, 1989: Fama dan French, 1992). Namun, teori ini tidak berlaku jika pasar dalam kondisi *inefficient*.

Fama dan French (1992) melakukan pengujian terhadap CAPM dengan menggunakan data *return* bulanan saham-saham di Amerika dan menemukan tidak ada hubungan *cross-sectional* yang signifikan antara *beta* dan *return*. Dari

hasil penelitian tersebut disimpulkan bahwa model CAPM masih memiliki banyak kelemahan.

Para peneliti sudah banyak menemukan *anomalies* yang terjadi dalam sejarah pasar saham. Keim (2008) membedakan 2 jenis *anomalies* yaitu *time series anomalies* dan *cross sectional anomalies*. *Time series anomalies* meliputi *january effect*, *the end-day effect*, *the weekend effect* dan lain-lain. Sedangkan *cross sectional anomalies* meliputi ukuran perusahaan, momentum *effect*, dan lain-lain. Adanya *anomalies* menunjukkan adanya risiko di pasar saham.

Tahun 1976 terdapat pengembangan teori CAPM oleh Stephen Ross yaitu *multi index model* yang disebut *Abitrage Pricing Theory* (APT). Teori ini menyatakan bahwa *return* dari suatu investasi tidak hanya dipengaruhi oleh satu faktor saja seperti pada CAPM tetapi dipengaruhi oleh banyak faktor. Namun teori ini juga masih memiliki kelemahan karena tidak memberikan panduan mengenai apa saja faktor yang mempengaruhi *return* saham tersebut.

Fama dan French (1996) mengatakan *beta* pasar tidak dapat memberikan penjelasan lengkap *average return* di *American stock market*. Oleh sebab itu, Fama dan French (1996) mengembangkan model yaitu *Fama and French Three factor model*.

Fama dan French (1996) menguji pengaruh dari ukuran perusahaan (*size*) dan *book to market ratio*. Fama dan French (1996) berpendapat bahwa terdapat faktor lain selain *market risk* yang berpengaruh sehingga dalam *Three factor model* ditambahkan faktor ukuran perusahaan (*size*) dan *book to market ratio*. Model *three factor model* yang dikembangkan oleh Fama dan French (1996)

memiliki kemampuan untuk menjelaskan *anomalies* lebih dari model CAPM, namun model tersebut belum mampu untuk menjelaskan pola pengembalian jangka pendek (*short term reversal*).

Carhart (1997) mengembangkan penelitian Fama dan French *Three Factor model* dengan menambahkan satu faktor yaitu momentum PR1YR (*Winner Minus Loser* atau *Up Medium Down*) untuk bisa mengetahui pengaruh dari momentum terhadap *return*. Carhart (1997) mengatakan dengan menambahkan faktor keempat yaitu *momentum* akan mengurangi *error pricing* dari *return* portofolio. Hal ini didukung oleh penelitian Wang (2005) yang menyatakan bahwa momentum dapat menangkap *anomaly* dari *beta*.

Penelitian sejenis dilakukan oleh Mwala (2010) namun hasil penelitiannya menunjukkan bahwa momentum tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Begitu juga penelitian oleh Novak dan PETR (2010) menunjukkan bahwa keempat faktor (*market return, size, book to market, dan momentum*) tidak signifikan terhadap *return* saham.

Penelitian lain bermunculan dengan tujuan untuk memberi penjelasan tambahan atas kurang memadainya kinerja CAPM. Penelitian-penelitian tersebut mengembangkan CAPM tiga Momen, dimana para investor mempertimbangkan *skewness* dalam pilihan portofolionya, sebagai dua momen tambahan pada CAPM klasik.

Penelitian yang dilakukan oleh Harvey dan Siddique (2000) mengembangkan teori CAPM dengan menguji *skewness* dari CAPM yang disebut *three moment* CAPM. Harvey dan Siddique (2000) menjelaskan bahwa investor lebih menyukai portofolio dengan *skewness* ke kanan dibandingkan dengan ke kiri. Oleh karena itu

expected return dari asset yang *skewness*nya ke kiri lebih tinggi daripada yang ke kanan. Penelitian yang dilakukan oleh Chang *et al.* (2009) menyatakan bahwa *skewness* dari *market return* dapat menangkap eksposur risiko.

Penelitian Harvey dan Siddique (2000) didasari oleh model CAPM atau *single factor* yang tidak dapat digunakan ketika pasar dalam kondisi *inefficient*. Roll dan Ross (1994) berpendapat bahwa setiap deviasi yang kecil dari efisiensi pasar, dapat menyebabkan hubungan antara *risk and return* tidak signifikan. Kedua, Kothari *et al.* (1995) berpendapat bahwa terdapat bias dalam data yang digunakan.

Pasaribu (2010) juga melakukan penelitian terkait dengan faktor *moment* dalam *asset pricing*, namun hasil penelitiannya menemukan bahwa faktor *skewness* hanya berpengaruh signifikan terhadap portofolio saham yang rendah rasio BE/ME-nya dan saham *looser*, sedang untuk saham-saham *winner* proksi *skewness* ini menunjukkan hasil yang tidak signifikan.

Penelitian yang mencermati penggunaan faktor *moment* sebagai varian model *asset pricing* masih belum banyak dilakukan di Indonesia. Oleh karena itu penelitian ini akan mengeksplorasi faktor *moment* pada model *asset pricing*.

Penelitian ini akan menguji pengaruh *Carhart four factor model* yang meliputi *market return*, Size SMB (*Small Minus Big*), *book to market* HML (*High Minus Low*), dan momentum (*Up Minus Down*). Dan *three moment CAPM* yang meliputi *market return* dan *skewness* terhadap *excess return* saham di Indonesia. Dari latar belakang di atas maka penelitian ini berjudul “Pengaruh *Carhart Four Factors Model* dan *Three Moment CAPM* Terhadap *Excess Return* Saham di Indonesia.”

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, beberapa pertanyaan penelitian yang diajukan untuk dikembangkan dalam penelitian ini adalah apakah *Carhart Four Factor Model* dan *Three Moment CAPM* berpengaruh terhadap *excess return* saham di Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh *Carhart Four Factor Model* dan *Three Moment CAPM* terhadap *excess return* saham di Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat teoritis untuk pengembangan ilmu pengetahuan dan manfaat praktis untuk perusahaan emiten, investor, dan masyarakat. Berikut ini merupakan manfaat dari penelitian ini:

1. Bagi kalangan akademik, penelitian ini diharapkan bisa menambah pemahaman mengenai model *asset pricing* dan faktor-faktor yang mempengaruhi *excess return* saham.
2. Bagi peneliti selanjutnya, penelitian ini diharapkan bisa memberikan masukan dalam mengembangkan model *asset pricing* dan faktor-faktor yang mempengaruhi *excess return* saham.
3. Bagi investor, diharapkan penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi

pada suatu perusahaan dan dapat membantu investor dalam membuat portofolio saham agar bisa mendapatkan *return* yang diinginkan.

4. Bagi analis, penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar dalam menentukan harga saham keesokan harinya.
5. Bagi emiten atau perusahaan yang telah listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) penelitian ini dapat dijadikan sumber referensi terkait dengan risiko yang terdapat di pasar modal Indonesia.

