

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Pasar Modal dan Investasi

Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Pasar modal juga bisa diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi (Tandelilin, 2010:26). Pasar modal Indonesia memiliki peran besar bagi perekonomian negara. Adanya pasar modal (*capital market*), membuat investor sebagai pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dananya pada berbagai sekuritas dengan harapan memperoleh imbalan (*return*).

Undang-undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan pasar modal sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek (Tandelilin, 2010:61). Definisi ini menyiratkan bahwa pasar modal Indonesia dibentuk untuk menghubungkan investor (pemodal) dengan perusahaan atau institusi pemerintah. Investor merupakan pihak yang memiliki kelebihan dana, sedangkan perusahaan atau institusi pemerintah memerlukan dana untuk membiayai berbagai proyek yang dimiliki. Pasar modal berfungsi sebagai pengalokasi dana dari investor ke perusahaan atau institusi pemerintah. Bursa efek merupakan bentuk fisik dari pasar modal. Pasar modal yang efisien adalah pasar yang harga sekuritas tersebut

telah mencerminkan semua informasi yang relevan (Husnan, 1994:264). Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) bertugas untuk membina, mengatur dan mengawasi sehari-hari kegiatan pasar modal serta merumuskan dan melaksanakan kebijakan dan standarisasi teknis dibidang lembaga keuangan, sesuai dengan kebijakan yang ditentukan Menteri Keuangan (Tandelilin, 2010:62).

Investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang (Halim, 2002:2). Orang yang melakukan investasi disebut dengan investor. Tujuan dari investasi itu sendiri adalah untuk meningkatkan kesejahteraan investor. Kesejahteraan dalam hal ini adalah kesejahteraan moneter yang bisa diukur dengan penjumlahan pendapatan saat ini ditambah nilai saat ini pendapatan masa mendatang. Terdapat beberapa alasan mengapa seseorang melakukan investasi, antara lain sebagai berikut (Tandelilin, 2010:8):

- a. Investor ingin mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa mendatang. Seseorang yang bijaksana akan berfikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa yang akan datang.
- b. Investor ingin mengurangi tekanan inflasi. Dengan melakukan investasi dalam pemilikan perusahaan atau obyek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak milik akibat adanya pengaruh inflasi.

c. Dorongan untuk menghemat pajak. Beberapa negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

Pada proses investasi, hal yang mendasar dalam proses keputusan investasi adalah pemahaman hubungan antara *return* yang diharapkan dan risiko investasi. Hubungan antara *return* harapan dan risiko investasi merupakan hubungan yang searah dan *linier*. Artinya semakin besar *return* harapan semakin besar pula tingkat risiko yang harus dipertimbangkan.

2. Teori Portofolio

Dalam berinvestasi, investor bisa memilih menginvestasikan dananya pada berbagai aset, baik aset yang berisiko, maupun aset yang bebas risiko, ataupun kombinasi dari kedua aset tersebut. Pilihan investor atas aset-aset tersebut akan tergantung dari sejauh mana preferensi investor terhadap risiko. Semakin enggan seorang investor terhadap risiko (*risk averse*), maka pilihan investasinya akan cenderung lebih banyak pada aset yang bebas risiko. Teori portofolio modern telah diperkenalkan bahwa risiko investasi total dapat dipisahkan menjadi dua jenis risiko. Risiko ini berdasarkan apakah suatu jenis risiko tertentu dapat dihilangkan dengan diversifikasi, atau tidak (Tandelilin, 2010:104). Kedua jenis risiko tersebut adalah risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko sistematis dikenal dengan risiko pasar yang merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan.

Perubahan pasar tersebut akan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi. Risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasikan, sedangkan risiko tidak sistematis atau dikenal dengan risiko spesifik (risiko perusahaan) adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan (Tandelilin, 2010:104). Risiko perusahaan lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas. Manajemen portofolio menyebutkan bahwa risiko perusahaan bisa diminimalkan dengan melakukan diversifikasi aset dalam suatu portofolio, seperti yang telah diperkenalkan oleh Harry Markowitz (1952) tentang teori portofolio yang berkaitan dengan estimasi investor terhadap ekspektasi risiko dan pengembalian dengan mengkombinasikan aset ke dalam diversifikasi portofolio yang efisien. Pengurangan risiko investasi dapat dilakukan dengan melakukan diversifikasi investasi pada berbagai instrumen investasi. Gabungan dari berbagai instrumen investasi disebut sebagai portofolio (Zubir, 2010:1). Tujuan portofolio adalah berusaha mencapai portofolio yang efisien, yang berarti portofolio dengan risiko tertentu akan mendapatkan *return* yang maksimal.

3. Reksa Dana dan Perusahaan Investasi

Reksa dana (*mutual fund*) merupakan suatu jenis instrumen investasi yang juga tersedia di pasar modal Indonesia yang berisi sekumpulan sekuritas yang dikelola oleh perusahaan investasi dan dibeli oleh investor (Tandelilin, 2010:48). Reksa dana di Amerika Serikat dikenal dengan istilah *mutual fund*, di Inggris dikenal dengan sebutan *unit trust*, sedangkan di Jepang dikenal dengan istilah

investment trust. Nilai aktiva bersih (NAB) atau *Net Asset Value* (NAV) merupakan alat ukur kinerja reksa dana (Darmadji dan Fakhruddin, 2001:160). Nilai aktiva bersih berasal dari nilai portofolio reksa dana yang bersangkutan. Aktiva atau kekayaan reksa dana dapat berupa kas, deposito, SBPU, SBI, surat berharga komersial, saham, obligasi, *right* dan efek lainnya. Kewajiban reksa dana dapat berupa *fee* manajer investasi yang belum dibayar, *fee* bank kustodian yang belum dibayar serta pembelian efek yang belum dilunasi. Nilai aktiva bersih (NAB) merupakan jumlah aktiva setelah dikurangi kewajiban-kewajiban yang ada. Bodie *et al.* (2006) mendefinisikan NAB per unit penyertaan merupakan jumlah NAB dibagi dengan jumlah nilai unit penyertaan yang beredar. Rumus mencari NAB :

$$\text{Nilai aktiva bersih} = \frac{\text{Nilai pasar dari aset dikurangi kewajiban}}{\text{Saham beredar}}$$

Berdasarkan bentuk hukumnya reksa dana dibedakan menjadi dua (Darmadji dan Fakhruddin, 2001:149) yaitu:

- a. Reksa dana perseroan, merupakan perusahaan yang menerbitkan reksa dana menghimpun dana investor dengan cara menjual saham reksa dana yang selanjutnya diinvestasikan pada berbagai jenis sekuritas di pasar modal maupun di pasar uang di Indonesia.
- b. Reksa dana Kontrak Investasi Kolektif (KIK), merupakan kontrak antara manajer investasi dan bank kustodian yang mewakili investor. Kontrak ini

memberikan kewenangan kepada manajer investasi untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan kepada bank kustodian untuk melaksanakan penitipan kolektif.

Berdasarkan jenis investasinya, reksa dana dapat dikelompokkan ke dalam lima jenis, yaitu sebagai berikut (Tandelilin, 2010:50):

- a. Reksa dana pasar uang, merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya khusus pada berbagai jenis sekuritas diberbagai jenis sekuritas di pasar uang.
- b. Reksa dana pendapatan tetap, merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya khusus pada portofolio obligasi.
- c. Reksa dana saham, merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya khusus pada portofolio saham-saham perusahaan.
- d. Reksa dana campuran, merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya pada berbagai jenis sekuritas yang berbeda baik di pasar modal maupun di pasar uang.
- e. Reksa dana terproteksi, merupakan reksa dana yang memberikan proteksi atas nilai investasi awal investor melalui mekanisme pengelolaan portofolio.

Reksa Dana pada dasarnya dapat dibagi menjadi beberapa kategori berdasarkan tingkat risikonya, diantaranya (www.bapepam.go.id):

- a. Reksa dana dengan risiko rendah, seperti reksa dana Pasar Uang.
- b. Reksa dana risiko rendah hingga menengah, seperti reksa dana Pendapatan Tetap, reksa dana Terproteksi, reksa dana Campuran dengan alokasi saham tertentu.

- c. Reksa dana risiko menengah hingga tinggi, seperti reksa dana campuran dengan orientasi saham yang cukup besar.
- d. Reksa dana dengan risiko tinggi, seperti reksa dana saham. Makin besar potensi risiko suatu reksa dana makin besar potensi imbal hasil keuntungan yang bisa diharapkan.

Reksa dana pasar uang memiliki risiko yang rendah, karena portofolio investasinya terdiri dari surat hutang seperti deposito atau obligasi yang berjangka pendek (kurang dari satu tahun) dan tidak diperbolehkan berinvestasi pada saham (0%). Reksa dana pendapatan tetap, memiliki risiko menengah karena umumnya mayoritas portofolionya terdiri dari efek hutang obligasi (diterbitkan oleh pemerintah atau perusahaan). Reksa dana campuran, bisa terdiri dari beberapa kategori risiko, rendah hingga menengah atau menengah hingga tinggi, umumnya tergantung dari komposisi saham yang berada dalam portofolionya serta fleksibilitas perpindahan dari efek hutang ke saham dan sebaliknya. Makin besar komposisi sahamnya makin besar risikonya. Reksa dana terproteksi, memiliki fitur khusus adanya proteksi (namun bukan jaminan) terhadap nilai pokok investasi awal, jika tidak terjadi wan-prestasi (gagal bayar) dari instrumen atau emiten penerbit surat hutang yang digunakan atau pihak (*counterparty*) yang terlibat dalam portofolio investasi produk ini. Reksa dana terproteksi umumnya dikategorikan sebagai investasi risiko rendah hingga menengah dan umumnya digunakan untuk tujuan investasi jangka menengah. Berinvestasi di reksa dana terproteksi, umumnya investor harus berkomitmen untuk suatu jangka waktu

investasi tertentu untuk mendapatkan manfaat proteksinya misalnya 2 atau 3 tahun tergantung fitur produk yang bersangkutan.

Bodie *et al.* (2006) mendefinisikan perusahaan investasi (*investment company*) sebagai perantara keuangan yang menghimpun dana dari para investor perorangan dan menanamkan dana tersebut pada berbagai sekuritas atau aset lainnya. Perusahaan investasi melakukan beberapa fungsi penting bagi para investornya:

- a. Pencatatan dan administrasi. Perusahaan investasi menerbitkan laporan status secara periodik, mempertahankan jalur distribusi perolehan modal, deviden, investasi, dan penebusan.
- b. Diversifikasi dan kemampuan untuk dapat dibagi (*divisibilitas*). Perusahaan investasi memungkinkan investor untuk memiliki pecahan kepemilikan atas suatu saham dari berbagai sekuritas yang berbeda.
- c. Manajemen yang profesional. Perusahaan investasi memiliki staf analisis sekuritas dan manajer portofolio yang berupaya untuk mencapai hasil investasi yang unggul bagi investor mereka.
- d. Biaya investasi yang lebih rendah. Perusahaan investasi melakukan perdagangan blok yang besar, sehingga dapat melakukan penghematan yang signifikan dalam biaya pialang dan komisi.

Menurut Bodie *et al.* (2006) terdapat dua jenis *managed investment companies* (perusahaan investasi yang dikelola) yaitu: perusahaan reksa dana tertutup dan perusahaan reksa dana terbuka. Reksa dana terbuka (*open-end funds*) selalu siap untuk menebus atau menerbitkan unit penyertaan pada nilai aktiva

bersih (meskipun pembeli dan penebus akan melibatkan beban penjualan), jika investor di reksa dana ingin “menguangkan” unit penyertaanya, investor akan menjualnya kembali ke reksa dana pada NAB reksa dana tersebut. Sebaliknya, pada reksa dana tertutup (*close-end funds*) tidak melakukan penebusan atau penerbitan unit penyertaan. Investor pada reksa dana tertutup yang ingin menguangkan unit penyertaannya harus menjual kepada investor lain.

4. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Capital Asset Pricing Model (CAPM) dikembangkan oleh William Sharpe, John Lintner, dan Jan Mossin 12 tahun setelah Harry Markowitz mengemukakan teori portofolio modern pada tahun 1952. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* adalah sebuah model hubungan risiko dan *expected return* suatu sekuritas atau portofolio (Zubir, 2010:197). Model tersebut dapat digunakan untuk menentukan harga aset berisiko. Menurut *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* risiko yang dinilai oleh investor yang rasional hanya *systematic risk* karena risiko tersebut tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Model tersebut menyatakan bahwa *expected return* sebuah sekuritas atau portofolio sama dengan *return* sekuritas bebas risiko ditambah dengan *risk premium* dikalikan dengan *systematic risk* sekuritas tersebut.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan bagian penting dalam bidang keuangan yang digunakan dalam memprediksi hubungan antara *expected return* dan risiko suatu aset. Model tersebut mempunyai dua fungsi utama, yaitu (Zubir, 2010:197) :

- a. Sebagai tolak ukur (*benchmark*) dalam mengevaluasi tingkat pengembalian (*rate of return*) suatu investasi. Misalnya, bila investor menganalisis *return* suatu saham, investor ingin tahu apakah *return* saham tersebut lebih tinggi, lebih rendah, atau wajar dikaitkan dengan risikonya.
- b. Membantu dalam memprediksi *expected return* suatu aset yang tidak atau belum diperdagangkan di pasar.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan model keseimbangan antara *expected return* dan risiko suatu aset di pasar. Model tersebut menggambarkan tingkah laku (*behaviour*) investor secara bersama-sama dalam melakukan investasi. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) mengasumsikan beberapa kondisi sebagai berikut (Zubir, 2010:198) :

- a. Tidak ada biaya transaksi, yaitu biaya-biaya pembelian dan penjualan saham seperti biaya *broker*, biaya penyimpanan saham (*custodian*), dan lain-lain. Kenyataannya jual beli saham dikenakan biaya transaksi, sehingga mengurangi *return* investasi tersebut dan akan menjadi pertimbangan bagi investor dalam membuat keputusan investasi.
- b. Saham dapat dipecah-pecah dalam satuan yang tidak terbatas, sehingga investor dapat membeli saham dalam ukuran pecahan. Kenyataannya tidak mungkin membeli saham dalam lembar pecahan.
- c. Tidak ada pajak pendapatan pribadi, sehingga bagi investor tidak masalah apakah mendapatkan *return* dalam bentuk deviden atau *capital gain*. Kenyataannya, deviden dan *capital gain* dikenakan pajak, jika tarif pajak dan *capital gain* berbeda, tentu akan memengaruhi investor dalam memilih saham

yang akan dimasukan ke dalam portofolio. Jika tarif pajak deviden lebih kecil daripada tarif pajak *capital gain*, maka investor akan memilih saham yang memberikan deviden besar dan *short sale* saham-saham yang memberikan deviden kecil.

- d. Seseorang tidak dapat memengaruhi harga saham melalui tindakan membeli atau menjual saham yang dimiliki. Informasi tersedia untuk semua investor dan dapat diperoleh dengan bebas tanpa biaya, sehingga harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang ada. Asumsi ini mengindikasikan bahwa pasar modal analog dengan bentuk pasar persaingan sempurna, dimana investor secara perorangan tidak dapat memengaruhi harga saham. Harga saham hanya dipengaruhi oleh tindakan investor secara bersama-sama. Ketika kita melihat struktur kepemilikan saham perusahaan di Indonesia, tampak bahwa hanya sebagian kecil dari saham suatu perusahaan publik yang dijual kepada masyarakat, sebagian besar lainnya dimiliki oleh individu, keluarga, atau institusi, sehingga pemegang saham mayoritas dapat memengaruhi harga saham melalui jual-beli saham-saham yang dimilikinya.
- e. Investor adalah orang yang rasional. Investor membuat keputusan investasi hanya berdasarkan risiko (deviasi standar) dan *expected return* portofolio sesuai dengan model Markowitz. Investor mempunyai *input* yang sama dalam membentuk portofolio yang efisien. Asumsi ini disebut juga sebagai *homogeneous expectations*. Semua investor mendefinisikan periode investasi yang dimiliki dengan cara yang persis sama (*one-period-horizone*), sehingga *expected return* dan deviasi standar portofolio pada periode tersebut akan sama

untuk setiap investor. Asumsi ini juga menyatakan bahwa investor bersifat *myopic* atau melihat dalam jangka waktu dekat dan mengabaikan apa yang akan terjadi setelah periode tersebut. Kenyataannya investor memiliki sikap, pengetahuan, dan kemampuan mengolah informasi yang berbeda, sehingga preferensi terhadap *return* dan risiko akan berbeda pula. Selain itu, setiap investor juga mempunyai periode investasi yang berbeda-beda.

- f. *Short sale* dibolehkan dan tidak terbatas. Berarti semua investor dapat menjual saham yang tidak dimilikinya (*short sale*). Kenyataannya, *short sale* mempunyai persyaratan dan mekanisme yang tidak mudah dipenuhi oleh semua orang, sehingga tidak mungkin investor melakukan *short sale* tanpa batas.
- g. *Lending* dan *borrowing* pada tingkat bunga bebas risiko dapat dilakukan pada jumlah yang tidak terbatas. Investor dapat meminjamkan (*lending*) dan meminjam (*borrowing*) sejumlah dana yang diinginkannya pada tingkat bunga yang sama dengan tingkat bunga bebas risiko. Kenyataannya, *lending* dan *borrowing rate* lebih tinggi daripada tingkat bunga bebas risiko.
- h. Semua saham dapat dipasarkan (*marketable*), termasuk *human capital*. Semua aset tersebut dapat dibeli di pasar. Kenyataannya, tenaga kerja, pendidikan (*human capital*), perusahaan perorangan dan aset pemerintah seperti perusahaan, gedung pemerintah, lapangan terbang tidak dapat atau sangat sulit diperjualbelikan.

Formula yang digunakan dalam model indeks tunggal atau model satu faktor adalah sebagai berikut (Halim, 2002:78):

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta (R_m) + e_i \quad (2.1)$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = *expected rate of return* atas efek i

A_i = bagian dari *rate of return* efek i yang tidak terpengaruh oleh perubahan pasar (konstanta)

β = kepekaan *rate of return* efek i terhadap *rate of return* indeks pasar (parameter yang mengukur perubahan yang diharapkan pada R_i jika terjadi perubahan pada R_m)

R_m = *rate of return* indeks pasar

E_i = faktor pengganggu yang tidak dimasukkan dalam model.

5. *Abitrage Pricing Theory* (APT)

Ross (1976) merumuskan suatu teori yang disebut sebagai *Abitrage Pricing Theory* (APT). Analisis *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dimulai dari bagaimana pemodal membentuk portofolio yang efisien, *Abitrage Pricing Theory* (APT) mendasarkan atas pemikiran yang sama sekali berbeda. *Abitrage Pricing Theory* (APT) pada dasarnya menggunakan pemikiran yang menyatakan bahwa dua kesempatan investasi yang mempunyai karakteristik yang identik sama tidaklah bisa dijual dengan harga yang berbeda. Perbedaan antara model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan model *Abitrage Pricing Theory* (APT) terletak pada perlakuan *Abitrage Pricing Theory* (APT) terhadap hubungan antar tingkat keuntungan sekuritas. *Abitrage Pricing Theory* (APT) mengasumsikan bahwa

tingkat keuntungan tersebut dipengaruhi oleh berbagai faktor dalam perekonomian dan industri. Satu kelemahan *Abitrage Pricing Theory* (APT) adalah bahwa teori ini tidak memberikan panduan tentang bagaimana menentukan faktor risiko yang relevan maupun premi risikonya. Menurut Bodie *et al.* (2006) ada dua prinsip yang dapat memandu investor ketika membuat daftar faktor yang layak. Pertama, membatasi diri hanya pada faktor sistematis yang mempunyai kemampuan menjelaskan *return* saham. Kedua, memilih faktor yang tampaknya merupakan faktor risiko terpenting, yaitu faktor yang cukup mendapat perhatian para investor sehingga investor akan meminta premi risiko yang berarti atas eksponur terhadap risiko ini. Salah satu contoh dari pendekatan multifaktor adalah apa yang dilakukan oleh Chen, Roll, dan Ross yang memilih perangkat faktor berikut berdasarkan kemampuan faktor ini untuk menggambarkan ekonomi makro. Perangkat ini sangat jelas, tetapi hanya merupakan satu dari banyak kemungkinan yang dapat dipertimbangkan, yaitu perubahan produksi industri, perubahan ekspektasi inflasi, perubahan inflasi yang tidak diantisipasi. Formula yang digunakan dalam model indeks multi faktor adalah sebagai berikut (Zubir, 2011:230):

$$R_i = R_f + (R_1 - R_f) \beta_1 + (R_2 - R_f) \beta_2 + \dots + (R_n - R_f) \beta_n \quad (2.2)$$

Keterangan:

R_f = *return* bebas risiko

$R_{1..n}$ = *expected return* faktor-faktor yang memengaruhi *return* saham ke 1 sampai ke n . Antara satu faktor dan faktor lain tidak berkorelasi (*independent*).

$\beta_{1..n}$ = sensitivitas *return* saham ke 1 sampai ke n terhadap faktor-faktor yang memengaruhinya.

6. Fama dan French Model Tiga Faktor

Model ini diperkenalkan oleh Eugene F. Fama dan Kenneth R. French pada tahun 1992. Fama dan French memperluas model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan faktor *firm size* dan *book to market ratio* (*B/M*) selain faktor risiko pasar dalam *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Faktor yang mempengaruhi *return* pada model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) hanya mempertimbangkan satu faktor yaitu risiko pasar (*beta* pasar). Keterbatasan dari model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) adalah terlalu banyak menggunakan asumsi dan hanya memperhitungkan satu faktor dalam mempengaruhi *return*. Setelah melakukan beberapa kali penelitian, Fama dan French memperkenalkan sebuah model *multi indek* yaitu *Three Factor Model* Fama dan French dengan menambahkan dua faktor lain selain risiko pasar (yang terdapat dalam CAPM) ke dalam modelnya yaitu faktor *firm size* dan *book to market ratio*.

Book to market ratio merupakan sebuah rasio yang digunakan untuk menentukan nilai perusahaan dengan membandingkan nilai buku dari suatu perusahaan terhadap nilai pasarnya. Fama dan French (1992) membagi perusahaan berdasarkan ukurannya (*firm size*) yaitu besar (*big*) dan kecil (*small*) serta berdasarkan perbandingan nilai buku terhadap nilai pasar perusahaan (*book to market rasio*) yaitu tinggi (*high*) dan rendah (*low*). *Firm size* atau ukuran suatu perusahaan dapat dinilai dari beberapa aspek seperti total aset dan kapitalisasi

pasar (*market capitalization*). *Market capitalization* mencerminkan nilai kekayaan perusahaan saat ini. *Market capitalization* merupakan suatu pengukuran terhadap *firm size* yang didasarkan atas jumlah sekuritas yang beredar dan harga per unit penyertaan sekuritas tersebut. Menurut Fama dan French, nilai *book to market ratio* mempengaruhi *return* karena dalam menilai *return* suatu investasi, perusahaan harus memperhitungkan nilai perolehan dan nilai pasar suatu *asset*, karena jika nilai *book to market*-nya tinggi maka perusahaan tersebut dalam keadaan *undervalue* yang artinya perusahaan tersebut sedang dalam kondisi yang kurang bagus sehingga kurang mampu memberikan keuntungan bagi para investor yang telah menanamkan modalnya. Fama dan French memasukkan ukuran perusahaan karena besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan mempengaruhi kemampuan perusahaan tersebut dalam menanggung risiko yang mungkin timbul akibat berbagai situasi yang dihadapi perusahaan berkaitan dengan operasionalnya, sehingga ukuran perusahaan mempengaruhi tingkat *return* suatu investasi. Penilaian suatu investasi yang baik itu adalah penilaian terhadap ukuran perusahaan yang sejenis atau *apple to apple* bukan *apple to orange*.

Sebelum memutuskan untuk berinvestasi reksa dana pada suatu perusahaan investasi, sering kali para investor juga memperhatikan nilai *book to market ratio*. *Book to market ratio* adalah perbandingan antara nilai buku reksa dana dengan nilai pasar reksa dana. Nilai buku per unit penyertaan reksa dana sangat mencerminkan nilai reksa dana tersebut. Nilai buku pada reksa dana adalah Rp 1000/UP karena investasi awal pada reksa dana adalah Rp 1000/UP, sedangkan harga pasar reksa dana adalah harga yang terbentuk di pasar reksa dana. Analisis

book to market ratio diperlukan bagi investor karena *book to market ratio* yang tinggi dapat dijadikan indikator bahwa perusahaan tersebut masih *undervalue*. Ketika suatu perusahaan dinilai *undervalue* maka dapat dikatakan perusahaan tersebut sedang dalam kondisi kurang bagus sehingga kurang mampu memberikan keuntungan bagi para investor yang telah menanamkan modalnya.

Book to market ratio merupakan rasio yang dapat digunakan sebagai indikator untuk mengukur kinerja perusahaan melalui harga pasarnya. Perusahaan dengan *book to market ratio* tinggi mengindikasikan bahwa pasar menghargai perusahaan relatif lebih rendah daripada nilai buku perusahaan. Secara teoritis *book to market ratio* memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham dengan kata lain semakin tinggi rasio *book to market* suatu perusahaan maka semakin rendah *return* saham yang dihasilkan, begitu pula sebaliknya dimana perusahaan dengan rasio *book to market* rendah memiliki tingkat *return* saham yang relatif lebih tinggi.

Formula yang digunakan adalah sebagai berikut (Elton, Gruber, dan Blake: 2011):

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{iM} I_{Mt} + \beta_{iSMB} I_{SMBt} + \beta_{iHML} I_{HMLt} + \varepsilon_{it} \quad (2.3)$$

Keterangan:

R_{it} : *Return* reksa dana i pada periode t

R_{ft} : *Risk-free rate* pada periode t

I_{Mt} : *Excess return on market* dikurangi *risk-free rate* pada periode t

I_{SMBt} : *Return* pada faktor “*small minus big*” (SMB) pada periode t

I_{HMLt} : *Return* pada faktor “*high minus low*” (HML) *book-to-market* pada periode t

α_i : *Excess return* pada portofolio i yang diperoleh dari portofolio 3 faktor yang memiliki risiko yang sama.

B. Penelitian Terdahulu

Fama dan French (1992) melakukan pengujian pengaruh *Three Factor Model* terhadap *excess return* dan menghasilkan *book to market ratio* memiliki pengaruh yang lebih kuat jika dibandingkan dengan ukuran perusahaan, dan *beta* pasar memiliki pengaruh yang tidak signifikan. Hossein Asgharian dan Bjorn Hansson (1998), Hodoshima, Gomez dan Kurnimura (2000) melakukan pengujian terhadap risiko pasar dan *return* saham, dan hasilnya adalah tidak ada pengaruh signifikan antara risiko pasar (*beta*) terhadap *return* saham. Pada tahun 2000 Davis, Fama dan French melakukan pengujian kembali *Three Factor Model* pada US *stocks*. Hasil penelitian tersebut *beta*, *firm size* dan *book to market ratio* memiliki hubungan. Drew, Naughton, Veeraghavan (2003) melakukan pengujian Model Tiga Faktor pada Shanghai *Stock Exchange* dengan variabel *beta*, *firm size* dan *book to market ratio*. Hasil penelitian tersebut *beta* tidak memiliki faktor yang signifikan terhadap *return* saham. Justru *firm size* dan *book to market ratio* yang berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Pada tahun 2004 Eduardo Sandoval A dan Radrigo Saens N meneliti di Amerika Latin yaitu Argentina, Brazil, Cili dan Mexico periode Januari 1995 sampai dengan Desember 2002, membuktikan bahwa tidak ada hubungan yang positif antara *beta* dan *return*

saham. Grigoris, Michailidis, Stavros, Tsopoglou dan Demetrios Papanastasiou (2007) yang juga menemukan tidak ada pengaruh yang signifikan antara *beta* pasar dengan *return* saham. Homsud, Wasunsakul, Phuangnark, dan Joongpong (2009) melakukan pengujian efisiensi Model Tiga Faktor di Bursa Efek Thailand, dengan variabel *beta*, *firm size* dan *book to market ratio*, menghasilkan Model Tiga Faktor cocok untuk di aplikasikan di Bursa Efek Thailand.

Di Indonesia pada penelitian Isna Yuningsih dan Rizky Yudaruddin (2007), yang menguji Pengaruh Model Tiga Faktor terhadap *return Saham*, yang menunjukkan bahwa *firm size* tidak signifikan terhadap *return* saham, sedangkan *beta* dan *book to market ratio* berpengaruh signifikan. Penelitian Damar Hardianto Suherman (2007) menguji *market return*, *firm size*, dan *book to market ratio* di Bursa Efek Jakarta, yang menunjukkan bahwa tiga variabel pada *Three Factor Model* Fama dan French mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *excess return* di Bursa Efek Jakarta.

C. Hipotesis

Mengacu pada konsep teori dan penelitian terdahulu di atas maka hipotesis yang diajukan untuk memberikan jawaban terhadap permasalahan penelitian ini adalah :

H_a : *Three Factor Model* Fama dan French Berpengaruh terhadap *Expected Return Monthly Data* pada Reksa Dana *Top Five Star* periode 2009-2011.