

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal memiliki peran yang penting dalam perekonomian suatu negara. Melalui pasar modal, perusahaan dapat memperoleh modal dari investor yang menanamkan dana pada instrumen keuangan. Semakin meningkatnya pengetahuan keuangan di kalangan masyarakat memberikan dukungan bagi pasar modal Indonesia yang dikelola oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk terus berkembang meningkatkan aktivitas perdagangan. Aktivitas pasar modal yang terus meningkat menjadi salah satu pendorong pertumbuhan ekonomi. Peningkatan aktivitas tersebut dapat dilihat dari bertambahnya jumlah investor, sehingga mendorong semakin tingginya volume transaksi saham sebagai salah satu instrumen investasi keuangan yang paling diminati.

Investasi pada saham memberikan potensi *return* yang tinggi, namun juga mengandung risiko yang lebih besar dibandingkan instrumen keuangan lainnya. Hubungan antara risiko dan *return* yang diharapkan merupakan hubungan yang linear (Maruddani, 2019). Oleh karena itu, apabila seorang investor mengharapkan tingkat *return* yang tinggi, maka investor juga harus siap menanggung risiko yang besar.

Pergerakan *return* saham yang fluktuatif dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik faktor eksternal seperti pasar secara keseluruhan maupun faktor internal perusahaan. Kondisi ini mendorong investor untuk memahami faktor-faktor yang dapat menjelaskan *return* saham secara sistematis. Pada teori keuangan modern,

hubungan antara *return* dan risiko saham mampu dianalisis menggunakan pendekatan *asset pricing model*, dengan tujuan untuk melihat bagaimana risiko diukur dalam pembentukan *return* yang diharapkan.

Pada tahun 1993 Eugene F. Fama dan Kenneth R. French mengemukakan model Fama-French tiga faktor, untuk menanggapi kekurangan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang diperkenalkan oleh William F. Sharpe pada tahun 1964. Menurut (Fama & French, 2015) model CAPM memiliki kelemahan dalam menjelaskan *return* saham jika hanya menggunakan faktor risiko pasar (*market risk*). Model Fama-French tiga faktor menjelaskan *return* saham berdasarkan tiga faktor utama, yaitu faktor *market risk*, ukuran perusahaan (*firm size*), dan rasio *book-to-market*.

Seiring dengan perkembangan penelitian, pada tahun 2015 Eugene F. Fama dan Kenneth R. French menyempurnakan model Fama-French tiga faktor menjadi model Fama-French lima faktor dengan menambahkan dua faktor baru, yaitu profitabilitas (*profitability*) dan investasi (*investment*). Penambahan kedua faktor tersebut, secara teoritis bertujuan untuk meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi *return* saham yang tidak dapat dijelaskan oleh *market risk*, *firms size*, dan *book-to-market* (Fama & French, 2015). Menurut teori valuasi, *expected return* saham dipengaruhi oleh harga, ekspektasi *profitability* dan *investment* di masa depan, sehingga penambahan kedua faktor tersebut relevan digunakan dalam memodelkan *return* saham.

Penelitian pada pasar saham internasional menunjukkan bahwa model Fama-French lima faktor mampu menjelaskan *return* saham dengan lebih baik dibandingkan model Fama-French tiga faktor. Sebagai contoh penelitian yang

dilakukan Acaravci dan Karaomer (2017) di Bursa Saham Istanbul (BIST) membuktikan bahwa model Fama-French lima faktor valid dalam menjelaskan *return* portofolio BIST pada periode 2005-2016. Hasil uji GRS-F menunjukkan bahwa tidak ada kesalahan harga sehingga model efektif digunakan untuk analisis *return* saham. Sejalan dengan penelitian Acaravci dan Karaomer (2017) penelitian Huang (2019) di pasar saham China juga memberikan hasil yang serupa. Meskipun demikian, penambahan faktor *profitability* dan *investment* hanya memberikan peningkatan yang kecil.

Beberapa penelitian mengenai penerapan model Fama-French lima faktor juga telah dilakukan di pasar saham Indonesia. Sebagai contoh penelitian oleh Silvia dan Griska (2021) membandingkan tiga *asset pricing model* hasilnya menunjukkan bahwa model Fama-French lima faktor memiliki kemampuan menjelaskan *return* portofolio terbaik dengan *adjusted R²* tertinggi. Namun ditemukan nilai intersep yang positif dan signifikan yang mengindikasikan kemungkinan adanya faktor lain yang belum dapat dijelaskan oleh model. Sementara itu, penelitian oleh Putri (2025) menghasilkan kesimpulan bahwa model Fama-French lima faktor juga mampu menjelaskan *return* saham IDXBUMN20 sebesar 76,85%, namun kelima faktor dalam model Fama-French tidak berpengaruh signifikan terhadap *return*.

Berdasarkan penelitian sebelumnya, pengujian model Fama-French lima faktor di pasar Indonesia perlu diperluas tidak hanya pada kemampuan dalam menjelaskan *return* saham, tetapi juga aplikasinya dalam pembentukan portofolio. Oleh karena itu, penelitian ini akan menguji kembali kemampuan model Fama-French lima faktor di pasar Indonesia menggunakan dua indeks saham yaitu IDX30

sebagai representasi saham berkapitalisasi pasar besar dan Pefindo25 sebagai representasi saham berkapitalisasi kecil-menengah, dengan harapan dapat menggambarkan kondisi pasar Indonesia yang lebih beragam. Selain itu, penelitian ini akan dilanjutkan dengan membentuk portofolio optimal dengan memanfaatkan *return* sistematis yang dijelaskan oleh model Fama-French lima faktor.

Portofolio optimal merupakan portofolio yang dibentuk dengan *return* harapan dan risiko yang terbaik (Pracanda & Abundati, 2017). Untuk mencapai tujuan tersebut seorang investor dapat melakukan diversifikasi risiko dengan memilih saham-saham yang memiliki korelasi yang kecil untuk menurunkan risiko portofolio. Model *Mean Variance Efficient Portfolio* (MVEP) menjadi salah satu model yang dapat digunakan untuk membangun portofolio optimal dalam rangka mencapai tujuan memaksimalkan *return* serta meminimalkan risiko. Namun model MVEP ini masih memungkinkan terjadinya praktik *short selling*. *Short selling* merupakan suatu strategi yang dilakukan investor dengan meminjam saham yang tidak dimilikinya dengan tujuan membelinya kembali pada harga yang lebih rendah di kemudian harinya (Tandelilin, 2010). Pada praktik investasi di Indonesia, larangan *short selling* sering kali diterapkan atau hanya dapat dilakukan pada saham tertentu dan investor tertentu. Maka penambahan batasan (*constraints*) tanpa *short selling* menjadi penting ditambahkan agar portofolio optimal lebih aplikatif di pasar saham Indonesia.

Metode *Quadratic Programming* (QP) merupakan pendekatan optimasi yang dapat digunakan untuk menyelesaikan masalah *short selling* pada alokasi aset dalam portofolio. QP memastikan pembobotan portofolio tetap positif dan menghasilkan distribusi aset yang optimal (Sitanggang & Sinaga, 2023). Setelah

portofolio optimal terbentuk, evaluasi kinerja portofolio melalui *Sharpe Ratio* dan pengukuran risiko dengan *Value at Risk* (VaR) menjadi langkah penting untuk memastikan portofolio yang dihasilkan tidak hanya optimal secara teoritis tetapi juga aman secara praktis. Analisis kinerja portofolio melalui *Sharpe Ratio* akan memberikan pandangan komprehensif mengenai tingkat pengembalian yang dihasilkan relatif terhadap risiko yang dihadapi, sehingga menjadi alat evaluasi yang penting dalam memaksimalkan nilai investasi (Nurlaeli & Artati, 2020). Selain itu, pengukuran risiko menggunakan VaR dengan metode *Historical Simulation* akan memberikan estimasi potensi kerugian maksimum yang mungkin terjadi dalam suatu periode tertentu (Maruddani, 2019).

Berdasarkan permasalahan dan kebutuhan analisis yang telah dijelaskan sebelumnya, penelitian ini diharapkan mampu memberikan tambahan pengetahuan mengenai pengujian model Fama-French lima faktor pada pasar saham Indonesia. Selain itu, penelitian ini juga diharapkan mampu memberikan gambaran *return* yang realistis kepada investor dengan mempertimbangkan risiko sistematis yang melekat pada pasar. Melalui estimasi *return* yang telah disesuaikan dengan faktor-faktor risiko dalam model Fama French lima faktor, investor dapat memperoleh informasi awal yang kuat sebagai modal dalam membangun portofolio.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, dapat disusun rumusan masalah dalam penelitian ini, yaitu sebagai berikut:

1. Bagaimana klasifikasi portofolio dan pembentukan variabel faktor yang digunakan dalam model Fama-French lima faktor?

2. Bagaimana perbandingan kemampuan model Fama-French tiga faktor dan model Fama-French lima faktor dalam menjelaskan *return*?
3. Bagaimana pembobotan portofolio optimal yang terbentuk berdasarkan estimasi *return* menggunakan model Fama-French lima faktor dengan pendekatan MVEP dan QP?
4. Bagaimana kinerja saham portofolio yang telah dibentuk?
5. Bagaimana pengukuran VaR dari portofolio yang telah dibentuk?

1.3 Batasan Masalah

Pada penelitian ini, penulis membatasi ruang lingkup penelitian dengan:

1. Saham yang digunakan sebagai sampel merupakan saham yang secara konsisten terdaftar dalam IDX30 dan Pefindo25 pada periode Januari 2023 sampai dengan Desember 2024 serta memiliki laporan keuangan yang lengkap.
2. Penelitian ini menggunakan model Fama-French lima faktor sebagai model utama untuk mengestimasi *return*.
3. Model Fama-French tiga faktor hanya digunakan sebagai pembanding.
4. Portofolio dibentuk menggunakan metode MVEP dengan QP.
5. Kinerja saham diukur menggunakan *Sharpe Ratio* sedangkan risiko portofolio dihitung menggunakan ukuran VaR.

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dijabarkan sebelumnya, tujuan dari penelitian ini yaitu sebagai berikut:

1. Membentuk portofolio dan variabel faktor penyusun model Fama-French lima faktor.

2. Membandingkan kemampuan model Fama-French tiga faktor dan lima faktor dalam menjelaskan *return*.
3. Menentukan bobot optimal portofolio berdasarkan estimasi *return* model Fama-French lima faktor menggunakan metode MVEP dengan QP.
4. Menghitung kinerja portofolio yang terbentuk.
5. Menghitung nilai VaR dari portofolio yang terbentuk.

1.5 Manfaat

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Menambah pemahaman penerapan model Fama-French lima faktor pada pasar saham Indonesia.
2. Memberikan bukti empiris mengenai perbandingan kemampuan model Fama-French lima faktor dan tiga faktor dalam menjelaskan *return*.
3. Menjadi referensi bagi penelitian selanjutnya yang ingin mengembangkan studi *asset pricing model* dan portofolio optimal di pasar saham Indonesia.
4. Memberikan informasi bagi para investor dalam menilai kinerja portofolio dan mengukur VaR.