

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal merupakan bagian dari sistem keuangan yang berfungsi sebagai sarana perdagangan instrumen keuangan jangka panjang, seperti saham dan obligasi, serta sebagai media penyaluran dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana kepada pihak yang membutuhkan dana. Keberadaan pasar modal memungkinkan alokasi dana yang lebih efisien ke sektor-sektor produktif dan memberikan kesempatan kepada investor untuk memperoleh imbal hasil sesuai dengan tingkat risiko investasi yang dipilih. Kondisi tersebut menjadikan pasar modal Indonesia sebagai sarana strategis dalam mendukung pembiayaan pembangunan dan aktivitas investasi jangka panjang masyarakat. Pasar modal juga membuka peluang bagi investor untuk melakukan diversifikasi melalui pembentukan portofolio, yaitu penggabungan beberapa aset keuangan untuk mencapai tingkat *return* tertentu dengan risiko yang dapat dikendalikan.

Setiap keputusan investasi pada dasarnya mengandung ketidakpastian karena *return* yang akan diterima di masa mendatang tidak dapat dipastikan. Investor umumnya bertindak rasional dengan mempertimbangkan hubungan antara *return* yang diharapkan dan risiko yang harus ditanggung. Investasi saham di pasar modal memiliki tingkat risiko yang relatif tinggi, sehingga menuntut kehati-hatian dalam proses pengambilan keputusan. Investor perlu melakukan analisis yang tepat untuk mengestimasi *return* dan mengelola risiko investasi. Proses tersebut dilakukan agar investor dapat memperoleh tingkat

keuntungan yang optimal, baik yang berasal dari *capital gain* maupun pendapatan dividen, sesuai dengan tingkat risiko yang dapat diterima.

Pengelolaan risiko menjadi aspek penting dalam aktivitas investasi saham. Teori portofolio modern menyatakan bahwa investor rasional tidak hanya mempertimbangkan tingkat *return* yang diharapkan, tetapi juga tingkat risiko yang diukur melalui *varians return*. Markowitz (1952) menyatakan bahwa diversifikasi aset ke dalam suatu portofolio yang efisien dapat menurunkan risiko portofolio sehingga lebih rendah dibandingkan risiko masing-masing aset secara individual. Pembentukan portofolio tidak hanya berfokus pada pemilihan saham yang memberikan *return* tinggi, tetapi juga pada upaya pengendalian risiko secara optimal. Kondisi tersebut menunjukkan perlunya penggunaan model analisis yang mampu menjelaskan hubungan antara *return* dengan faktor-faktor yang memengaruhinya sebagai dasar pengambilan keputusan investasi di pasar modal.

Kebutuhan akan model analisis yang mampu menjelaskan hubungan antara *return* dan faktor-faktor yang memengaruhinya mendorong berkembangnya berbagai model penetapan harga aset (*asset pricing models*). Model-model tersebut digunakan untuk membantu investor mengestimasi *return* yang wajar dari suatu aset. Salah satu model yang paling umum digunakan adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang dikembangkan oleh Sharpe, Lintner, dan Mossin pada tahun 1960. Model ini menjelaskan bahwa *return* harapan suatu aset ditentukan oleh faktor pasar yang diukur melalui beta, yaitu sensitivitas *return* aset terhadap *return* pasar. Model ini berawal dari teori *mean-variance* Markowitz dan mengasumsikan bahwa

investor hanya diberi kompensasi atas risiko sistematis atau risiko yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi sedangkan risiko spesifik perusahaan dianggap dapat dieliminasi melalui pembentukan portofolio, sehingga tidak memengaruhi *return* yang diharapkan.

Berbagai penelitian kemudian menunjukkan bahwa CAPM memiliki keterbatasan dalam menjelaskan variasi *return* saham. Basu (1977) menemukan bahwa saham dengan *price earnings ratio* rendah cenderung menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan prediksi CAPM. Reinganum (1981) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh terhadap *return* saham, dimana saham perusahaan berkapitalisasi kecil cenderung memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan saham perusahaan besar. Temuan-temuan tersebut menunjukkan bahwa beta pasar bukan satu-satunya faktor yang memengaruhi *return* saham. Hal ini mendorong berkembangnya model penentuan *return* saham yang mempertimbangkan lebih dari satu faktor risiko untuk menjelaskan variasi *return* secara lebih akurat.

Fama dan French (1992) mengembangkan pendekatan multifaktor dengan menunjukkan bahwa selain faktor pasar, faktor *firm size* dan rasio nilai buku terhadap nilai pasar (*book-to-market*) memiliki kemampuan yang signifikan dalam menjelaskan variasi *return* saham secara *cross-section*. Hasil penelitian tersebut menjadi dasar pengembangan model Fama-French *Three Factor* yang secara formal diperkenalkan pada tahun 1992. Model ini menambahkan dua faktor risiko, yaitu faktor *firm size* (SMB/*Small Minus Big*) dan faktor nilai (HML/*High Minus Low*), ke dalam model CAPM.

Berbagai penelitian yang dilakukan di berbagai negara menunjukkan bahwa model Fama-French *Three Factor* memiliki kemampuan yang lebih baik dibandingkan CAPM dalam menjelaskan variasi *return* saham. Chui dan Wei (1997) menunjukkan bahwa faktor *firm size* dan rasio *book-to-market* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham di pasar Asia, terutama pada negara-negara dengan karakteristik pasar berkembang. Saham berkapitalisasi kecil serta saham dengan rasio *book-to-market* tinggi cenderung menghasilkan *return* yang lebih tinggi. Penelitian di pasar modal Indonesia juga memperlihatkan hasil yang sejalan, sebagaimana ditunjukkan oleh Silfia dan Husodo (2024) bahwa faktor *excess market return*, *firm size*, dan rasio *book-to-market* berpengaruh signifikan terhadap *excess return* saham. Hasil-hasil tersebut menegaskan bahwa faktor nonpasar memiliki peran penting dalam pembentukan *return* saham.

Perkembangan model penentu *return* saham tidak berhenti pada tiga faktor tersebut. Carhart (1997) memperkenalkan model Carhart *Four Factor* dengan menambahkan faktor momentum atau WML (*Winner Minus Loser*) ke dalam model Fama-French *Three Factor*. Penelitian Carhart didasarkan pada pengujian *return* portofolio yang dibentuk berdasarkan kinerja *return* pada periode sebelumnya, dengan tujuan untuk menangkap pengaruh pola pergerakan *return* jangka pendek terhadap pembentukan *return* portofolio. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa penambahan faktor momentum mampu meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi *return* portofolio serta menurunkan kesalahan penetapan harga dibandingkan dengan model Fama-French *Three Factor*.

Berbagai penelitian menunjukkan bahwa penambahan faktor momentum mampu meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi *return* saham serta mengurangi kesalahan penetapan harga (*pricing error*) pada *return* portofolio. Jegadeesh dan Titman (1993) menunjukkan bahwa strategi membeli saham *winner* dan menjual saham *loser* pada periode sebelumnya mampu menghasilkan abnormal *return* yang signifikan dan tidak sepenuhnya dapat dijelaskan oleh model berbasis risiko tradisional. Temuan tersebut menjadi dasar bagi Carhart (1997) dalam mengembangkan model empat faktor dengan memasukkan faktor momentum ke dalam model Fama-French *Three Factor*, yang kemudian terbukti memiliki daya jelaskan yang lebih baik dalam menangkap persistensi kinerja *return* jangka pendek.

Penelitian lanjutan juga menunjukkan pengaruh faktor momentum, Benali *et al.* (2023) menunjukkan bahwa model Carhart *Four Factor* memiliki kemampuan penjelasan yang lebih baik dibandingkan model Fama-French *Three Factor* pada pasar saham Maroko, meskipun efektivitasnya bersifat terbatas pada karakteristik pasar berkembang. Candika (2017) melakukan penelitian di pasar modal Indonesia dan menemukan bahwa penambahan faktor momentum ke dalam model Carhart *Four Factor* mampu meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan *excess return* saham dibandingkan model Fama-French *Three Factor*, walaupun tingkat signifikansinya berbeda antar portofolio dan periode penelitian. Hasil-hasil tersebut menegaskan bahwa faktor momentum merupakan faktor tambahan yang relevan dalam pembentukan dan evaluasi portofolio.

Model Carhart *Four Factor* menunjukkan kemampuan yang lebih baik dalam menjelaskan variasi *return* saham dibandingkan model CAPM dan model Fama-French *Three Factor*, namun kemampuan tersebut tidak selalu konsisten pada setiap kondisi pasar, periode pengamatan, maupun karakteristik saham yang digunakan. Perbedaan struktur pasar, tingkat efisiensi, serta karakteristik saham dapat memengaruhi peran masing-masing faktor dalam menjelaskan *excess return* portofolio. Kondisi tersebut menunjukkan perlunya pengujian model penentuan *excess return* saham pada konteks pasar dan objek penelitian tertentu.

Indeks IDXHIGHDIVIDEND20 merupakan salah satu indeks di pasar modal Indonesia yang merepresentasikan kinerja harga dari 20 saham yang membagikan dividen tunai selama 3 tahun terakhir dan memiliki *dividend yield* yang tinggi. Pergerakan *return* saham dalam indeks IDXHIGHDIVIDEND20 tetap dipengaruhi oleh dinamika pasar serta berbagai faktor risiko, baik yang bersifat pasar maupun nonpasar.

Penentuan bobot dalam pembentukan portofolio merupakan aspek penting yang memengaruhi tingkat *return* dan risiko portofolio. Pembobotan portofolio dapat dilakukan dengan berbagai pendekatan, seperti *equal weighting*, *market value weighting* dan *minimum variance*. Setiap pendekatan menghasilkan karakteristik portofolio yang berbeda, baik dari sisi kontribusi *return* maupun tingkat risiko.

Pendekatan *minimum variance* menghasilkan portofolio yang optimal dari sisi risiko karena bobot ditentukan dengan mempertimbangkan varians dan kovarians antar aset, sehingga mampu meminimalkan risiko portofolio secara

keseluruhan. Aset tidak hanya dinilai berdasarkan tingkat volatilitas masing-masing, tetapi juga berdasarkan hubungan antar pergerakan *return*, sehingga memberikan alokasi yang lebih efisien dalam mengurangi risiko. Pemilihan metode pembobotan menjadi faktor penting dalam pembentukan portofolio karena dapat memengaruhi hasil evaluasi kinerja serta kemampuan model dalam menjelaskan variasi *return* portofolio.

Penelitian ini dilakukan dengan membentuk portofolio pada indeks IDXHIGHDIVIDEND20 menggunakan model Fama-French *Three Factor* dan model Carhart *Four Factor* melalui pengelompokan saham berdasarkan *firm size* dan rasio nilai buku terhadap nilai pasar (*book-to-market*). Evaluasi dilakukan untuk menilai kemampuan masing-masing model dalam menjelaskan *excess return* berdasarkan hasil estimasi model, nilai koefisien determinasi, serta pemenuhan asumsi klasik. Klasifikasi saham terbaik ditentukan berdasarkan hasil evaluasi model tersebut, kemudian dibentuk menjadi portofolio melalui pembobotan menggunakan pendekatan *mean variance* dengan tujuan memperoleh portofolio yang lebih stabil. Kinerja portofolio selanjutnya dievaluasi menggunakan *Sharpe Ratio* untuk menilai tingkat imbal hasil yang diperoleh relatif terhadap risiko yang ditanggung.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian, permasalahan yang dikaji dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana proses pembentukan portofolio saham dari indeks IDXHIGHDIVIDEND20 berdasarkan pengelompokan *firm size* (SMB) dan rasio *book-to-market* (HML)?
2. Bagaimana pengaruh faktor pasar, *firm size* (SMB), nilai (HML) dan faktor momentum (WML) terhadap *excess return* portofolio saham dari indeks IDXHIGHDIVIDEND20?
3. Bagaimana kemampuan model Fama-French *Three Factor* dan model Carhart *Four Factor* dalam menjelaskan *excess return* masing-masing portofolio berdasarkan hasil nilai koefisien determinasi?
4. Bagaimana penentuan portofolio terbaik berdasarkan uji asumsi klasik, signifikansi koefisien regresi dan evaluasi model dalam menjelaskan *excess return* portofolio saham dari indeks IDXHIGHDIVIDEND20.
5. Bagaimana kinerja portofolio yang dibentuk dari klasifikasi saham terbaik berdasarkan model terpilih setelah dilakukan pembobotan portofolio menggunakan pendekatan *minimum variance* yang diukur dengan *Sharpe Ratio*?

1.3 Batasan Masalah

Penulis membatasi ruang lingkup penelitian ini dengan:

1. Saham yang dianalisis hanya mencakup saham yang konsisten dalam indeks IDXHIGHLDIVIDEND20 pada tahun 2025.
2. Data yang digunakan berupa data harian dimulai dari Januari 2025 sampai dengan Desember 2025.
3. Pembentukan portofolio dilakukan melalui pengelompokan *firm size* dan rasio *book-to-market*.
4. Pembobotan portofolio hanya diterapkan pada klasifikasi terbaik dengan menggunakan pendekatan *mean variance*.
5. Evaluasi kinerja portofolio dilakukan menggunakan Sharpe *Ratio*.

1.4 Tujuan Penelitian

Penelitian dilakukan dengan tujuan sebagai berikut:

1. Membentuk portofolio saham dari indeks IDXHIGHLDIVIDEND20 berdasarkan pengelompokan *firm size* dan rasio *book-to-market*.
2. Menganalisis pengaruh faktor pasar, *firm size* (SMB), faktor rasio *book-to-market* (HML) dan faktor momentum terhadap *excess return* portofolio saham dari indeks IDXHIGHLDIVIDEND20.
3. Mengevaluasi kemampuan model Fama-French *Three Factor* dan Carhart Four Factor dalam menjelaskan *return* masing-masing portofolio berdasarkan koefisien determinasi.
4. Menentukan portofolio terbaik berdasarkan hasil uji asumsi klasik, signifikansi koefisien regresi, serta evaluasi kemampuan model dalam

menjelaskan *excess return* portofolio saham dari indeks IDXHIGHDIVIDEND20.

5. Mengevaluasi kinerja portofolio yang dibentuk dari klasifikasi saham terbaik setelah dilakukan pembobotan menggunakan *minimum variance* yang diukur dengan *Sharpe Ratio*.