

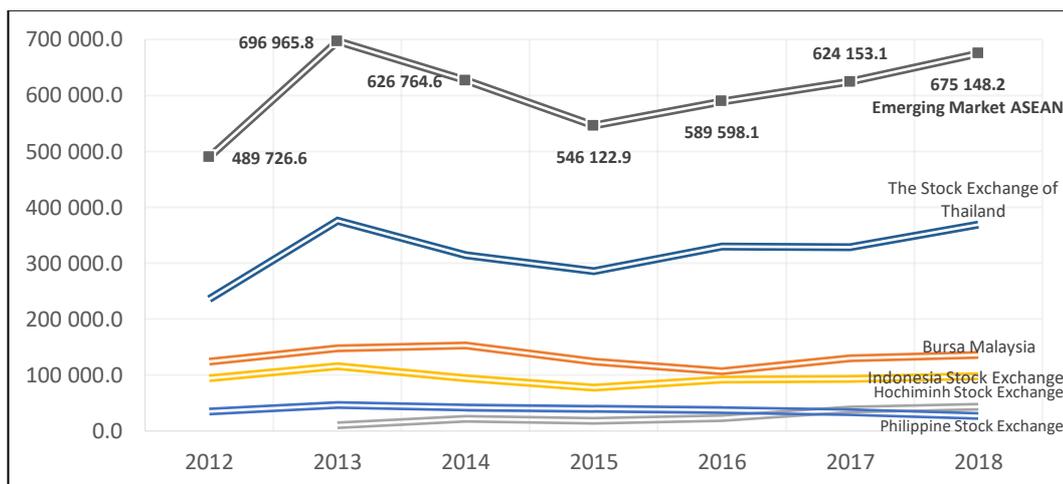
BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Aktivitas perekonomian global timbul atas kontribusi kegiatan ekonomi di seluruh negara. Saat ini negara-negara maju mendominasi geliat perekonomian global, namun negara-negara berkembang pun juga semakin menunjukkan kontribusi dan eksistensinya. ASEAN sebagai regional Asia Tenggara yang sedang berkembang juga menjadi penyumbang peningkatan perekonomian global. Bentuk kontribusi ASEAN kepada perekonomian global dapat dilihat dari perkembangan pasar modal dan industri sekuritasnya.

Berdasarkan data *World Federation of Exchange* mengenai *Value of Share Trading Emerging Market ASEAN* tahun 2012 - 2018, nilai perdagangan saham negara berkembang ASEAN mengalami fluktuasi seperti tercermin dibawah ini.

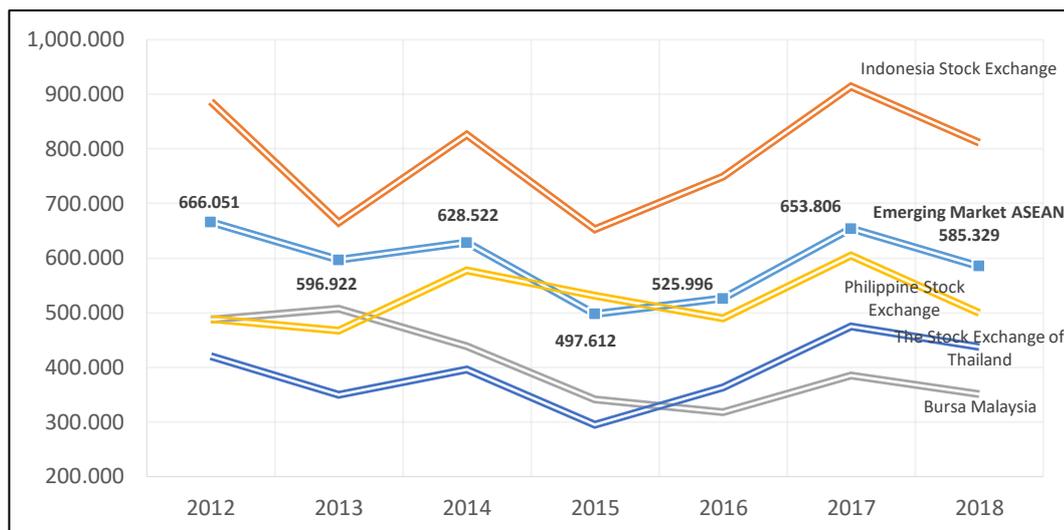


Gambar 1.1
Value of Share Trading Emerging Market ASEAN 2012 –2018
(dalam Jutaan USD)

Sumber: *Monthly Reports, World Federation of Exchange*. Data diolah penulis, 2019.

Bursa saham negara berkembang ASEAN versi *World Federation of Exchange* merupakan kolaborasi 5 negara anggota ASEAN, yaitu Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand dan Vietnam. Gambar 1.1 diatas menunjukkan kondisi perdagangan saham masing-masing negara berkembang ASEAN maupun negara berkembang ASEAN secara gabungan sejak tahun 2012 hingga 2018.

Umumnya hasil dari perdagangan saham ialah tingkat pengembalian (*return*). MSCI Inc. (*Morgan Stanley Capital International Inc.*) menyajikan data *Return Index Emerging Market ASEAN* tahun 2012 – 2018, dimana *return* pada negara berkembang ASEAN juga mengalami fluktuasi seperti gambar dibawah ini.

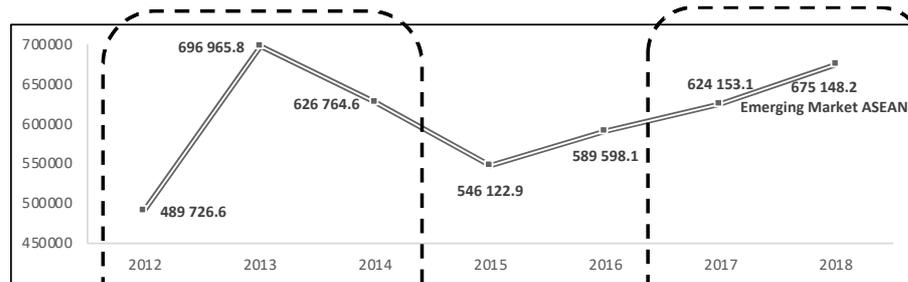


Gambar 1.2
Return Index Emerging Market ASEAN 2012 – 2018
(dalam USD)

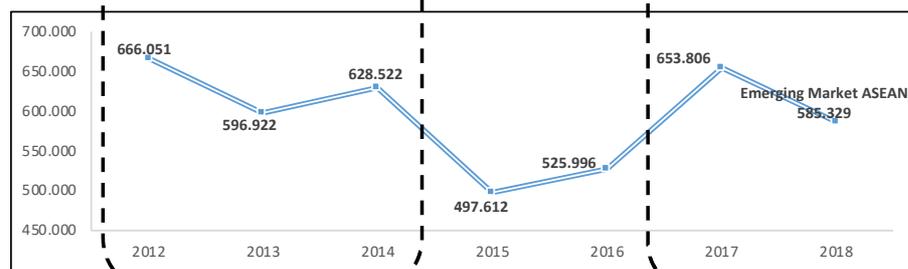
Sumber: *Index Performance Data, MSCI (Morgan Stanley Capital International) Inc.*

Return Index Emerging Market ASEAN (meliputi Indonesia, Malaysia, Filipina dan Thailand) merupakan satu dari sekian banyak koleksi indeks milik MSCI yang mengumpulkan semua pasar negara berkembang di dunia sebanyak 25 negara, berasal dari regional Amerika, Eropa, Timur Tengah, Afrika dan Asia.

Gambar 1.2 memperlihatkan perkembangan *return* yang diperoleh investor jika melakukan perdagangan pada masing-masing negara berkembang ASEAN, serta ringkasan perkembangan *return* seluruh negara berkembang ASEAN secara gabungan sejak tahun 2012 hingga 2018.



Gambar 1.1
Value of Share Trading Emerging Market ASEAN 2012 –2018 (dalam Jutaan USD)
 Sumber: Monthly Reports, World Federation of Exchange. Data diolah penulis, 2018.



Gambar 1.2
Return Index Emerging Market ASEAN 2012 – 2018 (dalam USD)
 Sumber: Index Performance Data, MSCI (Morgan Stanley Capital International) Inc.

Hal mengejutkan terjadi saat membandingkan grafik *Value of Share Trading Emerging Market ASEAN* dengan grafik *Return Index Emerging Market ASEAN* dalam Gambar 1.1 dan Gambar 1.2, bahwa terjadi kontradiksi antara situasi perdagangan saham negara berkembang ASEAN dengan *return* yang diperoleh. Sepanjang tahun 2013 nilai perdagangan saham negara berkembang ASEAN gabungan mengalami peningkatan ke 696,965.8 juta USD dari 489,726.6 juta USD pada tahun sebelumnya, kemudian mengalami penurunan di sepanjang 2014 menjadi 626,764.6 juta USD. Namun tanpa disangka sepanjang tahun 2013 indeks *return* negara berkembang ASEAN gabungan justru sebaliknya mengalami

penurunan ke level 596.922 poin dari level 666.051 poin pada tahun sebelumnya, kemudian mengalami peningkatan di sepanjang 2014 menjadi level 628.522 poin.

Kondisi yang sama pun berulang di sepanjang tahun 2018, nilai perdagangan saham negara berkembang ASEAN gabungan mengalami peningkatan ke 675,148.2 juta USD dari 624,153.1 juta USD pada tahun sebelumnya. Namun, indeks *return* negara berkembang ASEAN gabungan sepanjang tahun 2018 justru mengalami sebaliknya yakni menurun ke level 585.329 poin dari level 653.806 poin pada tahun sebelumnya.

Terjadinya ketidaksinkronan antara nilai perdagangan saham negara berkembang ASEAN (Gambar 1.1) dengan *return* yang diperoleh (Gambar 1.2) menunjukkan adanya volatilitas pasar atau risiko (*risk*) yang dihadapi oleh investor dalam penempatan investasinya. Tingginya nilai perdagangan saham tidak menjamin adanya *return* yang tinggi bagi investor, begitu pun sebaliknya. Investor patut berhati-hati terhadap ketidakpastian, perlu mempertimbangkan berbagai informasi yang diterima dan waspada tergiur ramainya perdagangan.

Salah satu pengukuran kinerja perdagangan di pasar modal dapat menggunakan indikator tingkat pengembalian (*return*) yang diperoleh oleh investor. Selain adanya tingkat pengembalian (*return*) yang akan diperoleh investor, mereka juga dihadapkan pada unsur lain yaitu risiko (*risk*) yang terkandung dalam setiap investasi. Adanya *risk* dan *return* tersebut mengharuskan setiap investor cermat dan tepat dalam mengambil keputusan dikarenakan setiap jenis investasi memiliki *risk* dan *return* berbeda. Dewasa ini, investor sudah mulai

mencoba untuk melakukan penilaian aset (*asset pricing*) terhadap tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dari penempatan investasinya.

Banyak penelitian yang dilakukan oleh para ahli untuk mengetahui faktor apa saja yang dapat mempengaruhi besar kecilnya *return* dari sebuah investasi, seperti yang diungkapkan Fama & French (1996: 55) bahwa *return* dapat ditentukan oleh beberapa faktor. Penelitian-penelitian terbaru dalam *asset pricing* memunculkan beberapa faktor baru yang juga dapat menjelaskan tingkat *return* (Cooper, Gulen, & Schill, 2008: 1610; Fama & French, 2008: 1653). Literatur keuangan khusus penelitian *asset pricing* seperti pernyataan Sharpe (1964: 429) bahwa investor memilih dari serangkaian peluang investasi yang memaksimalkan *return*nya.

Selain itu, penelitian juga dilakukan untuk mengukur kemungkinan risiko yang dihadapi oleh investor, sebagaimana penelitian model seleksi portofolio (*portfolio selection*) yang diusung Markowitz (1952: 77) dimulai dengan keyakinan yang relevan tentang kinerja masa depan dan berakhir dengan pilihan portofolio, dan juga berhasil menunjukkan bahwa risiko itu merupakan standar deviasi dari *return*. Tobin (1958: 84) menyiratkan bahwa proses pemilihan investasi dari Markowitz dipecah menjadi dua tahap: pertama, pilihan kombinasi optimum aset berisiko; dan kedua, pilihan terpisah mengenai alokasi dana antara kombinasi optimum aset berisiko tersebut dan satu aset tanpa risiko.

Capital Asset-Pricing Model (CAPM) ditemukan oleh Sharpe (1964: 425) yang berbicara tentang *beta* pasar (β) beserta kondisi risikonya, dimana mampu untuk menangkap *return* saham. Selanjutnya Fama dan French (1993: 4) memperkenalkan *asset pricing model* yang populer pada masanya disebut *three-*

factor model yang terdiri dari faktor *beta* pasar (β), ukuran (*size*) milik Banz (1981: 4) dan BE/ME (*book-to-market/value*). Kemudian Carhart (1997: 61) mengusulkan *four-factor model* dengan menambahkan faktor momentum milik Jegadeesh dan Titman (1993: 76) ke dalam *three-factor model* milik Fama dan French (1993: 4).

Sharpe (1964: 425) mengemukakan bahwa salah satu masalah saat mencoba untuk memprediksi perilaku pasar modal adalah tidak adanya teori mikro-ekonomi positif yang berurusan dengan kondisi risiko. Namun, Sharpe (1964: 436) melanjutkan pendapatnya bahwa dalam ekuilibrium di penelitiannya akan ada hubungan linier sederhana antara pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dan deviasi standar pengembalian (*standard deviation of return*) dari aset yang berisiko sistematis (*systematic risk*) lalu dikombinasikan dengan aset tanpa risiko (*risk free*) dan *beta* sahamnya (β) berupa model CAPM.

Banz (1981: 3) menguji hubungan antara total nilai pasar saham perusahaan (*market capitalization*) dan *return*nya. Hasil menunjukkan bahwa pada periode 1936-1975, saham perusahaan kecil memiliki rata-rata imbal hasil berisiko (*risk-adjusted return*) yang lebih tinggi daripada saham perusahaan besar. Hasil ini selanjutnya akan disebut sebagai 'efek ukuran (*size effect*)'. Banz (1981: 16) juga menyatakan bahwa bukti-bukti yang disajikan dalam penelitiannya tersebut menunjukkan bahwa CAPM belum menjelaskan secara spesifik.

DeBondt dan Thaler (1985: 794), Fama dan French (1992: 427; 1996: 56), dan Lakonishok et al. (1994: 1542) satu suara memberikan bukti untuk efek nilai (*value effect*): Saham dengan nilai rasio fundamental yang tinggi (seperti *book*

value atau *cash flow*) terhadap harga cenderung memiliki rata-rata pengembalian yang lebih tinggi relatif dibanding saham dengan rasio rendah.

Griffin (2002: 783) memberi pernyataan bahwa *three-factor model* milik Fama dan French mengemukakan jika *expected return* dapat dijelaskan oleh *excess market return*, *size factor* (SMB), dan *book-to-market equity factor / value effect* (HML). Balakrishnan (2016: 2) menambahkan bahwa *three-factor model* milik Fama dan French (1993: 4) mengidentifikasi dua *proxy* risiko baru yaitu SMB (*small minus big*) dan HML (*high minus low*), SMB dimaksudkan untuk meniru faktor risiko dalam hubungannya antara *return* dengan *size*, sementara HML dimaksudkan untuk meniru faktor risiko dalam hubungannya antara *return* dengan BE / ME (*book to market*).

Sebuah pemikiran yang dirintis oleh Jegadeesh dan Titman (1993: 76; 2001: 699) memberikan bukti untuk efek momentum (*momentum effect*): Saham dengan pengembalian kumulatif tinggi (*high cumulative return*) selama tahun lalu cenderung terus berkinerja lebih baik pada tahun berikutnya. Carhart (1997: 61) menguji kegigihan *momentum effect* satu tahun dalam produk reksadana saham dengan *four-factor model* yang menambahkan faktor momentum Jegadeesh dan Titman (1993: 76) ke dalam *three-factor model* milik Fama dan French (1993: 4). Studi ini menyoroti bahwa membeli reksadana berkinerja baik tahun sebelumnya dan menjual reksadana berkinerja buruk tahun lalu merupakan strategi investasi yang menguntungkan dan *return* pada portofolio reksadana dikaitkan dengan faktor *market return*, ukuran (*size*), nilai (*value*) dan momentum (Balakrishnan, 2016: 2).

Banyak penelitian empiris yang mengidentifikasi efek pasar (*market effect*), efek ukuran (*size effect*), efek nilai (*value effect*) dan efek momentum (*momentum effect*) dalam suatu *asset pricing model* di Amerika Serikat (U.S.) dan pasar negara maju lainnya (Cakici, Fabozzi, & Tan, 2013: 46). Lebih lanjut Cakici et al. (2016: 180) mengidentifikasi di antara banyak penelitian empiris di pasar negara maju, lihat DeBondt dan Thaler (1987), Fama dan French (1992, 1996), dan Lakonishok et al. (1994) untuk bukti pada *value effect*, dan Jegadeesh dan Titman (1993, 2001) tentang *momentum effect* di U.S. Lihat Fama dan French (1998, 2012), Rouwenhorst (1998, 1999), Griffin (2002), Griffin et al. (2003), Chui et al. (2010), dan Hou et al. (2011), dan Asness et al. (2013), dan banyak penelitian lainnya untuk bukti efek pasar (*market effect*), efek ukuran (*size effect*), efek nilai (*value effect*) dan efek momentum (*momentum effect*) di pasar negara maju.

Studi mengenai *asset pricing* perlahan mulai bermunculan di kawasan ASEAN seperti penelitian yang dicetuskan oleh Namira dan Nugroho (2016), Gunathilaka et al. (2017) dan Saengchote (2017), mereka memulai dengan penelusuran efek pasar (*market effect*), efek ukuran (*size effect*), efek nilai (*value effect*) dan efek momentum (*momentum effect*) di negara domisili masing-masing.

Sementara pasar negara maju telah dipelajari secara ekstensif dalam 35 tahun terakhir, namun hanya sedikit yang menginvestigasi efek pasar (*market effect*), efek ukuran (*size effect*), efek nilai (*value effect*) dan efek momentum (*momentum effect*) di pasar negara berkembang, meskipun aktivitas ekonomi dan pasar saham di pasar negara berkembang terus meningkat (Hanauer & Linhart, 2015: 176). Terlepas dari kenyataan bahwa pasar negara berkembang merupakan bagian dari

pasar saham dunia yang semakin meningkat, namun studi empiris yang menyelidiki faktor *market return*, ukuran (*size*), nilai (*value*) dan momentum untuk pasar negara berkembang jauh lebih sedikit (Cakici et al., 2016: 180). Cakici, Tang dan Yan (2016: 179) melihat bahwa pasar yang sedang berkembang telah menjadi bagian penting dari alokasi portofolio saham global.

Sepengetahuan dalam kapasitas keilmuan saya, penelitian ini adalah yang pertama menelusuri efek pasar (*market effect*), efek ukuran (*size effect*), efek nilai (*value effect*) dan efek momentum (*momentum effect*) sebagai *explanatory* dalam suatu *asset pricing model* untuk memprediksi *return* dalam konteks ASEAN, serta integrasi *cross-sections* portofolio antar negara ASEAN yang dibentuk mirip dengan karakteristik penelitian sebelumnya untuk pasar negara maju (lihat, sebagai contoh Fama & French, 1993, 2012; Griffin, 2002; Rouwenhorst, 1998).

Penelitian ini mencoba melakukan pendekatan seperti dalam penelitian Fama (2012) dan Cakici *et al.* (2013) yang mempelajari efek pasar (*market effect*), efek ukuran (*size effect*), efek nilai (*value effect*) dan efek momentum (*momentum effect*) di tiga regional berkembang (Asia, Eropa Timur, dan Amerika Latin) dan menemukan bukti kuat untuk efek pasar (*market effect*), efek ukuran (*size effect*) dan efek nilai (*value effect*) di semua regional dan efek momentum (*momentum effect*) di semua regional kecuali Eropa Timur. Lebih lanjut pendekatan hasil integrasi pasar pada penelitian ini menambahkan literatur yang berfokus pada pengembalian pasar agregat (*aggregate market returns*) (lihat, sebagai contoh, Bekaert & Harvey, 2003; Bekaert, Harvey, & Lumsdaine, 2002).

Tujuan dari penelitian ini dalam menguji ASEAN *return* ada dua. Pertama, mengkonfirmasi eksistensi efek pasar (*market effect*), efek ukuran (*size effect*), efek nilai (*value effect*) dan efek momentum (*momentum effect*) dalam *return* untuk negara berkembang di ASEAN. Kedua, menguji seberapa baik tiga *asset pricing model* memprediksi *return* untuk portofolio tiap negara berkembang ASEAN yang terbentuk pada ukuran (*size*) dan nilai (*value*) atau ukuran (*size*) dan momentum.

Perbedaan dengan penelitian sebelumnya yang menjadikan kontribusi dalam penelitian ini ada tiga. Pertama, memberikan bukti baru dalam konteks ASEAN untuk melengkapi hasil yang telah didokumentasikan dalam penelitian sebelumnya pada pasar negara berkembang dunia. Kedua, penelitian ini menganalisis dampak untuk pasar negara berkembang (ASEAN) secara individu, pada sebagian besar penelitian sebelumnya acap kali mengelompokkan berbagai pasar ke beberapa regional dan hanya mengeksplorasi suatu regional secara general. Ketiga, sebagian besar penelitian sebelumnya dalam pembentukan portofolio *return* negara berkembang berfokus pada saham besar saat mengelompokkan ukuran (*size*) saham. Sampel pada penelitian ini mencakup semua kelompok ukuran (*size*), termasuk saham kecil (*microcaps*) dan diharapkan dapat menghasilkan hasil yang lebih menantang.

Dengan demikian, berdasarkan kondisi global (*general*), fakta empiris di lapangan (*empiric*) dan penelitian terdahulu yang relevan (*scientific*) bahwasanya topik pengaruh terhadap *return* ini sangatlah penting dan menarik untuk diteliti kembali dalam konteks pasar negara berkembang, khususnya ASEAN. Bagi

investor atau manager keuangan tentu sangat memerlukan informasi dan cara terbaik untuk memaksimalkan sekumpulan investasi yang telah mereka putuskan atas segala risiko yang mereka tanggung.

1.2. Rumusan Masalah

Pokok permasalahan yang terdapat dalam penelitian ini bahwa pasar saham negara maju telah dipelajari secara ekstensif dalam 35 tahun terakhir, namun hanya sedikit studi empiris yang menyelidiki faktor *market return*, ukuran (*size*), nilai (*value*) dan momentum untuk pasar saham negara berkembang (Hanauer & Linhart, 2015: 176). Meskipun aktivitas ekonomi dan pasar saham di pasar negara berkembang terus meningkat, sementara pada dewasa ini pasar saham di negara yang sedang berkembang telah menjadi bagian penting dari alokasi portofolio saham global (Cakici et al., 2016: 179).

Sehingga terdapat kesenjangan penelitian (*research gap*) antara studi empiris yang ada sebelumnya dengan fakta di dunia saat ini dalam konteks penelitian untuk pasar negara berkembang. Maka dari itu, penelitian ini bermaksud untuk menelusuri efek pasar (*market effect*), efek ukuran (*size effect*), efek nilai (*value effect*) dan efek momentum (*momentum effect*) sebagai *explanatory* dalam suatu *asset pricing model* untuk memprediksi *return* dalam konteks ASEAN.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan yang disusun untuk menjawab masalah dalam penelitian ini, seperti yang telah dipaparkan sebelumnya adalah sebagai berikut:

- 1) Mengkonfirmasi eksistensi efek pasar (*market effect*), efek ukuran (*size effect*), efek nilai (*value effect*) dan efek momentum (*momentum effect*) dalam *return* untuk negara berkembang di ASEAN.
- 2) Menguji seberapa baik tiga *asset pricing model* memprediksi *return* untuk portofolio tiap negara berkembang ASEAN yang terbentuk dari ukuran dan nilai (*size-value*) atau dari ukuran dan momentum (*size-momentum*).

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat yang dapat dipetik atas kontribusi penelitian ini, seperti yang telah dipaparkan sebelumnya adalah sebagai berikut:

- 1) Memberikan bukti baru dalam konteks ASEAN untuk melengkapi hasil yang telah didokumentasikan dalam penelitian sebelumnya pada pasar negara berkembang dunia.
- 2) Menyajikan analisis efek pasar (*market effect*), efek ukuran (*size effect*), efek nilai (*value effect*) dan efek momentum (*momentum effect*) untuk negara berkembang ASEAN secara individu.
- 3) Menghasilkan hasil penelitian yang lebih komprehensif dengan merangkul semua kelompok ukuran saham (*stock size*) yang diteliti baik saham besar (*big size*) hingga saham kecil (*microcaps*) dalam pembentukan portofolio.