

BAB I

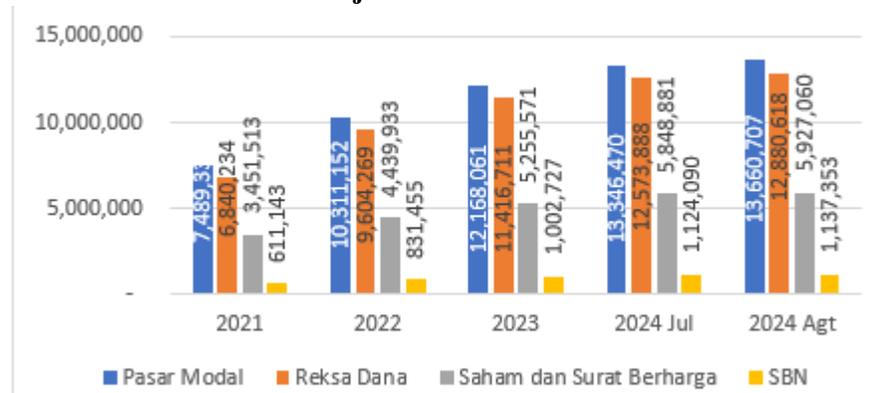
PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian

Dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi suatu negara, investasi menjadi peran penting, tidak hanya negara tetapi juga pada tingkat individu dan perusahaan. Dalam konteks individu, investasi dilakukan dengan tujuan mendapatkan keuntungan di masa mendatang. Menurut Jones (2004), investasi adalah suatu proses di mana pemilik dana atau investor menanamkan uang atau modal mereka dengan tujuan mendapatkan pendapatan di waktu yang akan datang. Seangkan menurut Kasmir (2019), investasi merupakan aktivitas penanaman modal pada suatu kegiatan dengan jangka waktu yang cenderung panjang di berbagai sektor usaha.

Pasar modal di Indonesia tengah mengalami pertumbuhan dengan pesat dalam dua dekade terakhir. Melalui jual beli surat berharga, pasar modal berfungsi sebagai tempat pertukaran kelebihan dana antara pihak-pihak dengan pihak yang membutuhkan. Suad Husnan (2005), menyatakan Pasar modal merupakan pasar berbagai produk keuangan jangka panjang yang dapat dibeli dan diperdagangkan. Pasar modal adalah sebagai pasar pembelian dan penjualan sekuritas, seperti saham, obligasi, dan reksa dana, yang biasanya bertahan lebih dari satu tahun (Tandeilin, 2017).

Grafik 1. 1
Pertumbuhan Laju Investor Menurut SID



Sumber : KSEI, 2025.

Berdasarkan fakta diatas, jumlah investor di pasar saham dan instrumen investasi lainnya terus meningkat setiap tahunnya. Keberhasilan ini mencerminkan efektivitas kampanye Bursa Efek Indonesia dalam menarik minat masyarakat untuk berinvestasi. Berdasarkan data demografis Kustodian Sentral Efek Indonesia, lebih dari 50% investor di Indonesia saat ini didominasi oleh individu berusia di bawah 30 tahun. Ada berbagai bentuk investasi yang tersedia untuk individu, mulai dari saham, obligasi, hingga aset fisik seperti properti dan emas. Menurut Tandelilin (2012), berbagai sekuritas yang sering diperjualbelikan di pasar modal meliputi saham, obligasi, reksadana, serta instrumen derivatif. Setiap bentuk investasi memiliki kemungkinan gagal memberikan hasil yang diharapkan. Risiko-risiko tersebut meliputi risiko penurunan nilai investasi, risiko likuiditas, hingga risiko inflasi. Dalam dunia investasi, berlaku prinsip bahwa semakin besar potensi return yang ditawarkan, semakin besar pula risiko yang harus dihadapi oleh investor. Salah satu prinsip utama dalam berinvestasi adalah diversifikasi dalam portfolio, di

mana individu mengalokasikan investasinya ke berbagai aset untuk meminimalkan risiko. Menurut Abrami dan Marsoem (2021) portofolio didefinisikan sebagai kumpulan berbagai aset yang diinvestasikan oleh individu maupun institusi dengan tujuan mengurangi tingkat risiko serta memaksimalkan *return* yang diharapkan.

Portofolio optimal adalah portofolio yang memiliki kombinasi terbaik antara pengembalian yang diharapkan (*expected return*) ($E(R_i)$) dan risiko. Sementara itu, portofolio efisien menawarkan pengembalian yang diharapkan ($E(R_i)$) tertinggi untuk tingkat risiko yang sama, atau memiliki risiko terendah untuk tingkat pengembalian tertentu (Astuti dan Gunarsih, 2021). *expected return* yaitu tingkat pengembalian yang diharapkan dari investasi modal mereka.

Teori manajemen portofolio merupakan dasar utama dalam pengelolaan investasi yang bertujuan untuk mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan keuntungan. Harry Markowitz pertama kali memperkenalkan teori ini dalam karyanya pada tahun 1952 yang berjudul *Modern Portfolio Theory* (MPT). Markowitz mengatakan bahwa investor tidak hanya perlu fokus pada pengembalian dari setiap aset, tetapi juga harus memperhatikan bagaimana aset-aset tersebut saling berhubungan dalam sebuah portofolio. Menurut konsep ini, diversifikasi dapat menurunkan risiko dengan meningkatkan jumlah saham dalam portofolio selama periode waktu tertentu, tetapi pada saat yang sama juga berpotensi meningkatkan tingkat risiko, (Salsabila dan Hasnawati, 2018). Didalam teori portofolio ini disebutkan bahwa risiko dan keuntungan memiliki hubungan atau

sering dikenal sebagai *risk-return tradeoff*. Oleh karena itu, investor dihadapkan pada dilema untuk memilih antara memilih risiko yang lebih kecil dengan hasil yang lebih konsisten atau mengambil risiko yang lebih besar dengan imbalan yang mungkin lebih besar.

Investor biasanya menggunakan dua jenis model penilaian harga untuk mengestimasi nilai *expected return* ($E(R_i)$), yaitu *Single Index Model* dan *Multifactor Index Model*. Salah satu model manajemen portofolio *Single Index Model* yang sering digunakan yaitu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang dikembangkan sebagai kelanjutan dari teori Markowitz. CAPM memperkenalkan konsep risiko sistematis, yang mengukur risiko yang tidak dapat dihindari. Sementara itu, *Multifactor Index Model* dapat diterapkan melalui pendekatan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang memanfaatkan pendekatan multifaktor dengan mempertimbangkan berbagai variabel makroekonomi sebagai indikator. Hingga saat ini, para ahli manajemen keuangan masih memperdebatkan tingkat validitas dan keakuratan kedua model tersebut. Penelitian terus dilakukan untuk memilih model mana yang lebih unggul dalam hal presisi dan relevansi (Jones, 2004).

Capital Asset Pricing Model (CAPM) diperkenalkan oleh Jack Treynor pada tahun 1961, dengan pengembangan lebih lanjut dilakukan oleh William F. Sharpe pada tahun 1964. Model ini dibangun berdasarkan teori diversifikasi portofolio dan portofolio modern yang sebelumnya dirumuskan oleh Harry

Markowitz (Jones, 2004). CAPM mengembangkan konsep diversifikasi dan risiko portofolio dengan memperkenalkan risiko sistematis, yaitu risiko yang berkaitan pergerakan pasar secara keseluruhan dan tidak dapat dihindari dengan diversifikasi. Melalui CAPM, Sharpe memperkenalkan "beta" sebagai ukuran risiko suatu aset terhadap pasar. Model ini membantu investor dalam menentukan tingkat pengembalian yang diantisipasi suatu aset dengan menetapkan bahwa pengembalian yang diharapkan ($E(R_i)$) meningkat seiring dengan meningkatnya risiko pasar (beta).

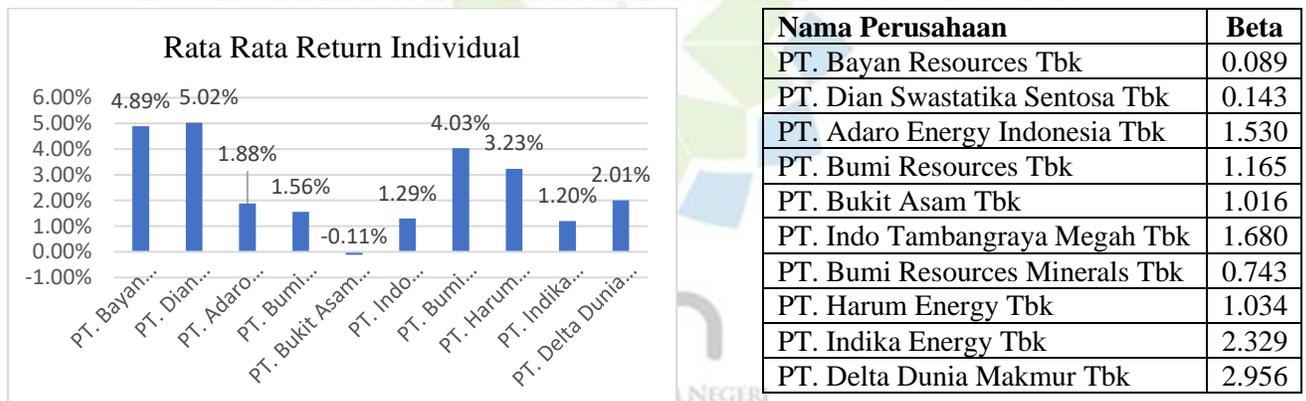
Pada tahun 1976, Stephen Ross mengembangkan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) sebagai pengganti *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). APT mengkritik CAPM karena hanya memperhitungkan satu faktor risiko, yakni risiko pasar, dan mengusulkan pendekatan multifaktor untuk mengukur risiko serta pengembalian. Sebagai gantinya, APT menggunakan pendekatan multifaktor, di mana berbagai faktor makro ekonomi seperti jumlah uang beredar, suku bunga, inflasi, dan pertumbuhan ekonomi turut diperhitungkan dalam menentukan risiko dan pengembalian aset. APT memberikan pandangan bahwa ada banyak sumber risiko yang memengaruhi pengembalian aset, dan investor dapat memanfaatkan ketidakseimbangan harga (arbitrase) untuk mendapatkan keuntungan, membuat APT ini dianggap menjadi pendekatan yang lebih dinamis dan relevan pada kondisi ekonomi tertentu dibandingkan CAPM.

Adanya dua pendekatan dalam menghitung estimasi return saham mendorong Peneliti untuk membandingkan ketepatan model CAPM dan APT, dikarenakan adanya perbedaan perspektif serta variasi elemen yang digunakan dalam perhitungan estimasi. Banyak Penelitian telah dilakukan untuk membandingkan keakuratan kedua model ini dalam memprediksi return saham. Misalnya, Roll dan Ross Penelitian mereka mengemukakan bahwa APT lebih realistis dan relevan dibandingkan CAPM karena model ini tidak hanya berfokus pada satu faktor risiko. APT menawarkan kerangka kerja yang lebih fleksibel dan mengakomodasi banyak sumber risiko yang relevan dengan pengembalian aset, dibandingkan dengan CAPM yang hanya mengandalkan satu faktor risiko pasar (Roll & Ross, 1975). Dimana APT sendiri dibentuk dengan asumsi bahwa untuk menghitung estimasi *return* atau pengembalian tidak cukup hanya dengan dari risiko pasar, tetapi juga kondisi makroekonomi, di mana BI7DRR, Jumlah Uang Beredar (M2) dan Kurs dipilih untuk penelitian ini.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menilai tingkat akurasi model melalui estimasi evaluasi terhadap perusahaan-perusahaan dalam sektor batubara. Analisis dilakukan selama 6 tahun, mencakup periode 2019 hingga 2024. Sektor batubara yang dimaksud meliputi perusahaan yang bergerak dalam aktivitas pertambangan dan distribusi batubara. Peneliti memilih sektor Batubara karena beranggapan bahwa sektor ini memiliki siklus tersendiri, kenaikan dan penurunan pendapatan perusahaan bergantung pada kenaikan harga Batubara acuan dunia itu

sendiri yang dipengaruhi oleh kondisi Makroekonomi. Pada tahun 2023 hampir seluruh Perusahaan sektor Batubara di Indonesia mengalami kenaikan pendapatan yang signifikan. Hal tersebut terjadi karena di tahun 2022, Rusia sebagai salah satu pengekspor Batubara terbesar dunia mendapatkan sanksi berupa embargo ekspor Batubara, menyebabkan adanya pengurangan pasokan Batubara dunia sehingga mengakibatkan kenaikan harga Batubara dunia. Untuk Perusahaan sektor Batubara di Indonesia hal ini menjadi keuntungan tersendiri.

Tabel 1. 1
Data Return Individual dan Beta Sektor Batubara Periode 2019-2024



Sumber : id.investing.com, 2025.

Tabel 1.1 menunjukkan rata-rata return dan beta perusahaan batubara 2019–2024. Return tertinggi dicapai PT Dian Swastatika Sentosa Tbk (5,02%), terendah PT Bukit Asam Tbk (-0,11%). PT Delta Dunia Makmur Tbk memiliki beta tertinggi (2,956) namun return hanya 2,01%, sedangkan PT Bayan Resources Tbk dengan beta terendah (0,089) justru mencatat return tinggi (4,89%). Hal ini menunjukkan risiko tinggi tidak selalu sebanding dengan return tinggi. Untuk memastikannya, Peneliti melakukan regresi antara *return* saham dan juga beta, berikut hasilnya.

Tabel 1. 2
Hasil Regresi Variabel Return Individual dan Beta

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	0.040261711	0.007991921	5.0378012	0.001004	0.021832307	0.058691114	0.021832307	0.058691114
X Variable 1	-0.012033316	0.005228795	-2.3013553	0.050364	-0.02409094	2.43079E-05	-0.02409094	2.43079E-05

Sumber : Excel 2016, 2025.

Didapat hasil persamaan, yaitu $Y = 0.04026 - 0.01203 X$. Dari persamaan ini menunjukkan bahwa ketika beta atau risiko meningkat sebesar 1 unit, return individu (Y) justru berkurang sebesar 0.01203. Koefisien beta negatif ini menandakan terdapat hubungan negatif antara risiko (beta) dan return individu. Artinya, semakin tinggi risiko (beta), semakin rendah return yang dihasilkan. Didapat hasil nilai Konstanta 0.04026 mengindikasikan bahwa jika beta (X) bernilai nol, return individu diperkirakan sebesar 4,02%. Hal ini semakin memperkuat argumen bahwa risiko yang tinggi tidak selalu menghasilkan return yang lebih.

Penelitian Arif Abdillah dkk (2021), mendapatkan hasil model CAPM menunjukkan akurasi yang unggul dan tidak terdapat perbedaan signifikan dalam efektivitas CAPM dan APT. Penelitian yang dilakukan oleh Andrianna (2024), mendapatkan hasil model APT menunjukkan akurasi yang unggul dan tidak terdapat perbedaan signifikan dalam efektivitas CAPM dan APT dalam memperkirakan proyeksi imbal hasil. Chandra dkk (2022), pada hasil Penelitian-nya CAPM dinyatakan sebagai metode yang lebih akurat dan tidak terdapat perbedaan signifikan dalam efektivitas CAPM dan APT. Penelitian yang dilakukan oleh Yudi dkk. (2023) mendapatkan hasil model APT dibandingkan dengan CAPM menunjukkan akurasi yang unggul, dengan perbedaan signifikan dalam keakuratan.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menetapkan model yang lebih tepat dalam memprediksi return saham, seperti yang ditunjukkan oleh penjelasan sebelumnya. Maka dari itu, judul penelitian kali ini adalah “*Analisis Perbandingan Tingkat Keakuratan Model Capital Aset Pricing Model Dan Arbitrage Pricing Theory Dalam Memprediksi Tingkat Return Saham Pada Perusahaan Sektor Batubara Di Bursa Efek Indonesia (Periode 2019-2024)*”

B. Identifikasi dan Perumusan Masalah

Proses identifikasi masalah bertujuan untuk memahami dan mengenali fenomena yang relevan dengan isu-isu yang telah diuraikan dalam latar belakang. Berdasarkan penjelasan yang telah disampaikan pada bagian latar belakang penelitian, sejumlah permasalahan dapat diidentifikasi sebagai berikut:

1. Adanya perbedaan pandangan dan kritik atas model CAPM, yang menganggap bahwa menghitung estimasi return suatu saham tidak cukup hanya menggunakan risiko, tetapi juga faktor makroekonomi sehingga muncul model APT.
2. Adanya perbedaan hasil Penelitian yang sudah dilakukan yang menunjukkan inkonsistensi atas suatu model tingkat keakuratannya dalam menghitung estimasi return suatu saham antara model CAPM dan APT.

Rumusan Masalah dalam Penelitian ini dirumuskan berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan sebelumnya, yaitu:

1. Apakah model CAPM dan APT menunjukkan perbedaan akurasi dalam memprediksi *expected return* saham perusahaan Batubara di Bursa Efek Indonesia selama rentang waktu 2019-2024?
2. Apakah terdapat perbedaan signifikan pada nilai *mean absolute deviation* (MAD) antara model CAPM dan APT dalam menentukan *expected return* saham perusahaan Batubara di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024?

C. Batasan Masalah

Batasan dalam penelitian ini difokuskan pada analisis perbandingan keakuratan dua model estimasi return saham, yaitu *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT), dalam memprediksi tingkat return saham pada perusahaan sektor batubara di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019 - 2024. Penelitian ini hanya mencakup saham sektor batubara yang memiliki data lengkap dan konsisten selama periode pengamatan, menggunakan beta sebagai risiko pasar serta makroekonomi seperti BI7DRR, Jumlah Uang Beredar (M2) dan Kurs Rupiah dalam model APT yang dianggap relevan berdasarkan literatur dan ketersediaan data. Analisis dilakukan menggunakan uji komparatif dengan pendekatan kuantitatif untuk membandingkan tingkat keakuratan prediksi kedua model. Faktor lain diluar kedua Model seperti risiko politik dan kebijakan pemerintah secara sepsifik tidak analisis secara mendalam dalam penelitian ini.

D. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini sebagai berikut, berdasarkan rumusan masalah di atas:

1. Mengetahui apakah model CAPM dan APT berbeda keakuratannya dalam memprediksi nilai ekspektasi return saham sektor batubara di Bursa Efek Indonesia tahun 2019 hingga tahun 2024.
2. Menentukan apakah model CAPM dan APT berbeda signifikan dalam *Mean Absolute Deviation*-nya (MAD) dalam memprediksi nilai ekspektasi return saham sektor batubara di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2019 hingga 2024.

E. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat pada Penelitian kali ini adalah :

1. Bagi Akademisi
Menambah wawasan tentang perbedaan CAPM dan APT dalam menghitung ekspektasi keuntungan saham serta menjadi referensi di bidang manajemen, keuangan dan investasi.
2. Bagi Investor
Memberikan panduan praktis dalam memilih model prediksi terbaik antara CAPM dan APT untuk sektor batubara.
3. Bagi Perusahaan
Membantu pengelolaan risiko dan perencanaan keuangan untuk mendukung strategi keuangan dan pendanaan yang lebih cermat di pasar fluktuatif.
4. Bagi Mahasiswa
Menjadi sumber pembelajaran tentang penerapan CAPM dan APT di pasar saham Indonesia.