

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) merupakan indikator makro ekonomi utama yang merefleksikan kesehatan serta stabilitas kinerja ekonomi suatu negara dalam periode tertentu. Pencapaian pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan tersebut sangat ditentukan oleh efektivitas akumulasi modal dalam menggerakkan roda sektor-sektor produktif. Dalam tataran sistemik, investasi menempati posisi sentral sebagai mekanisme transmisi yang menghubungkan unit *surplus* (masyarakat) dengan unit *defisit* (perusahaan). Melalui instrumen investasi, potensi tabungan masyarakat tidak hanya berhenti sebagai dana pasif, melainkan ditransformasikan menjadi modal kerja produktif yang esensial bagi perusahaan untuk melakukan ekspansi bisnis, peningkatan kapasitas produksi, serta inovasi teknologi yang pada akhirnya akan menciptakan nilai tambah bagi perekonomian nasional.

Investasi merupakan komitmen pengalokasian sejumlah dana atau sumber daya pada periode saat ini dengan harapan menghasilkan manfaat ekonomi di masa yang akan datang. Investasi mencerminkan keputusan untuk menunda konsumsi saat ini dengan menempatkan dana pada aset produktif dalam jangka waktu tertentu guna memperoleh tingkat pengembalian yang diharapkan.

Ruang lingkup investasi tidak hanya terbatas pada sektor riil (*real assets*) seperti tanah, emas, dan properti, tetapi juga mencakup sektor aset keuangan

(*financial assets*) yang memungkinkan mobilisasi dana secara lebih likuid melalui instrumen seperti saham, obligasi, dan reksa dana.

Dalam mengimplementasikan strategi investasi pada aset keuangan secara efektif, diperlukan sebuah infrastruktur finansial yang tidak hanya berfungsi sebagai tempat pertemuan antara pembeli dan penjual, tetapi juga harus bersifat terorganisir serta berada di bawah pengawasan regulasi yang ketat. Wadah tersebut dikenal sebagai pasar modal. Secara konseptual, pasar modal bertindak sebagai pasar bagi beragam instrumen keuangan jangka panjang yang memiliki masa jatuh tempo lebih dari satu tahun dan dapat diperjualbelikan secara bebas. Sebagaimana ditegaskan oleh (Tandelilin, 2017), instrumen-instrumen yang ditransaksikan dalam ekosistem ini sangat bervariasi, mencakup instrumen ekuitas seperti saham, instrumen pendapatan tetap berupa surat utang atau obligasi, hingga berbagai produk turunan atau instrumen derivatif lainnya yang berfungsi sebagai sarana lindung nilai maupun spekulasi.

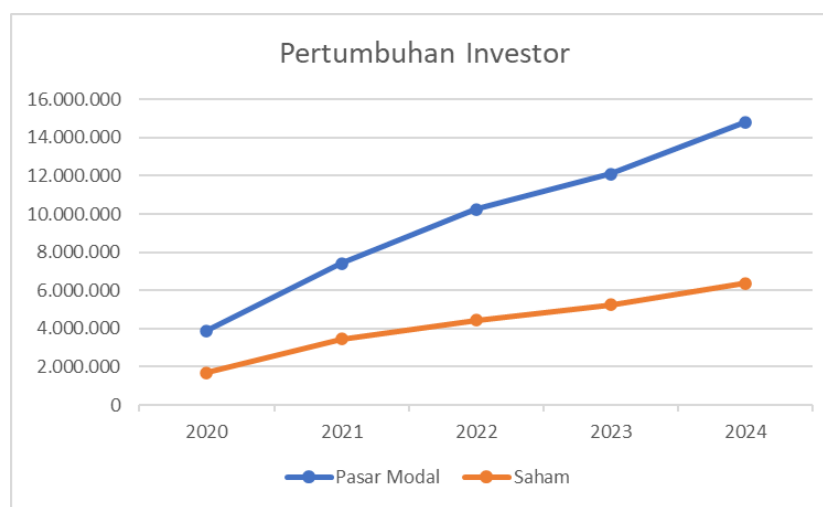
Dalam lanskap makro ekonomi, pasar modal mengemban fungsi vital sebagai lembaga perantara keuangan (*financial intermediary*) yang bersifat strategis. Keberadaannya memungkinkan terciptanya mekanisme alokasi sumber daya finansial secara efisien dengan menjembatani kesenjangan antara pihak yang memiliki kelebihan likuiditas (*surplus unit*) dengan entitas bisnis yang mengalami kekurangan modal (*deficit unit*). Melalui proses intermediasi ini, pasar modal memfasilitasi transformasi dana masyarakat yang bersifat pasif menjadi modal produktif. Pendanaan yang dihimpun tersebut kemudian dialokasikan untuk mendukung berbagai inisiatif ekspansi perusahaan, yang secara simultan akan

meningkatkan kapasitas produksi nasional dan menjadi katalisator utama dalam memacu akselerasi pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.

Di antara beragam alternatif investasi yang diperdagangkan di pasar modal, saham merupakan instrumen yang paling banyak diminati dan memiliki peran dominan bagi investor. Saham dikategorikan sebagai instrumen ekuitas yang mencerminkan kepemilikan resmi atas suatu perusahaan. status kepemilikan ini memberikan pengakuan yuridis bagi investor baik individu maupun institusi di mana posisi mereka sebagai pemilik diakui sebanding dengan persentase atau proporsi jumlah saham yang dikuasai (Santoso dkk., 2023). Implikasi dari kepemilikan ini tidak hanya terbatas pada pengakuan formal, tetapi juga mencakup perolehan hak-hak strategis yang melekat, seperti hak untuk mengklaim bagian dari pendapatan perusahaan (*dividen*) serta hak atas sisa aset dalam skenario likuidasi. Lebih jauh lagi, investor memiliki wewenang pengendalian melalui partisipasi dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), yang merupakan forum tertinggi dalam pengambilan keputusan strategis perusahaan.

Secara fundamental, motivasi utama investor dalam mengalokasikan modalnya pada instrumen saham adalah untuk memperoleh tingkat imbal hasil (*return*) yang optimal, yang secara garis besar diklasifikasikan ke dalam dua komponen utama, yaitu *dividen* dan *capital gain*. *Dividen* merupakan bentuk pembagian laba bersih perusahaan yang diputuskan melalui mekanisme Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sebagai apresiasi atas penyertaan modal investor. Di sisi lain, *capital gain* merepresentasikan keuntungan yang terealisasi dari apresiasi harga saham di pasar sekunder, yakni ketika harga jual melampaui harga

beli awal. Namun, penting untuk dipahami bahwa potensi keuntungan ini tidak bersifat kepastian, melainkan sejalan dengan risiko pasar yang signifikan. Prinsip *high risk, high return* menegaskan bahwa ekspektasi imbal hasil yang besar selalu diikuti oleh eksposur risiko yang setara, yang dipicu oleh volatilitas harga akibat pergeseran kinerja fundamental emiten maupun fluktuasi sentimen pasar yang dinamis.



Gambar 1. 1
Pertumbuhan Investor Saham dan Pasar Modal Berdasarkan SID

Sumber: www.ksei.co.id (Data diolah oleh penulis)

Minat masyarakat Indonesia terhadap instrumen investasi di pasar modal, khususnya saham, menunjukkan tren positif yang signifikan dalam lima tahun terakhir. Berdasarkan data yang disajikan pada Gambar 1.1, jumlah investor pasar modal pada tahun 2020 tercatat sebanyak 3.880.753 *Single Investor Identification* (SID) dan mengalami lonjakan signifikan pada tahun 2021 menjadi 7.416.349 SID, atau tumbuh sebesar 91,10%. Tren positif ini berlanjut secara konsisten hingga mencapai puncaknya pada tahun 2024 dengan total 14.805.066 investor. Pertumbuhan ini sejalan dengan peningkatan partisipasi publik pada instrumen saham secara spesifik. Tercatat pada tahun 2021, jumlah investor saham meningkat

drastis sebesar 103,59% dari tahun sebelumnya menjadi 3.451.513 SID. Hingga akhir periode pengamatan pada tahun 2024, jumlah investor saham telah mencapai 6.381.444 SID. Peningkatan yang eksponensial ini mengindikasikan bahwa kesadaran literasi keuangan dan kepercayaan masyarakat untuk menempatkan dananya pada instrumen saham semakin tinggi, meskipun dihadapkan pada *volatilitas* pasar.

Walaupun partisipasi investor mengalami pertumbuhan yang impresif, fenomena ini dihadapkan pada realitas bahwa pasar saham memiliki karakteristik risiko yang tinggi akibat *volatilitas* harga dan ketidakpastian kondisi makro ekonomi. Investor yang rasional tidak dapat hanya mengandalkan intuisi atau spekulasi semata dalam mengambil keputusan, karena hal tersebut dapat berujung pada kemungkinan kerugian yang signifikan.

Untuk memitigasi risiko tersebut, diperlukan strategi pengalokasian aset yang terukur melalui pembentukan portofolio. Pendekatan ini merupakan fondasi utama dari Teori Portofolio Modern yang diperkenalkan oleh (Markowitz, 1952, dalam Indrawan dkk, 2022). Teori tersebut menekankan pentingnya diversifikasi investasi, yang dikenal melalui prinsip “*don't put all your eggs in one basket*”, yaitu anjuran agar investor tidak mengalokasikan seluruh dana pada satu instrumen atau aset tertentu. Tujuan utama dari diversifikasi adalah membentuk portofolio yang efisien, yakni susunan aset yang mampu menghasilkan tingkat pengembalian harapan (*expected return*) yang optimal pada tingkat risiko tertentu, atau sebaliknya meminimalkan risiko pada tingkat pengembalian yang diharapkan.

Sebagai pengembangan operasional dari teori portofolio Markowitz, para akademisi merumuskan model keseimbangan aset untuk mengestimasi tingkat pengembalian yang wajar bagi investor. Model pertama yang menjadi tonggak sejarah dalam manajemen keuangan adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang dikembangkan secara terpisah oleh (Sharpe, 1964, dalam Indrawan dkk, 2022). CAPM dibangun di atas premis bahwa *return* saham semata-mata ditentukan oleh risiko sistematis (beta) tunggal yang menghubungkan aset dengan portofolio pasar (Tandelilin, 2017). Meskipun populer karena kesederhanaannya, CAPM menuai kritik karena asumsinya yang menganggap hanya satu faktor pasar yang memengaruhi imbal hasil saham.

Terdapat model lainnya yaitu *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Berbeda dengan CAPM, APT mengasumsikan bahwa tingkat pengembalian saham dipengaruhi oleh berbagai faktor risiko makro ekonomi (*multi-factor model*) seperti suku bunga, tingkat inflasi, dan nilai tukar (Kurs) yang memberikan perspektif penilaian aset yang lebih dinamis dan kompleks (Husnan, 2015).

Dengan keberadaan dua model dalam mengestimasi *return*, penulis tertarik untuk melakukan perbandingan tingkat keakuratan antara *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) karena perbedaan faktor yang digunakan dalam proses perhitungannya. APT dikembangkan sebagai penyempurnaan terhadap CAPM, seiring dengan kritik terhadap asumsi CAPM yang menekankan bahwa *return* saham hanya dipengaruhi oleh risiko pasar. Berbeda dengan CAPM, APT berasumsi bahwa *return* saham juga dipengaruhi oleh berbagai faktor lain, khususnya faktor makro ekonomi. Oleh karena itu, dalam

penelitian ini digunakan variabel BI *7-Day Reverse Repo Rate* (BI7DRR), nilai tukar, dan inflasi sebagai faktor penentu dalam model APT.

Perdebatan teoritis mengenai keunggulan antara kesederhanaan model CAPM dan kompleksitas model APT menuntut pembuktian empiris, Penulis ingin membandingkan model CAPM atau APT yang lebih akurat dengan melakukan estimasi penilaian terhadap Perusahaan pada sektor *Industrials*. Bagi para investor, ketepatan dalam memilih model estimasi *return* di sektor ini sangatlah vital, mengingat saham-saham industri sering kali bertindak sebagai *leading indicator* bagi pertumbuhan ekonomi negara.

Sektor *industrials* memiliki karakteristik padat modal dan ketergantungan yang tinggi pada rantai pasok global, sehingga kinerjanya diduga sangat sensitif terhadap fluktuasi variabel makro ekonomi, seperti tingkat inflasi yang memengaruhi biaya bahan baku, suku bunga pinjaman, serta nilai tukar untuk aktivitas ekspor-impor. Dengan membandingkan kedua model tersebut pada Sektor Perindustrian, penelitian ini diharapkan dapat memberikan panduan mengenai model keseimbangan aset mana yang paling akurat dalam memprediksi tingkat pengembalian yang diharapkan, sehingga risiko investasi dapat terukur dengan lebih baik.

Penelitian ini menggunakan sejumlah variabel yang diklasifikasikan ke dalam dua kelompok, yaitu variabel terikat dan variabel bebas. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah *expected return* ($E(R_i)$) yang diestimasi menggunakan model CAPM dan APT. Sementara itu, variabel bebas meliputi *return* saham aktual (R_i), *return* pasar (R_m), risiko sistematis yang diproyeksikan dengan beta (β), tingkat

pengembalian aset bebas risiko (R_f), suku bunga acuan Indonesia (BI7DRR), perubahan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat, serta perubahan tingkat inflasi.

Meskipun kedua model tersebut telah lama mapan dalam literatur keuangan, perdebatan mengenai model mana yang memiliki akurasi terbaik dalam memprediksi *return* saham masih menjadi isu yang kontroversial. Sejumlah penelitian terdahulu yang membandingkan kinerja kedua model tersebut menunjukkan hasil empiris yang beragam dan belum menghasilkan kesimpulan yang konsisten. Penelitian Rahmawati & Prajawati (2024) menyimpulkan bahwa model APT memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan CAPM. Sementara itu, hasil penelitian yang dilakukan oleh Sindhuarta dkk. (2023), menunjukkan bahwa CAPM memiliki tingkat keakuratan yang lebih tinggi, namun tidak ditemukan pengaruh signifikan terhadap keakuratan kedua model tersebut. Penelitian lain yang dilakukan oleh Abdillah & Putra (2021), mengungkapkan bahwa CAPM memiliki tingkat akurasi yang lebih baik dibandingkan APT serta menunjukkan pengaruh yang signifikan. Namun, hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Putra dkk. (2023), menunjukkan bahwa APT lebih akurat dibandingkan CAPM dan terdapat pengaruh signifikan. Berdasarkan latar belakang, fenomena pertumbuhan investor, dan urgensi pengukuran risiko yang telah diuraikan, penulis tertarik untuk mengkaji permasalahan tersebut lebih lanjut dalam bentuk penelitian skripsi dengan judul:

“ANALISIS PERBANDINGAN KEAKURATAN MODEL CAPM DAN APT DALAM MEMPREDIKSI *RETURN* SAHAM PERUSAHAAN SEKTOR INDUSTRIALS DI BURSA EFEK INDONESIA (PERIODE 2020-2024).

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah dipaparkan, dapat diidentifikasi sejumlah permasalahan utama sebagai berikut:

1. Munculnya kritik terhadap keterbatasan model CAPM dalam mengestimasi tingkat pengembalian harapan (*expected return*) secara akurat telah mendorong pengembangan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) sebagai model alternatif yang dianggap lebih komprehensif dalam menilai risiko.
2. Terdapat perbedaan hasil empiris pada penelitian terdahulu yang menunjukkan ketidakkonsistenan mengenai model mana yang memiliki tingkat akurasi lebih tinggi antara CAPM dan APT.

C. Rumusan Masalah

Berlandaskan pada latar belakang permasalahan tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan signifikan dalam estimasi *expected return* antara metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) pada saham sektor industrials yang terdaftar di BEI periode 2020–2024?
2. Apakah model *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) atau *Arbitrase Pricing Theory* (APT) yang lebih akurat dalam memprediksi *return* saham sektor industrials periode 2020–2024?

D. Tujuan Penelitian

Berjalan lurus dengan rumusan masalah yang telah dipaparkan, penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut:

1. Mengkaji perbedaan tingkat akurasi antara metode *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dalam mengestimasi *expected return* saham pada sektor industrial yang terdaftar di BEI selama periode 2020–2024.
2. Mengidentifikasi model penilaian aset yang lebih akurat antara CAPM dan APT, sehingga dapat dijadikan dasar pertimbangan yang lebih tepat bagi investor dalam memprediksi *return* saham sektor industrials pada periode 2020–2024.

E. Manfaat Penelitian

Ada beberapa manfaat yang bisa dihasilkan dari penelitian ini, diantaranya sebagai berikut:

1. Bagi Akademisi

Menambah literatur Manajemen Keuangan dan Pasar Modal, khususnya sebagai bukti empiris mengenai perbandingan akurasi model CAPM dan APT pada Sektor Perindustrian di Indonesia.

2. Bagi Peneliti

Memiliki kemampuan untuk menggunakan pengetahuan dari perguruan tinggi, khususnya di bidang manajemen keuangan, manajemen risiko, manajemen investasi, dan, tentu saja, pasar modal Syariah.

3. Bagi Investor dan Calon Investor

Memberikan panduan dalam memilih model estimasi *return* yang paling akurat guna meminimalisir risiko dan mengoptimalkan strategi portofolio saham industri.

4. Bagi Mahasiswa

Sebagai sarana implementasi teori investasi ke dalam kasus nyata, serta contoh aplikasi metode kuantitatif dalam membandingkan efektivitas model keuangan.

F. Jadwal Penelitian

Tabel 1. 1
Rencana Penelitian

Tahap Penelitian	2025			2026					
	Bulan			Bulan					
	10	11	12	1	2	3	4	5	6
Pengajuan Judul Proposal									
Penyusunan Proposal Penelitian									
Konsultasi Proposal Penelitian									
Sidang Proposal									
Pengumpulan Data									
Analisis Data									
Bimbingan Skripsi									
Penyelesaian Skripsi									
Sidang Skripsi									

G. Sistematika Penulisan

BAB I: PENDAHULUAN

Bab ini menjelaskan latar belakang masalah mengenai fluktuasi *return* saham di sektor industri periode 2020-2024, rumusan masalah terkait perbandingan keakuratan CAPM dan APT, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta jadwal penelitian.

BAB II: TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini menyajikan landasan teori yang relevan, meliputi manajemen, manajemen keuangan, teori portofolio, konsep *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), *Arbitrage*

Pricing Theory (APT), serta faktor-faktor makro ekonomi yang mempengaruhinya. Selain itu, bab ini memuat tinjauan penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, dan perumusan hipotesis.

BAB III: METODOLOGI PENELITIAN Pada bab ini, diuraikan mengenai rancangan penelitian, penentuan populasi dan sampel dari perusahaan di sektor perindustrian, serta jenis dan asal data sekunder yang dikumpulkan. Selain itu, bagian ini juga memaparkan batasan operasional variabel dan metode analisis data yang diterapkan, yang meliputi uji normalitas dan uji beda (menggunakan *Paired Sample T-Test* atau *Wilcoxon Signed Rank Test*) guna mengkomparasikan nilai *Mean Absolute Deviation* (MAD) dari kedua model yang diuji.

BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN Bagian ini memuat gambaran umum mengenai objek yang diteliti, dilanjutkan dengan pemaparan data hasil kalkulasi expected return berdasarkan model CAPM maupun APT. Selanjutnya, disajikan pula hasil pengukuran tingkat akurasi melalui pendekatan MAD, yang kemudian diakhiri dengan analisis dan diskusi komprehensif terkait model manakah yang terbukti lebih presisi dalam memproyeksikan return saham pada emiten di sektor perindustrian.

BAB V: PENUTUP Sebagai bagian akhir, bab ini merangkum simpulan utama yang ditarik dari hasil pengujian hipotesis. Di samping itu, diuraikan pula berbagai keterbatasan yang ada selama penelitian berlangsung, beserta rekomendasi praktis yang dapat dijadikan rujukan oleh para investor dalam merumuskan strategi investasi, maupun sebagai masukan konstruktif bagi pengembangan penelitian di masa mendatang.