

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Agensi

Teori keagenan (agency theory) yaitu hubungan antara 2 pihak yang pertama pemilik (principal) dan yang kedua manajemen (agent). Teori agensi menyatakan bahwa apabila terdapat pemisahan antara pemilik sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen yang menjalankan perusahaan maka akan muncul permasalahan agensi karena masing masing pihak tersebut akan selalu berusaha untuk memaksimalkan fungsi utilitasnya (Astria, 2011). Akan tetapi dengan berkembangnya perusahaan yang semakin besar mengakibatkan sering terjadinya konflik antara pemilik dan manajemen dalam hal ini adalah pemegang saham (investor) dan pihak agent yang diwakili oleh manajemen (direksi). Agent dikontrak melalui tugas tertentu bagi prinsipal dan mempunyai tanggung jawab atas tugas yang diberikan oleh prinsipal. Prinsipal mempunyai kewajiban yaitu memberi imbalan kepada agen atas jasa yang telah diberikan oleh agen. 11 Adanya perbedaan kepentingan antara manajemen (agent) dan prinsipal inilah yang dapat menimbulkan terjadinya konflik keagenan. Prinsipal dan agen sama-sama menginginkan keuntungan yang besar. Prinsipal dan agen juga sama-sama menghindari adanya risiko (Astria, 2011). Kepemilikan dan pengendalian yang terpisah dalam suatu perusahaan adalah salah satu faktor yang memicu timbulnya konflik kepentingan yang bisa disebut dengan konflik keagenan atau (agency theory). Konflik keagenan timbul antara pihak yang memiliki kepentingan dan tujuan yang berbeda-beda dapat menyulitkan dan menghambat perusahaan dalam mencapai kinerja yang positif guna menghasilkan nilai untuk perusahaan itu sendiri dan juga bagi shareholders (Putra, 2012). Berdasarkan beberapa definisi diatas dapat disimpulkan

bahwa teori agensi adalah teori yang timbul antara 2 pihak yaitu pemilik dengan manajemen. Kedua pihak ini mempunyai tujuan yang berbeda, pihak pemilik menginginkan laba yang sebesar-besarnya sedangkan pihak manajemen menginginkan bonus yang besar. Sehingga kedua pihak ini selalu terjadi konflik karena perbedaan tujuan tersebut.

2.1.2 Pengembalian (*Return*)

1. Definisi dan Ruang Lingkup

Pengembalian merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. pengembalian dapat berupa pengembalian realisasian yang sudah terjadi atau pengembalian ekspektasian yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa mendatang (Meiesti, 2021mei). Pengembalian (*return*) adalah keuntungan yang diperoleh investor atas kegiatan investasi yang dilakukan. Pengembalian (*return*) terdiri dari dua komponen, yaitu *yield* berupa deviden dan *capital gain or loss*. Kedua komponen didapatkan dari keuntungan atau kerugian penjualan saham (Jamil *et al.* 2019).

Pengembalian (*return*) saham merupakan faktor utama yang memengaruhi investor untuk melakukan investasi dan juga imbalan melalui keberanian investor untuk menanggung resiko (Setiyo Rini, Abil Finda, 2020). *Return* dibedakan menjadi dua yaitu *return* yang telah terjadi (*actual return*) yang dihitung berdasarkan data historis, dan *return* yang diharapkan (*expected return*) yang akan diperoleh investor dimasa depan (Basri *et al.* 2019).

2. Faktor yang Mempengaruhi Pengembalian (*Return*) pada Saham

Terdapat faktor yang mempengaruhi pengembalian pada saham suatu perusahaan, dibagi menjadi 2 faktor yaitu eksternal dan internal. Faktor

eksternal bersumber dari luar perusahaan sedangkan faktor internal muncul dari dalam perusahaan (Novitasari, 2020). Faktor-faktor tersebut yaitu:

a. Kondisi Fundamental Ekonomi Makro (Eksternal)

1. Naik turunnya suku bunga yang diakibatkan oleh kebijakan Bank Sentral Amerika (Federal Reserve).
2. Naik turunnya suku bunga acuan Bank Indonesia (BI) dan nilai ekspor impor yang berakibat langsung pada nilai tukar rupiah terhadap dolar AS.
3. Tingkat inflasi
4. Pengangguran tinggi yang diakibatkan faktor keamanan dan politik akan berhubungan dengan tingkat suku bunga manufaktur dan harga saham. Ketika suku bunga manufaktur mengalami kenaikan, harga saham cenderung turun
5. Kebijakan pemerintah
6. Faktor Panik: terdapat beberapa hal yang memicu investor menjual sahamnya seperti berita-berita yang belum tentu kebenarannya.
7. Faktor manipulasi pasar: Manipulasi pasar disebabkan oleh investor yang berpengalaman dan memiliki modal besar dengan memanfaatkan media massa untuk memanipulasi data pasar saham.

b. Faktor internal :

1. Faktor Fundamental Perusahaan: Saham perusahaan memiliki fundamental tersendiri. Fundamental yang baik akan menaikkan harga saham, namun fundamental yang buruk akan menyebabkan menurunkan harga saham perusahaan tersebut.
2. Aksi Korporasi Perusahaan: Aksi koperasi perusahaan mencakup

kebijakan perusahaan yang ditentukan oleh manajemen yang dapat berdampak mengubah hal-hal yang bersifat fundamental seperti : aksi, akuisisi, *merger*, *right issue*, atau divestasi.

3. Proyeksi Kinerja Perusahaan pada Masa Mendatang: Performa atau kinerja perusahaan dijadikan acuan investor maupun analisis fundamental mengenai mengkaji saham perusahaan.

3. Indikator Pengembalian (*Return*)

a. Pengembalian Realisasi

Menurut (Meiesti, 2021) pengukuran pengembalian realisasi yang banyak digunakan yaitu pengembalian total (*return total*), relative return (*return relative*), pengembalian kumulatif (*return cumulative*), dan pengembalian disesuaikan (*adjusted return*). Pengembalian rata-rata dapat dihitung menggunakan rata-rata aritmatika (*arithmetic mean*) dan rata-rata geometrik (*geometric mean*).

b. Pengembalian Total

Pengembalian Total merupakan pengembalian keseluruhan melalui suatu investasi pada suatu periode tertentu. Pengembalian total biasanya disebut sebagai pengembalian saja. Pengembalian total terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield* sebagai berikut ini:

$$\text{Pengembalian} = \text{Capital gain (loss)} + \text{Yield}$$

Capital gain atau *capital loss* merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu:

$$\text{Capital gain atau Capital Loss} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Jika harga investasi sekarang (P_t) lebih tinggi dibandingkan dengan

harga investasi periode lalu (P_{t-1}) ini berarti terjadi keuntungan modal (*capital loss*).

Yield merupakan presentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. Untuk saham, *yield* adalah presentase dividen terhadap harga saham periode sebelumnya. Untuk obligasi, *yield* adalah presentase bunga pinjamanyang diperoleh terhadap harga obligasi periode sebelumnya. Dengandemikian, pengembalian total dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$\text{Pengembalian} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \text{Yield}$$

Untuk saham biasa yang membayar deviden periodik sebesar D_t rupiah per lembarnya, maka *yield* adalah sebesar D_t/P_{t-1} dan pengembalian total dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Pengembalian Saham} &= \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} \\ &= \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \end{aligned}$$

c. Pengembalian Relatif

Pengembalian total dapat bernilai negatif atau positif kadangkala digunakan untuk perhitungan tertentu, misalnyarata-rata geometrik yang menggunakan perhitungan pengakaran membutuhkan pengembalian yang bernilai positif. Pengembalian relatif dapat digunakan dengan menambah nilai1 terhadap nilai pengembalian total sebagai berikut:

$$\text{Pengembalian Relatif} = (\text{Pengembalian Total} + 1)$$

atau

$$\text{Pengembalian Relatif} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} + 1.$$

d. Pengembalian Kumulatif

Pengembalian total mengukur perubahan kekayaan yaitu perubahan harga dari saham dan perubahan pendapatan dari dividen yang diterima. Perubahan kekayaan menandakan tambahan dari kekayaan sebelumnya. Pengembalian total hanya mengukur perubahan kekayaan pada saat tertentu, tidak untuk mengukur total dari kekayaan yang dimiliki. Untuk mengetahui total kekayaan indeks kekayaan kumulatif (*cumulative wealth index*) dapat diukur akumulasi semua pengembalian mulai dari kekayaan awal (KK_0) sebagai berikut:

$$IKK = KK_0 (1+R_1) (1+R_2) \dots (1+R_n)$$

Keterangan :

- IKK = Indeks kekayaan kumulatif, mulai dari periode pertama sampai ke n
- KK_0 = Kekayaan awal, biasanya digunakan nilai Rp 1
- R_t = Pengembalian periode ke-t, mulai dari awal periode (t=1) sampai ke akhir periode (t=n)

Indeks kekayaan kumulatif juga dapat dihitung menggunakan perkalian nilai-nilai komponennya sebagai berikut:

$$IKK = PHK \cdot YK$$

Keterangan :

- IKK = Indeks Kekayaan Kumulatif,
- PHK = Perubahan Harga Kumulatif,
- YK = Yield Kumulatif

e. Pengembalian Disesuaikan

Pengembalian yang dibahas sebelumnya adalah pengembalian nominal (*nominal return*) yang hanya mengukur perubahan nilai uang tetapi tidak mempertimbangkan tingkat daya beli dari nilai uang tersebut. Mempertimbangkan hal ini, maka pengembalian nominal perlu disesuaikan dengan tingkat inflasi yang ada. Pengembalian ini disebut dengan pengembalian riil (*real return*) atau pengembalian yang sesuai inflasi (*Inflation adjusted return*) sebagai berikut:

$$R_{IA} = \frac{(1+R)}{1+IF} - 1$$

Keterangan :

RIA = Pengembalian sesuai inflasi

R = Pengembalian nominal

IF = Tingkat Inflasi

f. Rata-rata Geometrik

Rata-rata geometrik (*geometric mean*) digunakan untuk menghitung rata-rata yang memperhatikan tingkat pertumbuhan kumulatif dari waktu ke waktu. Rata-rata geometrik lebih baik digunakan untuk menghitung rata-rata pengembalian dari surat-surat berharga yang melibatkan beberapa periode waktu. Rata-rata geometrik dihitung menggunakan rumus:

$$RG = \left[(1 + R_1) (1 + R_2) \dots (1 + R_n) \right]^{1/n} - 1$$

Keterangan :

RG = rata-rata geometric

R_i = pengembalian untuk periode ke-i

N = jumlah dari pengembalian

Rata-rata geometrik juga banyak digunakan dalam menghitung indeks kemakmuran kumulatif. Jika rata-rata geometrik diketahui, indeks kemakmuran kumulatif untuk satu periode tertentu dapat dihitung dengan rumus:

$$KK = (1 + RG)^n BV$$

Keterangan :

IKK = indeks kemakmuran kumulatif,

t = periode ke-t

n = lama periode dari periode dasar ke periode ke-t

bv = nilai dasar

4. Pengembalian Ekspektasian

Pengembalian ekspektasian (*expected return*) merupakan pengembalian yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. Pengembalian ini penting dibandingkan dengan pengembalian historis karena pengembalian ekspektasian merupakan pengembalian yang diharapkan dari hasil investasi yang akan dilakukan. Pengembalian ekspektasian dapat dihitung menggunakan beberapa cara yaitu berdasarkan nilai ekspektasian masa depan, berdasarkan nilai-nilai pengembalian historis, dan berdasarkan model pengembalian ekspektasian yang ada.

a. Berdasarkan Nilai Ekspektasi Masa Depan

Pengembalian ekspektasian dapat dihitung menggunakan metode nilai ekspektasian (*expected value method*) yaitu mengalikan masing-masing hasil masa depan (*outcome*) dengan probabilitas kejadiannya dan menjumlah produk perkalian tersebut. Metode nilai ekspektasian (*expected value method*) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$E(R_i) = \sum_{j=1}^n (R_{ij} \cdot p_j)$$

Notasi:

$E(R_i)$ = Pengembalian ekspektasian suatu aktiva
atau sekuritas ke-i)

R_{ij} = Hasil masa depan ke-j untuk sekuritas ke-i
 p_j = Probabilitas hasil masa depan ke-j
(untuk sekuritas ke-i)

n = Jumlah dari hasil masa depan

b. Berdasarkan Nilai-nilai Pengembalian Historis

Pengembalian Menghitung hasil masa depan dan probabilitasnya merupakan hal yang tidak mudah dan bersifat subjektif. Akibat dari perkiraan yang subjektif ini, ketidakakuratan akan terjadi. Untuk mengurangi ketidakakuratan ini, data historis dapat digunakan sebagai dasar ekspektasi (Meiesti, 2021).

Tiga metode dapat diterapkan untuk menghitung pengembalian ekspektasian dengan menggunakan data historis yaitu metode rata-rata (*mean method*), metode trend (*trend method*), metode jalan acak (*random walk method*). Metode manayang terbaik tergantung melalui distribusi data pengembaliannya. Jika distribusi data pengembalian memiliki pola trend, maka metode trend mungkin akan lebih baik. Sebaliknya jika distribusi data pengembaliannya tidak memiliki pola atau acak, maka metode rata-rata atau *random walk* akan menghasilkan pengembalian ekspektasian lebih tepat (Meiesti, 2021).

2.1.3 Resiko (*Risk*)

1. Definisi dan Ruang Lingkup

Risiko adalah kemungkinan perbedaan antara *return actual* yang diterima dengan *return* harapan (Ruwi Cahyani, 2020). *Risk* atau risiko menurut (Hadinata, 2018) adalah besarnya penyimpangan antara tingkat *return* yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat *return* yang dicapai secara nyata (*actual return*). Sedangkan, menurut (Prasetyo, 2018) risiko adalah ancaman atau kemungkinan suatu Tindakan atau kejadian yang menimbulkan dampak yang berlawanan dengan tujuan yang ingin dicapai dan risiko dikatakan sebagai peluang karena risiko adalah sisi yang berlawanan dari peluang untuk mencapai tujuan.

Risiko saham mempengaruhi harga saham dan tingkat pengembalian (*return*). Ketika hasil yang didapatkan melebihi hasil yang diharapkan maka hal itu juga disebut risiko, penyimpangan positif (*return actual* melebihi *return* yang diharapkan) dan penyimpangan negatif (*return actual* lebih kecil dari *return* yang diharapkan), keduanya merupakan risiko dari investasi saham. Risiko investasi pada saham dikaitkan dengan probabilitas atau kemungkinan tingkat pengembalian (*return*) masa depan yang lebih rendah dari yang diharapkan atau *return*-nya negatif (Prasetyo 2018). *Risk* atau resiko dapat diminimalisir dengan melakukan investasi di sejumlah saham atau produk investasi yang lain atau bisa disebut diversifikasi (Setiyo Rini, Abil Finda Farrukhy 2020). Namun diversifikasi hanya mampu untuk mengurangi *unsystematic risk* seperti risiko tingkat bunga, risiko bisnis dan risiko likuiditas, sedangkan untuk *systematic risk* seperti risiko pasar dan risiko daya beli tidak dapat dihindari melalui diversifikasi (Khasanah *et al.* 2018).

2. Faktor yang Mempengaruhi

a. Inflasi

Inflasi merupakan kondisi di mana jumlah barang yang beredar lebih sedikit dari jumlah permintaan sehingga akan mengakibatkan terjadinya kenaikan harga yang meluas dalam sistem perekonomian secara keseluruhan. Inflasi yang meningkat akan mengurangi kekuatan daya beli rupiah yang telah diinvestasikan. Oleh karenanya, risiko inflasi juga bisa disebut sebagai risiko daya beli. Jika inflasi mengalami peningkatan, investor biasanya menuntut tambahan premium inflasi untuk mengkompensasi penurunan daya beli yang dialaminya (Farida *et al.* 2017). Inflasi sebagai salah satu sumber risiko yang harus dihindari, tingginya inflasi dapat menyebabkan timbulnya suatu risiko. Tingkat inflasi yang terlalu tinggi akan meningkatkan bebanoperasional dan berakibat pada penurunan pembayaran dividen. Apabila dividen yang dibagikan menurun, maka *return* saham yang dibagikan (Syahrin *et al.* 2018).

b. Suku Bunga

Tingkat suku bunga dan inflasi yang tidak stabil merupakan dampak dari ketidakpastian di pasar keuangan global. Melemahnya nilai mata uang rupiah terhadap mata uang asing memberikan pengaruh negatif pada pasar modal karena pasar modal menjadi tidak memiliki daya tarik sehingga daya beli uang domestik untuk dikonversikan ke valuta asing menjadi turun yang menyebabkan investor tidak ingin menanamkan modalnya (Syahrin *et al.* 2018).

c. BI Rate

Merupakan faktor yang dapat mempengaruhi perubahan harga saham dan akan mempengaruhi *return dan risk* saham. BI rate merupakan suku bunga kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. Apabila

tingkat suku bunga naik maka akan terjadi peningkatan suku bunga kredit. Jika suku bunga kredit naik, maka biaya modal yang dikeluarkan emiten akan semakin besar sehingga minat emiten untuk meminjam dana pada bank akan menurun karena beban bunga tersebut. Hal tersebut membuat dana pinjaman yang diperoleh emiten semakin kecil sehingga dapat menurunkan tingkat penjualan. Jika tingkat penjualan menurun, maka laba dalam perusahaan juga mengalami penurunan. Apabila laba turun maka harga saham juga akan mengalami penurunan diikuti oleh penurunan *return* yang diperoleh pemegang saham. Sebaliknya apabila suku bunga turun maka akan diikuti penurunan suku bunga kredit sehingga bunga pinjaman yang dilakukan emiten bisa semakin besar. Keadaan tersebut mendorong emiten untuk lebih meningkatkan penjualan produknya. Semakin tinggi tingkat penjualan maka laba perusahaan akan semakin besar (Jabar *et al.* 2020).

3. Indikator Risiko (*Risk*)

Pengukuran pada risiko investasi yang dilakukan akan berpengaruh melalui pada disperse atau sebaran. Berdasarkan risiko melalui data historis pada saham dapat mengakibatkan ketidakpastian pengembalian (*return*) yang mungkin diperoleh dari saham biasa lebih besar dari pada ketidakpastian pada pengembalian (Brealey, Myers 2008).

a. Varian

Selain deviasi standar (*standard deviation*), risiko juga dapat dinyatakan dalam varian (*variance*) adalah kuadrat dari deviasi standar (*standard deviation*) sebagai berikut:

$$\text{Var}(R_i) = \text{SD}_i^2 = E([R_i - E(R_i)]^2)$$

b. Standart Deviasi

Risiko yang diukur dengan deviasi standar (standard deviation) yang menggunakan data historis dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$SD = \sqrt{\frac{\sum_i^n [x_i - E(x_i)]^2}{n - 1}}$$

Keterangan:

SD = Standard deviation

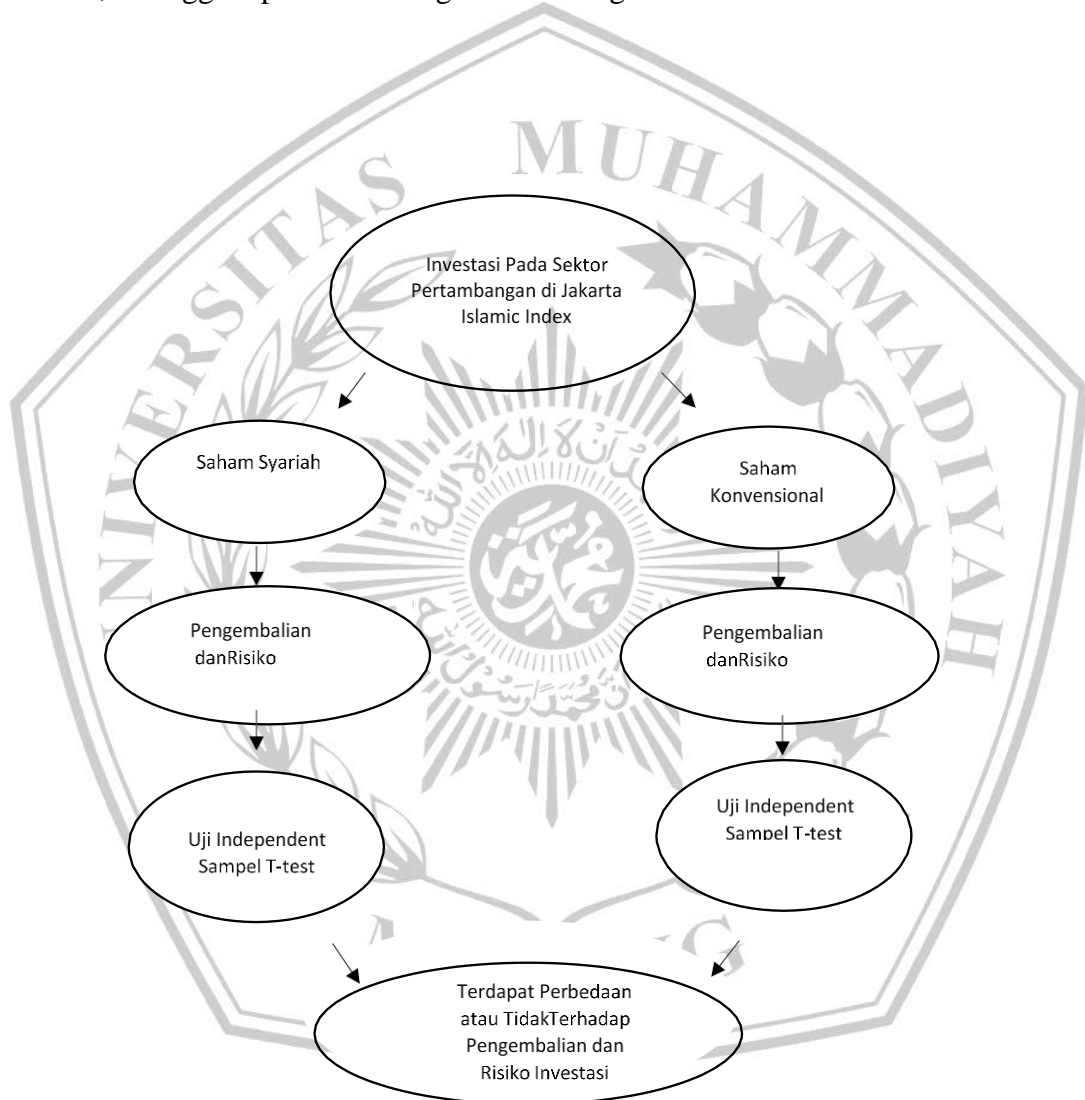
X_i = nilai ke-I,

$E(X_i)$ = nilai ekspektasian



2.2 Kerangka Pikir dan Hipotesis Penelitian

Kerangka pikir merupakan gambaran untuk mempermudah dalam memberikan penjelasan yang dilakukan pada penelitian ini. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengembalian dan risiko investasi antara saham syariah dan saham konvensional Sektor Industri Bahan Dasar dan Kimia pada tahun 2017-2019, sehingga diperoleh kerangka fikir sebagai berikut:



2.2.1 Pengembalian (*Return*) Investasi Saham Syariah dan Konvensional

Penelitian yang dilakukan oleh (Purwati, Tri Rinawati 2020) menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *Returns* saham JII dengan *Return*

saham LQ45. Sedangkan, Penelitian yang dilakukan oleh (Setiyo Rini, Abil Finda Farrukhy 2020) memberikan penjelasan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan antara *risk dan return* saham regular dengan saham syariah dari bidang industri barang konsumsi periode 2019. Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Khaddafi *et al.* 2017) menunjukkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *Return* saham konvensional pada indeks LQ45 dan *Return* saham Konvensional indeks JII. Penelitian yang dilakukan oleh (Khasanah *et al.* 2018) dan (Yulian *et al.* 2018) juga menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan rata-rata *Return* saham syariah pada *Jakarta Islamic Index* dengan saham konvensional pada IDX30.

H1: Terdapat perbedaan yang signifikan antara tingkat pengembalian (return) investasi pada saham syariah dan saham konvensional di sektor manufaktur yang terdaftar di indeks JII dan LQ45 selama tahun 2021.

2.2.2 Risiko Investasi Saham Syariah dan Konvensional

Penelitian yang dilakukan oleh (Hadinata 2018) memberikan hasil bahwa terdapat perbedaan antara risiko pada saham syariah dengan saham non syariah. Selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Musafiri 2018) bahwa terdapat perbedaan risiko pada saham konvensional dan syariah. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh (Ruwi Cahyani 2020) menjelaskan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *risk* saham syariah dan saham konvensional. (Tulung 2019) menyatakan dalam hasil penelitiannya bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara risiko saham syariah pada *Jakarta Islamic Index (JII)* dengan saham non syariah pada LQ45. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh (Listyawati *et al.* 2020) mengenai *risk* saham syariah dan konvensional pada Index JII dengan konvensional pada saham LQ45 periode 2016-2019 memberikan hasil tidak terdapat perbedaan yang signifikan dari keduanya.

H2: Terdapat perbedaan yang signifikan antara tingkat risiko investasi pada saham syariah dan saham konvensional di sektor manufaktur yang terdaftar di indeks JII dan LQ45 selama tahun 2021.

