

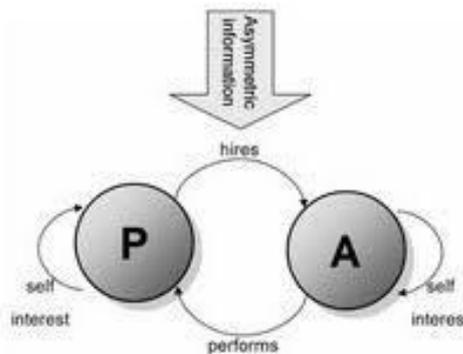
BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling (1976) dalam buku (Imam,2020:86). Hal dasar konsep teori keagenan berasal dari seorang individu menjadi dua individu. Teori keagenan adalah teori yang berfokus pada koneksi setidaknya satu kelompok (direktur) dan kelompok lain (spesialis) dari sudut pandang pelaku utama. Agen memiliki kontrak atas kewajiban tertentu dari kepala dan memiliki tanggung jawab atau kewajiban yang ditunjuk oleh kepala. Konflik antara agen dapat muncul karena perbedaan kepentingan prinsipal dan manajemen.



Gambar 2.1 Koneksi antara Kepala dan Spesialis

Sumber: (Jensen dan Meckling, 1976) dalam buku (Ghozali, 2020:87)

Masalah keagenan akan muncul dengan asumsi kepentingan kepala dan spesialis tidak disesuaikan dan kepala muncul kekurangan data untuk mensurvei cara berperilaku spesialis secara tepat. Seleksi yang merugikan atau bahaya moral adalah dua contoh masalah agensi. Ancaman moral atau aji mumpung adalah apa

yang terjadi dimana spesialis memiliki lebih sedikit usaha dalam hubungan kerja dan ini dianggap sebagai bentuk perilaku cekatan yang mencakup *free-riding*, *evading* dan *perk-utilization*. Ketika perilaku agen tidak memiliki kompetensi dan keterampilan dalam hubungan kerja, ini dikenal sebagai seleksi yang merugikan.

Tujuan dari teori keagenan adalah menemukan solusi untuk masalah yang muncul dalam bisnis ketika prinsipal dan agen berbenturan dengan tujuan yang bersaing (Mila et al., 2022:485). Menurut Eisenhardt (1989) dalam buku (Imam, 2020:87) menyatakan bahwa prinsipal memiliki dua cara untuk mengurangi masalah keagenan, yang keduanya dapat mencegah agen dari perilaku oportunistik. Pertama, dibuat struktur tata kelola yang dapat memantau dan mengevaluasi perilaku agen yang sebenarnya. Kedua, struktur pemerintahan dibuat dimana kontrak didasarkan pada perilaku agen. Teori agensi mengasumsikan bahwa agen berperilaku *oportunistik*, yaitu memaksimalkan kepentingan mereka sendiri.

Menurut Tiessen dan Waterhouse dalam buku (Ghozali, 2020:89) mengidentifikasi empat batasan yang dapat membatasi kegunaan hasil model agensi. Pertama, model berfokus pada perilaku model tunggal. Kedua, validitas deskriptif utilitas memaksimalkan representasi perilaku pembukaan pertanyaan. Ketiga, model biasanya terbatas pada dua orang. Akhirnya, beberapa penulis berpendapat bahwa banyak organisasi bisnis tidak dapat menerima analisis dari perspektif kontrak formal.

Fokus satu periode model memungkinkan perhatian ditarik ke masalah tertentu, tetapi mendorong keluar banyak masalah lainnya. Implikasi yang berasal

dari analisis satu periode mungkin tidak berlaku dalam dunia multi periode. Beberapa perusahaan telah mencoba menawarkan teknik solusi yang memungkinkan representasi model agensi dalam berbagai fase.

2.1.2. Investasi

a. Definisi Investasi

Investasi memiliki definisi yang sangat beragam, diantaranya menurut Abdul Halim dalam buku (Irham, 2017:3) spekulasi pada dasarnya adalah posisi berbagai aset saat ini dengan keinginan untuk memperoleh keuntungan mulai saat ini. Investasi dikategorikan sebagai salah satu kegiatan perekonomian untuk menambah jumlah dari dana laba sebelumnya. Proses dari kegiatan investasi menitik beratkan pada proses penundaan sebuah konsumsi yang dijalankan hari ini dengan harapan mendapatkan akses ke keuntungan masa depan (Dharma et al., 2023). Dan yang terakhir menurut Abdul Halim dalam buku (Lasmi, 2017:145) bahwa spekulasi memiliki sisi yang berbeda khususnya *return*. Undang-undang menetapkan bahwa investor harus menanggung taruhan yang lebih serius untuk hasil yang lebih baik saat berinvestasi. Konsekuensinya, kesalahan kontribusi akan membuat penyandang dana mengalami kerugian, bahkan kehilangan seluruh modalnya.

Dapat disimpulkan dari beberapa definisi diatas, bahwa investasi adalah proses menginvestasikan sejumlah besar uang pada sejumlah usaha yang diharapkan dan dapat memberikan keuntungan dimasa depan. Ada dua sisi dari aktivitas ini yakni risiko dan pengembalian.

b. Tujuan Investasi

Tujuan investasi untuk mencapai kelangsungan hidup dan produktivitas dalam tujuan yang terarah, penting untuk bersikap tegas tentang tujuan yang tidak biasa. Apalagi di bidang investasi harus jelas dalam menjabarkan tujuan yang ingin dicapai. Kamarudin Ahmad dalam buku (Khaerul & Herry, 2017:128) memahami sebagian alasan seseorang melakukan investasi, yaitu:

- 1) Dapatkan kehidupan lebih terhormat di kemudian hari. Terkadang, orang bijak akan berpikir untuk membesarkan standar hidupnya atau berusaha mempertahankan level pendapatannya sekarang untuk menghindari penurunan masa depan.
- 2) Mengurangi ketegangan inflasi. Turunnya nilai kekayaan atau harta miliknya yang disebabkan oleh inflasi dapat dihindari dengan berinvestasi pada perusahaan atau objek lainnya.
- 3) Kecenderungan untuk menyimpan biaya. Beberapa negara di seluruh dunia memberlakukan berbagai pengaturan yang memberikan pengurangan pajak bagi orang-orang yang menempatkan sumber daya ke bidang bisnis tertentu untuk mendukung pengembangan usaha publik.

c. Bentuk Investasi

Menurut (Irham, 2015:3) secara keseluruhan, ada dua jenis kegiatan investasi:

- 1) Investasi Asli

Investasi asli sebagian besar mencakup sumber daya yang substansial, seperti tanah, perangkat keras, atau pabrik manufaktur.

2) Investasi Keuangan

Investasi dalam kontrak tertulis, seperti obligasi dan saham biasa, adalah bagian dari investasi keuangan.

d. Tipe-Tipe Investasi

Menurut (Irham,2015:4) terdapat dua investasi diantaranya:

1) Investasi Langsung

Investasi langsung berarti orang yang memiliki uang dapat membeli aset keuangan dari perusahaan secara langsung, baik melalui mediator atau melalui berbagai cara.

2) Investasi Tidak Langsung

Ketika pihak yang memiliki banyak uang dapat membeli saham, obligasi, dan aset keuangan lainnya tanpa terlibat langsung dalam proses pengambilan keputusan, ini disebut investasi tidak langsung.

e. Proses Investasi

Selalu ada prosedur untuk membuat keputusan investasi. Siklus tersebut memberikan garis besar setiap tahapan akan diambil oleh perusahaan untuk diambil alih oleh bisnis. Menurut (Irham,2015:6) bahwa untuk menentukan keputusan investasi membutuhkan proses spekulasi lima tahap sebagai berikut:

1) Menetapkan Target Spekulasi

Investor melakukan keputusan yang bersifat fokus atau menempatkan target sasaran terhadap yang akan diinvestasikan. Penetapan sasaran investasi sangat disesuaikan dengan apa yang akan ditujukan pada investasi tersebut.

2) Menyusun Strategi Investasi

Tahap kedua ini berkaitan dengan bagaimana perusahaan mengelola dana yang berasal dari saham, obligasi, dan lainnya untuk kemudian didistribusikan ke tempat-tempat yang dibutuhkan. Perhitungan pendistribusian dana ini harus dilakukan dengan prinsip kehati-hatian karena berbagai hal dapat timbul pada saat dana tersebut tidak mampu untuk ditarik kembali.

3) Pilih Rencana untuk Portofolio Anda

Tahapan ini berkaitan dengan keputusan peranan yang diambil oleh pihak perusahaan, yaitu apakah investasinya akan bersifat aktif atau pasif. Pada saat perusahaan melakukan investasi aktif maka semua kondisi tentang perusahaan akan dengan cepat tergambarkan di pasar saham. Investasi aktif akan selalu mencari informasi yang tersedia, dan selanjutnya mencari kombinasi portofolio yang paling tepat untuk dilaksanakan. Sementara itu, investasi secara pasif hanya dapat dilihat melalui indeks rata-rata atau berdasarkan reaksi pasar saja tanpa ada sikap memikat.

4) Pilih Aset

Pada tahapan ini pihak perusahaan berusaha memilih aset investasi yang nantinya akan memberi imbal hasil (*maximal return*). Imbal hasil yang dimaksud adalah keuntungan yang mampu diperoleh.

5) Evaluasi dan Pengukuran Kinerja

Tahapan ini merupakan tahapan penilaian ulang bagi organisasi untuk mensurvei kegiatan apa saja yang telah dilakukan hingga saat ini, dan terlepas

dari apakah kegiatan yang dilakukan selama ini benar-benar telah diperluas. Jika tidak demikian, perubahan segera harus dilakukan oleh bisnis untuk menghindari kerugian di masa mendatang. Perusahaan di sisi lain berharap mendapat manfaat dari keberlanjutan.

2.1.3 Pasar Modal

a. Definisi Pasar Modal

Menurut (Nur et al., 2020:36) pasar modal dicirikan sebagai pertemuan antara pihak yang memperdagangkan sekuritas dan memiliki investor dan membutuhkan dana. Pasar modal juga merupakan cara bagi organisasi untuk memperluas kebutuhan jangka panjang mereka dengan menjual sekuritas. Mengingat pada peraturan perundang-undangan No.21 Tahun 2011 dalam buku (Elan, 2020:13), pasar modal adalah kegiatan yang berhubungan dengan sumbangan masyarakat dan pertukaran perlindungan, organisasi publik yang berhubungan dengan perlindungan, serta pendirian panggilan yang berhubungan dengan perlindungan sebagaimana disinggung dalam undang-undang di bidang usaha permodalan.

Sesuai dengan definisi diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa investor memanfaatkan pasar modal sebagai lokasi atau organisasi untuk melakukan investasi keuangan dan memperdagangkan sekuritas.

b. Sejarah Pasar Modal

Batavia Indonesia pasar modal disebut juga bursa saham yang telah ada sejak 1912. Pasar modal sekitar saat itu ditata oleh investor pemerintah India untuk mendukung pemerintah perbatasan atau VOC. Meskipun pasar modal sudah ada sejak 1912, namun belum mengalami kemajuan karena dampak-dampak seperti

konflik universal pertama dan kedua serta pertukaran kekuasaan dari pemerintahan pelopor kepada penguasa publik.

Pasar modal mengalami kevakuman sejak tahun 1956 sampai tahun 1977 dan pasar modal di Indonesia semakin berkembang setelah pemerintah membuka Bursa Efek Surabaya (BES) yang mulai beroperasi sejak 16 juni 1989. Pemerintah mengubah nama Bursa Efek Surabaya menjadi Bursa Efek Jakarta (BEI) pada tahun 2007 setelah menggabungkan dua bursa di Jakarta dan Surabaya atau disebut juga dengan IDX (*Indonesia Stock Exchange*).

c. Fungsi Pasar Modal

Menurut (Zulfikar,2016:11) berikut ini adalah fungsi umum dari pasar modal:

- 1) Setiap pertukaran pasar modal dikenakan pajak, khususnya dividen yang dibayarkan kepada investor sesuai dengan Pasal 4 ayat (1) huruf e UU PPH yang merupakan sumber penerimaan negara.
- 2) Fasilitas bagi perusahaan dan negara untuk menerbitkan obligasi dan menjual saham untuk menghimpun uang dari masyarakat, serta mekanisme perdagangan di Bursa Efek untuk menjual saham ke pasar modal.

2.1.4 Saham

a. Definisi Saham

Saham ialah hak pada aset bisnis dan berfungsi sebagai bukti kepemilikan modal perusahaan (Khaerul & Herry, 2017:175). Kemudian menurut (Irham, 2017:81) saham adalah bukti dukungan dalam tanggung jawab atau aset dalam suatu organisasi. *Stok* juga diartikan sebagai kertas yang secara jelas

mencantumkan nilai nominal, nama perusahaan, serta hak dan kewajiban masing-masing pemenang.

Berdasarkan penjabaran beberapa definisi, maka dapat disimpulkan bahwa saham adalah bukti penyertaan modal atau kepemilikan dana yang mencantumkan nama perusahaan, nilai nominal, dan hak dan tanggung jawab masing-masing pemenang.

b. Jenis-Jenis Saham

Terdapat dua macam saham yang ditawarkan di pasar modal menurut (Irham, 2017:81) yaitu sebagai berikut:

1) *Common Stock* (Saham Biasa)

Perusahaan menjual sekuritas dengan nilai nominal yang dikenal sebagai saham biasa dimana pemenangnya mempunyai hak untuk mengikuti RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) dan RUPSLB (Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa) serta berhak untuk menentukan membeli right issue (penjualan saham terbatas) atau tidak, yang selanjutnya di akhir tahun akan memperoleh keuntungan dalam bentuk dividen. Dalam buku yang sama (Irham, 2017:82) menyebutkan bahwa stok normal memiliki beberapa jenis untuk lebih spesifik:

a) Saham *Preferen* atau *Blue Chip*

Blue Chip-Stock adalah saham dari perusahaan yang dikenal secara nasional dan memiliki sejarah laba, pertumbuhan dan manajemen yang berkualitas. Saham-saham IBM merupakan contoh dari *Blue Chip*. Jika di Indonesia kita bisa melihat pada 5 (lima) besar saham yang termasuk kategori LQ 45.

b) Pertumbuhan Ekuitas

Growth Stock adalah saham-saham yang diharapkan memberikan pertumbuhan laba yang lebih tinggi dari rata-rata saham-saham lain, dan karenanya mempunyai PER yang tinggi.

c) Saham Defensif

Saham defensif adalah saham yang cenderung lebih stabil dalam hal dividen, pendapatan, dan kinerja pasar selama masa resesi atau ekonomi yang tidak menentu. Contoh organisasi yang termasuk dalam klasifikasi ini biasanya adalah organisasi yang barang-barangnya dibutuhkan oleh populasi umum, seperti perusahaan dalam klasifikasi makanan dan minuman.

d) Siklus Saham

Cyclical Stock (siklus saham) adalah perlindungan yang umumnya akan naik harga dengan cepat ketika ekonomi meledak dan jatuh dengan cepat ketika ekonomi turun. Misalnya saham di perusahaan kendaraan dan perusahaan darat.

e) Produk Musiman

Produk musiman ialah organisasi yang kesepakatannya bergeser karena efek sesekali, misalnya iklim dan peristiwa.

f) Saham yang berspekulasi

Speculative Stock adalah saham yang kondisinya memiliki tingkat hipotesis yang tinggi, yang mungkin akan memiliki tingkat pengembalian yang rendah atau negatif.

2) *Preferred Stock*

Preferred Stock adalah suatu surat berharga yang dijual oleh suatu perusahaan yang menjelaskan nilai nominal dimana pemegangnya akan memperoleh pendapatan tetap dalam bentuk deviden yang akan diterima setiap kuartal (tiga bulanan).

c. **Keuntungan Memiliki Saham**

Menurut (Irham, 2017:86) karena memiliki saham mensyaratkan kewajiban tertentu harus dipenuhi, yaitu:

- 1) Dapatkan keuntungan yang akan diberikan menjelang akhir setiap tahun.
- 2) Mendapatkan penambahan modal, yaitu keuntungan tertentu ketika penawaran yang dimiliki ditukar dengan biaya yang lebih besar.
- 3) Memungkinkan pemegang saham biasa untuk memilih.

2.1.5 *Risk and Return*

a. **Risiko (*Risk*)**

Risiko diartikan sebagai kondisi kerentanan tentang keadaan masa depan dimana pilihan dibuat berdasarkan variabel saat ini yang berbeda. Menurut Ary (2017:25) risiko didefinisikan sebagai kemungkinan menghadapi kemalangan yang biasanya diperkirakan sejauh kemungkinan atau kemungkinan bahwa beberapa hasil akan terjadi yang bergerak dari jangkauan yang umumnya sangat baik ke jangkauan yang sangat buruk.

Berdasarkan beberapa definisi tersebut, maka sering diasumsikan bahwa *hazard* atau risiko adalah kerawanan yang akan terjadi sebagai kemungkinan yang

bergerak dalam perubahan yang sangat baik menuju perubahan yang sangat buruk.

Secara umum risiko dipisahkan menjadi dua macam (Mahyus, 2019:62) yaitu:

1) *Systematic Risk*

Taruhan yang tepat adalah pertaruhan yang dimulai dari pasar. Risiko pasar dialami oleh semua perusahaan yang berada di pasar.

2) *Non-Systematic Risk*

Risiko tidak sistematis, juga dikenal sebagai risiko non-sistematis, adalah risiko spesifik yang berasal dari perusahaan penerbit sekuritas dan tidak terkait dengan perubahan kondisi pasar.

Menurut Eduardus Tandelilin dalam buku (Fahmi Irham, 2018) tingkat risiko saham dapat dipengaruhi oleh sejumlah faktor risiko yang berbeda. sumber-sumber ini adalah:

- 1) Risiko biaya pinjaman, adalah suatu kondisi perubahan suku bunga yang dibayarkan oleh bank baik deposito, tabungan dan pinjaman. Jika suku bunga bank mengalami kenaikan maka publik akan menyimpan dananya di bank, namun jika suku bunga bank terjadi penurunan maka publik akan mempergunakan dana tersebut untuk membeli saham.
- 2) *Market risk*, dimana situasi ekonomi tercermin dalam kerawanan pasar, keadaan darurat, dan kemerosotan keuangan.
- 3) Risiko inflasi dan daya beli masyarakat saat inflasi turun. Ketika Ekspansi stabil atau rendah, daya beli individu akan meningkat

- 4) Peluang bisnis, peningkatan pola, dan elemen yang lain memiliki pilihan untuk berdampak pemilihan umum yang berbeda dalam melakukan pembelian.
- 5) Risiko keuangan, menggunakan kewajiban untuk membiayai organisasi akan membuat kewajiban meningkat sedemikian rupa sehingga risiko juga meningkat sehingga risiko keuangan juga akan meningkat.
- 6) Risiko likuiditas, kapasitas organisasi untuk memenuhi kebutuhan sesaatnya, misalnya pembayaran listrik dan biaya operasional lainnya disebut sebagai risiko likuiditas.
- 7) Risiko skala pertukaran uang tunai terjadi ketika nilai uang suatu negara bervariasi ketika berubah dengan uang negara lain. Seperti dengan dollar, yen, euro dan lainnya. Selain itu, banyak bisnis pada saat itu membutuhkan mata uang asing untuk setiap transaksi bisnis.
- 8) *Country risk* seperti kondisi gejolak politik, pengambilalihan militer, dan pemberontakan yang berbeda terkait dengan kondisi risiko ini.

b. *Return (Imbal Hasil)*

Definisi *return* adalah hadiah atas keberanian para penyandang dana dalam menghadapi tantangan dan uang yang telah mereka investasikan dalam proyek tersebut (Zulfikar,2016:235). Sumber pengembalian terdiri dari dua bagian, yaitu tambahan *Yield* dan *Capital*, dengan demikian *Return total* = *Yield* + peningkatan modal.

Pengembalian dapat dipecah menjadi dua kategori yaitu realisasi pengembalian dan pengembalian ekspektasi:

- 1). *Return realization* atau *actual return*, adalah *return* yang sudah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan dan sebagai dasar penentuan risiko dan sebagai penentuan *return* ekspektasi di masa yang akan datang. Menghitung *return* realisasi masing-masing saham dengan perhitungan dividen:

$$\mathbf{Return\ Saham} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

Keterangan:

R = *Return*

P_t = Harga saham periode t

P_{t-1} = Harga saham periode t-1

- 2). Pengembalian yang diantisipasi investor dikenal sebagai pengembalian yang diharapkan dimasa mendatang menghitung *return* ekspektasi dengan dasar IHSG dengan menggunakan rumus:

$$RM = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$$

$$E(RM) = \sum RM / n$$

Keterangan:

RM = pengembalian pasar

$E(RM)$ = Pasar pengembalian rata-rata

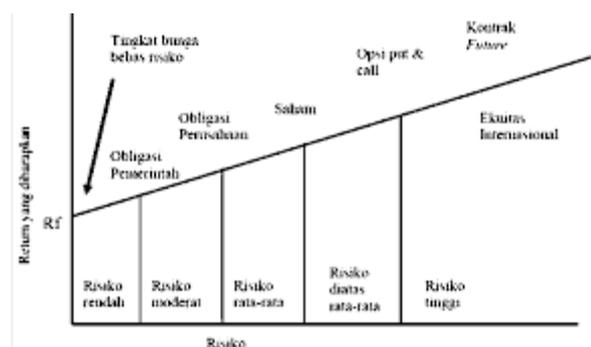
IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan periode t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan periode t – 1

c. Hubungan antara Tingkat Risiko dan Pengembalian Normal

Hubungan antara risiko dan *return* yang diharapkan merupakan hubungan yang searah dan lurus. Artinya, ini menyiratkan bahwa semakin tinggi pertaruhan

sumber daya, semakin besar keuntungan normal dari sumber daya itu, dan sebaliknya. Hubungan antara ekspektasi return dan tingkat risiko berbagai kelas suatu hal yang dapat dilakukan sebagai alternatif investasi seperti digambarkan pada Gambar 2.2 di bawah ini.



Gambar 2.2. Hubungan Antara Risiko dan Keuntungan yang Diharapkan

Sumber: Farrel, James L., 1997 dalam buku (Nur et al., 2020:28)

Garis tegak lurus pada gambar di atas menunjukkan pengembalian yang normal pada setiap jenis aset, dan risiko yang diambil oleh investor ditunjukkan oleh garis horizontal. Titik R_f menunjukkan tingkat pengembalian bebas pertaruhan, dengan menunjukkan pilihan usaha yang menawarkan tingkat pengembalian normal R_f dengan risiko 0.

Kesimpulan yang dapat ditarik pola hubungan antara risiko dan pengembalian yang diantisipasi menunjukkan bahwa pengembalian dan risiko yang diharapkan memiliki hubungan yang linier dan searah. Artinya, kecepatan normal pengembalian suatu aset sebanding dengan risikonya dan sebaliknya.

2.1.6 Model Keseimbangan

a. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

1) Definisi CAPM

Model Harga Aset Modal (CAPM), juga dikenal sebagai harga aset modal, menggambarkan keseimbangan antara keuntungan portofolio yang dibutuhkan terlebih lagi tingkat bahaya sistematis (Ayudin et al., 2019:384). CAPM juga memahami hubungan antara pengembalian dan beta yang digunakan sebagai tolak ukur bagi para pendukung keuangan untuk menentukan pengembalian dasar yang diantisipasi dalam pengelolaan uang. Biaya pinjaman pasar, suku bunga SBI, dan biaya pinjaman umum. Namun, saat menghitung return minimum, ketiga tolak ukur tersebut tetap mengabaikan risiko saham. Risiko diperhitungkan dalam *return* saham dengan menggunakan strategi *Capital Asset Pricing Model*. Pengembalian minimum yang diharapkan akan lebih tinggi jika risiko saham semakin tinggi pula.

Pengembalian dasar untuk model CAPM terdiri dari tarif bebas resiko dan premi pasar. Tarif bebas risiko bergantung pada kecenderungan penyokong keuangan untuk pengelolaan uang yang efektif tanpa resiko. Ilustrasi tarif bebas risiko adalah biaya pendanaan yang diberikan oleh Bank Indonesia, misalnya Surat Keterangan Bank Indonesia (SBI), tarif simpanan bank pemerintah atau premi jaminan pemerintah. Untuk usaha yang mengandung risiko, wajar jika penyokong keuangan perlu mendapatkan hasil yang luar biasa daripada tarif bebas risiko, risiko *spekulasi* terdiri dari risiko metodis dan risiko *eksplisit*. Kedua risiko ini ditangani sebagai risiko pasar.

Setiap usaha memiliki berbagai bahaya dan menempatkan sumber daya ke dalam saham adalah pertaruhan lebih besar daripada menempatkan sumber daya ke dalam obligasi. Beta atau standar deviasi varians dapat digunakan untuk mengukur risiko. Perbandingan antara risiko saham dan risiko pasar dibuat dengan beta saham (β) dengan begitu rumus (β) ialah:

$$\text{Beta } (\beta) = \frac{\text{Covariansi } (return \text{ asset}, return \text{ market})}{\text{Variansi } (return \text{ market})}$$

Semakin tinggi risiko saham yang dihadapi, semakin besar pengembalian rata-rata yang paling rendah. Pengembalian minimum sebanding dengan beta saham. *Venture* terjadi ketika pengembalian normal lebih menonjol daripada pengembalian dasar. Investasi harus ditolak jika menghasilkan pengembalian yang diharapkan lebih rendah dari pengembalian minimum. Rata-rata pengembalian atau regresi dari pengembalian data sebelumnya digunakan untuk memperkirakan pengembalian yang diharapkan.

Dengan kata lain, hubungan yang ada antara pengembalian yang diharapkan dan pengembalian minimum adalah sebagai berikut:

<p>Pengembalian diharapkan > pengembalian minimum, saham tersebut berharga.</p> <p>Pengembalian diharapkan < pengembalian minimum, saham tersebut tidak berharga.</p>

2) Ada beberapa asumsi CAPM (Sri & Dyah, 2020:216), yaitu:

- a) Tidak ada biaya pertukaran untuk kesepakatan dan akuisisi perlindungan.
- b) Saham dapat dibagi menjadi unit yang tidak terbatas, dengan cara ini memungkinkan pendukung keuangan untuk membeli penawaran yang terpisah-pisah.

- c) Tidak pada penilaian tahunan, jadi pendukung keuangan dapat dengan mudah mendapatkan pengembalian karena keuntungan atau modal meningkat.
- d) Dengan membeli atau menjual saham, seseorang tidak dapat mempengaruhi harga saham tersebut.
- e) Investor adalah individu yang waras.
- f) Tidak ada batasan untuk *short selling*.
- g) Meminjamkan dan mendapatkan biaya pembiayaan bebas risiko harus dimungkinkan berkali-kali tanpa batas.
- h) Semua faktor ekuitas, termasuk modal manusia dapat diperdagangkan.

Ketika situasi pasar yang seimbang akan muncul jika asumsi tersebut terwujud. Dalam keharmonisan pasar, penyokong keuangan tidak bisa mendapatkan pengembalian yang tidak biasa (keuntungan tambahan) dari biaya yang dibingkai, termasuk penyokong keuangan yang terlibat dalam bisnis *spekulatif*. Karena kondisi tersebut, investor akan lebih cenderung pilih portofolio pasar dengan semua jenis aset berisiko. Selain menjadi portofolio optimal, portofolio pasar akan mencapai efisiensi maksimumnya.

Penggunaan sebagai alat analisis portofolio, CAPM mengharuskan kita untuk memilih indeks pasar yang secara akurat mencerminkan portofolio riil. Ketika beta positif, standar CAPM digunakan. Tampaknya verifikasi tanpa cela tidak sepenuhnya menghilangkan risiko saat membahas verifikasi. Pertaruhan yang tidak bisa dilenyapkan disebut pertaruhan jitu. Misalnya, inflasi mempengaruhi situasi pasar saham, karena rumus model penetapan harga aset modal (CAPM) dapat dirumuskan sebagai berikut karena *systematic risk* (β), pengembalian pasar

(R_m), dan bebas risiko (R_f) adalah tiga variabel yang selalu berperan.

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Atau

$$R_i = R_f + (R_m - R_f) \cdot \beta_i$$

Keterangan:

R_i = Pengembalian saham i

R_f = Pengembalian investasi bebas risiko (risk free)

β_i = Beta saham i (indikator risiko sistematis)

R_m = Imbal hasil pasar (*Return market*)

Berikut adalah rumus pengembalian pasar:

$$R_m = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Keterangan:

R_m = Pengembalian pasar

$IHS G_t$ = Harga patokan dalam kerangka waktu yang sedang berlangsung

$IHS G_{t-1}$ = Nilai tolak ukur pada periode lalu

Menurut (Alqiha et al., 2021), tingkat normal pengembalian sekuritas dapat ditentukan dengan memanfaatkan persamaan:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m - R_f)]$$

Keterangan:

$E(R_i)$ = Pengembalian harapan aset ke- i

$E(R_m)$ = Portofolio pasar pengembalian yang diantisipasi

R_f = Biaya pinjaman bebas risiko

$[E(R_m - R_f)] = \text{Premi risiko pasar}$

$\beta_i = \text{Risiko aset ke-}i$

Rumus itu menyatakan manfaat itu normal dari saham adalah pengembalian bebas risiko di samping premi risiko. Premi pertaruhan normal untuk saham sesuai dengan risiko saham. Akibatnya, tingkat pendapatan yang lebih tinggi diantisipasi dari saham ini.

b. Arbitrage Pricing Theory (APT)

1) Definisi *Arbitrage Pricing Theory*

Teori harga arbitrase (APT) adalah studi tentang *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) lanjutan. *Arbitrage Pricing Theory* adalah proses mendapatkan keuntungan tanpa membahayakan diri sendiri dengan mengeksploitasi kontras biaya dalam aset fisik atau sekuritas yang sama (Irham, 2018:348). Cara lain untuk mengatakan gagasan hipotesis penaksiran pertukaran adalah membeli sekuritas atau perlindungan dengan biaya rendah dan menjualnya kembali saat biaya naik.

Konsep APT memberikan pemahaman yang komprehensif tentang potensi pergerakan spekulatif setiap sekuritas dan berbagai risiko sistematiknya. Seperti yang dikatakan Tandelilin dalam buku (Irham, 2018:354) bahwa investor mencoba memahami setiap perbedaan risiko, sehingga investor dapat membuat portofolio faktor risiko apapun sesuai dengan preferensi risikonya. Kita dapat memperkirakan pengembalian yang diharapkan untuk berbagai sekuritas dengan menyadari biaya pasar faktor risiko yang penting dan kesadaran akan keselamatan kembali mengambil risiko dengan faktor.

2) Asumsi *Arbitrage Pricing Theory*

Menurut (Fahmi Irham, 2018:349), ada beberapa anggapan mendasar model *Exchange Estimating Hypothesis* adalah:

- a) Pasar modal berada dalam kondisi persaingan yang luar biasa.
- b) Lebih banyak kekayaan selalu lebih disukai daripada lebih sedikit dengan kepastian bagi investor.
- c) Pengembalian aset adalah model faktor karena hasil dari proses stokastik.

Teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT) menggunakan rumus berikut:

$$R_i = E(R_i) + \beta_{i1} \epsilon_1 + \dots + \beta_{in} \epsilon_n \quad i = 1, \dots, n$$

Dimana:

R_i = pengembalian saham,

α_i = alpha saham i

β_i = beta saham i .

R_m = pengembalian *market*, dan

E_i = kesalahan acak.

Menurut Zainal Arifin dalam buku (Irham, 2018:350) prosedur yang dipakai untuk menguji model *Arbitrage Pricing Theory* secara empiris harus dimungkinkan dengan kemajuan yang menyertainya. Pertama, mengumpulkan pengembalian saham segera untuk koleksi saham. Kedua, hitung matriks varians-kovarians menggunakan data pengembalian yang telah dikumpulkan. Ketiga, menggunakan analisis faktor untuk menentukan jumlah faktor serta *factor loadings*. Keempat, menggunakan hasil estimasi beban faktor untuk memahami varietas dalam asumsi pengembalian saham individual secara *cross-sectional* dan

untuk mendapatkan nilai dan tingkat kepentingan dari koefisien pada setiap komponen.

2.1.7 Variabel Makro Ekonomi

Makroekonomi merupakan bagian dari ilmu yang mengulas masalah ekonomi secara umum. Makroekonomi berkonsentrasi pada keadaan moneter masyarakat umum atau negara, misalnya, pengeluaran pemerintah, pembayaran publik, biaya pembiayaan, dan tingkat perdagangan. Secara umum, agregat seperti total konsumsi dan total investasi adalah fokus ekonomi makro. Inflasi, pertumbuhan output, pengangguran, dan pendapatan nasional menjadi perhatian utama, bukan harga individual.

Hubungan antara faktor ekonomi makro dan biaya stok dapat dipahami dengan beberapa model, seperti *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Secara teori, terdapat beberapa variabel atau indikator harga saham dipengaruhi oleh faktor ekonomi makro seperti tingkat perdagangan, nilai tukar, indeks, dan biaya pembiayaan SBI (Utama et al., 2022:761).

a. Inflasi

Ekspansi adalah perluasan pada tingkat nilai umum barang dagangan atau tenaga kerja dan produk selama jangka waktu tertentu. Ketika suatu barang atau jasa memiliki harga satuan yang lebih rendah, ini disebut inflasi. Inflasi adalah salah satu peristiwa moneter yang cenderung menaikkan harga komoditas secara umum yang artinya nilai uang turun (Safuridar & Asyuratama, 2018:140). Harga naik sebagai akibat dari inflasi, yang berubah dari waktu ke waktu dan lintas

negara. Secara teori, ada korelasi negatif antara perubahan harga saham dan inflasi. Karena tujuan inflasi adalah menurunkan nilai riil perusahaan, harga saham cenderung turun saat inflasi tinggi dan naik saat inflasi rendah.

b. Kurs Valuta Asing

Nilai tukar atau kurs mencerminkan nilai uang atau harga suatu negara yang dikomunikasikan sesuai dengan uang negara lain. Skala tukar juga dapat dicirikan sebagai berapa banyak uang yang ditanam di dalam negeri, yaitu berapa banyak rupiah diharapkan mendapat satu unit uang tunai. Tarif perdagangan yang tidak dikenal terkait dengan pasar modal, salah satu masalah yang terkait dengan bursa efek adalah keluarnya pendukung keuangan yang tidak dikenal dari bursa efek.

Hasil penjualan saham oleh investor asing di Indonesia tersebut dikonversi menjadi dolar dan kemudian uangnya keluar dari Indonesia. Sehingga ketika investor asing menjual saham, dampaknya terhadap harga saham berkurang (Pratama & Tjun Tjun, 2018). Hasil penjualan saham tersebut kemudian digunakan untuk membeli USD. Hal ini menjadi salah satu penyebab turunnya harga saham dan lebih jauh lagi turunnya nilai rupiah. Tingkat pengembalian saham dapat dipengaruhi oleh perubahan harga saham.

c. Biaya Pembiayaan SBI

Biaya pembiayaan adalah variabel skala penuh yang secara langsung mempengaruhi perekonomian khususnya investasi. Secara teori fungsi investasi memiliki kemiringan negatif yang berarti bahwa semakin rendah biaya pinjaman, semakin penting usaha itu. Serendah apapun tingkat bunga, tingkat investasi akan

tetap rendah dan terbatas jika hasil investasi lebih kecil dari tingkat pengembalian investasi.

d. Jumlah Uang Beredar (JUB)

Uang telah digunakan untuk melakukan pembayaran oleh manusia sejak awal peradaban. Arti uang akan berubah di masa depan karena cara orang membayar transaksi ekonomi berubah. Peredaran uang sendiri terdiri dari tiga jenis, ialah :

- 1) Uang kertas dan logam yang diberikan oleh Bank Nasional yang dapat digunakan dan dipegang oleh masyarakat umum kapan saja (di luar bank bisnis).
- 2) Uang giral, khususnya rekening simpanan bunga yang dibuat oleh bank-bank bisnis atau dikenal dengan BPUG (*Business Bank Provoking Interest Stores*).
- 3) Uang kuasi, yaitu uang tunai sebagai simpanan (dana cadangan) dan simpanan waktu (*time store*) yang diberikan oleh bank-bank bisnis.

Macam-macam bentuk uang di Indonesia :

- a) Mata uang (C) dan deposito (D) termasuk dalam definisi sempit jumlah uang beredar (M1), yang mengacu pada hubungan antara sektor swasta domestik (penduduk) dan sistem uang (bank umum dan bank sentral).
- b) Likuiditas keuangan mengacu pada jumlah uang beredar luas (M2), yaitu penerapan kerangka keuangan di sektor domestik yang menggabungkan M1 selain semi (T).

2.2. Penelitian Terdahulu

Sebagai titik referensi, temuan penelitian sebelumnya digunakan sebagai data pendukung untuk penelitian saat ini, terutama bila variabel yang bersangkutan adalah sama. Beberapa pemeriksaan sebelumnya digambarkan dalam tabel 2.1 berikut ini:

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil
1	Bazzuri Sidiq (2018)	Alternatif <i>Capital Asset Pricing</i> Model dan <i>Islamic Capital Asset Pricing</i> Model serta Keakuratannya dalam Memprediksi <i>Return Saham</i> Indeks JII Periode 2013-2017	-Independen: <i>Capital Asset Pricing</i> Model, <i>Islamic Capital Asset Pricing</i> Model -Dependen: <i>Return Saham</i>	-Penggunaan model CAPM dengan variable obligasi pemerintah lebih direkomendasikan, karena memiliki nilai MAD dan koefesien dterminasi yang lebih baik dibandingkan dengan model lainnya -pengaruh yang signifikan pada <i>market return</i> terhadap <i>Return</i> saham JII
2	Dewi Fitriyani Ariestianingsih (2020)	Analisis Perbandingan Keakuratan <i>Metode Capital Asset Pricing</i> Model (CAPM) dan <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT) dalam memprediksi <i>Return Saham</i> (Studi Kasus Saham di Idx30 Periode Agustus 2015 - Juli 2018)	-Independen: Metode <i>Capital Asset Pricing</i> Model (CAPM), <i>Arbitrage Pricing Theory</i> -Dependen: <i>Return Saham</i>	Terdapat perbedaan akurasi antara metode <i>Capital Asset Pricing</i> Model CAPM dan <i>Metode Arbitrage Pricing Theory</i> (APT)
3	Luthfi Sirajudin (2021)	Analisis Keakuratan <i>Capital Asset Pricing</i> Model (CAPM) dan <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT) dalam Memprediksi <i>Return Saham</i> pada Perusahaan yang terdaftar dalam Jakarta Islamic Index (JII) Periode Tahun 2018-2020	-Independen: <i>Capital Asset Pricing</i> Model (CAPM), <i>Arbitrage Pricing Theory</i> -Dependen: <i>Return Saham</i>	Terdapat perbedaan akurasi yang signifikan antara model CAPM dan APT dalam memprediksi <i>Return</i> saham syariah di Jakarta Islamic Index dilihat dari nilai MAD CAPM

No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil
4	Marina Ulfa (2018)	Perbandingan Keakuratan CAPM dan APT dalam Memprediksi <i>Return Saham Syariah</i> pada Bursa Efek Indonesia	-Independen: CAPM, APT -Dependen: <i>Return Saham</i>	-Terdapat perbedaan yang signifikan antara keakuratan <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM) dengan <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT) dalam memprediksi <i>return</i> saham JII -Model CAPM lebih akurat dibandingkan model APT dalam memprediksi <i>Return</i> saham perusahaan JII
5	Jannatul Firdaus (2021)	Analisis Keakuratan <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM) dan <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT) dalam Memprediksi <i>Return Saham</i> pada Perusahaan Sektor Telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2020	-Independen: <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM), <i>Arbitrage Pricing Theory</i> -Dependen: <i>Return Saham</i>	-Model peramalan <i>expected return</i> dengan model APT lebih akurat dibandingkan dengan <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM) perhitungan MAD -Tidak terdapat perbedaan akurasi secara signifikan antara MAD CAPM dan MAD APT pada perusahaan sektor telekomunikasi di Bursa Efek Indonesia tahun 2017-2020
6	Evita Rahmayanti (2021)	Analisis Perbandingan <i>Capital Asset Pricing Model</i> dan Fama-French Three Factor Model dalam Mengestimasi <i>Return Saham</i> (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di JII Periode 2017-2020)	-Independen: <i>Capital Asset Pricing Model</i> , Fama-French Three Factor Model -Dependen: <i>Return Saham</i>	Menunjukkan adanya pengaruh pada <i>variable book to market premium</i>
7	Novalia Rahmasari (2019)	Perbandingan Metode CAPM dan APT dalam Memprediksi <i>Return Saham Syariah</i> di Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2013-2017	-Independen: Metode CAPM dan APT -Dependen: <i>Return Saham</i>	Metode CAPM lebih akurat dibandingkan metode APT, setelah diuji paired t-test diketahui bahwa adanya perbedaan yang signifikan diantara kedua metode
8	Dwi Ayu Putri (2017)	Perbandingan Keakuratan Metode <i>Capital Asset Pricing Model</i> dan <i>Arbitrage Pricing Theory</i> dalam Memprediksi	-Independen: Metode <i>Capital Asset Pricing Model</i> , <i>Arbitrage Pricing Theory</i>	Terdapat perbedaan akurasi yang signifikan antara CAPM dan APT dalam menghitung <i>return</i> saham ISSI pada perusahaan sektor barang konsumsi dan sektor pertambangan periode 2013-

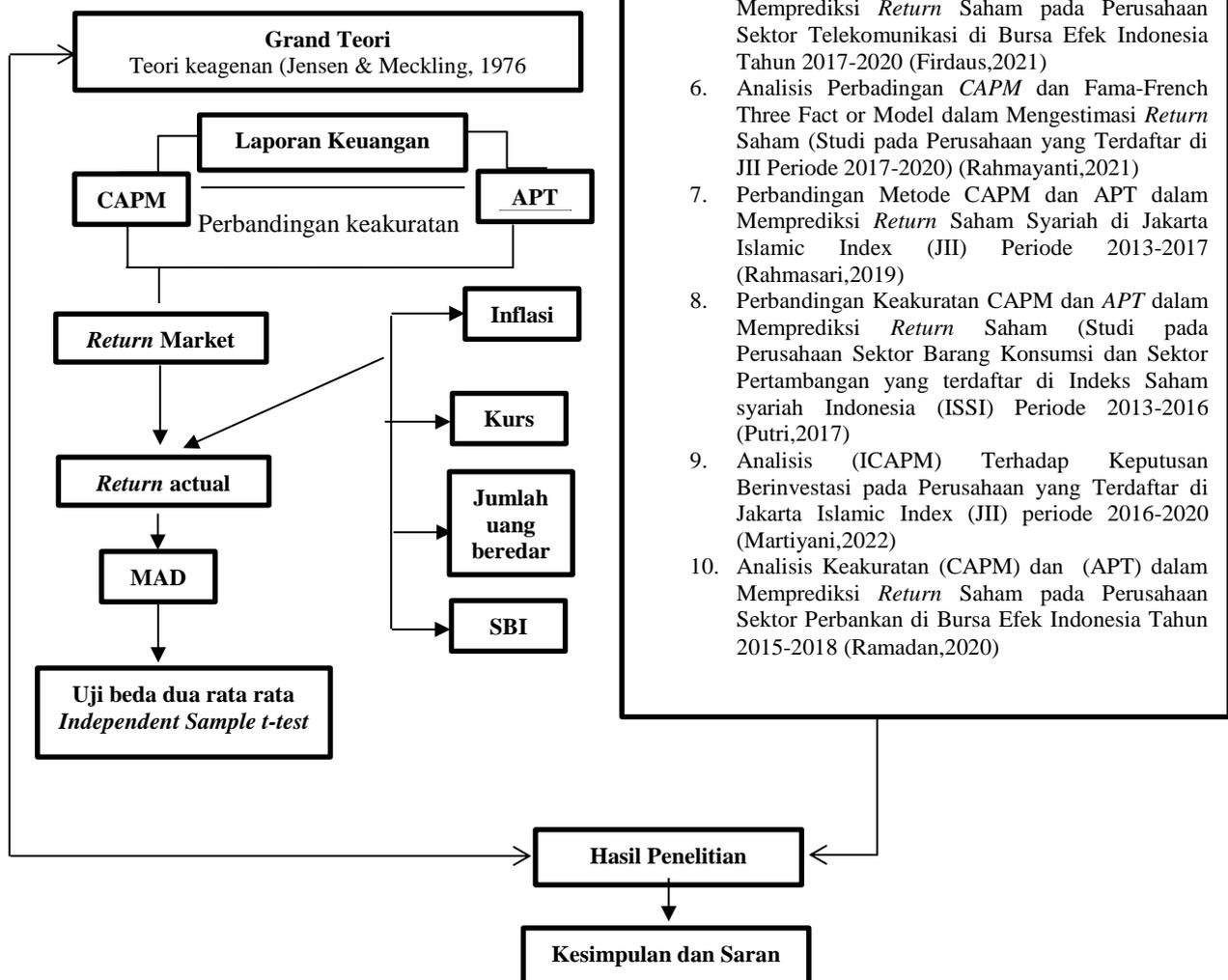
No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil
		<i>Return Saham</i> (Studi pada Perusahaan Sektor Barang Konsumsi dan Sektor Pertambangan yang terdaftar di Indeks Saham syariah Indonesia (ISSI) Periode 2013-2016)	-Dependen: <i>Return Saham</i>	2016
9	Fibriantiwi Eka Herlina (2019)	Perbandingan <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM) dan <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT) dalam Memprediksi <i>Return Saham</i> Industri Pertambangan di BEI	-Independen: <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM) dan <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT) -Dependen: <i>Return Saham</i>	-Perbandingan keakuratan dari <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)) dan <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT) yang dilihat dari nilai <i>Mean Absolute Mean Deviation</i> (MAD) yang memiliki selisih yang sangat kecil. -Terdapat perbedaan yang signifikan antara keakuratan CAPM dan APT dalam mengestimasi <i>expected return</i> saham perusahaan industri pertambangan yang terdaftar di BEI
10	Rivan Ramadan (2020)	Analisis Keakuratan dari <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM) dan <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT) dalam Memprediksi <i>Return Saham</i> pada Perusahaan Sektor Perbankan di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2018	-Independen: <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM), <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT) -Dependen: <i>Return Saham</i>	-Model peramalan <i>Return</i> ekspektasi dengan model CAPM lebih akurat dibandingkan dengan model APT -Tingkat akurasi menunjukan perbedaan antara model CAPM dan APT pada perusahaan sektor perbankan 2015-2018

Sumber: Hasil olah data 2023

2.2.1. Kerangka Penelitian

1. Kerangka Pemikiran

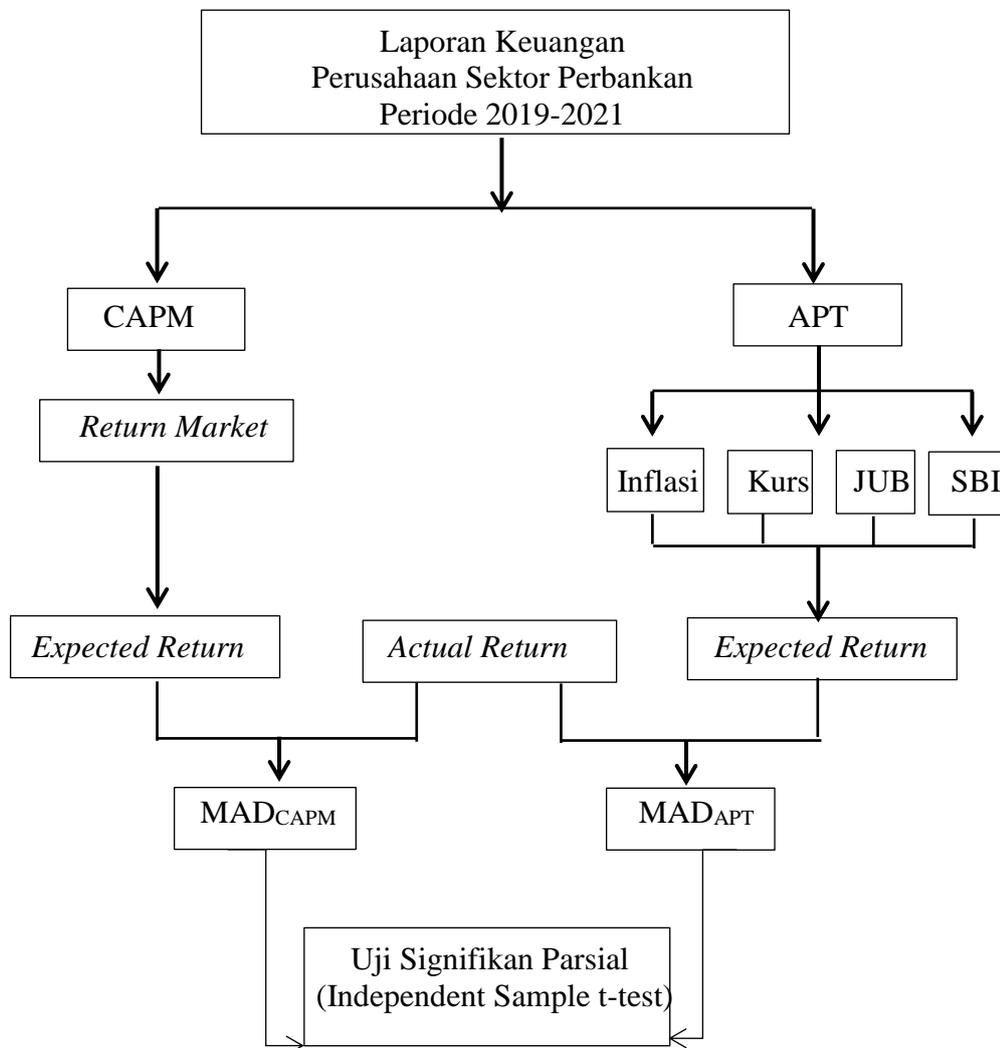
Kerangka pemikiran dalam penelitian ini menggambarkan keakuratan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dalam memprediksi *Return* saham pada perusahaan yang masuk dalam sektor perbankan dengan periode 2019-2022. Adapun kerangka pemikiran penelitian sebagai berikut



Gambar 2.3. Kerangka Pemikiran

2. Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual ialah kerangka atau skema yang menjelaskan konsep, hubungan dan keterkaitan antar variabel dalam suatu penelitian. Kerangka konseptual bertujuan untuk mempermudah pemahaman dan memberikan pandangan keseluruhan mengenai masalah yang akan diteliti. Berdasarkan uraian tersebut maka suatu hubungan antar variabel dijelaskan pada gambar 2.4 berikut:



Gambar 2.4. Kerangka Konseptual
Sumber data: Diolah Peneliti Tahun 2023

2.3. Hipotesis

Penelitian ini dimaksudkan untuk melihat ketepatan teknik CAPM dan APT dalam menghitung *return* normal yang diantisipasi dari perusahaan sektor perbankan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia 2019-2021. Menurut penelitian Marina Ulfa (2018) sebelumnya CAPM lebih tepat dalam memprediksi *return* saham perusahaan syariah dibandingkan model APT, serta penelitian sebelumnya yang dilakukan dilakukan Rivan Ramadhan (2020) juga menyatakan bahwa model estimasi pengembalian yang diharapkan CAPM lebih tepat daripada model APT.

Berikut ini adalah hipotesis yang diajukan sehubungan dengan tujuan dan masalah pada penelitian:

Ho: Tidak ada perbedaan dalam presisi antara *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dalam memprediksi *return* saham pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek.

Ha: Terdapat perbedaan akurasi yang signifikan antara *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) dalam memprediksi *return* saham.