

TESIS

**PENGARUH *SUSTAINABLE GROWTH RATE* DAN RISIKO
SISTEMATIS TERHADAP STOCK RETURN DENGAN *GOOD
CORPORATE GOVERNANCE* SEBAGAI VARIABEL
MODERASI**

***THE INFLUENCE OF SUSTAINABLE GROWTH RATE AND
SYSTEMATIC RISK ON STOCK RETURN WITH GOOD
CORPORATE GOVERNANCE AS A MODERATION
VARIABLE***

sebagai persyaratan untuk memperoleh gelar Magister
disusun dan diajukan oleh

**Andi Anugrah Setiawan Tasrih
A062211023**



Kepada:

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2024**

LEMBAR PENGESAHAN TESIS

PENGARUH *SUSTAINABLE GROWTH RATE* DAN RISIKO SISTEMATIS TERHADAP *STOCK RETURN* DENGAN *GOOD CORPORATE GOVERNANCE* SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Disusun dan diajukan oleh

**ANDI ANUGRAH SETIAWAN TASRIH
A062211023**

Telah dipertahankan di hadapan Panitia Ujian yang dibentuk dalam rangka Penyelesaian Studi Program Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin Pada tanggal 01 Maret 2024 dan dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui,

Pembimbing Utama

Pembimbing Pendamping



Dr. Syarifuddin Rasyid, SE., M.Si., Ak., ACPA
NIP. 196503071994031003

Dr. Aini Indriawati, SE., Ak., M.Si., CA.
NIP. 196811251994122002

Ketua Program Studi
Magister Akuntansi

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin



Dr. Aini Indriawati, SE., Ak., M.Si., CA.
NIP. 196811251994122002

Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, SE., M.Si.
NIP. 196402051988101001

PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Yang bertanda tangan dibawah ini,

Nama : Andi Anugrah Setiawan Tasrih
NIM : A062211023
Jurusan/Program Studi : Akuntansi
Jenjang : Magister (S2)

Menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa tesis yang berjudul:

**Pengaruh *Sustainable Growth Rate* Dan Risiko Sistematis terhadap *Stock Return*
Dengan *Good Corporate Governance* Sebagai Variabel Moderasi**

Adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya di dalam naskah tesis/disertasi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan/ditulis/diterbitkan sebelumnya, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan 'disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila dikemudian hari ternyata didalam naskah tesis ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai dengan peraturan perundang undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Makassar, 01 Maret 2024

Yang membuat pernyataan,



Andi Anugrah Setiawan Tasrih

PRAKATA



Dengan memanjatkan Puji dan Syukur Kehadirat Allah SWT atas segala Rahmat dan Karunianya pada penulis, akhirnya penulis dapat menyelesaikan penyusunan tesis yang berjudul: **Pengaruh *Sustainable Growth Rate* Dan Risiko Sistematis terhadap *Stock Return* Dengan *Good Corporate Governance* Sebagai Variabel Moderasi**. Tesis ditulis dalam rangka memenuhi sebagai persyaratan untuk memperoleh gelar Magister (S2) di Universitas Hasanuddin.

Penulis menyadari bahwa tesis dapat diselesaikan berkat dukungan dan bantuan dari berbagai pihak, oleh karena itu penulis berterima kasih kepada semua pihak yang secara langsung maupun tidak langsung memberikan kontribusi dalam menyelesaikan tesis ini, terkhusus kepada kedua orang tua. Ibundaku tercinta Andi Sri Hikmawati, dan Ayahandaku Tawakkal serta ketiga saudara saya Afiat, Atir, dan Fahmi. Terima kasih atas kasih sayang, doa dan dukungannya sehingga akhirnya tesis ini dapat terselesaikan. Pada kesempatan ini ijinilah peneliti menyampaikan terima kasih yang tulus kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Ir. Jamaluddin Jompa, M.Sc sebagai Rektor Universitas Hasanuddin.
2. Bapak Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, SE., M. Si. CIPM selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
3. Ibu Dr. Aini Indrijawati, SE., Ak., M.Si., CA selaku ketua Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
4. Bapak Dr. Syarifuddin Rasyid, SE., M.Si. dan ibu Dr. Aini Indrijawati, SE., Ak., M.Si., CA selaku pembimbing dalam penulisan tesis ini.
5. Bapak Prof. Dr. Arifuddin, SE., Ak., M.Si., CA., ibu Dr. Sri Sundari, SE., Ak., M.Si. dan Ibu Dr. Nadhirah Nagu, SE., M.Si., Ak., CA. selaku tim penguji dalam

penyusunan tesis ini.

6. Rekan-rekan Magister Prodi Akuntansi angkatan 2021 terkhususnya kelas C.
7. Dan kepada pihak-pihak yang membantu yang tidak sempat saya sebut satu persatu.

Penulis menyadari terdapat banyak kekurangan serta kelemahan dalam penyusunan tulisan ini, oleh sebab itu dengan terbuka penulis mengharapkan adanya masukan dan saran yang sifatnya konstruktif atau membangun demi perbaikan dan penyempurnaannya.

Makassar, 01 Maret 2024

Penulis

ABSTRAK

ANDI ANUGRAH SETIAWAN TASRIH. *Pengaruh Sustainable Growth Rate dan Risiko Sistematis terhadap Stock Return dengan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Moderasi* (dibimbing oleh Syarifuddin Rasyid dan Aini Indrijawati).

Penelitian ini bertujuan menguji dan menganalisis pengaruh *sustainable growth rate* dan risiko sistematis terhadap *stock return* dengan *good corporate governance* sebagai variabel moderasi. Penelitian ini dilakukan dengan menganalisis laporan tahunan perusahaan selama 5 tahun terakhir terhitung sejak 2018 - 2022. Metode yang digunakan bersifat kuantitatif. Prosedur pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling*. Sampel sebanyak 23 emiten yang termasuk dalam indeks LQ45. Data yang digunakan berupa data sekunder. Metode pengumpulan data dilakukan dengan mengunduh laporan tahunan perusahaan. Untuk menguji hipotesis digunakan metode statistik Structural Equation Model (SEM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *sustainable growth rate* dan risiko sistematis berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*. Efek moderasi menunjukkan bahwa *good corporate governance* tidak memiliki pengaruh signifikan untuk memperkuat *sustainable growth rate* dan risiko sistematis terhadap *stock return*.

Kata kunci: *sustainable growth rate*, risiko sistematis, *stock return*, *good corporate governance*



ABSTRACT

ANDI ANUGRAH SETIAWAN TASRIH. *The Effect of Sustainable Growth Rate and Systematic Risk on Stock Returns with Good Corporate Governance as a Moderating Variable* (supervised by Syarifuddin Rasyid and Aini Indrijawati)

The aim of this research is to test and analyze the effect of sustainable growth rate and systematic risk on stock returns with good corporate governance as a moderating variable. This research was conducted by analyzing the company's annual reports for the last five years, i.e. from 2018 to 2022. This research used quantitative research method. The sample consisted of 23 issuers included in the LQ45 index selected using purposive sampling technique. This research used secondary data, collected by downloading the company's annual reports. Statistical method used to test the hypothesis was Structural Equation Model (SEM). The research results show that sustainable growth rate and systematic risk have a positive and significant effect on stock returns. Then the moderation effect in this research shows that good corporate governance does not have a significant effect on strengthening the sustainable growth rate and systematic risk on stock returns.

Keywords: sustainable growth rate, systematic risk, stock return, and good corporate



DAFTAR ISI

PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN	3
PRAKATA	4
ABSTRAK	6
DAFTAR ISI	7
DAFTAR TABEL	9
DAFTAR GAMBAR	10
BAB I	1
PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	6
1.3 Tujuan Penelitian	7
1.4 Kegunaan Penelitian	7
1.4.1 Kegunaan Teoritis	7
1.4.2 Kegunaan Praktis	7
1.5 Ruang Lingkup Penelitian	8
BAB II	9
TINJAUAN PUSTAKA	9
2.1 Tinjauan Teori dan Konsep	9
2.1.1 Signalling Theory.....	9
2.1.2 Agency Theory	10
2.2 Tinjauan Empiris	11
2.2.1 Sustainable Growth Rate.....	11
2.2.2 Risiko Sistematis	13
2.2.3 Good Corporate Governance	14
2.2.4 Stock Return.....	16
2.3 Penelitian Terdahulu	19
BAB III	22
3.1 Kerangka Konseptual	22
Gambar 3.3. Kerangka Konseptual	23
3.2 Hipotesis	23
3.2.1 Pengaruh Sustainable Growth Rate Terhadap Stock Return	23
3.2.2 Pengaruh Risiko Sistematis Terhadap <i>Stock Return</i>	25
3.2.3 Pengaruh Moderasi Good Corporate Governance Pada Sustainable Growth Rate Terhadap Stock Return.....	28
3.2.4 Pengaruh Moderasi <i>Good Corporate Governance</i> Pada Risiko Sistematis Terhadap <i>Stock Return</i>	30
BAB IV	32
METODE PENELITIAN	32
4.1 Rancangan Penelitian	32
4.2 Situs Dan Waktu Penelitian	32
4.2.1 Situs	32
Situs penelitian yaitu tempat dimana seharusnya penelitian menangkap objek dari	

yang diteliti. Situs dari penelitian ini adalah <i>website Indonesia Stock Exchange</i> dan Perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini.	32
4.2.2 Waktu Penelitian.....	33
4.3 Populasi dan sampel.....	33
4.3.1 Populasi Penelitian	33
4.3.2 Sampel Penelitian.....	33
4.4 Jenis dan Sumber Data	34
4.4.1 Jenis Data	34
4.4.2 Sumber Data	34
4.5 Metode Pengumpulan Data.....	35
4.6 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	35
Operasional Variabel	36
4.7 Teknik dan Analisis Data	37
4.7.1 Pengolahan Data dan Penyajian Data	37
4.7.2 Statistik Deskriptif	37
4.7.3 Uji Inferensial.....	37
4.8 Analisa Outer Model.....	40
4.9 Analisa Inner Model.....	42
BAB V	43
HASIL PENELITIAN.....	43
5.1 Gambaran Umum Indeks LQ45.....	43
5.2 Interpretasi Data Hasil SEM-PLS	43
5.3 Uji Model Outer	45
5.3.1 Deskriptif	45
5.3.2 Uji Koefisien Determinasi.....	49
5.4 Estimasi Koefisien Jalur	49
5.5 Uji Hipotesis.....	50
BAB VI	53
PEMBAHASAN	53
6.1 Pengaruh <i>Sustainable Growth Rate</i> Terhadap <i>Stock Return</i>	53
6.2 Pengaruh Risiko Sistematis Terhadap <i>Stock Return</i>.....	55
6.3 Pengaruh Moderasi <i>Good Corporate Governance</i> Pada <i>Sustainable Growth Rate</i> Terhadap <i>Stock Return</i>	57
6.4 Pengaruh Moderasi <i>Good Corporate Governance</i> Pada Risiko Sistematis Terhadap <i>Stock Return</i>	59
BAB VII	62
KESIMPULAN.....	62
7.1 Kesimpulan	62
7.2 Implikasi.....	63
7.3 Keterbatasan.....	63
7.4 Saran.....	63
DAFTAR PUSTAKA.....	66

DAFTAR TABEL

No.	Judul Tabel	Halaman
1	Kriteria perusahaan yang dijadikan sampel	33
2	Daftar Perusahaan yang Dijadikan Sampel	34
3	Operasional Variabel	36
4	Statistik eskriptif	46
7	R-Square Konstruk Variabel	49
8	Uji Hipotesis Berdasarkan Path Coefficient	50

DAFTAR GAMBAR

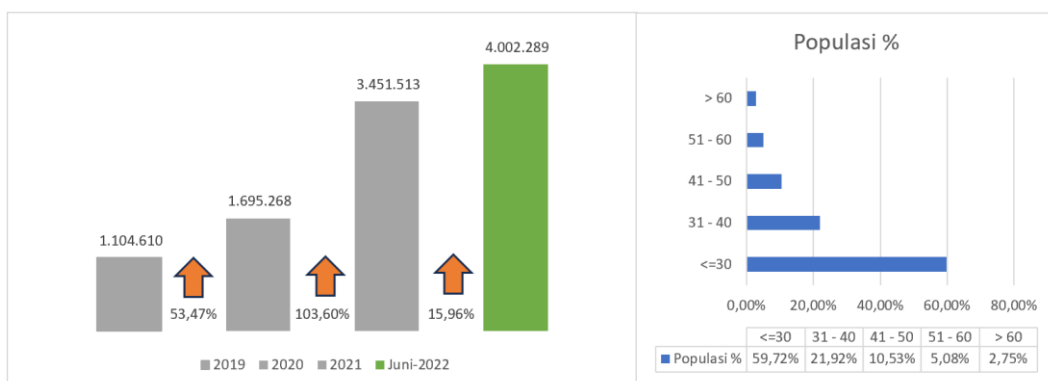
No.	Judul Tabel	Halaman
1	Pertumbuhan investor dalam periode pandemi Covid-19	1
2	Korelasi consumer confidence index atau CCI	4
3	Kerangka Konseptual	23
4	Evaluasi SEM-PLS (Sarstedt et al., 2017)	44
5	Model orisinal	45
6	Harga Saham Tahunan Indeks LQ45 tahun 2018-2022.....	48
7	Tren stock return tahunan Indeks LQ45 tahun 2018-2022.....	48
8	Pengujian inner model.....	49
9	Efek moderasi GCG terhadap SGR.....	51
10	Efek moderasi GCG terhadap SR	52
11	Korelasi risiko sistematis berbagai negara sebelum dan sesudah	56

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Meningkatnya tren investasi di Indonesia tidak hanya didukung oleh masifnya perkembangan teknologi brokerage serta perbankan yang memudahkan arus transaksi melalui gawai. Tren tersebut didukung dengan hadirnya pandemic Covid-19 yang memaksa sejumlah pihak untuk tetap berada di dalam rumah dan secara bersamaan meningkatkan aktifitas masyarakat melalui *smartphone* (Trott *et al.*, 2022). Meningkatnya penggunaan perangkat *smartphone* pada masa pandemi juga meningkatkan aktivitas perdagangan saham dan bertambahnya jumlah investor yang didominasi oleh gen Z (lihat Gambar 1).



Gambar 1.1. Pertumbuhan Investor dalam Periode Pandemi Covid-19 (Ramyakim & Widyasari, 2022)

Tren meningkatnya jumlah investor hingga empat kali lipat ini bernilai hingga dua kali lipat sejak tahun 2019 menjadi momentum kesadaran masyarakat khususnya generasi muda akan pentingnya berinvestasi (Ramyakim & Widyasari, 2022). Namun, sebuah penelitian oleh (Bouri *et al.*, 2021), menunjukkan bahwa tren investasi selama Covid-19 tidak didukung dengan efektifitas perdagangan pasar dikarenakan perilaku ikut-ikutan. Perilaku investasi risiko tinggi mendominasi

dengan tujuan berdagang untuk mendapatkan keuntungan atau imbal hasil saham setinggi-tingginya (Widoatmodjo & Onasie, 2021).

Imbal hasil saham mampu memengaruhi perilaku investor dalam aktifitasnya jual-beli lembar saham. Riset perilaku investor menunjukkan bahwa keuntungan yang didapatkan dari imbal hasil saham selain dari aktifnya komunikasi sesama investor, mampu meningkatkan aktifitas jual-beli di pasar saham (Han *et al.*, 2022). Tentu saja sebagai aktifitas berisiko, analisa terhadap risiko pasar serta imbal hasil dalam mengambil keputusan investasi menjadi hal yang dipertimbangkan atau dipertukarkan (Puspitaningtyas, 2017). Keuntungan perdagangan saham yang berasal dari imbal hasil saham (stock return: SR) dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti sentimen pasar, pengelolaan kegiatan bisnis perusahaan, serta risiko pasar atas bisnis perusahaan tersebut (J. Y. Campbell *et al.*, 2010; Han *et al.*, 2022; Kawas & Dockery, 2023a, 2023b; Mamilla, 2019).

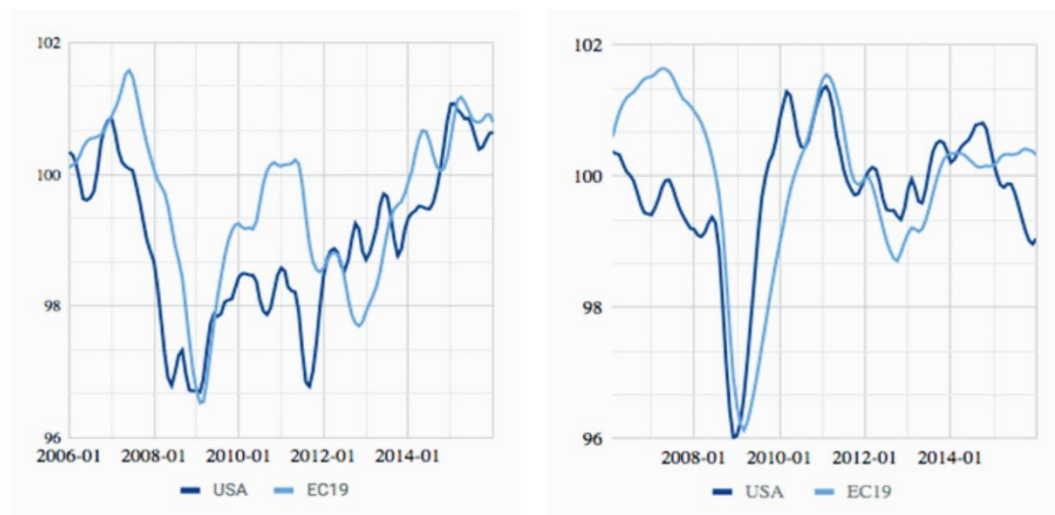
Tingkat Pertumbuhan Berkelanjutan/*Sustainable Growth Rate* (SGR) adalah metrik keuangan yang menilai kapasitas perusahaan untuk memperluas pendapatannya sambil mempertahankan “kesehatan” keuangannya dari waktu ke waktu. Metrik ini merupakan komponen penting dalam menentukan kinerja dan potensi perusahaan. SGR mengukur tingkat kegiatan perusahaan dapat diperluas dengan menggunakan sumber daya yang diproduksi secara internal tanpa memerlukan pembiayaan eksternal atau mengurangi ekuitas pemegang saham. SGR penting dalam konteks pengembalian saham perusahaan. Tingkat pertumbuhan berkelanjutan yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan dapat menciptakan pendapatan yang berkelanjutan dan stabil, yang secara positif dapat mempengaruhi harga dan pengembalian sahamnya (Cahyo & Rahmi, 2016). Investor lebih bersedia untuk berinvestasi dalam saham perusahaan ketika mereka yakin memiliki SGR yang tinggi, mengantisipasi kemungkinan keuntungan modal

dan dividen (Febriani *et al.*, 2022). Potensi korporasi untuk menumbuhkan pendapatannya diharapkan menghasilkan return atau keuntungan hasil jual-beli yang lebih besar bagi pemegang saham (Pascual-Ezama *et al.*, 2014).

Namun, penting untuk dicatat bahwa SGR tidak menjamin *stock return* yang tinggi. Faktor lain yang mempengaruhi kinerja saham termasuk internal pengelola (You *et al.*, 2020), keadaan pasar (Kawas & Dockery, 2023b), dinamika industri (Mamilla, 2019a). Akibatnya, menilai hubungan antara SGR dan imbal hasil saham perlu mempertimbangkan sejumlah elemen kontekstual. Selain itu, keberlanjutan SGR sangat penting untuk strategi investasi jangka panjang. Pertumbuhan berkelanjutan menunjukkan bahwa ekspansi perusahaan tidak mengorbankan stabilitas keuangan atau standar etika dan lingkungan. Perusahaan yang memprioritaskan kepedulian terhadap lingkungan (Escrig-Olmedo *et al.*, 2017), sosial (Surroca *et al.*, 2010), dan tata kelola (Mukherjee & Sankar Sen, 2019) atau ESG semakin dihargai oleh investor karena berkontribusi pada penciptaan kekayaan jangka panjang dan mitigasi risiko. Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Carp *et al.*, 2020) menunjukkan SGR berpengaruh positif signifikan terhadap return saham; sedangkan penelitian yang dilakukan oleh (Febriani *et al.*, 2022) jika SGR berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham.

Ketidakpastian dan volatilitas intrinsik dari keseluruhan pasar atau bagian pasar tunggal disebut sebagai risiko sistemik, juga dikenal sebagai risiko pasar atau *inherent risk*, dimana faktor ini berada di luar kendali investor atau bisnis individu dan berdampak pada semua sekuritas sampai batas tertentu (Astuty, 2017). Faktor-faktor seperti kondisi ekonomi makro, perkembangan geopolitik, volatilitas suku bunga, dan suasana pasar secara keseluruhan berkontribusi terhadap risiko sistemik. Risiko sistematis memiliki dampak besar pada Stock Return (You *et al.*, 2020). Sebagian besar ekuitas kehilangan nilainya ketika pasar menghadapi kondisi buruk atau kejadian negatif, seperti krisis keuangan atau resesi. Hal ini

disebabkan sifat risiko sistematis yang berbasis luas, yang berdampak pada seluruh pasar dan dapat menyebabkan penurunan kepercayaan investor dan volatilitas pasar yang lebih tinggi (Lai & Hu, 2021). Selama periode risiko sistemik yang tinggi, investor sering kali mengambil sikap menghindari risiko, yang mengakibatkan turunnya permintaan saham dan akibatnya, turunnya harga saham (Nareswari *et al.*, 2021) yang berdampak pada fluktuasi harga. Untuk mengembalikan kestabilan harga saham, tentunya menarik kepercayaan investor merupakan hal yang utama dilakukan perusahaan dengan melakukan corporate actions maupun mempertahankan confidence perusahaan (Gambar 2).



Gambar 1.2. Korelasi Consumer Confidence Index atau CCI (kiri) dan Business Confidence Index atau BCI (Kanan) Pasca Krisis Moneter

Korelasi antara indeks kepercayaan konsumen dan bisnis merupakan hal yang sinergistik. Mempertahankan maupun meningkatkan optimisme pasar yang dilakukan oleh perusahaan dapat menaikkan kembali kepercayaan konsumen yang pada akhirnya akan berdampak pada dinamika harga saham suatu perusahaan (Bilan *et al.*, 2019). Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Futi & Suyatmin, 2021) menunjukkan risiko sistematis berpengaruh positif signifikan terhadap return saham; sedangkan penelitian yang dilakukan oleh (Sukhemi dan Inggit Nugroho (2015) jika risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap *stock return*.

Tata Kelola yang baik untuk memperbaiki fundamental perusahaan merupakan suatu langkah yang dapat dilakukan perusahaan dalam memperbaiki kepercayaan konsumen akan prospek bisnis perusahaan tersebut (Shahid & Abbas, 2019). Tata kelola perusahaan yang efektif sangat penting untuk profitabilitas dan kelangsungan hidup jangka panjang perusahaan. Bentuk manajerial ini melindungi dan menyelaraskan kepentingan pemegang saham, karyawan, pelanggan dan pemangku kepentingan lainnya (Tjahjadi *et al.*, 2021). Aspek kunci tata kelola perusahaan yang kuat adalah dampaknya terhadap pengembalian saham, yang merupakan ukuran kinerja keuangan saham perusahaan (Komath *et al.*, 2023).

Penelitian telah secara konsisten menunjukkan bahwa organisasi dengan prosedur tata kelola perusahaan yang baik/ *Good Corporate Governance* (GCG) mengungguli organisasi dengan sistem tata kelola yang buruk atau memoderasi dalam hal return saham. Namun penelitian lain yang dilakukan oleh (Bagaswara & Wati, 2020) menunjukkan bahwa GCG tidak mampu memoderasi pengaruh fundamental perusahaan terhadap *stock return*.

Meskipun tren investasi di Indonesia tumbuh pesat, terutama karena pesatnya perkembangan teknologi *brokerage* dan kemudahan transaksi perbankan melalui perangkat *mobile*, terdapat *research gap* mengenai *stock return* dalam konteks "investasi". Pandemi COVID-19 semakin mendorong tren ini, dengan semakin banyak orang yang terlibat dalam aktivitas perdagangan saham melalui gawai, terutama Gen Z. Sementara peningkatan jumlah investor selama pandemi menghadirkan peluang untuk meningkatkan kesadaran, sebuah studi menemukan bahwa efektivitas perdagangan pasar selama Covid-19 terhambat oleh perilaku ikut-ikutan untuk mendapat imbal hasil sebesar-besarnya dalam tempo singkat.

Penelitian ini berfokus untuk mengembangkan penelitian sebelumnya yaitu penelitian oleh (Carp *et al.*, 2020) dengan variabel SGR yang berasal dari informasi

keuangan internal Perusahaan. Kemudian pada penelitian ini ditambahkan variabel dari informasi keuangan eksternal/pasar menggunakan risiko sistematis dan variabel non keuangan yang memoderasi yaitu GCG. Fenomena ini memunculkan satu pertanyaan penting bagi teori maupun penelitian terkait dan menjadi *novelty* dalam penelitian ini, masihkah *stock return* dipengaruhi oleh SGR, risiko sistematis, serta GCG?. Tren investasi saham yang sedang berlaku utamanya pada investor baru sejak Covid-19 serta sebagai *update* akan perkembangan risiko investasi di era dengan kemudahan akses investasi seperti sekarang. Era kemudahan menjadi investor dapat menjadi pisau bermata dua bagi siapapun, utamanya bagi investor yang mengikuti tren dan tanpa edukasi investasi yang mumpuni. Kemudahan mendapatkan untung dari imbal harian tentunya dibarengi dengan mudahnya mendapat kerugian. Berdasarkan latar belakang tersebut, maka penulis akan meneliti dengan judul “Pengaruh *Sustainable Growth Rate* dan Risiko Sistematis terhadap *Stock Return* dengan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Moderasi”.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, adapun rumusan masalah dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *Sustainable Growth Rate* berpengaruh positif terhadap *Stock Return*?
2. Apakah Risiko Sistematis berpengaruh positif terhadap *Stock Return*?
3. Apakah *Good Corporate Governance* memoderasi pengaruh *Sustainable Growth Rate* terhadap *Stock Return*?
4. Apakah *Good Corporate Governance* memoderasi pengaruh Risiko Sistematis terhadap *Stock Return*?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, Ada pun tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis:

1. *Sustainable Growth Rate* berpengaruh positif terhadap *Stock Return*.
2. Risiko Sistematis berpengaruh positif terhadap *Stock Return*.
3. *Good Corporate Governance* memoderasi pengaruh *Sustainable Growth Rate* terhadap *Stock Return*.
4. *Good Corporate Governance* memoderasi pengaruh Risiko Sistematis terhadap *Stock Return*.

1.4 Kegunaan Penelitian

Berdasarkan rumusan dan tujuan penelitian di atas, maka kegunaan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1.4.1 Kegunaan Teoritis

- a. Diharapkan penelitian ini dapat digunakan sebagai sarana penambah wawasan untuk pengembangan ilmu pengetahuan dan sebagai referensi untuk penelitian selanjutnya.
- b. Memberikan informasi tentang faktor yang memengaruhi *Stock Return* dari aspek rasio keuangan internal perusahaan, rasio keuangan dari eksternal dan rasio non keuangan.

1.4.2 Kegunaan Praktis

Diharapkan hasil penelitian ini memberikan manfaat sebagai materi pertimbangan untuk investor dalam melakukan investasi di pasar modal dengan menganalisis dari aspek *Sustainable Growth Rate* dan risiko sistematis berpengaruh terhadap *Stock Return* dengan dimoderasi *Good Corporate Governance*.

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Sehubungan dengan rumusan dan tujuan penelitian diatas, maka ruang lingkup dari penelitian ini sebagai berikut:

1. Rasio keuangan perusahaan menggunakan *Sustainable Growth Rate*, rasio keuangan pasar dengan risiko sistematis dan rasio non keuangan dengan *Good Corporate Governance*.
2. Data yang diperoleh dari *annual report* atau laporan keuangan perusahaan yang termasuk ke dalam Indeks LQ45 dari tahun 2018 sampai dengan 2022.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Teori dan Konsep

2.1.1 Signalling Theory

(Spence, 1973) mengemukakan signaling theory, yang menggambarkan pengirim (pemilik informasi) sebagai pengirim sinyal atau signal berupa informasi yang mencerminkan keadaan perusahaan dan berguna bagi penerima informasi (investor). Menurut (Brigham dan Houston, 2011:184), teori sinyal menggambarkan perspektif manajemen tentang pertumbuhan bisnis di masa depan dan bagaimana hal ini akan mempengaruhi tanggapan calon investor terhadap perusahaan. Sinyal tersebut berupa informasi yang mengungkap upaya manajemen untuk memenuhi ekspektasi pemegang saham.

Informasi tersebut dapat berbentuk berita yang disebut-sebut sebagai sinyal penting bagi investor dan pelaku bisnis dalam mengambil keputusan investasi. Berita yang diberikan oleh perusahaan dan diterima oleh investor akan diolah dan dipelajari untuk menentukan apakah merupakan sinyal positif (*good news*) atau sinyal negatif (*bad news*) (Jogiyanto, 2017:648). Jika beritanya menguntungkan, ini menunjukkan bahwa investor akan bereaksi positif dan akan dapat membedakan antara perusahaan yang unggul dan yang tidak; akibatnya, harga saham akan naik dan nilai perusahaan akan naik. Namun jika investor memberikan sinyal negatif, hal ini menandakan bahwa minat investor untuk berinvestasi semakin berkurang, yang akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

Menurut (Owolabi dan Inyang, 2013), informasi atau sinyal ini dapat berupa penerbitan utang. Penggunaan utang dalam perusahaan ditentukan oleh

kemampuannya untuk memenuhi kewajibannya. Manajer dengan keterampilan terbatas tidak akan mampu melunasi hutang yang terlalu tinggi dan akan dipaksa untuk menyatakan kebangkrutan. Manajer dengan kemampuan tinggi, di sisi lain, dapat menggunakan hutang yang cukup besar untuk memberi sinyal kepada dunia luar bahwa mereka yakin dengan prospek pasar perusahaan. Menurut *signaling theory*, yang juga dapat dilihat dari sudut pandang risiko bisnis, semakin banyak risiko bisnis yang dianggap tidak menguntungkan oleh calon investor, maka akan mempengaruhi keinginan mereka untuk berinvestasi. IOS perusahaan yang tinggi menunjukkan bahwa ia mampu meningkatkan nilai dan kinerja keuangan perusahaan di masa depan.

2.1.2 Agency Theory

(Jensen and Meckling, 1976) menjelaskan teori keagenan dalam hal interaksi antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajer). Pemegang saham adalah mereka yang menyumbangkan dana kepada manajemen. Sedangkan manajemen adalah pihak yang menyediakan sumber daya untuk memberikan layanan sejalan dengan tujuan agen dan kemampuan untuk membuat pilihan untuk mencapai tujuan perusahaan yang ditentukan.

Menurut (Widyasari *et al.*, 2015), *principal* berupaya memaksimalkan nilai perusahaan dengan melibatkan tenaga profesional (*agent*) yang lebih memiliki banyak wawasan terkait manajemen operasional perusahaan. Namun, agen seringkali menempatkan kepentingan pribadi di atas kebutuhan perusahaan, sehingga menimbulkan konflik keagenan (*agency problem*). Untuk mengurangi masalah agensi, tujuan manajer atau pemegang saham harus diselaraskan melalui peningkatan kepemilikan manajemen. Upaya ini menimbulkan biaya keagenan, yang harus ditanggung oleh perusahaan. Menurut (Primadhanny dan Risty, 2016), biaya keagenan adalah biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan sebagai akibat dari jabatan yang diizinkan oleh agen untuk menjalankan

perusahaan guna mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan (*going concern*) dan kepentingan pemilik.

Menurut teori keagenan, kepemilikan manajerial yang tinggi akan berdampak pada rendahnya struktur modal. Manajemen yang juga memiliki hak atas saham usaha akan bertanggung jawab atas seluruh resiko, baik untung maupun rugi, sehingga manajemen menggunakan utang sesedikit mungkin sekaligus meningkatkan nilai perusahaan (Maftukhah, 2013). Karena manajemen memiliki sejumlah besar saham, mereka termotivasi untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan guna meningkatkan nilai perusahaan. Jika kepemilikan saham rendah, manajemen cenderung mengejar kepentingan pribadi dengan mendapatkan penghasilan dari pihak lain, yang mengakibatkan kinerja keuangan yang lebih buruk dan penurunan nilai bisnis.

2.2 Tinjauan Empiris

2.2.1 Sustainable Growth Rate

Sejak tahun 1977, Tingkat pertumbuhan berkelanjutan telah dijelaskan oleh Robert C. Higgins dimana telah banyak digunakan pada literatur penelitian. Pendekatan ini berusaha untuk mengembangkan kebijakan keuangan masing-masing perusahaan sesuai dengan pertumbuhan perusahaan. Menurut (Higgins, 1977), tingkat pertumbuhan berkelanjutan gagasan tentang pertumbuhan yang membutuhkan modal untuk menggunakan pembiayaan internal dalam kondisi sumber daya yang konstan. Namun, sebagai sebuah kebijakan, keputusan akhir dan implementasinya adalah manajemen. (Lockwood & Prombutr, 2010) berpendapat bahwa terdapat gaya yang disediakan di dalam organisasi untuk memasok komponen bergerak guna mengembangkan kebijakan retensi perusahaan. Dengan memfasilitasi pengendalian biaya, penggunaan aset, dan metode keuangan, hal ini dapat menjadi faktor fundamental kinerja perusahaan.

Sustainable Growth Rate atau Pertumbuhan Berkelanjutan memiliki konotasi kemampuan untuk memberikan keseimbangan dan ekspansi yang berkelanjutan, yang tidak hanya membantu kelangsungan hidup perusahaan tetapi juga dapat menjaga persaingan antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya di dalam perusahaan, organisasi, dan industri. Banyak bisnis percaya pertumbuhan penjualan yang cepat menjadi tujuan pengembangan perusahaan. Ekspansi yang pesat ini umumnya hanya bersifat sementara dan tidak berkelanjutan (Wang *et al.*, 2013).

Menurut (Farah, 2017), Tingkat Pertumbuhan Berkelanjutan memberikan kontribusi yang kuat dalam membantu manajemen dan investor dalam mengukur rencana pertumbuhan masa depan berdasarkan kinerja dan strategi saat ini. Peningkatan utang yang diimbangi dengan peningkatan ekuitas dapat menyelamatkan perusahaan dari kebangkrutan. Oleh karena itu, perusahaan harus menjamin bahwa struktur permodalan dan kebijakan keuangannya mendukung pencapaian pertumbuhan jangka panjang. Kapasitas perusahaan untuk memiliki pertumbuhan berkelanjutan tidak hanya berfokus pada tujuan jangka panjang perusahaan, tetapi juga dapat merangsang pembangunan ekonomi nasional jangka panjang (Eroglu *et al.*, 2018).

Jumlah pertumbuhan penjualan terbesar yang dapat diestimasi adalah tingkat pertumbuhan yang berkelanjutan. Berbagai model tingkat pertumbuhan berkelanjutan dibangun dan digunakan sebagai sumber referensi oleh (Ross *et al.*, 2008). Menurut (Aldi & Robiyanto, 2020), tingkat pertumbuhan berkelanjutan merupakan metrik multifaset yang dapat diklasifikasikan menjadi komponen terpisah yang menggambarkan kebijakan kemampuan efisiensi biaya (*net profit margin*), retensi perusahaan (*retention rate*), strategi pembiayaan (*financial leverage*) dan pemanfaatan aset yang efisien (*assets turnover*) yang secara keseluruhan adalah indikator penentu utama terhadap kinerja perusahaan.

2.2.2 Risiko Sistematis

Risiko seringkali dikaitkan dengan penyimpangan atau deviasi dari *outcome* yang diterima dengan hal yang diharapkan (Jogiyanto, 2017:23). Risiko dianggap menjadi potensi mengalami kerugian, yang umumnya diukur dalam bentuk kemungkinan bahwa beberapa hasil akan timbul yang bergerak dalam kisaran sangat baik (contohnya asetnya berlipat ganda). Risiko pula dapat didefinisikan sebagai potensi terjadinya kerugian yang mungkin dialami investor atau ketidakpastian atas *return*/ imbal hasil yang akan didapatkan di masa mendatang (Tatang, 2011:20).

Berinvestasi saham di pasar modal menurut (Hadi, 2015:297) akan dihadapkan pada sejumlah risiko, mengacu ada teori manajemen keuangan risiko pasar terdiri dari:

- a. Risiko Sistematis atau risiko yang *undiversible*, disebut sebagai risiko pasar yang berhubungan dengan perekonomian secara makro, misalnya *foreign exchange risk*, *purchasing power risk*, *political risk*, dan risiko lainnya.
- b. Risiko Tidak Sistematis, disebut juga risiko khusus yang melekat di tiap perusahaan, seperti risiko kebangkrutan/risiko bisnis, risiko manajemen/keagenan, dan risiko industri khususnya perusahaan. Risiko ini dikenal juga dengan istilah *unsystematic risk* atau risiko diversifikasi.

Maka dari itu, tak semua risiko memegang saham adalah relevan, karena bagian dari risiko ini dapat diversifikasi. Risiko yang paling krusial dari saham merupakan risiko yang tidak dapat dihindari atau risiko sistematis yang cakupannya lebih luas.

Koefisien beta, yang menunjukkan seberapa sensitif keuntungan saham terhadap perubahan pengembalian rata-rata pasar atas ekuitas (indeks pasar), digunakan untuk mengukur risiko sistematis. Kita dapat menghitung regresi antara

imbang hasil historis dan indeks pasar (Indeks LQ45) sebagai variabel independen untuk menentukan beta historis saham. Beta, atau risiko sistematis adalah koefisien regresi yang ditentukan.

Dengan beta 1, setiap keuntungan atau penurunan 1% di pasar (R_m) akan disertai dengan kenaikan atau penurunan pendapatan saham (R_i) sebesar 1%. Oleh karena itu, semakin berisiko saham tersebut, semakin tidak stabil pendapatan saham terhadap fluktuasi pengembalian pasar. Saham dengan beta 1 adalah saham yang memiliki tingkat risiko yang sama dengan saham biasa di pasar saham. Nilai beta lebih dari 1 disebut saham agresif, sedangkan nilai beta lebih rendah dari 1 disebut saham defensif (Hadi, 2015:313).

Risiko pasar saham (tingkat risiko sistematis) diukur dengan beta-nya. Secara umum, risiko individu sama dengan risiko pasar ketika beta saham sama dengan 1. Ketika nilai beta saham melebihi 1, risiko individu melebihi risiko pasar dan sebaliknya. Gagasan beta sangat penting untuk menentukan seberapa besar risiko yang ada dalam sekuritas (Arthur *et al.*, 2010:208). Saham dengan risiko rata-rata adalah saham yang nilainya biasanya bergerak seiring naik turunnya pasar secara keseluruhan, sebagaimana ditentukan oleh indeks tertentu. Saham seperti ini memiliki beta 1, artinya jika harga saham naik 10%, harga saham juga akan naik 10% begitupun sebaliknya jika mengalami penurunan. Jika $\beta=0,5$, maka risiko portofolio dengan $\beta=1$ hanya setengah oleh naik turunnya harga saham. Selanjutnya, portofolio dengan $\beta=2$ akan memiliki tingkat naik dan turun, dan tingkat risikonya akan menjadi dua kali lebih tinggi dari rata-rata (Arthur *et al.*, 2010:208).

2.2.3 Good Corporate Governance

Tata kelola perusahaan adalah bagian dari sistem manajemen yang mengawasi dan mengontrol arah kebijakan yang diambil oleh manajemen agar

menerapkan disiplin sesuai dengan rencana strategis yang telah ditetapkan perusahaan sehingga kepentingan para pihak dapat terlindungi untuk tingkat pengembalian yang maksimal. Definisi tersebut disintesis dari beberapa definisi tata kelola perusahaan dari berbagai sumber dari penelitian sebelumnya. Tata kelola perusahaan juga merupakan sistem untuk mengecek dan menyeimbangkan dari pihak internal maupun eksternal yang memastikan bahwa perusahaan telah melaksanakan akuntabilitas mereka kepada semua pemangku kepentingan mereka dan bertindak dengan cara yang bertanggung jawab secara sosial (Solomon, 2007:14). Definisi lain dari tata kelola perusahaan adalah sistem yang dijalankan oleh manajer, orang yang setia dan dapat dipercaya serta dapat diandalkan untuk memaksimalkan pengembalian tanpa perlu dukungan dari pihak luar. Praktik tata kelola perusahaan yang baik diperlukan untuk menjamin kesuksesan bisnis, pengembangan, kepercayaan investor, dan pengembalian pasar yang lebih tinggi (Saeed, 2015). Tata kelola perusahaan adalah struktur yang memandu dan mengawasi aturan, prosedur, dan proses perusahaan sehingga pemangku kepentingan dan pemegang saham dapat bekerja sama untuk mencapai tujuan masing-masing. Tata kelola perusahaan terutama berkaitan dengan menyeimbangkan kepentingan semua pemangku kepentingan perusahaan, termasuk pemegang saham, manajemen, konsumen, pemasok, investor, pemerintah, dan masyarakat.

Tata kelola perusahaan pada penelitian ini terdiri dari empat (4) proksi, yaitu struktur dewan (*Board Structure*); komposisi dewan (*Board Composition*); karakteristik dewan (*Board Characteristic*) dan proses dewan (*Board Process*) mengadaptasi penelitian dari Zahra & Pearce (1989); Kang et al. (2007) dan Wijayanti et al. (2017). Struktur dewan mencerminkan pembagian tugas dan pokok dewan dan efisiensi kerjanya dalam suatu perusahaan. Komposisi dewan mencerminkan ukuran dewan/ banyaknya dewan dan berbagai jenis dewan yang

dimiliki perusahaan. Karakteristik dewan mencerminkan latar belakang fungsional, kepemilikan saham dalam perusahaan, independensi, kepentingan dewan dalam perusahaan dan kinerja dari tugas yang dijalankan. Proses dewan atau proses tata kelola perusahaan mencerminkan aktivitas dan gaya direksi dalam pengambilan keputusan sebagai perwakilan investor.

Pengukuran penerapan mekanisme tata kelola perusahaan digambarkan melalui komponen penilaian dari masing-masing proksi tata kelola perusahaan diatas Zahra & Pearce (1989); Kang et al. (2007) dan Wijayanti et al. (2017) dan OJK, 2015). Penilaian dari struktur dewan terdiri dari 1) Independensi anggota komite audit; 2) Jumlah dewan komisaris; 3) Reputasi dewan komisaris; 4) Jumlah anggota komite audit; 5) Kompetensi dibidang keuangan untuk komite audit; 6) Ketua komite audit adalah komisaris independen. Penilaian untuk proses dewan terdiri dari 1) Jumlah rapat dewan komisaris dalam setahun; 2) Jumlah rapat komite audit dalam setahun; 3) Laporan evaluasi kinerja dewan; 4) Hubungan dengan manajer kunci dari perusahaan. Penilaian untuk komposisi dewan terdiri dari 1) proporsi komisaris independen dan 2) Keragaman gender dalam dewan komisaris. Penilaian karakteristik dewan terdiri dari 1) Jumlah dewan komisaris yang berusia kurang dari 60 tahun. 2) Informasi tentang kepemilikan dari manajemen puncak; 3) Kompensasi untuk dewan komisaris dan manajer puncak.

2.2.4 Stock Return

Return adalah keuntungan yang diperoleh bisnis sebagai hasil dari keputusan investasinya, baik sebagai organisasi maupun sebagai individu (Fahmi dan Hadi, 2009). Investor tidak akan melakukan investasi jika tidak ada potensi keuntungan. Saham berfungsi sebagai bukti kepemilikan dalam bisnis. "*Stock Return*" atau "pengembalian" didefinisikan oleh (Horne *et al.*, 2005:144) sebagai "pembayaran yang diterima untuk kepemilikan ditambah perubahan harga pasar

dibagi dengan harga awal." Menurut (Brigham dan Houston, 2011:84), "selisih antara jumlah yang diterima dan jumlah yang diinvestasikan adalah pengembalian atau *rate of return*".

Menurut (Tandelilin, 2017:114) sumber imbal hasil saham terdiri atas dua komponen utama, yakni:

a. *Yield*

Yield, adalah bagian dari laba, merupakan cerminan dari arus kas atau pendapatan yang diterima secara berulang dari suatu investasi. Misalnya, jumlah pengembalian ditampilkan dari bunga obligasi yang dibayarkan jika kita berinvestasi di obligasi. Begitupun ketika kita berinvestasi di saham, dividen yang kita dapatkan berfungsi sebagai proksi pengembalian kita. Hasil dihitung sebagai proporsi dari modal yang diinvestasikan.

Dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham dapat dikonversi menjadi uang tunai, sedangkan setara kas adalah saham bonus atau dividen saham. Dividen ditentukan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan terdiri dari laba bersih perusahaan setelah pajak dikurangi laba ditahan. Baik dividen tunai maupun dividen ekuitas dapat dibayarkan sebagai dividen. Sementara dividen saham dibayarkan dalam bentuk saham dalam proporsi tertentu, dividen tunai dibayarkan secara tunai. Nilai dividen saham ditentukan dengan membagi *dividend per share* (DPS) dengan harga pasar saham tersebut. Nilai dividen tunai sama dengan nilai tunai yang dibayarkan.

b. *Capital Gain (Loss)*

Kenaikan (penurunan) harga suatu aset (saham atau obligasi), yang dikenal dengan *capital gain (loss)*, dapat mengakibatkan keuntungan/kerugian bagi investor. Dengan kata lain, fluktuasi harga aset

inilah yang dimaksud dengan *capital gain (loss)*. Investor mendapatkan keuntungan ketika harga jual melebihi harga beli, yang terjadi di pasar sekunder. Begitupun sebaliknya investor akan mengalami kerugian jika harga jual lebih kecil dibandingkan harga beli.

Menurut (Jogiyanto, 2017:283) klasifikasi *stock return* diklasifikasikan menjadi dua, yaitu:

1) *Realized Return*

Realized return adalah pengembalian yang sudah terjadi, yang dikalkulasi berdasarkan data. Pengembalian yang terealisasi merupakan aspek penting karena digunakan sebagai ukuran kinerja perusahaan.

2) *Expected Return*

Expected return adalah pengembalian yang diekspektasikan akan didapatkan oleh investor di masa depan. berbeda dengan *realized return* yang telah terjadi, pengembalian yang diharapkan dari sifatnya belum terjadi.

Dividen yield (DY) merupakan indikator yang selalu digunakan dalam menganalisis sekuritas untuk mengukur kinerja perusahaan dalam membagikan laba atas pengembalian imbal hasil yang diperdagangkan di pasar modal. Dengan menggunakan konsep *capital gain* yaitu selisih antara harga saham saat ini (*Closing price* pada periode t) dengan harga saham periode sebelumnya (*Closing price* pada periode t-1) dibagi dengan harga saham periode sebelumnya (*Closing price* pada periode t-1). Harga penutupan adalah harga perdagangan terakhir untuk periode tertentu. Harga yang paling sering digunakan untuk analisis adalah harga penutupan (Subalno, 2009). Secara matematis, pengembalian keseluruhan investasi adalah:

Return total = yield + capital gain (loss)

Dengan demikian, *return total* dinyatakan sebagai berikut:

$$\mathbf{CG} = \frac{\mathbf{Pt-Pt-1}}{\mathbf{Pt-1}}$$

Keterangan:

Yield = *Dividen yield*

CG = (Capital Gain) Stock Return i pada periode ke-t

Pt = Harga penutupan saham i pada periode ke-t

Pt-1 = Harga penutupan saham i pada periode t-1

2.3 Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya dan relevan dengan penelitian ini baik dari metodologi, analisis dan poin-poin penting lainnya yang sama atau berbeda dari beberapa aspek yang dapat diuraikan sebagai berikut:

1. Penelitian (Mamilla, 2019) dengan hasil penelitian ini menemukan bahwa ukuran perusahaan dan *debt-equity ratio* memiliki hubungan negatif yang signifikan dengan SGR. Perusahaan sampel lebih bergantung pada hutang, sehingga menciptakan pengaruh keuangan yang tidak menguntungkan.
2. Penelitian (Lockwood & Prombutr, 2010) dengan hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan berkelanjutan yang tinggi cenderung memiliki risiko gagal bayar yang rendah, rasio *book-to-market* yang rendah, dan pengembalian selanjutnya yang rendah. Dari empat komponen pertumbuhan yang berkelanjutan, ditemukan bahwa margin laba bersih merupakan penentu utama pengembalian berikutnya. pertahanan dalam mengendalikan pertumbuhan aset dan pertumbuhan belanja modal. Pengujian tambahan menunjukkan bahwa efek pertumbuhan berkelanjutan

disebabkan oleh risiko dan bukan karena kesalahan harga.

3. Penelitian (Lang & Scholz, 2015) dengan Hasil empiris menunjukkan bahwa pengembalian real estate equity Eropa secara signifikan berbeda pada faktor ukuran, nilai dan likuiditas, sedangkan pengaruh faktor pasar tampaknya setara. Selain itu, penulis menemukan kinerja rendah yang signifikan secara ekonomi dan statistik dari ekuitas real estat Eropa, setelah memperhitungkan peran divergen dari faktor risiko sistematis. Menjalankan regresi deret waktu bersyarat, penulis selanjutnya mengungkapkan bahwa temuan ini sebagian besar disebabkan oleh perilaku pengembalian risiko yang berbeda dari real estate equity dalam kemerosotan ekonomi.
4. Penelitian (Shahzad *et al.*, 2017) dengan hasil penelitian bahwa kegiatan terorisme meningkatkan risiko sistematis pada sebagian besar industri dan dampak negatif terhadap pengembalian bank dan industri keuangan. Tercatat bahwa terorisme berdampak positif (meningkatkan) risiko sistematis industri khusus jangka pendek (horizon waktu dua dan empat hari).
5. Penelitian (Yameen *et al.*, 2019) dengan temuan menunjukkan ukuran dewan direksi dan ukuran komite audit berdampak negatif terhadap kinerja hotel India, sementara dewan direksi komposisi dan ketekunan, komposisi dan ketekunan komite audit, dan kepemilikan asing secara positif mempengaruhi kinerja hotel India diukur oleh *marketing proxies*. Hasil juga mengungkapkan bahwa ukuran dewan direksi, audit ukuran komite, dan kepemilikan asing berdampak positif bagi hotel-hotel India.
6. Penelitian (Darsono *et al.*, 2022) dengan analisis menemukan bahwa *political stability and absence of violence (PSA)* dan *regulatory quality (REQ)* berpengaruh positif terhadap *sustainable investment returns* di Asia wilayah. Sedangkan *control of corruption (COC)* menunjukkan dampak negatif yang signifikan terhadap hasil investasi yang berkelanjutan. Temuan ini

menyiratkan stabilitas politik yang lebih baik dan peraturan yang wajar berkontribusi pada pengembalian pasar saham lebih tinggi. Sebaliknya, bertentangan dengan Pengendalian Korupsi mengarah ke penurunan pengembalian pasar saham sebagai pertumbuhan indeks COC meningkat.

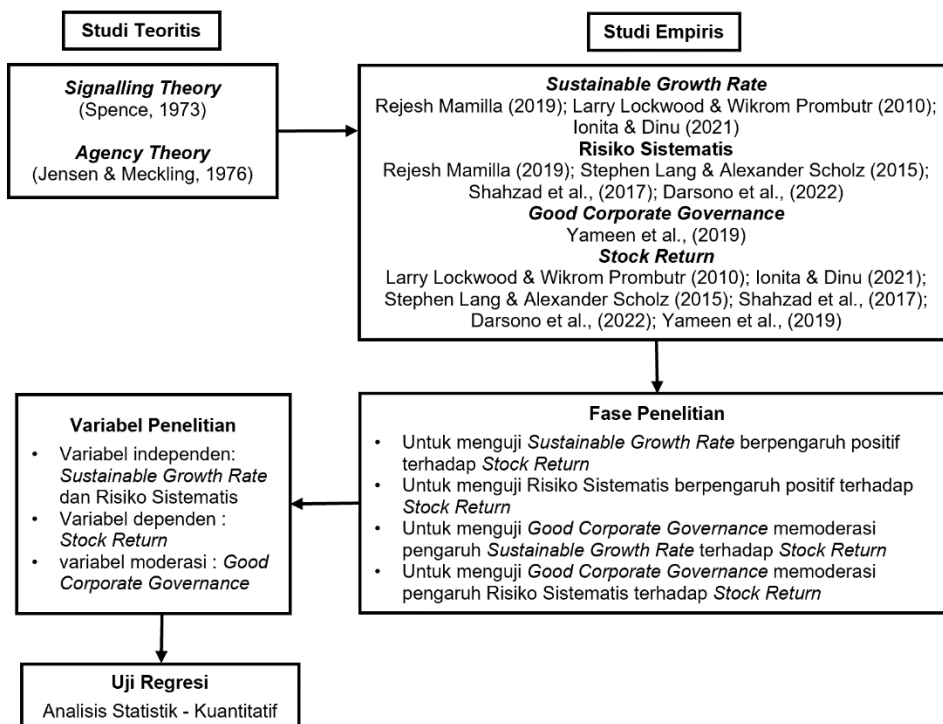
7. Penelitian (Ionita & Dinu, 2021) dengan hasil penelitian menunjukkan bahwa *intangible* yang diklasifikasikan sebagai kompetensi inovatif (R&D dan Paten) tidak memiliki dampak positif pada SGR dan FV di perusahaan yang terdaftar dari Rumania. Selain itu, R&D berpengaruh negatif dan signifikan terhadap FV, sedangkan IT Program berpengaruh positif dan signifikan terhadap FV, namun tidak berpengaruh terhadap SGR. Variabel dikategorikan sebagai kompetensi ekonomi (Merek, Saham dimiliki rekanan dan dikendalikan bersama entitas) dan variabel spesifik struktur perusahaan (*Leverage*, Kinerja Perusahaan) berpengaruh signifikan terhadap SGR dan FV. Saham dimiliki oleh entitas asosiasi dan dikendalikan bersama.

BAB III

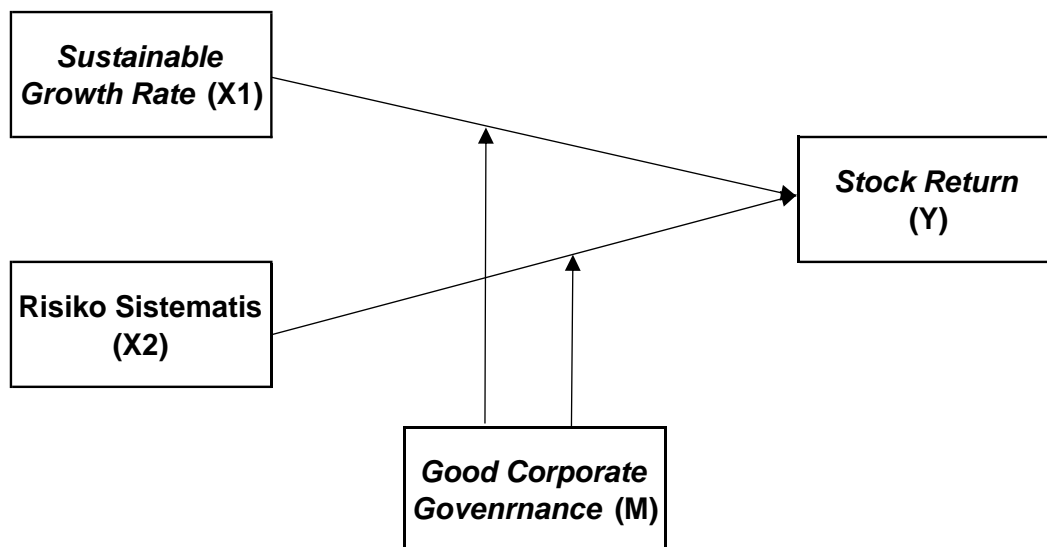
KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1 Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual adalah model konseptual tentang bagaimana teori terhubung ke berbagai aspek yang telah diidentifikasi sebagai masalah yang muncul. Kerangka pemikiran memberikan penjelasan sementara terhadap faktor yang akan menjadi obyek penelitian, dengan alur yang logis untuk selanjutnya dianalisis. Dalam penelitian ini akan menjelaskan pengaruh *Sustainable Growth Rate* dan Risiko Sistematis terhadap *Stock Return* dengan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Moderasi Pada Indeks LQ45 periode 2018-2022. Berikut Gambar 3.1 dan Gambar 3.2 dibawah ini yang menggambarkan tentang kerangka konseptual dan kerangka model penelitian. Kerangka model penelitian yang merupakan bagian dari kerangka konseptual sebagai acuan dalam merumuskan pengembangan hipotesis penelitian.



Gambar 3.1 Kerangka Konseptual



Gambar 3.2 Kerangka Model Penelitian

3.2 Hipotesis

3.2.1 Pengaruh *Sustainable Growth Rate* Terhadap *Stock Return*

Keterkaitan antara teori *signalling* dan SGR diatur secara formal sejak tahun 1800an pada bursa Sydney dan London untuk melaporkan prospectus, kondisi keuangan, pemegang saham, dan lainnya yang menjadi dasar dalam menganalisa SGR suatu perusahaan. Laporan-laporan tersebut telah digunakan sejak lama sebagai basis transaksi pasar modal yang menentukan imbal saham (Morris, 1984). Faktor lainnya mengarah kepada individu dalam mengolah suatu informasi atau sinyal adalah latar belakang pendidikan. Tingkat Pendidikan terkait dengan *processing* informasi yang diberikan seperti laporan terhadap keuangan serta prospectus perusahaan (Spence, 1973).

Dalam beberapa tahun terakhir, konsep keberlanjutan (sustainabilitas) telah mendapat banyak perhatian di berbagai lini bisnis. Investor semakin mencari perusahaan yang menunjukkan sustainabilitas, yang mengacu pada kemampuan perusahaan untuk memperluas operasi sambil

mempertimbangkan lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG). SGR adalah indikator keuangan yang menilai kemampuan perusahaan untuk meningkatkan penjualan, pendapatan, dan asetnya dari waktu ke waktu sambil menjaga stabilitas keuangan (Mukherjee & Sankar Sen, 2019).

SGR dan *stock return* adalah dua konsep yang saling berhubungan namun berbeda. SGR adalah kelajuan di mana penjualan, pendapatan, dan dividen perusahaan dapat meningkat tanpa bergantung pada keuangan eksternal. Profitabilitas, rasio retensi, dan pengembalian ekuitas atau aset adalah semua elemen yang mempengaruhinya. SGR yang lebih besar menunjukkan bahwa aktivitas perusahaan dapat diperluas dengan memanfaatkan sumber daya internal, menekankan sisi efisiensi, profitabilitas, dan keunggulan yang kompetitif. Imbal saham perusahaan, di sisi lain, mengacu pada perubahan harga yang diperoleh dengan berinvestasi di saham perusahaan selama periode waktu tertentu. Kinerja keuangan, kondisi pasar, suasana hati investor, dan faktor ekonomi semuanya mempengaruhi pengembalian saham. Sementara SGR yang tinggi dapat menciptakan sentimen pasar yang positif dan berpotensi menghasilkan pengembalian saham yang lebih tinggi, serta penting juga untuk mempertimbangkan faktor-faktor lain, seperti tren industri dan kondisi pasar yang memengaruhi *stock return*. Oleh karena itu, meskipun SGR memberikan wawasan tentang potensi pertumbuhan perusahaan, SGR harus dievaluasi bersama informasi relevan lainnya saat menilai prospek investasi.

Dampak dari SGR pada *stock return* adalah hubungan yang rumit yang memerlukan penelitian tambahan dan pemeriksaan empiris. Berdasarkan hipotesis alternatif yang ditawarkan, terdapat hubungan yang signifikan antara SGR dan return saham, yang berarti bahwa pertumbuhan yang

berkelanjutan dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan dan persepsi investor (Mamilla, 2019). Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Verma *et al.*, 2018) jika SGR memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *stock return*. Untuk memvalidasi atau menyangkal teori ini dan memberikan bukti yang lebih kuat tentang topik tersebut, diperlukan pengujian empiris yang kuat. Memahami hubungan antara SGR dan pengembalian saham dapat membantu investor membuat keputusan yang lebih baik dan menambah pengetahuan tentang keuangan berkelanjutan.

H1: *Sustainable growth rate* memiliki pengaruh positif terhadap *stock return*

3.2.2 Pengaruh Risiko Sistematis Terhadap *Stock Return*

Hubungan antara *signalling theory* dengan risiko sistematis mengacu pada faktor-faktor yang memengaruhi seluruh pasar atau segmen pasar tertentu jika terdapat informasi yang baik pada ekonomi makro secara umum, maka akan menyebabkan nilai saham juga akan baik dan begitupun sebaliknya. Imbal hasil saham atau *stock return*, di sisi lain, menunjukkan keuntungan atau kerugian yang disadari oleh investor sebagai akibat dari memegang saham tertentu. Tujuan dari hipotesis ini adalah untuk menyelidiki hubungan antara risiko sistematis dan *return* saham. Hal ini bertujuan untuk mengetahui apakah perubahan tingkat risiko sistemik mempengaruhi *return* yang diberikan oleh masing-masing saham (J. Y. Campbell *et al.*, 2010).

Capital Asset Pricing Model (CAPM): CAPM adalah model keuangan yang diterima secara luas yang menetapkan hubungan linier antara imbal hasil yang diharapkan dari suatu aset dan risiko sistematisnya. Menurut

CAPM, pengembalian yang diharapkan pada suatu saham sama dengan tingkat bebas risiko ditambah premi yang sebanding dengan beta saham (risiko sistematis). Oleh karena itu, peningkatan risiko sistematis harus menghasilkan pengembalian yang diminta lebih tinggi dan, akibatnya, pengembalian saham lebih rendah (Astuty, 2017).

Hipotesis Pasar Efisien (EMH): EMH menyatakan bahwa pasar keuangan secara efisien memasukkan semua informasi yang tersedia ke dalam harga saham. Jika terjadi peningkatan risiko sistematis secara tiba-tiba, seperti krisis ekonomi global atau perubahan kebijakan yang signifikan, kemungkinan besar pelaku pasar akan menyesuaikan ekspektasi mereka dengan cepat dan bereaksi dengan menuntut pengembalian yang lebih tinggi. Penyesuaian ini akan menyebabkan harga saham turun, yang menyebabkan pengembalian saham lebih rendah. Diversifikasi: Investor sering mendiversifikasi portofolio mereka untuk mengurangi risiko. Dengan memiliki portofolio yang terdiversifikasi, investor dapat mengurangi dampak risiko sistematis terhadap imbal hasil keseluruhan mereka. Ketika risiko sistematis meningkat, maka akan berdampak pada aksi investor yang berpotensi mengakibatkan penurunan harga saham yang memengaruhi imbal hasil saham.

Penghindaran Risiko: Investor umumnya menghindari risiko dan membutuhkan kompensasi untuk mengambil risiko tambahan. Ketika tingkat risiko sistematis meningkat, investor menjadi lebih berhati-hati dan menuntut imbal yang lebih tinggi untuk mengkompensasi ketidakpastian yang meningkat. Konsekuensinya, harga saham dapat turun, menyebabkan imbal hasil yang lebih rendah untuk masing-masing saham (Puspitaningtyas, 2017).

Risiko sistematis secara fundamental dinilai berdasarkan cara perusahaan mengelola keuangan. Terdapat teori *money management* yang menjelaskan turunan rumus β yang akan digunakan sebagai metode *indexing* kategori risiko sistematis perusahaan. Meskipun demikian, secara linier, pengambilan keputusan investasi yang akan memengaruhi naik-turunnya harga suatu saham akan tetap dilakukan oleh investor dan sebagai pihak ketiga “diluar” lingkup manajemen, signalling merupakan determinan dalam pengambilan keputusan (Hamada, 1972).

Hubungan antara risiko sistematis dan imbal saham perusahaan sangat penting dalam memahami dampak kondisi pasar pada kinerja perusahaan. Risiko sistematis, sering disebut sebagai risiko pasar, mencakup faktor-faktor yang memengaruhi keseluruhan pasar atau industri, dan tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi.

Faktor-faktor ini termasuk kondisi ekonomi, peristiwa politik, perubahan suku bunga, dan volatilitas pasar. Imbal saham suatu perusahaan dipengaruhi oleh keseluruhan pergerakan dan fluktuasi di pasar karena risiko sistematis. Selama periode volatilitas pasar yang tinggi atau sentimen negatif, harga saham cenderung menurun, menyebabkan imbal saham yang lebih rendah untuk sebagian besar perusahaan, termasuk yang sedang dipertimbangkan. Koefisien beta, ukuran kepekaan saham terhadap perubahan pasar, membantu mengukur risiko sistematis. Beta yang lebih besar dari 1 menunjukkan volatilitas yang lebih tinggi daripada pasar, sedangkan beta yang lebih kecil dari 1 menunjukkan volatilitas yang lebih rendah. Dengan menganalisis risiko sistematis dan dampaknya terhadap imbal saham suatu perusahaan, investor dapat memperoleh wawasan tentang faktor eksternal memengaruhi kinerja keuangan perusahaan tertentu. Sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh

(Intan & Sri, 2020) dan (Rahmi, 2022) menunjukkan bahwa risiko sistematis berpengaruh positif terhadap *stock return*.

H2: Risiko sistematis berpengaruh positif terhadap *stock return*

3.2.3 Pengaruh Moderasi *Good Corporate Governance* Pada *Sustainable Growth Rate* Terhadap *Stock Return*.

Tata kelola perusahaan yang baik merupakan komponen penting dari operasi bisnis yang sukses dan jangka panjang. SGR mewakili kemampuan perusahaan untuk memperluas pendapatan sambil menjaga stabilitas keuangan dan menghindari risiko yang tidak semestinya. *Stock return*, di sisi lain, adalah ukuran kinerja keuangan perusahaan dan mewakili pengembalian investasi bagi pemegang saham.

Sesuai dengan pembahasan *agency theory* jika tata kelola perusahaan juga merupakan metode untuk memverifikasi dan menyeimbangkan pihak internal dan eksternal untuk menjamin bahwa perusahaan telah memenuhi kewajibannya kepada semua pemangku kepentingan dan bertindak dengan cara yang bertanggung jawab secara sosial. Untuk mempromosikan kesuksesan perusahaan, pengembangan, kepercayaan investor, dan pengembalian pasar yang lebih baik, diperlukan proses tata kelola perusahaan yang baik (Saeed, 2015).

Tata kelola perusahaan pada dasarnya terdiri dari empat (4) proksi, yaitu struktur dewan (Board Structure); komposisi dewan (Board Composition); karakteristik dewan (Board Characteristic) dan proses dewan (Board Process) mengadaptasi penelitian dari Zahra & Pearce (1989); Kang et al. (2007) dan Wijayanti et al. (2017). Struktur dewan mencerminkan pembagian tugas dan pokok dewan dan efisiensi kerjanya dalam suatu perusahaan. Komposisi dewan mencerminkan ukuran

dewan/ banyaknya dewan dan berbagai jenis dewan yang dimiliki perusahaan. Karakteristik dewan mencerminkan latar belakang fungsional, kepemilikan saham dalam perusahaan, independensi, kepentingan dewan dalam perusahaan dan kinerja dari tugas yang dijalankan. Proses dewan atau proses tata kelola perusahaan mencerminkan aktivitas dan gaya direksi dalam pengambilan keputusan sebagai perwakilan investor.

Tujuan dari perumusan hipotesis ini adalah untuk menyelidiki dampak potensial dari moderasi tata kelola perusahaan yang efektif pada hubungan antara SGR dan *stock return*. Salah satu indikator GCG adalah *disclosure* atau keterbukaan yang baik. GCG akan menciptakan pengelolaan manajemen yang lebih efisien karena peran dewan komisaris dan dewan direktur telah dijalankan dengan sebaik-baiknya untuk keberhasilan perusahaan seperti hasil empiris yang dilakukan oleh Shahwan & Fathalla (2020) dan Akbar *et al.*, (2016). Dengan kata lain bahwa jika tata kelola suatu perusahaan yang stabil dan memiliki kecenderungan yang baik maka kinerja suatu perusahaan bahkan juga berdampak pada peluang investasi pada pasar saham sehingga *stock return* yang terjadi adalah pengembalian keuntungan yang membuat suatu perusahaan dapat bertahan dan memiliki portofolio (*sustainable growth rate*) yang baik (Abdeljawad et al. 2020).

Namun jika ternyata terjadi penyimpangan, dimana ternyata GCG tidak memiliki pengaruh terhadap SGR suatu perusahaan adalah suatu hal yang lumrah terjadi dalam proses jalannya perusahaan. Dalam penelitian lain disebutkan bahwa pengaruh GCG berpengaruh negative terhadap SGR suatu perusahaan yaitu bahwa GCG yang notabene adalah dewan direksi audit perusahaan yang telah memiliki kinerja yang baik melakukan

manipulasi terhadap laporan portofolio perusahaan (SGR) agar reputasi dihadapan perusahaan lainnya tetap terjaga. (Naciti, 2019).

H3: *Good corporate governance* dapat memoderasi pengaruh *sustainable growth rate* terhadap *stock return*.

3.2.4 Pengaruh Moderasi *Good Corporate Governance* Pada Risiko Sistematis Terhadap *Stock Return*.

Praktik tata kelola perusahaan dengan dasar acuan teori *agency* juga dapat memengaruhi tingkat risiko sistematis yang dihadapi perusahaan. Mekanisme tata kelola yang baik dapat membantu perusahaan mengidentifikasi, mengelola, dan memitigasi risiko secara efektif, sehingga mengurangi paparan risiko sistematis yang berasal dari fluktuasi pasar, penurunan ekonomi, atau faktor spesifik industri. Dengan mengimplementasikan praktik tata kelola yang baik, perusahaan dapat meningkatkan kemampuan manajemen risikonya, meningkatkan praktik transparansi dan akuntabilitas, serta membangun sistem pengendalian internal yang kuat. Langkah-langkah tersebut dapat meningkatkan persepsi positif pasar terhadap profil risiko perusahaan dan dapat menurunkan risiko sistematis. Sebagai variabel moderasi, tata kelola perusahaan yang baik sudah seharusnya membantu mengurangi dampak buruk dari risiko sistematis terhadap pengembalian saham perusahaan dengan memberikan landasan yang kuat untuk manajemen risiko dan kepercayaan investor.

Hubungan antara risiko sistematis dan pengembalian saham telah banyak diteliti di sektor keuangan. Risiko sistematis, yang sering dinilai dengan beta, merepresentasikan sensitivitas return saham terhadap pergerakan pasar. Bagi investor, pengembalian saham adalah metrik

penting dari kinerja keuangan. Namun, telah terjadi perdebatan substansial dalam beberapa tahun terakhir mengenai pengaruh norma tata kelola perusahaan yang sangat baik pada hubungan antara risiko sistematis dan kinerja saham. Manajemen yang baik dapat menurunkan risiko sistemik dengan menekankan tanggung jawab sosial dan perusahaan (Nirino *et al.*, 2022). Tujuan dari hipotesis ini adalah untuk melihat seberapa baik tata kelola perusahaan mempengaruhi hubungan antara risiko sistematis dan *stock return*.

H4: *Good corporate governance* dapat memoderasi pengaruh risiko sistematis terhadap *stock return*.