

Sofia



UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI

KARYA AKHIR

**PENGARUH *LEVERAGE* OPERASI, KONJUNGTUR EKONOMI,
DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP RISIKO SISTEMATIS**

DIAJUKAN OLEH :
MADE DANA SAPUTRA
6604533637

T
24523

UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN DARI SYARAT-SYARAT
GUNA MENCAPAI GELAR
MAGISTER AKUNTANSI
2008

**PERPUSTAKAAN
UNIVERSITAS INDONESIA**



UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI

TANDA PERSETUJUAN KARYA AKHIR

Nama : Made Dana Saputra
Nomor Mahasiswa : 6604533637
Konsentrasi : Perpajakan
Judul Karya Akhir : Pengaruh *Leverage* Operasi, Konjungtur Ekonomi, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Risiko Sistematis

11 FEB 2008
Tanggal :

Ketua Program Studi
Magister Akuntansi



: Setio Anggoro Dewo, Ph.D.

25/1/08
Tanggal :

Pembimbing Karya Akhir : Prof. Dr. Gunadi

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadiran Tuhan Yang Maha Esa, karena atas RahmatNya, bimbinganNya, serta kekuatan materil dan spirituil yang diberikan kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan penulisan karya akhir yang mungkin masih sangat sederhana ini dengan judul **Pengaruh *Leverage* Operasi, Konjungtur Ekonomi dan Ukuran Perusahaan terhadap Risiko Sistematis.**

Adapun maksud dari penulisan karya akhir ini adalah untuk memenuhi persyaratan untuk mencapai gelar Magister Akuntansi dalam Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi pada Universitas Indonesia.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa penulisan karya akhir ini masih jauh dari kesempurnaan namun demikian penulis telah berusaha sebaik mungkin dengan memanfaatkan bantuan dari semua pihak. Dengan segala kerendahan hati penulis bersedia menerima kritik dan saran yang berguna nantinya bagi penulisan ini maupun penulisan lain di masa yang akan datang.

Dalam penyusunan karya akhir ini, penulis sadar bahwa tanpa bimbingan, arahan dan bantuan berbagai pihak tentunya sulit untuk mewujudkan penulisan ini. Kiranya tidaklah berlebihan jika dalam kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. **Bapak Prof. Dr. Gunadi** Selaku Dosen Pembimbing yang telah mengorbankan waktunya untuk memberi petunjuk, arahan dan bimbingan sampai selesainya penulisan karya akhir ini.

2. **Para Dosen dan Staff Universitas Indonesia** yang telah membekali berbagai pengetahuan selama perkuliahan dan memberikan bantuan kepada penulis.
4. **Orang tua tercinta** atas do'a dan pengorbanan, beserta **kakak dan adik serta** seluruh anggota keluarga tercinta yang telah memberikan dorongan dan dukungan serta bantuan baik moril dan materil kepada penulis sehingga penulisan karya akhir ini dapat terlaksana dengan baik.
5. Rekan-rekan kelas G-20043 yang telah bersama-sama menimba ilmu selama selama masa perkuliahan dari awal sampai akhir.
6. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu, yang telah membantu dan memberikan dorongan baik langsung maupun tidak langsung kepada penulis dalam menyelesaikan karya akhir ini.

Semoga Tuhan Yang Maha Esa membalas berupa balasan yang lebih baik dan karunia rezeki serta rahmat yang luas atas apa yang telah mereka semua berikan.

Mudah-mudahan penulisan karya akhir ini dapat memberikan banyak manfaat sehingga memperkaya khazanah ilmu pengetahuan dibidang akuntansi dan keuangan khususnya bagi rekan-rekan mahasiswa program pendidikan Program Pasca Sarjana Magister Akuntansi Universitas Indonesia.

Jakarta, 03 Januari 2008

Penulis

RINGKASAN EKSEKUTIF

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan bukti empiris adanya pengaruh baik secara simultan atau secara parsial antara *leverage* operasi, konjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan terhadap risiko sistematis. Untuk mengetahui seberapa besar variabel dependen (risiko sistematis) dipengaruhi oleh variabel independen (*leverage* operasi, konjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan) digunakan analisa regresi model linier berganda. Pemilihan sampel ditentukan dengan metode *purposive sampling* terhadap risiko sistematis industri real estate dan property yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 2002-2005.

Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,226 atau 22,6%. Hasil penelitian secara simultan *leverage* operasi, konjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap risiko sistematis dengan F-hitung sebesar 7,409 lebih besar dari nilai F-tabel 2,72, hal ini menandakan bahwa secara simultan *leverage* operasi, konjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan merupakan tolak ukur dalam menilai risiko sistematis perusahaan industri real estate dan property. Hasil penelitian secara parsial dengan uji t menghasilkan adanya pengaruh signifikan negatif *leverage* operasi dan pengaruh signifikan positif konjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan terhadap risiko sistematis. Pengaruh negative berarti setiap kenaikan variable independen akan mengakibatkan penurunan variabel dependen dan sebaliknya pengaruh positif akan mengakibatkan kenaikan searah variabel independen dengan variabel dependen.

Kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian dapat membuktikan adanya pengaruh antara *leverage* operasi, konjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan secara simultan terhadap risiko sistematis. Pengujian secara parsial juga menunjukkan adanya pengaruh negatif antara

leverage operasi terhadap risiko sistematis. Hasil yang lain ditunjukkan pada pengujian terhadap konjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan dimana ditemukan adanya pengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistimatis. Terhadap ketiga variabel independen yaitu *leverage* operasi, konjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan, penelitian ini menemukan bahwa konjungtur ekonomi merupakan variabel dominan dalam mempengaruhi risiko sistematis.

Kata kunci: *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, ukuran perusahaan, risiko sistematis.



EXECUTIVE SUMMARY

The aim of this study is to demonstrate simultaneous and partial influence between operation leverage, economic conjuncture (cyclicality), and firm size to systematic risks. Multiple Linear Regression Model analysis is utilized to acquire the magnitude of influence on dependent variable (systematic risks) by independent variable (operation leverage, cyclicality, and firm size). Purposive sampling method is used to determine sampling with respect to real estate and property industries which are listed in Jakarta Stock Exchange during 2002 to 2005.

The result appears that the determinant coefficient (R^2) is 0.226 or 22.6%. This study shows that operation leverage, economic conjuncture, and firm size, may affect systematic risk with F-statistic value at 7.409, which is higher than the value of F-table (2.72). This indicates that operation leverage, economic conjuncture, and firm size can be employed as variables in calculating the systematic risk with respect to real estate and property industry. The result from t-test also demonstrates that, in partial manner, there are negative correlations between operation leverage to systematic risk, (i.e. every increase in leverage will be followed by decrease in systematic risk) and on the other hand positive correlations between cyclicality and firm size to systematic risk (i.e. every increase in either cyclicality or firm size will result in increase on systematic risk).

This study concludes several points. Firstly, operation leverage, cyclicity, and company size simultaneously, have an effect on systematic risks. Secondly, in partial, operation leverage and systematic risk have negative relation. Next, cyclicity and company size have a positive association to systematic risk. Lastly, cyclicity is the most dominant variable that has an effect on systematic risk, compare to the other two variables (operation leverage and firm size).

Keywords: operation leverage, economic conjuncture, firm size, systematic risks.



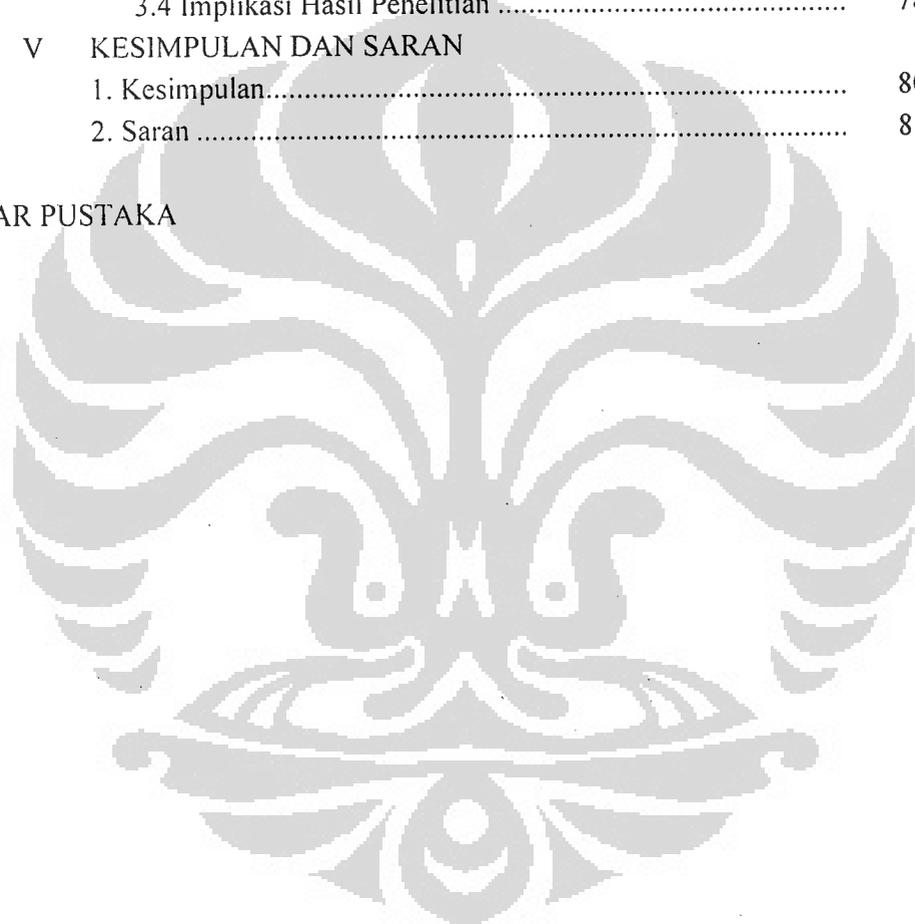
DAFTAR ISI

	Halaman
JUDUL	i
LEMBAR PERSETUJUAN.....	ii
KATA PENGANTAR.....	iii
RINGKASAN EKSEKUTIF	vi
DAFTAR ISI.....	vii
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR.....	xi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	9
1.3 Tujuan Penelitian	10
1.4 Manfaat Penelitian.....	10
1.5 Sistematika Penulisan	11
BAB II LANDASAN TEORI	
1. Struktur Keuangan.....	12
1.1 Pengertian Struktur Keuangan.....	12
1.2 Faktor-Faktor yang mempengaruhi Struktur Keuangan	13
2. Struktur Modal	15
2.1 Pengertian Modal dan Struktur Modal	15
2.1.1 Pengertian Modal.....	15
2.2 Struktur Modal	16
2.3 Pendekatan-Pendekatan yang Digunakan dalam	
Struktur Modal.....	17
2.4 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal....	19
2.5 Sumber-Sumber Modal	23
2.6 Komponen Struktur Modal.....	24
3. Return.....	28
4. Risiko Sistematis	30
5. Leverage Perusahaan	35
5.1 Leverage Operasi	35
5.2 Leverage Keuangan.....	36
5.3 Kombinasi Leverage Operasi dan Leverage Keuangan	37
6. Ukuran Perusahaan	38
7. Konjungtur Ekonomi	39
8. Penelitian Terdahulu.....	41

	9. Kerangka Pemikiran	44
	10. Hipotesis.....	45
BAB	III METODE PENELITIAN	
	1. Jenis Penelitian	46
	2. Penentuan Populasi, Sampel, dan Periode Penelitian.....	46
	2.1 Penentuan Populasi	46
	2.2 Penentuan Sampel.....	47
	3. Jenis dan Sumber Data.....	48
	4. Metode Pengumpulan Data	48
	5. Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel.....	49
	5.1 Identifikasi Variabel.....	49
	5.2 Definisi Operasional Variabel	49
	5.2.1 Risiko Sistematis	49
	5.2.2 <i>Leverage</i> Operasi	50
	5.2.3 Konjungtor Ekonomi	51
	5.2.4 Ukuran Perusahaan	51
	6. Model Analisis	52
	6.1 Model regresi.....	52
	6.2 Uji asumsi Klasik.....	53
	6.2.1 Uji Normalitas.....	54
	6.2.2 Uji Autokorelasi.....	54
	6.2.3 Uji Heteroskedastisitas	55
	6.2.4 Uji Multikolinieritas	56
	6.3 Uji Hipotesis.....	57
	6.3.1 Uji F.....	57
	6.3.2 Uji t.....	59
	6.3.3 Uji Hipotesis	59
BAB	IV HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN	
	1. Gambaran Umum Responden	60
	2. Analisis	60
	2.1 Statistik Deskriptif	60
	2.1.1 <i>Leverage</i> Operasi.....	61
	2.1.2 Konjungtur Ekonomi.....	63
	2.1.3 Ukuran Perusahaan.....	64
	2.1.4 Risiko Sistematis	66
	2.2 Hasil Uji Asumsi Klasik.....	68
	2.2.1 Hasil Uji Normalitas.....	68
	2.2.2 Hasil Uji Gejala Multikolinieritas	69
	2.2.3 Hasil Uji Gejala Autokorelasi.....	70
	2.2.4 Hasil Uji Gejala Heteroskedastisitas	71
	2.3 Hasil Uji Hipotesis.....	73

2.3.1 Hasil Uji Hipotesis 1 (Uji F).....	74
2.3.2 Hasil Uji t	74
2.3.3 Hasil Uji Variable Dominan	75
3. Pembahasan.....	76
3.1 Model Regresi yang Terbentuk	76
3.2 Koefisien Determinasi.....	76
3.3 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis.....	77
3.3.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 2	77
3.3.2 Pembahasan Hasil Pengujian Variabel yang Dominan	77
3.4 Implikasi Hasil Penelitian	78
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	
1. Kesimpulan.....	80
2. Saran	81

DAFTAR PUSTAKA



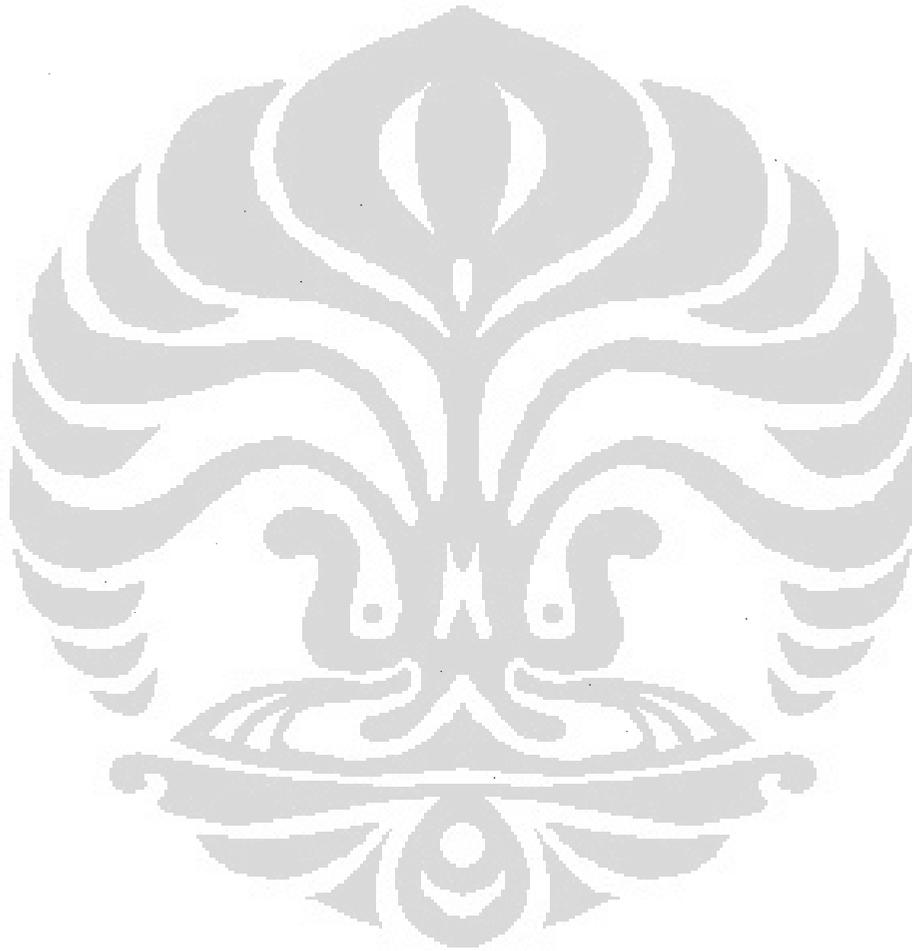
DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 4.1 Perusahaan Sektor Real Estate.....	61
Tabel 4.2 <i>Leverage</i> Operasi Tahun 2002-2005.....	62
Tabel 4.3 Konjungtur Ekonomi Tahun 2002-2005.....	64
Tabel 4.4 <i>Firm Size</i> Tahun 2002-2005.....	66
Tabel 4.5 Risiko Sistematis Tahun 2002-2005.....	67
Tabel 4.6 Hasil Uji Normalitas.....	70
Tabel 4.7 Hasil Uji Gejala Multikolinieritas.....	71



DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 4.1 Pembagian Daerah Durbin Watson.....	71
Gambar 4.2 Uji Heteroskedastisitas Leverage Operasi.....	72
Gambar 4.3 Uji Heteroskedastisitas Konjungtur Ekonomi.....	73
Gambar 4.4 Uji Heteroskedastisitas Firm Size.....	74



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dunia bisnis dalam memasuki era globalisasi mengakibatkan persaingan semakin tajam, sehingga setiap perusahaan dituntut untuk senantiasa berproduksi secara efisien bila ingin tetap memiliki keunggulan daya saing. Perusahaan sebagai suatu entitas yang beroperasi dengan menerapkan prinsip-prinsip ekonomi, umumnya tidak hanya berorientasi pada pencapaian laba maksimal tetapi juga berusaha meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemiliknya. (Awat dan Mulyadi; 2002).¹

Perkembangan dunia bisnis yang semakin pesat dewasa ini telah menciptakan suatu persaingan yang semakin tajam antar perusahaan. Persaingan bagi kelangsungan hidup dan perkembangan menjadi perusahaan besar dalam dunia usaha menjadi tantangan perusahaan dalam operasinya. Dalam menghadapi persaingan tersebut, perusahaan dihadapkan pada tuntutan agar mempunyai keunggulan bersaing baik dalam teknologi, produk yang dihasilkan maupun sumber daya manusianya. Untuk memiliki keunggulan itu, perusahaan memerlukan investasi besar untuk mewujudkannya dengan kebutuhan dana yang semakin besar pula. Dalam mengatasi ketersediaan dana itu, perusahaan harus mencari sumber-sumber permodalan yang dapat menyediakan dana dalam jumlah besar untuk membiayai investasi baru yang dilakukan perusahaan. Struktur modal merupakan suatu komposisi sumber dana jangka

¹ Napa, I. Awat dan Mulyadi. Keputusan-Keputusan Keuangan Perusahaan: Teori dan Hasil Pengujian Empirik. Yogyakarta : Liberty, 2002.

panjang yang umumnya terdiri dari utang jangka panjang, saham biasa, dan saldo laba. Penggunaan sumber dana tersebut pada operasi perusahaan menimbulkan biaya yang disebut biaya modal. Horne (2002). Biaya modal mempunyai arti penting bagi perusahaan dalam pengambilan keputusan struktur modalnya. Perimbangan dalam modal jangka panjang yang optimal dapat menentukan sumber-sumber modal yang selanjutnya akan membentuk struktur modal yang optimal, yaitu struktur modal yang memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham, dan meminimumkan biaya modal².

Pada hakekatnya masalah pembelanjaan menyangkut keseimbangan financial perusahaan, dengan demikian pembelanjaan berarti mengadakan keseimbangan antara aktiva dan pasiva yang dibutuhkan serta mencari susunan kualitatif dari aktiva dan pasiva tersebut dengan sebaik-baiknya. Pemilihan susunan kualitatif aktiva yang digunakan perusahaan akan menentukan struktur kekayaan perusahaan, sedangkan susunan kualitatif pasiva akan menentukan struktur financial dan struktur modal. (Riyanto;2003)³.

Pasar modal merupakan sarana efektif dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi suatu negara. Keberadaan pasar modal dapat memberikan manfaat pada semua pihak yang terlibat dalam aktivitas pasar modal. Keberadaan pasar modal secara spesifik juga mampu menguntungkan dua pihak yaitu perusahaan yang menjual saham (emiten) dan investor, karena pasar modal mempunyai fungsi sarana alokasi dana yang produktif dalam memperlancar proses investasi dengan menyelenggarakan pasar. (Husnan; 2003).⁴

² Horne, Van and Machowich, John M. *Fundamental of Financial Management*, 9th ed, New Jersey : Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, 2002.

³ Riyanto. Bambang , *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta : BPFE, 2003.

⁴ Husnan, Suad, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, Yogyakarta : UPP AMP YKPN, 2003.

Pasar modal dalam perkembangannya telah menjadi bagian instrumen perekonomian. Peranannya sangat penting dalam menghubungkan penyedia dana (investor) dengan pengguna dana (emiten). Bagi perusahaan, pasar modal merupakan alternatif sumber penghimpun dana, selain itu pasar modal juga memberikan kesempatan kepada para pemodal untuk memberikan alternatif lain dalam melakukan investasi dengan membentuk portofolio investasi (mengkombinasikan dana pada berbagai kemungkinan investasi). Investasi di pasar modal sekurang-kurangnya harus memperhatikan dua hal, yaitu keuntungan yang diharapkan dan risiko yang mungkin terjadi. (Marsidonda dkk; 2001)⁵. Hal ini berarti investasi dalam bentuk saham menjanjikan keuntungan sekaligus risiko, sehingga investor harus lebih cermat dalam mengambil peluang dengan mempertimbangkan risiko yang ada. Kelaziman yang sering dijumpai adalah bahwa semakin besar *return* yang diharapkan (*expected return*), semakin besar peluang risiko yang terjadi. Pilihan investor untuk berinvestasi pada saham, tergantung pada kemampuannya dalam memberikan return. Dalam hal ini, investor selalu ingin memaksimalkan return yang diharapkan dengan tingkat risiko tertentu yang bersedia ditanggungnya, atau yang menawarkan risiko terendah dengan tingkat return tertentu. (Husnan; 2003)⁶.

Unsur ketidakpastian akan selalu melekat dalam investasi. Para investor seringkali mendapatkan return yang berbeda dengan yang diharapkan. Unsur ketidakpastian inilah yang menyebabkan adanya risiko. Risiko yang tinggi terjadi apabila ada penyimpangan yang semakin besar terhadap return yang diharapkan, dengan disertai potensi return yang tinggi dari suatu kesempatan investasi (*high risk, high return*). Dengan kata lain, risiko berbanding lurus

⁵ Masidonda, J.L., Ghazali Maskie., dan M.S Idrus, Analisis Variabel-Variabel yang mempengaruhi Struktur Pendanaan dan Pengaruhnya Bersama Beban Bunga dan Return On Assets terhadap Rentabilitas Modal Sendiri, TEMA, Maret Vol.II, No.1, 2001.

⁶ *ibid*

dengan penyimpangan yang terjadi dari return yang diperoleh. Risiko terbagi menjadi dua jenis, yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) yang tidak dapat didiversifikasi, dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) yang dapat didiversifikasi. *Unsystematic risk* dipengaruhi oleh faktor-faktor yang ada dalam *business risk* dan *financial risk*, sedangkan *systematic risk* dipengaruhi oleh faktor *market risk*. Penjumlahan kedua risiko tersebut disebut *total risk*. (Jogijanto; 2003)⁷

Systematic risk merupakan bagian risiko sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi sehingga sering disebut juga sebagai *non diversifiable*. atau risiko pasar (*market risk*) atau risiko umum (*general risk*). Risiko ini terjadi karena kejadian-kejadian diluar kegiatan perusahaan, seperti inflasi, resesi dan lainnya. *Unsystematic risk* merupakan bagian dari risiko sekuritas yang dapat dihilangkan dengan membentuk portfolio yang *well-diversified* sehingga disebut juga risiko yang didiversifikasi (*diversifiable risk*) atau risiko perusahaan (*company risk*) atau risiko spesifik (*specific risk*) atau risiko unit (*unique risk*). Oleh karena *unsystematic risk* dapat dikurangi dengan cara melakukan diversifikasi melalui portfolio, sehingga jika pembentukan portfolio tersebut sempurna atau *well-diversified* maka *unsystematic risk* dapat dikurangi atau bahkan dihilangkan. Pada akhirnya dapat dikatakan bahwa total risiko dari sekuritas bukan lagi merupakan gabungan dari *systematic* dan *unsystematic risk*, namun hanya terbatas pada *systematic risk*. (Jogijanto; 2003)⁸

Risiko ini dapat dikurangi melalui diversifikasi dengan membentuk portofolio yang terdiri dari beberapa jenis saham yang berbeda, sedangkan risiko saham yang tidak dapat didiversifikasi berkaitan dengan faktor-faktor makro yang mempengaruhi semua saham pada suatu pasar modal, yang disebut juga dengan risiko sistematis.

⁷ Jogijanto, HM, Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Yogyakarta : BPFE, 2003.

⁸ ibid

Salah satu masalah yang sering dihadapi oleh para analis investasi modal adalah penilaian risiko yang dihadapi oleh investor. Investor akan cenderung untuk lebih memperhatikan risiko sistematis dari pada risiko tidak sistematis, karena sifatnya yang tidak dapat didiversifikasikan. Umumnya investor memiliki sikap *risk averse* terhadap risiko. Investor yang *risk averse* akan selalu melihat keterkaitan antara risiko dengan tingkat pengembalian yang diharapkan. Meskipun investor umumnya adalah *risk averse*, tetapi mereka memiliki tingkat *risk averse* yang berbeda-beda. Investor yang sangat *risk averse* akan menempatkan sebagian besar investasinya pada aset-aset dengan risiko yang rendah, seperti deposito bank. Karena rendahnya tingkat risiko dari investasi tersebut, maka aset tersebut hanya dapat menjanjikan tingkat pengembalian yang relatif rendah. Sebaliknya investor yang lebih bisa menerima risiko akan menempatkan lebih banyak investasinya pada aset dengan risiko yang tinggi, seperti saham, dengan harapan akan memperoleh tingkat pengembalian yang tinggi. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa terdapat *trade-off* antara tingkat pengembalian yang diharapkan dengan risiko yang akan terjadi.

Beta merupakan ukuran risiko sistematis dari suatu sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi. Beta menunjukkan sensitifitas return sekuritas terhadap return pasar. Semakin tinggi beta maka semakin sensitif sekuritas tersebut terhadap perubahan pasar. Oleh karena itu, investor harus selalu memperhatikan dan mempertimbangkan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap beta. (Husnan; 2003)⁹.

Leverage operasi (*operating leverage*) merupakan biaya tetap dalam operasi perusahaan yang dikaitkan dengan penggunaan aktiva tetap. Leverage operasi terjadi pada saat perusahaan menjalankan operasinya dengan menggunakan aktiva tetap, seperti mesin-mesin

⁹ Husnan, Suad., Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas, Edisi Ketiga, Yogyakarta : UPP AMP YKPN, 2003.

dan peralatan produksi, sehingga menimbulkan biaya yang bersifat tetap seperti biaya penyusutan dan perawatan (*maintenance*). Perusahaan dengan leverage operasi yang tinggi menunjukkan adanya kemungkinan risiko bisnis yang tinggi, sehingga juga menunjukkan adanya kemungkinan bahwa perusahaan kurang prospektif. Hal ini dapat berpengaruh terhadap harga saham yang pada akhirnya juga mempengaruhi beta sebagai risiko sistematis saham perusahaan tersebut.

Derajat leverage operasi (*degree of operating leverage*) bisa diartikan sebagai efek perubahan penjualan terhadap pendapatan. Implikasi dari biaya tetap yang tinggi adalah menurunnya biaya per unit jika unit yang diproduksi atau terjual tinggi.. Perusahaan semacam itu bisa menawarkan harga yang lebih rendah dibandingkan dengan harga pesaingnya. Perusahaan semacam itu akan mempunyai daya saing yang lebih tinggi. Karena itu salah satu strategi yang bisa dilakukan adalah mendorong optimalisasi kapasitas produksi sehingga biaya menjadi lebih rendah (lebih efisien), kemudian menjual produk dengan harga lebih murah. (Lukman; 2000)¹⁰.

Sejak pertengahan 1997, Indonesia mengalami krisis moneter yang kemudian diikuti krisis ekonomi yang berdampak langsung terhadap kegiatan di pasar modal. Hal ini tercermin pada merosotnya volume transaksi perdagangan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan merosotnya harga saham beberapa perusahaan yang terdaftar di BEJ. Kondisi tersebut mengakibatkan adanya ketidakpastian bagi investor untuk mendapatkan return (Machfoedz, 1999)¹¹.

Perubahan dalam profitabilitas perusahaan sangat dipengaruhi oleh faktor-faktor makroekonomi, salah satunya adalah konjungtur ekonomi. Konjungtur menunjukkan sampai

¹⁰ Syamsudin, Lukman, Manajemen Keuangan Perusahaan, Jakarta : PT. Raja Grafindo, 2000.

¹¹ Mas'ud Machfoedz, Pengaruh Krisis Moneter pada Efisiensi Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 14 No.1. 1999.

seberapa besar keberadaan perusahaan dipengaruhi oleh kondisi ekonomi, yang juga turut mempengaruhi perusahaan-perusahaan yang lain secara umum. Perbaikan pada kondisi perekonomian akan menyebabkan kondisi yang menguntungkan bagi perusahaan, dan sebaliknya. Fuller dan Farrell (1987) dalam Miswanto dan Suad Husnan (1999;33) menyatakan bahwa konjungtur memiliki pengaruh positif terhadap risiko bisnis. Konjungtur menunjukkan hubungan antara kinerja perusahaan dengan kondisi perekonomian pada umumnya (Levy and Sarnat, 1986 dalam Miswanto dan Suad Husnan, 1999;33). Berbagai literatur menyebutkan bahwa kenaikan terhadap leverage operasi dan konjungtur juga akan diikuti oleh kenaikan risiko perusahaan.

Selain faktor leverage operasi dan konjungtur ekonomi, risiko juga sangat berkaitan dengan ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan adalah suatu skala yang dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: total aktiva, nilai pasar saham, dan lain-lain. Pada dasarnya ukuran perusahaan hanya terbagi dalam 3 kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium-size*) dan perusahaan kecil (*small firm*). Ukuran perusahaan sangat berkaitan dengan risiko yang bersifat politis (*political cost*). Biaya politik mencakup semua biaya (transfer kekayaan) yang harus ditanggung oleh perusahaan terkait dengan tindakan-tindakan politik seperti antitrust, regulasi, subsidi pemerintah, pajak, tarif, tuntutan buruh, dan lain-lain. Adanya aspek politis tidak dapat dipisahkan dari operasional suatu perusahaan, khususnya perusahaan dalam skala besar dan industri strategis yang aktivitasnya melibatkan kepentingan hidup orang banyak. Perusahaan seperti ini cenderung lebih berisiko daripada perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil. (Miswanto dan Husnan; 1999)¹².

¹² Miswanto dan Suad Husnan, *The Effect of Operating Leverage, Cyclicity and Firm Size on Business Risk*, *Gajah Mada International Journal of Business*, Vol.1 No.1; 29 – 43, 1999.

Faktanya hampir seluruh saham *property dan real estate* yang berjumlah 33 saham mencetak kenaikan harga sangat tinggi dalam waktu empat bulan ini, hal ini bisa dilihat dari tabel berikut ini:

Harga Saham Emiten Properti di BEJ				
Saham	Harga Penutupan	Harga Penutupan	%	Kapitalisasi Pasar (Dalam Triliun Rupiah)
	02 Januari 2007	20 April 2007		
Bukit sentul	113	290	156	2.28
Pakuwon Sedjati	740	1100	48.6	1.68
Jaya Real Property	1010	1490	47.5	4.07
Kawasan Industri Jababeka	153	225	47	3.17
Ciputra Development	790	1040	31.6	6.56
IHSG	1836.5	1968.7	7.1	

Sumber: Trimegah Sekuritas

Misalnya, harga saham PT. Bukit Sentul City Tbk harganya naik hingga 156% dari Rp. 113 menjadi Rp. 290 per saham pada akhir pekan (20 April 2007). Sedangkan harga saham PT. Pakuwon Tbk (PWON) melonjak tajam 48,6%. Penopang kenaikan harga saham sektor *property dan real estate* adalah sentiment positif meningkatnya perumahan, apalagi bank-bank saling bersaing menawarkan kredit pemilikan perumahan (KPR) dengan bunga super murah. Investor saham melihat fenomena tersebut bakal mendorong kinerja perusahaan sektor *property dan real estate*. Semakin berani bank menyalurkan kredit sektor *property dan real estate* akan semakin mengangkat kinerja perusahaan *property dan real estate*.

Selain faktor suku bunga, ada penyebab lain kenapa investor masih memburu saham *property dan real estate* yakni karena harganya masih terdiskon cukup besar kalau dibandingkan dengan nilai asset bersihnya atau *net assets value* (NAV). Kendati prospek saham sektor *property dan real estate* cukup cerah, investor agar berhati-hati, karena beberapa saham *property dan real estate* yang selama ini tidak likuid, belakangan ini harganya ikut-

ikutan naik. Ada beberapa saham yang harus diwaspadai seperti PT. Jaya Real Property Tbk (JPRS), dan PT. Lippo Karawaci Tbk (LPKR), sedangkan saham-saham lain masih layak masuk radar investasi seperti PT. Ciputra Development Tbk (CTRA) dan PT. Ciputra Surya Tbk karena fundamental kedua perusahaan ini sangat bagus.

Penelitian mengenai berbagai faktor yang berpengaruh terhadap risiko bisnis telah pernah dilakukan di Indonesia. Miswanto dan Suad Husnan (1999) meneliti pengaruh antara *leverage* operasi, *leverage* keuangan, *cyclicality*, *net profit margin*, *earning per share*, *dividen per share*, *accounting beta*, *growth assets* dan ukuran perusahaan terhadap risiko perusahaan. Penelitian dilakukan terhadap 30 saham teraktif yang tergabung dalam kelompok LQ 45 yang terdaftar di BEJ pada periode 1993-1995. Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh signifikan *leverage* operasi, *leverage* keuangan, *cyclicality*, *net profit margin* dan ukuran perusahaan terhadap risiko bisnis.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang maka permasalahan penelitian yang dirumuskan adalah:

1. Bagaimanakah pengaruh *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan secara simultan terhadap risiko sistematis?
2. Bagaimanakah pengaruh *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan secara parsial terhadap risiko sistematis?
3. Variabel manakah yang paling dominan berpengaruh terhadap risiko sistematis?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang dirumuskan maka tujuan penelitian adalah:

1. Untuk mengetahui pengaruh *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan secara simultan terhadap risiko sistematis.
2. Untuk mengetahui pengaruh *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan secara parsial terhadap risiko sistematis.
3. Untuk mengetahui variabel yang dominan terhadap risiko sistematis

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini yaitu untuk :

1. Manfaat ilmiah. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan masukan bagi pengembangan dan pengkajian konsep tentang bagaimana aspek yang berkaitan dengan *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan terhadap risiko sistematis
2. Manfaat Praktis. Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan bahan masukan bagi para manajer/pengelola perusahaan dan investor di perusahaan industri sektor *real estate dan property*.

1.5 Sistematika Penulisan

Tesis ini menyajikan 5 bab yang saling berkaitan . Dalam bagian ini akan diterangkan secara singkat dari bab I sampai dengan bab V. Adapun masing-masing bab tersebut berisi hal-hal sebagai berikut:

Bab I. PENDAHULUAN

Bab ini memaparkan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

Bab II. TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisi tinjauan pustaka yang mendasari penelitian ini, yang terdiri dari arti investasi, arti pasar modal, model dan teknik analisis, leverage operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan, risiko sistematis, kerangka pemikiran dan hipotesis..

Bab III. METODE PENELITIAN

Bab ini memaparkan metodologi penelitian yang berisis tentang objek penelitian, metode penelitian, jenis dan metode yang digunakan, pemilihan sample, definisi operasional variabel, sumber data, pengumpulan data, dan analisis data.

Bab IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bagian pembahasan yang terdiri dari analisis leverage operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan secara parsial terhadap risiko sistematis dan uji hipotesis.

Bab V. KESIMPULAN DAN SARAN

Memaparkan kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan dan implikasinya serta saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

LANDASAN TEORI

1 Struktur Keuangan

1.1 Pengertian Struktur Keuangan

Struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya. Struktur dapat dilihat pada seluruh sisi kanan neraca. Ini terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Weston dan Copeland., ;1997)¹⁵. Struktur keuangan menunjukkan komposisi seluruh dana, baik jangka pendek, maupun jangka panjang, yang digunakan untuk membelanjai kekayaan perusahaan. (Yulianti dan Prasetyo; 2002)¹⁶. Struktur keuangan merupakan kombinasi atau bauran dari segenap pos yang termasuk dalam sisi kanan neraca keuangan perusahaan (sisi pasiva). (Warsono; 2003)¹⁷.

Jadi struktur keuangan mempunyai komposisi yang digunakan untuk membiayai aktivitya dimana seluruh komponennya berada pada sebelah kanan neraca yaitu seluruh pasiva yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan modal sendiri.

¹⁵ Weston, J. Fred., dan Thomas E. Copeland., 1997, *Manajemen Keuangan*, Edisi kesembilan, Jilid 2, Alih Bahasa oleh : A. Jaka Wasana dan Kibrandoko, Binarupa Aksara, Jakarta. Hal 239

¹⁶ Sri Handaru Yulianti., dan Handoyo Prasetyo., 2002, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Internasional*, Edisi Kedua, ANDI, Yogyakarta hal 237

¹⁷ Warsono., 2003, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Edisi Pertama, Bayu Media Publishing, Malang. Hal 235

1.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan

Ada enam faktor yang mempengaruhi struktur keuangan (Wasana dan Kibrandoko; 2003)¹⁸:

1. Tingkat Pertumbuhan Penjualan

Suatu perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang baik maka akan mempunyai harga saham biasa yang tinggi. Harga saham yang tinggi akan membantu pembiayaan modal. Ketika harga saham biasa tinggi, maka perusahaan dapat mempertimbangkan keuntungan menggunakan *leverage* untuk meningkatkan modal saham.

2. Stabilitas Arus Kas

Apabila stabilitas penjualan dan laba lebih besar, maka beban hutang tetap yang terjadi pada suatu perusahaan akan mempunyai risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang penjualan dan labanya menurun tajam. Namun apabila laba kecil, maka perusahaan akan menemui kesulitan untuk membayar bunga tetap dari obligasi. Oleh karena itu stabilitas arus kas dan rasio hutang berkaitan erat.

3. Karakteristik Industri

Profitabilitas dan volume penjualan merupakan tolak ukur perusahaan untuk mengetahui kemampuan perusahaan di dalam membayar hutang. Dengan demikian, stabilitas margin laba adalah sama pentingnya dengan stabilitas penjualan. Mudahnya perusahaan baru untuk memasuki suatu industri dan kemampuan perusahaan pesaing untuk memperluas kapasitasnya merupakan hal yang mempengaruhi margin laba. Industri yang sedang berkembang yang

¹⁸ Weston, J. Fred., dan Thomas E. Copeland., 1997, *Manajemen Keuangan*, Edisi kesembilan, Jilid 2. Alih Bahasa oleh : A. Jaka Wasana dan Kibrandoko, Binarupa Aksara, Jakarta. Hal 35

menjanjikan margin laba yang tinggi akan membuat perusahaan-perusahaan baru untuk bergabung sehingga dapat mengakibatkan margin laba cenderung menurun.

4. Struktur Aktiva

Keadaan struktur aktiva mempengaruhi sumber-sumber pembiayaan melalui dua cara. Pertama, perusahaan yang mempunyai aktiva tetap jangka panjang dan permintaan produk cukup menjanjikan, maka akan banyak menggunakan hutang hipotik jangka panjang. Kedua, perusahaan yang sebagian besar aktivasnya berupa aktiva lancar dan persediaan barang yang tergantung pada kestabilan tingkat profitabilitas masing-masing perusahaan (misalnya perusahaan grosir dan pengecer) maka akan lebih bergantung pada pembiayaan hutang jangka pendek daripada pembiayaan hutang jangka panjang.

5. Sikap Manajemen

Sikap manajemen yang berpengaruh dalam memilih cara pembiayaan adalah sikapnya terhadap pengendalian dan risiko. Perusahaan besar yang sahamnya dimiliki oleh banyak orang akan memilih penambahan penjualan saham biasa karena penjualan ini tidak terlalu mempengaruhi pengendalian perusahaan. Sebaliknya, pemilik perusahaan kecil lebih bersedia untuk mengambil hutang yang tinggi karena mereka yakin akan prospek perusahaan mereka sehingga dapat memperoleh laba yang tinggi yang dihasilkan dari *leverage*.

6. Sikap Pemberi Pinjaman

Sikap pemberi pinjaman menentukan struktur keuangan. Perusahaan akan membicarakan struktur keuangan dengan pemberi pinjaman. Namun apabila manajemen ingin menggunakan *leverage* melampaui batas normal untuk bidang industrinya, pemberi pinjaman mungkin tidak bersedia untuk memberi tambahan

pinjaman. Karena hutang yang terlalu besar akan mengurangi posisi kredit dari peminjam dan penilaian kredibilitas yang dibuat sebelumnya.

2 Struktur Modal

2.1 Pengertian Modal dan Struktur modal

2.1.1 Modal

Badan usaha dalam menjalankan kegiatan operasionalnya membutuhkan modal, dalam memenuhi modal tersebut maka perusahaan harus mempunyai sumber modal. Dalam SAK yang diterbitkan oleh IAI, disebutkan bahwa : Ekuitas merupakan hak pemilik dalam perusahaan yaitu selisih antara aktiva dan kewajiban yang ada dan dengan demikian tidak merupakan ukuran nilai jual perusahaan tersebut. Pada dasarnya ekuitas berasal dari investasi pemilik dan hasil usaha perusahaan. Ekuitas akan berkurang terutama dengan adanya penarikan kembali penyertaan oleh pemilik, pembagian keuntungan atau karena kerugian. Ekuitas terdiri atas setoran pemilik yang seringkali disebut modal atau simpanan pokok anggota untuk badan hukum koperasi, saldo laba dan unsur lain. (IAI; 1999)¹⁹. Modal merupakan bagian kekayaan pemilik di dalam perusahaan. Bila perusahaan tidak mempunyai hutang, maka seluruh jumlah kekayaan perusahaan merupakan modal. (Sunjaya dan Barlian; 2003)²⁰.

Dari pendapat di atas kita bisa mengetahui gambaran tentang modal. Bahwasanya modal berasal dari investasi pemilik dan hasil usaha perusahaan yang digunakan untuk mendanai segala aktifitas perusahaan.

¹⁹ Ikatan Akuntan Indonesia (IAI), 1999, *Standar Akuntansi Keuangan*, Salemba Empat, Jakarta.

²⁰ Sundjaya dan Barlian, 2003. *Manajemen Keuangan* Media Publishing, hal 7

2.2 Struktur Modal

Struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. (Weston dan Copeland; 1997)²¹. Struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen, dan saham biasa. (Horne dan Machowich; 1999)²². Struktur modal adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang dengan modal sendiri. (Martono dan Hartito; 2003)²³.

Formula hubungan struktur modal dan struktur keuangan adalah sebagai berikut:

$$\text{Struktur Keuangan} - \text{Hutang Lancar} = \text{Struktur Modal}$$

Dari beberapa penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. Struktur modal mencerminkan pendanaan jangka panjang perusahaan yang terdiri dari hutang jangka panjang dan modal sendiri.

²¹ Weston, J. Fred., dan Thomas E. Copeland., 1997, *Manajemen Keuangan*, Edisi kesembilan, Jilid 2, Alih Bahasa oleh : A. Jaka Wasana dan Kibrandoko, Binarupa Aksara, Jakarta. Hal 15

²² Van Horne, James A., dan Wachowicz, John M., 1999, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Buku Dua, Diterjemahkan oleh Heru Sutojo, Salemba Empat, Jakarta., hal 474

²³ Martono., dan Harjito, Agus D., 2003, *Manajemen Keuangan*, Edisi pertama, Ekonisia, Yogyakarta. Hal 240

2.3 Pendekatan-Pendekatan yang Digunakan dalam Struktur Modal

Ada beberapa pendekatan-pendekatan dalam struktur modal adalah sebagai berikut. (Martono dan Hartito; 2003)²⁴:

1. Pendekatan Laba Bersih (*Net Income Approach*)

Pendekatan ini menganalisis pengaruh perubahan hutang (*leverage* keuangan) terhadap nilai total perusahaan dan tingkat kapitalisasi menyeluruh, dengan asumsi laba operasi dan tingkat kapitalisasi ekuitas konstan. Jika *leverage* meningkat, maka nilai total perusahaan akan meningkat dan tingkat kapitalisasi menyeluruhnya menurun.

2. Pendekatan Laba Operasi Bersih (*Net Operating Income Approach*)

“Pendekatan ini menganalisis pengaruh perubahan hutang (*leverage* keuangan) terhadap nilai pasar saham perusahaan dan tingkat kapitalisasi ekuitas. Dengan asumsi laba operasi bersih dan tingkat kapitalisasi keseluruhan konstan untuk semua tingkat *leverage*”. Semakin besar hutang yang digunakan suatu perusahaan maka semakin besar pula risiko yang ditanggung. Sehingga mengakibatkan peningkatan keuntungan yang disyaratkan pemilik modal sendiri. Jadi peningkatan *leverage* mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan.

3. Pendekatan Tradisional (*Traditional Approach*)

“Pendekatan ini diasumsikan adanya struktur modal yang optimum dan perusahaan dapat meningkatkan nilai totalnya melalui penggunaan *leverage* yang bijaksana”. Dari pendekatan ini nantinya bisa diperoleh struktur modal yang optimal. Apabila *leverage* meningkat, maka nilai total perusahaan

²⁴ Martono., dan Harjito, Agus D., 2003, *Manajemen Keuangan*, Edisi pertama, Ekonisia, Yogyakarta. Hal 244

meningkat. Namun peningkatan tersebut mempunyai batas tertentu. Setelah mencapai batas tersebut maka dengan meningkatnya *leverage* justru akan menurunkan nilai total perusahaan.

4. Pendekatan Modigliani dan Miller (*MM Approach*)

Pendekatan MM memperkenalkan teori struktur modal antar lain: “MM berpendapat bahwa risiko total bagi seluruh pemegang saham tidak dipengaruhi oleh perubahan dalam struktur modalnya. Oleh karena itu, nilai total perusahaan tersebut sama, tanpa memperdulikan bauran modalnya”. Jadi perusahaan yang menggunakan *leverage* maupun tidak menggunakan *leverage*, akan mempunyai nilai yang sama karena adanya proses arbitrase.

Asumsi-asumsi yang digunakan MM adalah :

- a. Pasar modal adalah sempurna, dan investor bertindak rasional
- b. Nilai yang diharapkan dari distribusi probabilitas semua investor sama
- c. Perusahaan mempunyai risiko usaha (*business risk*) yang sama
- d. Tidak ada pajak

Teori MM didukung proses arbitrase, yaitu proses mendapatkan dua aktiva yang pada dasarnya sama dan membelinya dengan harga yang termurah serta menjual lagi dengan harga yang lebih tinggi.

Modigliani dan Miller (*MM Approach*). Dalam keadaan ada pajak, biaya modal perusahaan akan menurun dengan makin besarnya komposisi hutang yang digunakan. Hal tersebut dikarenakan perusahaan membayar bunga yang merupakan akibat adanya hutang. Bunga yang dibayarkan bisa dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak (*taxable income*). Dengan kata lain, apabila ada dua perusahaan yang mempunyai laba operasi yang sama tetapi yang satu menggunakan hutang (dengan konsekuensi membayar bunga) sedangkan yang satu tidak. Maka perusahaan yang membayar bunga akan

membayar pajak yang lebih kecil, dengan demikian nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar daripada perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Jadi dengan adanya pajak, keputusan pendanaan menjadi relevan. Hal ini disebabkan adanya pembayaran bunga yang bisa meningkatkan nilai perusahaan. Jadi perusahaan yang bertujuan meningkatkan nilai perusahaan maka diperlukan penggunaan hutang. Namun perusahaan tidak seharusnya menggunakan hutang semaksimal mungkin karena terdapat ketidaksempurnaan pasar modal seperti biaya kebangkrutan yang bisa menjadikan struktur modal tidak optimal.

2.4 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Pemilihan bentuk sumber pembiayaan sangat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Di samping itu, baik buruknya struktur modal akan mempunyai pengaruh yang berakibat langsung terhadap posisi keuangan perusahaan. Oleh karena itu, sebelum suatu perusahaan membuat kebijakan-kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal maka terlebih dahulu perlu dianalisis hal-hal yang berpengaruh terhadap struktur modal itu sendiri.

Terdapat 12 faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain. (Weston dan Copeland; 1997)²⁵ :

1. Stabilitas Penjualan

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil.

Perusahaan jasa umumnya memiliki penjualan yang relatif stabil sehingga dapat menggunakan *leverage* yang lebih besar daripada perusahaan manufaktur.

²⁵ Weston, J, Fred., dan E.F. Brigham., 1997, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Ketujuh, Jilid Dua, Erlangga, Jakarta hal 174

2. Struktur Aktiva

Perusahaan yang sebagian besar aktiva berupa aktiva tetap biasanya akan memenuhi kebutuhan dananya dengan hutang jangka panjang. Sebaliknya, perusahaan yang sebagian besar aktiva berupa aktiva lancar biasanya akan memenuhi kebutuhan dana dengan hutang jangka pendek. Perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan *leverage* lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktiva tidak fleksibel.

3. *Leverage* Operasi

Perusahaan dengan *leverage* operasi yang kecil lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan, karena interaksi *leverage* operasi dan keuanganlah yang mempengaruhi penurunan penjualan terhadap laba operasi.

4. Tingkat Pertumbuhan

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan sumber dana dari luar (misalnya obligasi) daripada perusahaan yang lambat pertumbuhannya. Alasan menggunakan obligasi adalah karena biaya emisi saham biasanya lebih mahal jika dibandingkan dengan biaya pengeluaran obligasi.

5. Profitabilitas

Perusahaan yang memiliki rasio profitabilitas yang tinggi (tingkat pengembalian investasi yang tinggi) umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit. Tingkat pengembalian investasi yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk menyediakan dana yang cukup melalui laba ditahan.

6. Pajak

Bunga yang dibayarkan kepada kreditur merupakan pengurang pajak sebagai akibat dari penggunaan hutang. Oleh karena itu, semakin tinggi pajak perusahaan, semakin besar perusahaan menggunakan *leverage*.

7. Pengendalian

Pemilik perusahaan yang tidak ingin kehilangan kendali atas perusahaan mungkin akan memilih menggunakan hutang. Apabila perusahaan menerbitkan saham baru maka proporsi kepemilikan pemegang saham yang lama akan berkurang, kecuali pemilik dapat membeli saham baru tersebut dengan proporsi yang sama. Masalahnya adalah kemungkinan pemegang saham lama memang tidak mempunyai uang yang cukup, padahal perusahaan memerlukan tambahan dana.

8. Sikap Manajemen

Sikap manajemen akan berpengaruh dalam pengambilan keputusan mengenai cara pemenuhan kebutuhan dana. Manajemen yang menyukai risiko cenderung menggunakan hutang yang lebih besar. Sebaliknya, manajemen yang menghindari risiko cenderung menggunakan hutang yang relatif sedikit.

9. Sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas

Pada umumnya perusahaan akan membicarakan struktur permodalannya dengan kreditur dan selalu memperhatikan pendapat mereka. Manajemen berusaha mendapatkan hutang yang melebihi norma-norma untuk sektor usahanya, tetapi kreditur akan enggan memenuhi permintaannya atau mungkin akan dipenuhi dengan suku bunga yang tinggi. Semakin baik persepsi para kreditur terhadap perusahaan, semakin mudah perusahaan mendapatkan hutang.

10. Kondisi Pasar modal

Kondisi pasar modal mengalami perubahan jangka pendek dan jangka panjang yang dapat mempengaruhi struktur modal optimal suatu perusahaan. Keadaan pasar modal bisa mempengaruhi jenis sekuritas yang digunakan untuk memenuhi kebutuhan dana. Perusahaan dalam rangka usaha untuk mengeluarkan atau menjual sekuritas harus menyesuaikan dengan keadaan pasar modal.

11. Kondisi Internal Perusahaan

Perusahaan suatu saat perlu menanti saat yang tepat untuk mengeluarkan saham atau obligasi tergantung atas kondisi intern. Misal perusahaan berhasil dalam penelitian dan pengembangan produk baru dan diperkirakan akan mendapat keuntungan yang cukup besar. Tetapi karena investor belum dapat mengantisipasi keuntungan yang akan diperoleh, maka keberhasilan pengembangan produk baru ini belum tercermin dalam harga saham. Oleh karena itu, perusahaan lebih baik menggunakan hutang untuk membiayai produk tersebut dan menunggu hingga keuntungan atas produk baru tersebut cukup material tercermin pada harga saham yang lebih tinggi. Sesudah itu perusahaan dapat mengeluarkan saham dan sebagian dari penjualan saham tersebut dapat dipergunakan untuk membayar kembali hutang perusahaan.

12. Fleksibilitas Keuangan

Fleksibilitas keuangan adalah kemampuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang masuk akal dan dalam keadaan yang kurang menguntungkan. Para manajer dana perusahaan mengetahui bahwa penyediaan modal yang mantap diperlukan untuk mendukung faktor yang sangat menentukan bagi keberhasilan jangka panjang. Oleh karena itu, kemampuan tersedianya dana di masa yang akan

datang dan konsekuensi akibat kurangnya dana sangat berpengaruh terhadap struktur modal.

2.5 Sumber-sumber Modal

Sumber-sumber modal menurut asal dana adalah sebagai berikut. (Warsono; 2003)²⁶:

1. Sumber interen (*intern sources*)

Sumber ini merupakan hasil operasi perusahaan. Sumber interen terdiri dari:

a. Laba ditahan

Laba ditahan merupakan bagian laba yang diperoleh perusahaan pada periode tertentu yang tidak dibagikan sebagai dividen, tetapi diinvestasikan kembali oleh perusahaan.

b. Akumulasi Penyusutan

Akumulasi penyusutan merupakan beban tahunan terhadap laba yang menunjukkan biaya peralatan modal yang digunakan dalam proses produksi dan operasi.

2. Sumber eksteren (*extern sources*)

Sumber ini merupakan sumber yang berasal dari luar hasil operasi perusahaan. Sumber eksteren terdiri dari:

a. Pinjaman

Pinjaman ini umumnya disebut dengan modal asing. Modal ini berasal dari pinjaman dari para kreditur, supplier, maupun perbankan. Modal ini terdiri atas:

²⁶ Warsono., 2003. *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Edisi Pertama, Bayu Media Publishing, Malang. Hal 302

- Hutang jangka pendek

Hutang jangka pendek mempunyai jangka waktu kurang dari satu tahun. Hutang ini biasanya berupa hutang dagang.

- Hutang jangka menengah

Hutang jangka menengah mempunyai jangka waktu lebih dari satu tahun akan tetapi kurang dari sepuluh tahun. Hutang ini dibutuhkan oleh perusahaan karena di satu sisi terdapat kebutuhan yang tidak dapat terpenuhi dari hutang jangka pendek dan di satu sisi lain juga sulit dipenuhi dengan hutang jangka panjang.

- Hutang jangka panjang

Hutang jangka panjang mempunyai jangka waktu lebih dari sepuluh tahun.

b. Modal sendiri (Ekuitas)

Modal sendiri merupakan modal yang berasal dari pihak perusahaan baik dari pemilik perusahaan (pemegang saham) maupun laba yang tidak dibagi (laba ditahan). Modal sendiri tidak mempunyai batas waktu pemakaian.

2.6 Komponen Struktur Modal

Komponen struktur modal terdiri dari : (Warsono; 2003).²²:

1. Hutang Jangka Panjang (*long term debt*)

Hutang jangka panjang mempunyai masa jatuh tempo lebih dari sepuluh tahun.

Hutang jangka panjang terdiri dari: hutang hipotek (*mortgage*), obligasi (*bond*).

²² ibid hal 236

a. Hutang Hipotek (*mortgage*)

Hutang hipotek adalah hutang jangka panjang yang dijamin dengan aktiva tetap tidak bergerak, seperti tanah dan bangunan, dengan bunga, jangka waktu, dan cara pembayaran tertentu. Hutang hipotek memberikan hak kepada pihak pemberi pinjaman untuk menyita pinjaman jika pihak penerima pinjaman tidak dapat memenuhi kewajibannya hingga masa jatuh tempo hipotek. Pihak pemberi bisa menjual jaminan untuk mengganti tunggakan tersebut sedangkan sisanya dikembalikan kepada penerima pinjaman. Hutang ini dapat diperoleh dari lembaga keuangan.

b. Obligasi (*bond*)

Obligasi merupakan sertifikat yang menunjukkan pengakuan bahwa perusahaan meminjam sejumlah uang tertentu dan menyetujui untuk membayarnya kembali dalam jangka waktu tertentu.

Kelebihan hutang jangka panjang :

- Pembayaran bunga merupakan pos pengurang pajak.
- Kewajiban keuangan dispesifikkan secara jelas dan bersifat tetap (dengan pengecualian untuk obligasi yang bertingkat bunga mengambang).
- Pembayaran hutang dengan rupiah yang lebih murah.
- Penggunaan hutang dapat menghasilkan biaya modal perusahaan yang lebih rendah.

Kekurangan hutang jangka panjang :

- Kewajiban pembayaran bunga dan nilai jatuh tempo ditentukan dengan kontrak dan harus dipenuhi, tanpa memperhatikan posisi ekonomi perusahaan.

- Persetujuan legal dapat menempatkan batasan yang memberatkan bagi perusahaan seperti memelihara modal kerja pada tingkat tertentu, membatasi utang di masa yang akan datang.
- Penggunaan hutang yang berlebihan dapat menurunkan nilai saham yang beredar. Karena adanya risiko keuangan yang harus ditanggung oleh para pemegang saham biasa menjadi sangat tinggi.

2. Saham Preferen

Saham preferen merupakan kombinasi antara modal sendiri dengan hutang jangka panjang sehingga sering disebut sekuritas hibrida (*hybrid security*). Dalam neraca saham preferen biasanya dimasukkan dalam modal sendiri atau ekuitas sehingga dalam bab selanjutnya saham preferen dimasukkan dalam modal sendiri atau ekuitas.

Kelebihan saham preferen :

- Kewajiban pembayaran dividen saham preferen tidak dilakukan dengan kontrak dan tidak menjadi kewajiban perusahaan untuk membayar jika perusahaan tidak mampu. Sehingga tidak menyebabkan kebangkrutan bagi perusahaan.
- Dengan adanya penerbitan saham preferen, perusahaan dapat menghindari penurunan nilai ekuitas biasa yang terjadi ketika saham preferen dijual.
- Karena saham preferen kadang-kadang tidak mempunyai masa jatuh tempo dan karena pembayaran nilai jatuh tempo saham preferen tidak ada, maka secara tipikal perbedaan melebihi suatu periode yang panjang, sehingga penerbitan saham preferen mengurangi kehabisan arus kas dibandingkan dengan pembayaran kembali pokok pinjaman yang terjadi dengan penerbitan hutang.

Kekurangan saham preferen :

- dividen saham preferen tidak mengurangi besarnya pembayaran pajak bagi penerbit, sehingga biaya saham preferen setelah pajak lebih tinggi daripada biaya hutang setelah pajak.
- Meski dividen saham preferen dapat dikesampingkan, para investor mengharapkan untuk dibayar, dan perusahaan bermaksud untuk membayar dividen ini jika memungkinkan.

3. Ekuitas Saham Biasa

Saham biasa merupakan bentuk komponen modal jangka panjang yang ditanamkan oleh para investor, dimana pemegangnya mempunyai klaim residual atas laba dan kekayaan perusahaan.

Kelebihan saham biasa :

- Saham biasa tidak memerlukan biaya-biaya tetap.
- Saham biasa tidak mempunyai tanggal jatuh tempo yang tetap, sehingga saham biasa merupakan modal permanen yang tidak mengharuskan perusahaan membayar kembali.
- Saham biasa memperkuat posisi para kreditor, maka penggunaannya membantu pemeringkatan obligasi dan menghasilkan biaya hutang yang lebih rendah.
- Saham biasa pada waktu tertentu lebih mudah dijual daripada hutang (obligasi).

Kekurangan saham biasa :

- Pembelian saham biasa secara normal memberikan hak suara, dan memungkinkan kontrol untuk para investor baru yang bergabung dengan perusahaan tersebut.

- Hutang memungkinkan perusahaan memperoleh dana dengan biaya tetap, sebaliknya saham biasa merupakan suatu instrumen bagi para pemegang saham untuk mendapatkan bagian keuntungan perusahaan di masa yang akan datang.
- Biaya-biaya penjaminan dan pendistribusian yang dibayarkan atas saham biasa lebih tinggi daripada saham preferen atau hutang (obligasi).
- Penjualan baru saham biasa mungkin dirasakan oleh para investor merupakan sinyal negatif, sehingga dapat menyebabkan jatuhnya saham tersebut.

3 Return

Setiap investasi pasti memiliki keuntungan dan risiko yang dibawa oleh masing-masing. Selain memperhatikan keuntungannya, investor juga perlu memperhatikan risiko apa yang ditimbulkannya jika investasi saham. Pada saat emiten melakukan penawaran umum (penawaran perdana), perlu mengetahui informasi di pasar modal.

Salah satu tolak revolusi teori keuangan adalah diakuinya konsep *return* dan risiko sebagai konsep yang fundamental bagi pengembangan teori keuangan kuantitatif. Dalam konsep *return* dan risiko, investor tidak boleh hanya memperhatikan besarnya *return* suatu aset, tetapi juga harus melihat seberapa besar risiko yang harus ditanggung. Untuk meminimalkan risiko investasi, investor harus bisa mendivesifikasikan dananya pada berbagai pilihan aset dengan membentuk portofolio yang terdiri dari banyak aset. (Varian, V. R, 1993)²⁷.

Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor untuk menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. Risiko merupakan sisi lain dari *return* aktual yang diterima dengan *return*

²⁷ Varian, V. R, 1993. A Portofolio of Nobel Laureates: Markowitz, Miller and Sharpe, *Journal of Economic Perspective*, 1. hal. 83.

yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya berarti semakin besar risiko investasi tersebut. (Tandelilin; 2001)²⁸

Risiko total terdiri dari: (Hartono;2003).²⁵:

= Risiko dapat didiversifikasi + Risiko tidak dapat didiversifikasi

= Risiko perusahaan + Risiko pasar

= Risiko tidak sistimatis + Risiko sistimatis

= Risiko spesifik + Risiko umum

Pada umumnya return diartikan sebagai suatu hasil pengembalian yang diperoleh dari suatu dana atau modal yang ditanamkan pada suatu investasi, baik berupa aset riil (*real aset*) maupun aset keuangan (*financial aset*). Pengertian lebih lanjut mengenai hasil pengembalian atau return ini dijelaskan dalam beberapa pernyataan di bawah ini. Weston, & Copeland, (1995).²⁶

Return didefinisikan sebagai berikut: *...The return is the total gain or loss experienced on an investment over or given period of time. It is commonly measured as cash distribution during the period plus the change in value, expressed as a percentage of the beginning-of-period investment value.* Gitman (2003)²⁹

Hasil pengembalian (*return*) ini sendiri terdiri dari dua komponen, pertama adalah *yield* yaitu *cash flow* atau pendapatan periodik yang diterima dari investasi tersebut, seperti misalnya bunga ataupun dividen, dan kedua adalah *capital gain/loss* yaitu perubahan harga

²⁸ Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. BPFE, Yogyakarta, hal 47

²⁵ Jogiyanto Hartono, 2003, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Ketiga, BPFE, Yogyakarta. Hal 171

²⁶ Weston, JF & Copeland, TE, 1995, *Manajemen Keuangan*, Jilid Satu, diterjemahkan oleh Jaka Laksana dan Kibrandoko, Binarupa Aksara, Jakarta

²⁹ Gitman, Lawrence J, 2003. *Principle of Managerial Finance*, 10th Edition, Harper Collins Publisher Inc., New York,

dari surat berharga selama beberapa periodik. Adapun rumus return saham adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

dimana,

R_{it} : Return dari share untuk perusahaan ke-i di minggu ke-t

P_{it} : *Closing price share* pada hari Jum'at minggu ke-t untuk perusahaan ke-i

P_{it-1} : *Closing price share* pada hari Jum'at minggu ke-t-1 untuk perusahaan ke-i

Jika dividen dibagikan (D_{it}), rumusnya menjadi sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + (D_{it})}{P_{it-1}}$$

Dividen adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam suatu periode tertentu, sedangkan capital gain/loss dalam suatu periode merupakan selisih harga saham awal dengan harga saham pada akhir periode. Bila harga saham pada akhir periode lebih tinggi daripada harga awalnya, maka dikatakan bahwa investor memperoleh capital gain. Namun, apabila yang terjadi adalah sebaliknya maka investor dikatakan memperoleh capital loss.

Stock of Return adalah ukuran tingkat pertumbuhan suatu investasi yang biasanya dinyatakan dengan persentase terhadap nilai investasinya, bahwa "*Stock of Return is the percentage change in value of an investment in financial asset (or portfolio of financial assets) over a specified time period* (Sharpe, Gordon and Bailey; 1999)..³⁰"

4 Risiko Sistematis

Risiko sistematis biasanya dilambangkan dengan beta (β), yang menunjukkan ukuran sensitifitas *return* saham terhadap *return* pasar. Nilai beta digunakan sebagai alat pengukur tingkat kepekaan suatu *return* saham terhadap suatu kondisi yang dampaknya dirasakan oleh semua perusahaan. Semakin besar sensitifitas suatu *return* saham terhadap

³⁰ Sharpe WF, Alexander Gordon J and Bailey JV, 1999, *Investments*, 6th Edition, Prentice Hall

suatu risiko sistematis semakin besar pula beta saham, demikian pula sebaliknya, semakin kecil sensitifitas *return* saham semakin kecil pula beta saham tersebut Tandelilin, (2001)³¹.

Beta adalah suatu pengukur volatilitas *return* suatu sekuritas/*return* portofolio terhadap risiko pasar atau pengukur risiko sistimatis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar. Volatilitas adalah fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Jika fluktuasi *return-return* suatu sekuritas atau portofolio secara statistik mengikuti fluktuasi dari *return-return* pasar, maka beta dari sekuritas atau portofolio tersebut dikatakan bernilai. (Hartono; 2003)³².

Beta juga dapat diestimasi dengan menggunakan nilai-nilai historis *return* sekuritas dengan *return* pasar selama periode tertentu. Beta ini disebut juga beta pasar. Dengan asumsi bahwa hubungan antara *return-return* sekuritas dan *return-return* pasar adalah linier, maka dapat diestimasi dengan menggunakan teknik regresi. (Hartono; 2003)³³. Teknik ini dilakukan dengan menggunakan *return-return* sekuritas sebagai variabel terikat dan *return-return* pasar sebagai variabel bebas. Persamaan regresi yang dihasilkan akan menghasilkan koefisien beta yang diasumsikan stabil selama periode waktu observasi. Beta yang dihitung dengan data pasar disebut dengan beta pasar, sedangkan beta yang dihitung dengan data akuntansi disebut dengan beta akuntansi. Beta yang dihitung dengan data fundamental disebut dengan beta fundamental.

Beta merupakan ukuran risiko yang berasal dari hubungan antara tingkat keuntungan suatu saham dengan pasar. Risiko ini berasal dari beberapa faktor fundamental

³¹ Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta, hal 69

³² Jogiyanto Hartono, 2003, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Ketiga, BPFE, Yogyakarta. Hal 265-266

³³ ibid

perusahaan dan faktor karakteristik pasar tentang saham perusahaan tersebut. Faktor-faktor yang diidentifikasi mempengaruhi nilai beta adalah. Husnan, (2002)³⁴ :

1. *Cyclicality*. Faktor ini menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan dipengaruhi oleh konjungtur perekonomian. Pada saat perekonomian membaik, semua perusahaan akan merasakan dampak positifnya. Demikian pula pada saat resesi semua perusahaan akan terkena dampak negatifnya. Yang membedakan adalah investasinya.

2. *Operating Leverage*. *Operating leverage* menunjukkan proporsi biaya perusahaan yang merupakan biaya tetap. Semakin besar proporsi ini semakin besar *operating leverage*-nya. Perusahaan yang mempunyai *operating leverage* yang tinggi akan cenderung mempunyai beta yang tinggi, dan sebaliknya.

3. *Financial Leverage*. Perusahaan yang menggunakan hutang adalah perusahaan yang mempunyai *financial leverage*. Semakin besar proporsi hutang yang dipergunakan, semakin besar *financial leverage*-nya. Kalau kita menaksir beta saham, maka kita menaksir beta *equity*. Semakin besar proporsi hutang yang dipergunakan oleh perusahaan, pemilik modal sendiri akan menanggung risiko yang semakin besar. Karena itu semakin tinggi *financial leverage*, semakin tinggi beta *equity*.

Ross, Wasterfeld dan Jaffe (2002)³⁵ dalam bukunya *Corporate finance*, menuliskan bahwa pendekatan analisa regresi tidak menjelaskan darimana beta berasal. Beta suatu saham tidak muncul begitu saja tetapi dipengaruhi oleh karakteristik suatu perusahaan. Adapun 3 faktor tersebut sebagai berikut :

³⁴ Husnan, Suad, 2002. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi ke tiga, AMP YKPN, Yogyakarta. Hal 57

³⁵ Ross, Stephen A, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe. *Corporate Finance*, 7th ed, Mc Graw-Hill, 2005.

1. *Cyclicality* dan *Revenue*

Beberapa perusahaan memiliki *revenue* yang cukup *cyclical*. Perusahaan-perusahaan tersebut akan meningkatkan kinerjanya di fase ekspansi dan menurun di fase kontraksi pada siklus bisnis. Bukti empiris yang dijadikan contoh ialah perusahaan berteknologi tinggi, seperti manufaktur yang sangat berpengaruh pada siklus bisnis. Sedangkan perusahaan industri makanan, kebutuhan sehari-hari kurang bergantung pada siklus tersebut. Karena beta merupakan *standardized covaribility* dari *return* saham dengan saham maka saham-saham yang mempunyai siklus tinggi mempunyai beta tinggi juga.

2. Leverage Operasi

Biaya tetap tidak berubah jika terjadi perubahan kuantitas. Sebaliknya biaya variabel akan meningkat jika terjadi peningkatan kuantitas dari output. Perbedaan antara biaya variabel dan tetap ini yang akan menjelaskan operasi leverage operasi. Leverage operasi menambah pengaruh pada *Cyclicality* beta. Jika kita tidak dapat mengestimasi beta suatu proyek, salah satunya kita dapat menghitung *revenue* dari operating leverage proyek tersebut dimana proyek yang *revenue*nya terlihat *Cyclical* dan mempunyai leverage operasi tinggi maka proyek itu mempunyai beta tinggi.

3. Leverage Keuangan

Leverage keuangan terjadi pada perusahaan yang tergantung pada hutang. Dimana hutang-hutang tersebut terdapat pada struktur modalnya. Karena perusahaan yang berhutang harus melakukan pembayaran bunga tanpa memperhatikan penjualan perusahaan. Maka Leverage Keuangan mengarah pada penjualan tetap dari keuangan perusahaan.

Aswath Damodaran dalam bukunya *Corporate Finance, Theory and Practice* (2001)³⁶, menulis bahwa beta dipengaruhi beberapa faktor, antara lain :

1. *Type of Business*

Karena beta adalah pengukur risiko perusahaan dibandingkan dengan indeks pasar maka makin sensitifnya suatu bisnis terhadap kondisi pasar maka betanya semakin tinggi. Dengan demikian perusahaan yang tipe bisnisnya bersifat *Cyclical* dapat diestimasikan mempunyai beta yang tinggi, dimana faktor-faktor lainnya diasumsikan tetap dibandingkan dengan perusahaan yang bisnisnya tidak bersifat *cyclical*.

2. *Degree of operating leverage*

Merupakan fungsi struktur biaya perusahaan yang pada umumnya ditentukan oleh hubungan biaya tetap dan total suatu perusahaan mempunyai leverage operasi tinggi maka biaya tetap tinggi dibandingkan dengan biaya total akan mempunyai variabilitas yang lebih banyak pada EBIT dibandingkan dengan perusahaan yang memproduksi produk sama dengan leverage operasi yang lebih kecil. Tingginya *variance* pada operating income, dimana faktor-faktor lain-lain dianggap tetap, akan mengarah pada beta yang lebih tinggi untuk perusahaan dengan leverage operasi yang tinggi.

3. *Degree of financial leverage*

Dimana faktor-faktor lain dianggap tetap, peningkatan dalam leverage keuangan akan meningkatkan beta equity dari perusahaan. Secara intuitif, *interest payment on debt* meningkatkan *variance* pada *net income* dengan leverage tinggi akan meningkatkan pendapatan selama keadaan ekonomi baik dan menurunkan pendapatan pada ekonomi buruk.

³⁶ Damodaran, Aswath. *Security analysis for Investment and Corporate Finance*, 2nd edition. John Wiley & Sons, 2001.

5. Leverage Perusahaan

Arti *leverage* secara harfiah (literal) adalah pengungkit. *Leverage* bisa digunakan untuk meningkatkan tingkat keuntungan yang diharapkan Rasio leverage (*leverage ratio*) mengukur tingkat sejauh mana aktiva perusahaan telah dibiayai oleh penggunaan hutang. Rasio leverage mempunyai sejumlah implikasi. Pertama, para kreditur memandang ekuitas, atau dana yang dipasok pemilik, sebagai suatu pelindung atau basis penggunaan hutang. Jika pemilik hanya menyediakan sebagian kecil dari pembiayaan total, risiko perusahaan sebagian besar ditanggung oleh kreditur³⁷. (Weston and Copeland jilid I, 1995:238).

Kedua, dengan mengumpulkan dana melalui hutang, pemilik memperoleh manfaat dari memegang kendali atau perusahaan dengan komitmen yang terbatas. Ketiga, penggunaan hutang dengan tingkat bunga yang tetap memperbesar baik keuntungan maupun kerugian bagi pemilik. Keempat, penggunaan hutang dengan biaya bunga yang tetap dan dengan saat jatuh tempo yang tertentu memperbesar risiko bahwa perusahaan mungkin tidak dapat memenuhi kewajiban-kewajibannya (Weston and Copeland jilid I, 1995:252)³⁸.

5.1 Leverage Operasi (*Operating Leverage*)

Leverage operasi lebih tepat didefinisikan dalam bentuk seberapa jauh perubahan tertentu dari volume penjualan berpengaruh pada laba operasi bersih (*net operating income*, NOI) (Weston and Copeland jilid I, 1995:307). Perusahaan yang menggunakan biaya tetap dalam proporsi yang tinggi (relatif terhadap biaya variabel) dikatakan menggunakan *operating leverage* yang tinggi. Dengan kata lain, *degree of operating leverage* (DOL) untuk perusahaan tersebut tinggi. Jika perusahaan mempunyai *degree of operating leverage* (DOL) yang tinggi, tingkat penjualan yang tinggi akan menghasilkan

³⁷ Weston and Copeland. 1995. Manajemen Keuangan (Terjemahan). Bina Rupa Aksara Jakarta

³⁸ ibid

pendapatan yang tinggi. Tetapi sebaliknya, jika tingkat penjualan turun secara signifikan, perusahaan tersebut akan mengalami kerugian.

Derajat *leverage* operasi (*degree of operating leverage*) bisa diartikan sebagai efek perubahan penjualan terhadap pendapatan (*profit*). Secara formal, *degree of operating leverage* (DOL) bisa dituliskan sebagai berikut:

$$\Delta \text{Laba (net operating income)}$$

$$\text{DOL} = \frac{\Delta \text{Laba (net operating income)}}{\Delta \text{Penjualan}}$$

$$\Delta \text{Penjualan}$$

Implikasi dari biaya tetap yang tinggi adalah menurunnya biaya per unit. Jika unit yang diproduksi atau terjual tinggi, maka alternatif dengan biaya tetap tinggi akan menghasilkan biaya per unit yang paling rendah. Perusahaan semacam itu bisa menawarkan harga yang lebih rendah dibandingkan dengan harga pesaingnya. Perusahaan semacam itu akan mempunyai daya saing yang lebih tinggi. Karena itu salah satu strategi yang bisa dilakukan adalah mendorong kapasitas produksi sehingga biaya menjadi lebih rendah (lebih efisien), kemudian menjual produk dengan harga lebih murah.

5.2 *Leverage* Keuangan (*Financial Leverage*)

Financial Leverage adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham (Sartono, 2001;263)³⁹. Beban tetap keuangan tersebut biasanya berasal dari pembayaran bunga untuk utang yang digunakan oleh perusahaan. Karena itu pembicaraan *leverage* keuangan berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Perusahaan yang menggunakan beban tetap (bunga) yang tinggi berarti menggunakan utang yang tinggi.

³⁹ Sartono, Agus., (2001) Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi, Edisi Keempat, Penerbit BPFE, Yogyakarta

Perusahaan dikatakan mempunyai *leverage* keuangan yang tinggi, yang berarti *degree of financial leverage* (DFL) untuk perusahaan tersebut juga tinggi.

Degree of financial leverage mempunyai implikasi terhadap *earning per share* perusahaan. Untuk perusahaan yang mempunyai DFL yang tinggi, perubahan EBIT (*earning before interest and taxes*) akan menyebabkan perubahan EPS yang tinggi. Jika EBIT meningkat, EPS akan meningkat secara signifikan, sebaliknya jika EBIT turun, EPS juga akan turun secara signifikan.

Derajat *leverage* keuangan (*degree of financial leverage*) bisa diartikan sebagai efek perubahan EBIT terhadap pendapatan (*profit*). Secara formal, *degree of financial leverage* (DFL) bisa dituliskan sebagai berikut:

Δ Laba Bersih Setelah Pajak

DFL = -----

Δ EBIT

Penggunaan *leverage* keuangan yang besar mempunyai implikasi yang sama dengan penggunaan *leverage* operasi yang besar, yaitu meningkatkan keuntungan. Dengan menggunakan *leverage* yang tinggi, perubahan EBIT yang sedikit akan menunjukkan EAT (*earning after taxes*) lebih besar.

5.3 Kombinasi *Leverage* Operasi dengan *Leverage* Keuangan

Leverage operasi berkaitan dengan efek perubahan penjualan terhadap EBIT (laba sebelum bunga dan pajak). Sementara *leverage* keuangan berkaitan dengan efek perubahan EBIT terhadap EAT. Menurut Sartono (2001;267)⁴⁰ *leverage* kombinasi terjadi apabila perusahaan memiliki baik *operating leverage* maupun *financial leverage* dalam usahanya untuk meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham biasa.

⁴⁰ ibid

Perusahaan bisa mengkombinasikan keduanya untuk memperoleh *leverage* gabungan. Misalkan perusahaan mempunyai empat skenario yang berkaitan dengan *leverage* operasi dan *leverage* keuangan:

1. *Leverage* operasi dan keuangan rendah
2. *Leverage* operasi dan keuangan tinggi
3. *Leverage* operasi tinggi dan *leverage* keuangan rendah
4. *Leverage* operasi rendah dan *leverage* keuangan tinggi.

Derajat *leverage* gabungan (DCL – *Degree of Combined Leverage*) bisa dihitung sebagai berikut:

$$DCL = \frac{\Delta \text{ laba bersih}}{\Delta \text{ penjualan}}$$

6 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Pada perusahaan besar dengan total aktiva yang banyak akan lebih berani untuk menggunakan modal dari pinjaman (*debt financing*) dalam membelanjai seluruh aktiva baik aktiva tetap maupun aktiva lancar yang digunakan untuk perluasan usaha, dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil ukurannya.. Salno dan Baridwan (2000;23):⁴¹

Variabel ukuran perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini diukur dengan nilai pasar saham berikut ini (Salno dan Baridwan, 2000;25)⁴²:

⁴¹ Salno, Hanna Meilani dan Baridwan, Zaki. 2000, Analisis Perataan Penghasilan (Income Smoothing): Faktor-Faktor yang Mempengaruhi dan Kaitannya Dengan Kinerja Saham Perusahaan Publik di Indonesia, *Jurnal Riset Akuntansi*. Vol.III, No.1, Januari: 17-34.

⁴² Ibid

- a. Pada dasarnya, nilai saham merupakan nilai pasar aktiva perusahaan yang merefleksikan *shareholder's wealth*.
- b. Nilai pasar saham dipandang dapat menghilangkan pengaruh isu perusahaan padat modal (*capital intensive*) vs perusahaan padat karya (*labor intensive*). Penggunaan total aktiva, sebagai ukuran variabel ukuran perusahaan, tidak mampu mengeliminir perbedaan ini.
- c. Nilai pasar saham dipandang dapat menghilangkan *confounding effect* yang timbul karena nilai penjualan yang besar/kecil tidak dapat dijadikan indikator besar/kecilnya perusahaan. Sifat produk yang dihasilkan, misalnya emas, dapat menghasilkan nilai penjualan yang besar, meskipun perusahaan tersebut tergolong perusahaan yang relatif kecil (bukan perusahaan besar).

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan nilai logaritma dari nilai pasar saham, yang berarti ukuran ini tidak melibatkan unsur hutang dalam perhitungannya. (Miswanto dan Husnan ; 1999)⁴³. $SIZE = \log(\text{harga saham})$

7. Konjungtur Ekonomi

Konjungtur ekonomi (*cyclical*) menunjukkan kenaikan atau penurunan kondisi perekonomian secara umum atau suatu jenis industri yang spesifik, yang pada umumnya diukur dengan menggunakan indikator *Gross National Product* (GNP), indeks produksi dari kelompok industri, permintaan akan perumahan, tingkat penjualan barang industri seperti kendaraan bermotor, harga saham, bunga obligasi, jumlah uang beredar, dan tingkat suku bunga.

Pendapat yang dikemukakan oleh Mitchell (1927) dalam Hansen (1965:4)⁴⁴ menyatakan bahwa konjungtur identik dengan fluktuasi pada kondisi perekonomian secara

⁴³ Miswanto dan Husnan. 1999. The Effect of Operating Leverage, Cyclicalitity and Firm Size on Business

agregat atau makroekonomi. Kondisi makroekonomi ini termasuk pendapatan perkapita atau tingkat belanja agregat dan jumlah tenaga kerja. Jumlah tenaga kerja dapat dijadikan ukuran terhadap konjungtur karena berkaitan dengan biaya produksi perusahaan yang melibatkan ketersediaan jumlah tenaga kerja. Selain kedua faktor di atas, kondisi makroekonomi juga dipengaruhi oleh tingkat harga-harga secara umum dan besaran *Gross National Product* (GNP).

Konjungtur ekonomi merupakan salah satu faktor eksternal perusahaan yang pengaruhnya bersifat *uncontrollable*. Karena sifatnya yang *uncontrollable*, maka perusahaan dituntut untuk bisa menerapkan kebijakan manajemen yang bersifat adaptif dalam menyikapi perubahan kondisi lingkungan eksternal tersebut. Karena alasan tersebut maka konjungtur ekonomi diindikasikan memiliki hubungan yang sangat erat dengan risiko yang akan dihadapi perusahaan (Miswanto dan Suad Husnan, 1999;34)⁴⁵.

Perhitungan konjungtur dapat dinotasikan sebagai berikut⁴⁶:

$$\text{Konjungtur} = \frac{\Delta \text{NI}}{\Delta \text{GDP}}$$

ΔNI : perubahan profitabilitas perusahaan (*net income*)

ΔGDP : perubahan *Gross Domestic Product*

⁴⁴ Hansen, Alvin H, 1965, *Business Cycles and National Income*, W. W. Norton & Company. Inc, New York.

⁴⁵ Miswanto dan Husnan. 1999. The Effect of Operating Leverage, Cyclicity and Firm Size on Business

⁴⁶ *ibid*

8 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang berjudul “*The Impact of The Demand Volatility and Leverage on The Systematic Risk of Common Stock*” dilakukan oleh Chung (1989) dalam Miswanto dan Suad Husnan (1999) pada 355 perusahaan manufaktur dan perusahaan jasa yang terdaftar di *Standard and Poor's* selama periode 1965-1983. Penelitian ini melakukan penelitian terhadap beberapa faktor yang berpengaruh terhadap risiko bisnis pada saham biasa diantaranya volatilitas permintaan, *leverage* keuangan dan *leverage* operasional. Dari hasil penelitian tersebut diperoleh kesimpulan bahwa volatilitas permintaan, *leverage* keuangan dan *leverage* operasional memiliki pengaruh yang signifikan dan searah (positif) terhadap risiko bisnis.

Penelitian Tandelilin (1997) dalam Doddy Setiawan (2004) yang berjudul “*Determinant of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesian Common Stocks*” menunjukkan hasil bahwa variabel makroekonomi: produk domestik bruto, tingkat inflasi dan suku bunga tidak berpengaruh terhadap beta saham perusahaan non-keuangan selama periode 1990-1994. Sedangkan variabel fundamental secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan positif.

Miswanto dan Suad Husnan (1999) melakukan penelitian mengenai pengaruh antara *leverage* operasi, *leverage* keuangan, *cyclicality*, *net profit margin*, *earning per share*, *dividen per share*, *accounting beta*, *growth assets* dan ukuran perusahaan terhadap risiko bisnis. Hasil penelitian tersebut mampu membuktikan bahwa secara simultan keempat variabel tersebut (*leverage* operasi, *leverage* keuangan, *cyclicality* dan ukuran perusahaan) berpengaruh terhadap risiko bisnis.

Liestyowati (2002) meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi return saham di BEJ. Penelitian dilakukan sebelum krisis dan selama krisis terjadi. Perusahaan yang diteliti adalah emiten yang termasuk dalam “*The big market capitalization*” yang tercatat di

JSX Monthly. Faktor-faktor yang digunakan untuk menghitung return saham adalah : BETA, DER, E/P, ME, dan PBV. Penelitian dilakukan dalam dua periode, yaitu periode I (Januari 95 – Desember 96) dan periode II (Juli 97 – Juli 99). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor BETA mempunyai pengaruh berbeda antara sebelum dan selama krisis. Pengaruh BETA terhadap return yaitu positif dan signifikan pada periode sebelum krisis, sedangkan pada periode selama krisis pengaruh BETA terhadap return berlawanan dengan yang diharapkan dan tidak signifikan.

Mandelker dan Rhee (1984) menunjukkan bagaimana leverage operasi dan finansial memiliki kontribusi terhadap risiko sistematis. Mereka menunjukkan efek kombinasi leverage operasi dan keuangan pada risiko sistematis. Walau tidak ada dugaan terjadi *trade off* antara kedua jenis leverage tersebut namun hanya sedikit bukti yang mendukung dugaan tersebut.

Huffman (1987) melakukan penelitian yang merupakan replika dari Mandelker dan Rhee dengan sampel yang telah diperbaharui. Penelitian Huffman dilakukan pada perusahaan manufaktur yang datanya tersedia di *Standard & Poor* compustat dengan periode penelitian 1966-1985. Penelitian ini diharapkan dapat mendukung hasil penelitian sebelumnya, jika ternyata apa yang disimpulkan Mandelker dan Rhee konsisten dengan hasil penelitian Huffman. Penelitian Huffman menggunakan model yang sama dengan model yang dilakukan Mandelker dan Rhee :

$$\text{Ln Beta} = \alpha + T1 \text{ LnDOL} + T2 \text{ LnDFL} + e$$

Hal pertama yang dilakukan Huffman adalah mengukur nilai beta dari masing-masing perusahaan yang diukur dengan menggunakan data bulanan selama 20 tahun dengan pendekatan market model. Kemudian Huffman mengukur *Degree of operation leverage* (DOL) perusahaan. DOL diukur dengan koefisien dari regresi dengan model berikut ini:

$$\text{Ln EBIT} = \alpha + \text{DOL Ln Sales} + e$$

Untuk *degree of financial leverage* (DFL) diukur dengan metode yang sama dengan pengukuran DOL dengan model sebagai berikut:

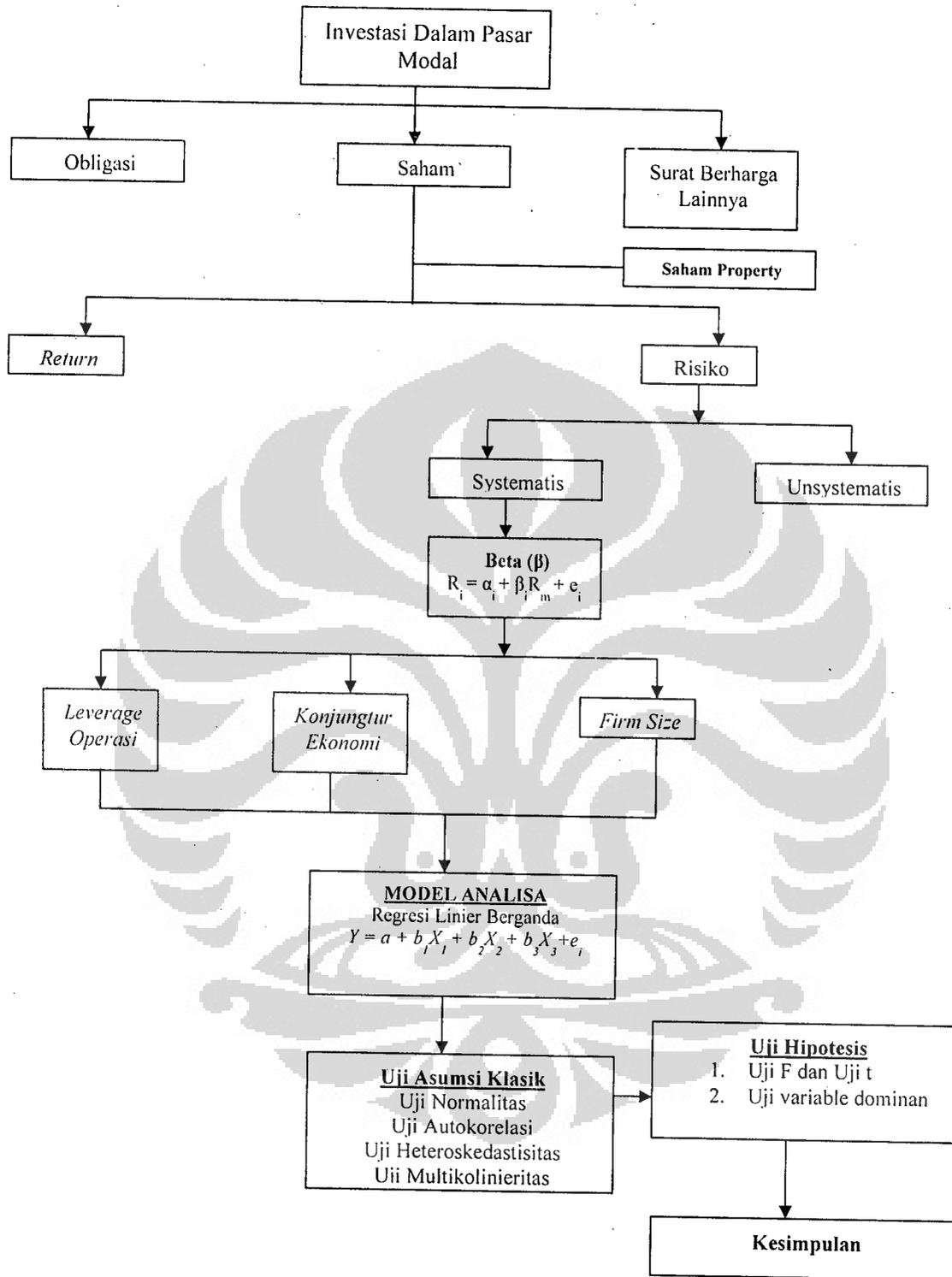
$$\text{Ln EAT} = \alpha + \text{DOL Ln EBIT} + e$$

Lebih lanjut Huffman mengelompokkan data menjadi empat yaitu seluruh perusahaan manufaktur (termasuk yang merugi) dan tidak memasukkan perusahaan utilitas, semua perusahaan manufaktur yang memiliki laba dan tidak memasukkan perusahaan utilitas.

Dari penelitian tersebut, Huffman mendukung penemuan Mandelker dan Rhee yang menyatakan adanya hubungan positif antara DFL terhadap risiko sistematis. Sementara DOL diperoleh dengan pada penelitian pada data perusahaan yang memiliki laba dan tidak memasukkan perusahaan utilitas.

Yogi Heditia Permadi dengan karya akhirnya, Pengaruh Leverage Operasi dan Leverage keuangan terhadap risiko sistematis saham (MAKSI UI, 2004), meneliti Pengaruh Leverage Operasi dan Leverage keuangan terhadap risiko sistematis saham. Sampel yang digunakan ialah perusahaan yg terdaftar di BEJ 200-2002 dan aktif diperdagangkan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa leverage keuangan mempunyai pengaruh signifikan terhadap risiko sistematis saham, tapi tidak menunjukkan pengaruh positif leverage operasi pada risiko sistematis saham. Penelitian ini tidak dapat membuktikan pengaruh signifikan leverage operasi dan leverage keuangan secara simultan pada risiko sistematis saham.

9 Kerangka Pemikiran



10 Hipotesis

Dalam penelitian ini, hipotesis yang akan diuji adalah yang berkaitan dengan ada tidaknya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. H_0 merupakan hipotesis yang menunjukkan tidak adanya pengaruh dan H_A merupakan hipotesis atas penelitian yang dilakukan. Adapun perumusan hipotesis atas pengujian yang dilakukan di sini adalah sebagai berikut:

- H_{01} : $\beta = 0$ “Tidak terdapat pengaruh *leverage* operasi, conjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan secara parsial terhadap risiko sistematis pada industri real estate dan property yang terdaftar di BEJ periode tahun 2002-2005“
- H_{A1} : $\beta \neq 0$ “Terdapat pengaruh *leverage* operasi, conjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan secara parsial terhadap risiko sistematis pada industri real estate dan property yang terdaftar di BEJ periode tahun 2002-2005“
- H_{02} : $\beta = 0$ “ Tidak terdapat pengaruh *leverage* operasi, conjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan secara simultan terhadap risiko sistematis pada industri real estate dan property yang terdaftar di BEJ periode tahun 2002-2005“
- H_{A2} : $\beta \neq 0$ “Terdapat pengaruh *leverage* operasi, conjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan secara simultan terhadap risiko sistematis pada industri real estate dan property yang terdaftar di BEJ periode tahun 2002-2005 “

BAB III

METODE PENELITIAN

1. Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini tergolong sebagai *hypotesis testing*. Sekaran, menyatakan *hypotesis testing* merupakan suatu penelitian yang sudah memiliki kejelasan dan gambaran, pengujian hipotesis dimaksudkan untuk menjelaskan hubungan kausal antara variabel-variabel penelitian. Jenis penelitian ini mengidentifikasi fakta atau peristiwa sebagai variabel yang dipengaruhi (variabel dependen) dan melakukan penyelidikan terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi (variabel independen)¹.

2. Penentuan Populasi, Sampel, dan Periode Penelitian

2.1 Penentuan Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan industri *real estate* dan *property* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode 2002-2005. Saham industri *real estate* dan *property* dipilih karena Prestasi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang telah menembus rekor baru (1836,5) pada awal tahun 2007 ternyata masih kalah jika dibandingkan dengan kinerja saham-saham sector *property dan real estate*. Sejak awal tahun ini, IHSG di BEJ sudah melesat 7,1% ke 1.968,7. Tapi indeks saham sektor *property dan real estate* dalam rentang waktu yang sama sudah melonjak 26,87%.

¹ Sekaran, Uma. *Research Method and Business: A Skill Building Approach*, John Wiley & Son, Inc USA. Hal 124, 2003.

2.2 Penentuan Sampel

Pemilihan sampel penelitian menggunakan teknik *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. *Purposive sampling* adalah tipe pemilihan sampel secara tidak acak yang informasinya diperoleh dengan menggunakan pertimbangan tertentu dan disesuaikan dengan tujuan atau masalah penelitian². Elemen populasi yang dipilih sebagai sampel dibatasi pada elemen-elemen yang dapat memberikan informasi berdasarkan pertimbangan.

Pemilihan sampel ditentukan dengan menggunakan kriteria perusahaan berturut-turut tergolong dalam kategori industri *real estate* dan *property* mulai tahun 2002 sampai dengan 2005 berdasarkan pengklasifikasian *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD). Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini:

Sedangkan sampel yang dipilih dilakukan dengan metode *purposive sampel* dengan kriteria-kriteria yang harus dipenuhi yaitu :

1. Perusahaan-perusahaan yang bergerak di industri yang sama.

Dalam hal ini dipilih industri *real estate* dan *property* dengan pertimbangan utama bahwa sampel yang dipilih mempunyai homogenitas dalam aktivitas penghasilan pendapatan utama (*revenue-producing activities*).

2. Perusahaan sudah *go public* paling lambat tahun 2005

Emiten yang saham biasanya aktif diperdagangkan di BEJ dengan didasarkan pada surat edaran PT BEJ No. SE-03/BEJ II-1/I/2006 yang menetapkan bahwa saham dikatakan aktif apabila frekuensi perdagangan selama tiga bulan sebanyak 75 kali atau lebih.

² Indrianto dan Supomo. *Metodologi Penelitian Bisnis*, Edisi 2. Jakarta : BPFE. 2002.

3. Jenis dan Sumber Data

Berdasarkan jenisnya, data dalam penelitian merupakan jenis data sekunder. Data sekunder adalah data yang dikumpulkan dari luar obyek dan merupakan data yang sudah jadi dan dipublikasikan untuk konsumsi umum oleh instansi atau lembaga yang mengumpulkan, mengolah, dan menyajikan. Dalam hal ini data yang diperlukan diperoleh dari buku, kamus, majalah, laporan keuangan yang dipublikasikan dan berhubungan dengan masalah keuangan dan investasi.

Jenis dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini:

1. Data akuntansi pada laporan keuangan tahunan yang bersumber dari PRPM (Pusat Referensi Pasar Modal) selama periode 2002-2005. Data pada laporan keuangan tersebut yaitu:
 - a. Data laba operasi
 - b. Data total penjualan
 - c. Data laba bersih setelah pajak
 - d. Data ukuran perusahaan yang terdiri dari total ekuitas perusahaan.
2. Data bulanan beta saham yang bersumber dari ICMD (*Indonesia Capital Market Directory*) selama periode 2002-2005.
3. Data *Gross Domestic Product* (GDP) Indonesia tahun 2002-2005 yang bersumber dari data dari Bank Indonesia.

4. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi; yaitu dengan cara melihat, mencatat, dan menganalisa data sekunder yang diterbitkan oleh

emiten atau PT. Bursa Efek Jakarta. Dokumentasi yaitu mengumpulkan data tahun-tahun lalu sebagai perbandingan data untuk memperoleh data yang diperlukan.

5. Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel

5.1 Identifikasi Variabel

5.1.1 Variabel Dependen

Variabel dependen (Y) dalam penelitian adalah risiko sistimatis.

5.1.2 Variabel Independen

Variabel independen (Xi) dalam penelitian ini adalah:

X_1 = Leverage Operasi

X_2 = Konjungtur Ekonomi

X_3 = Ukuran Perusahaan

5.2 Definisi Operasional Variabel

5.2.1 Risiko Sistematis (Beta)

Risiko sistematis yang dilambangkan dengan beta (β) merupakan ukuran risiko suatu saham yang menunjukkan kepekaan suatu return pasar. Beta akan dihitung dengan menggunakan model indeks tunggal dengan menggunakan rumus. Hartono.(2003)³ :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{im} + e_i \quad (3.1)$$

$$R_i = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (3.2)$$

³ Hartono, Jogiyanto. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi ketiga, Yogyakarta : BPFE, 2003.

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (3.3)$$

Keterangan:

R_i : Return Saham i

R_m : Return indeks pasar

P_{it} : Harga saham i pada bulan ke t

P_{it-1} : Harga saham i pada bulan ke t-1

$IHSG_t$: Indeks Harga Saham Gabungan pada saat ke t

$IHSG_{t-1}$: Indeks Harga Saham Gabungan pada saat ke t-1

Karena sifat pasar modal di Indonesia yang merupakan pasar modal sedang berkembang (*emerging market*), maka tidak setiap hari suatu saham diperdagangkan sehingga menyebabkan adanya perdagangan yang tidak sinkron. Untuk menutupi hal tersebut penelitian ini menggunakan data beta koreksi yang diambil dari database BEJ, yang merupakan data rata-rata bulanan pada setiap tahunnya.

5.2.2 Leverage Operasi

Derajat *leverage* operasi (*degree of operating leverage*) bisa diartikan sebagai efek perubahan *operating income* terhadap perubahan penjualan. Secara formal, *degree of operating leverage* (DOL) bisa dituliskan sebagai berikut (Weston and Copeland;1995)⁴:

⁴ Weston, J. Fred., dan Thomas E. Copeland. *Manajemen Keuangan*, Edisi kesembilan, Jilid satu, Trans. A. Jaka Wasana dan Kibrandoko, Jakarta : Binarupa Aksara, 1997.

Δ Laba (*net operating income*)

DOL = -----

Δ Penjualan

5.2.3 Konjungtur Ekonomi

Konjungtur ekonomi menunjukkan sampai seberapa besar keberadaan perusahaan dipengaruhi oleh kondisi ekonomi, yang juga turut mempengaruhi perusahaan-perusahaan yang lain secara umum. Perbaikan pada kondisi perekonomian akan menyebabkan kondisi yang menguntungkan bagi perusahaan, dan sebaliknya. Konjungtur ekonomi dalam penelitian ini diukur dari rata-rata perubahan pada profitabilitas perusahaan dibagi dengan rata-rata pertumbuhan ekonomi nasional. Perhitungan konjungtur dapat dinotasikan sebagai berikut⁵:

Perhitungan konjungtur dapat dinotasikan sebagai berikut⁶:

$$\text{Konjungtur} = \frac{\Delta \text{NI}}{\Delta \text{GDP}}$$

Keterangan:

Δ NI : perubahan profitabilitas perusahaan (*net income*)

Δ GDP : perubahan *Gross Domestic Product*

5.2.4 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan salah satu ukuran akuntansi yang berpengaruh terhadap risiko sistematis. Menurut Francis (1986) dan Elton dan Gruber (1995), perusahaan besar

⁵ Ibid

⁶ Ibid

memiliki risiko yang lebih kecil apabila dibandingkan dengan perusahaan kecil⁷. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan nilai logaritma dari nilai pasar saham, yang berarti ukuran ini tidak melibatkan unsur hutang dalam perhitungannya.⁸

SIZE = log (harga saham)

6. Metode Analisis

6.1 Model Regresi

Penelitian ini mencoba untuk menganalisis pengaruh leverage operasi, konjungtur, dan ukuran perusahaan terhadap risiko sistematis pada perusahaan-perusahaan industri *real estate* dan *property* selama periode 2002-2005. Model regresi yang digunakan untuk menganalisis bagaimana pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dapat dirumuskan sebagai berikut⁹:

$$Y = a + b_1 X_1 + \dots + b_n X_n + e_i$$

Keterangan:

Y = variabel dependen

$X_1 - X_n$ = variabel independen

a = konstanta

$b_1 - b_3$ = koefisien regresi

e_i = kesalahan prediksi

⁷ Francis, J.C. *Investment: Analysis and Management*. 4th edition. New York : McGraw-Hill, 1986.

⁸ Miswanto dan Husnan. *The Effect of Operating Leverage, Cyclicity and Firm Size on Business*, 1999.

⁹ Gujarati, Damodar. *Basic Econometrika*, Singapore : Mc Graw Hill. 1999.

Dalam penelitian ini, analisis regresi yang dilakukan menggunakan 3 variabel independen dengan risiko sistematis sebagai variabel dependen-nya. Persamaan yang digunakan dalam penelitian ini dapat dinotasikan sebagai berikut¹⁰:

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + e_i$$

Keterangan:

Y = risiko sistematis

X1 = leverage operasi

X2 = konjungtur ekonomi

X3 = ukuran perusahaan

a = konstanta

$b_1 - b_3$ = koefisien regresi

e = kesalahan prediksi

6.2 Uji Asumsi Klasik

Sebelum menggunakan metode analisis data, penulis lebih dahulu menguji data variabel bebas yang diuji dengan uji validitas melalui multiple regresi, yang menguji variabel bebas mana yang layak untuk di ikut sertakan pada uji selanjutnya. Kemudian langkah selanjutnya adalah menggunakan analisis regresi dan korelasi.

Pengujian hipotesis dilakukan dengan uji t dan uji F. Sebelum dilakukan pengujian hipotesis sebelumnya dilakukan asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik penting dilakukan agar diperoleh parameter yang valid dan handal. Pengujian asumsi klasik terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas.

¹⁰ ibid

6.2.1 Uji Normalitas

Asumsi bahwa data yang digunakan adalah berdistribusi normal, diperlukan untuk mengarahkan statistical test (uji signifikansi) dari variabel-variabel independen (Koutsoyianis, 1985)¹¹. Jika hal ini diabaikan maka model regresi tetap tidak bias dan bagus, namun kita tidak dapat menguji keandalan atau signifikansi variabel-variabel independen dengan menggunakan uji F, uji t, dan lain sebagainya. Alasan itulah yang mendasari perlunya dilakukan uji distribusi normal.

Beberapa metode yang bisa digunakan diantaranya jika menggunakan program SPSS dapat memakai metode Kolmogorov-Smirnov (uji Lilliefors) atau dengan melihat Skewness dan Kurtosis dari keseluruhan variabel. Pada penelitian kali ini menggunakan Metode Kolmogorov-Smimov (uji Lilliefors), menurut Santoso (2003)¹², pedoman pengambilan keputusan normal atau tidak sebuah distribusi data:

1. Nilai sig. Atau signifikansi atau probabilitas $< 0,05$, distribusi adalah tidak normal.
2. Nilai Sig. Atau signifikansi atau probabilitas $> 0,05$, distribusi adalah normal

6.2.2 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi ini dapat didefinisikan sebagai korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti dalam data *time series*) atau ruang (seperti dalam data *cross section*). Penelitian ini menggunakan data pooling (*pooling time series*) yang

¹¹ Koutsoyianis, *Theory of Econometrics*. London & Basingstoke. The Macmillan Press Lt, 1985.

¹² Santoso, Singgih. Mengatasi Masalah Statistik dengan SPSS versi 11,5, Penerbit, Gramedia, 2004.

menggabungkan antara data *time series* dan data *cross section*, sehingga perlu dilakukan uji autokorelasi. Gujarati (1995)¹³

Akibat-akibat yang terjadi pada penaksir-penaksir apabila metode kuadrat terkecil diterapkan pada data mengandung autokorelasi yaitu variabel dari taksiran kuadrat terkecil akan bias kebawah (*biased downwards*) atau *underestimate*. Pengujian ada tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan uji *Durbin-Watson* (DW Test) dimana nilai DW table (d_u dan d_L) ditentukan pada tingkat signifikansi atau $\alpha = 5\%$ dan derajat kebebasan atau $df = k$ (jumlah variabel independen), jumlah = n (Gujarati, 1995). Kriteria pengujian adalah :

1. Nilai $d_{hit} < d_L$ terdapat autokorelasi
1. Nilai $d_U \leq d_{hit} \leq d_L$ tidak dapat disimpulkan
2. Nilai $d_U \leq d_{hit} \leq 4 - d_U$ tidak ada autokorelasi
3. Nilai $4 - d_U \leq d_{hit} \leq 4 - d_L$ tidak dapat disimpulkan
4. Nilai $d_{hit} > d_L$ terdapat autokorelasi

6.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji asumsi ini bertujuan untuk mengetahui adanya korelasi antara error term dengan variabel dependen. Varian dari Y meningkat dengan meningkatnya X, dalam hal ini varian Y tidak sama. Jadi terdapat heteroskedastisitas. Apabila semua asumsi model regresi linier klasik dipenuhi, maka penaksir OLS (*Ordinary Least Square*) adalah BLUE (*Best Linear Unbiased Estimated*) artinya dalam kelas semua penaksir tidak bias linier, mereka mempunyai varian yang minimum efisien. Gujarati (1995)¹⁴,

¹³ Gujarati, Damodar, *Basic Econometrics*, 3th ed, Mc Graw-Hill Inc, International Edition, 1995.

¹⁴ Ibid

6.2.4 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas berarti adanya hubungan linear yang sempurna atau pasti, diantara beberapa atau semua variabel yang menjelaskan dari model regresi (Gujarati, 1995)¹⁵. Konsekuensi dari adanya multikolinearitas adalah: apabila ada kolinearitas sempurna diantara variabel independen, koefisien regresinya tidak tertentu dan kesalahan standarnya tidak terhingga. Jika kolinearitas tingkatnya tinggi tetapi tidak sempurna, penaksiran koefisien regresi adalah mungkin, tetapi kesalahan standarnya cenderung besar. Hal ini mengakibatkan nilai populasi dari koefisien tidak dapat ditaksir dengan tepat.

Adanya multikolinearitas diantara variabel-variabel independen secara statistik tidak signifikan, sehingga kita tidak dapat mengetahui variabel independen yang mempengaruhi variabel dependen. Indikator adanya multikolinearitas :

Pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinearitas, menurut Hair, Jr., Joseph F. et.al. (1995)¹⁶ adalah :

1. Mempunyai VIF yang tidak melebihi angka 10, karena jika melebihi maka ini berarti terjadi persoalan multikolinearitas.
2. Mempunyai angka Tolerance mendekati 0,1
3. Besaran Korelasi antar variabel independen.

Pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinearitas adalah : Koefisien korelasi antar variabel independen haruslah lemah, terdapat problem multikolinearitas yang berat jika

¹⁵ ibid

¹⁶ Hair Jr, J.F. Anderson. RE. Latham R.E. and Black W.C. *Multivariate data Analysis With Reading*. New Jersey : Prentice Hall. 1995.

korelasi parsial antara variabel independen (X) lebih besar dari 0,8. Jika korelasi kuat, maka terjadi problem multikolinearitas (Gujarati, 1995)¹⁷.

Jika terjadi Multikolinearitas maka bisa diperbaiki dengan mengeluarkan salah satu variabel independen yang mempunyai korelasi yang kuat. Istilah multikolinearitas digunakan untuk menunjukkan adanya hubungan linear diantara variabel-variabel bebas dalam model regresi. Bila variabel-variabel bebas berkorelasi secara sempurna, maka metode kuadrat terkecil tidak dapat digunakan. Adanya multikolinearitas mengakibatkan penaksir-penaksir kuadrat terkecil menjadi tidak efisien. Oleh karena itu, masalah multikolinearitas harus dianggap sebagai satu kelemahan (*black mark*) yang mengurangi keyakinan dalam uji signifikansi konvensional terhadap penaksir-penaksir kuadrat terkecil.

6.3 Uji Hipotesis

Hipotesa yang telah disebutkan pada bab II kemudian diuji baik secara simultan (Uji-F) atau secara parsial (Uji-t).

6.3.1 Uji F

Uji-F dilakukan untuk menguji apakah variabel leverage operasi, konjungtur, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh terhadap risiko sistematis. Hipotesa :

1. $H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = 0$ artinya secara simultan tidak terdapat pengaruh dari leverage operasi (LO), konjungtur ekonomi (KE) dan ukuran perusahaan (UP) terhadap risiko sistematis.

¹⁷ Gujarati, Damodar, *Basic Econometrics*, 3th ed, Mc Graw-Hill Inc, International Edition, 1995.

2. $H_a : b_1, b_2, b_3 > 0$ artinya secara simultan terdapat pengaruh yang signifikan dari leverage operasi (LO), konjungtur ekonomi (KE) dan ukuran perusahaan (UP) terhadap risiko sistematis.

Kaidah pengambilan keputusan adalah:

1. Apabila nilai probabilitas (p) F-hitung $< \alpha = 5\%$, maka hipotesis yang diajukan (H_a) diterima.
2. Apabila nilai probabilitas (p) F-hitung $> \alpha = 5\%$, maka hipotesis yang diajukan (H_a) ditolak.

Dari model regresi multiple tersebut dihitung koefisien korelasi multiple untuk mengetahui hubungan antara variabel dependen (Y) dengan variabel independen ($X_1 - X_3$). Untuk membuktikan tingkat pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen digunakan uji F.

Selanjutnya untuk menganalisa hubungan antara variable dependen dan variable independen yang mempengaruhinya, maka dibuatlah suatu persamaan regresi linear berganda dengan model sebagai berikut :

$$\hat{Y} = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + \varepsilon$$

Dimana :

Y = variabel Risiko Sistematis

X_1 = variabel leverage operasi

X_2 = variabel Konjungtur ekonomi

X_3 = variabel Ukuran Perusahaan

a = *interception point*

b = koefisien regresi ε = error

6.3.2 Uji t

Uji-t dilakukan untuk menguji apakah variabel leverage operasi, konjungtur ekonomi dan ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh terhadap risiko sistematis (beta). Hipotesa :

1. $H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = 0$ artinya secara parsial tidak terdapat pengaruh dari leverage operasi (LO), konjungtur ekonomi (KE) dan ukuran perusahaan (UP) terhadap risiko sistematis.
2. $H_a : b_1, b_2, b_3 > 0$ artinya secara parsial terdapat pengaruh yang signifikan dari leverage operasional (LO), konjungtur ekonomi (KE) dan ukuran perusahaan (UP) terhadap risiko sistematis.

Kaidah pengambilan keputusan adalah:

1. Apabila nilai probabilitas (p) t-hitung $< \alpha = 5\%$, maka hipotesis yang diajukan (H_a) diterima.
2. Apabila nilai probabilitas (p) t-hitung $> \alpha = 5\%$, maka hipotesis yang diajukan (H_a) ditolak.

6.3.3 Uji Hipotesis

Uji dilakukan untuk mengetahui pengaruh dominan variabel, pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai standarized coefficient beta dari masing-masing variabel independen. Nilai tertinggi dari *standarized coefficient beta* suatu variabel independen menunjukkan pengaruh yang dominan dari variabel tersebut terhadap risiko sistematis.

BAB IV

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

1. Gambaran Umum Responden

Berikut ini adalah profil singkat dari sampel penelitian yang terdiri dari perusahaan sektor real estate yang sudah melakukan go publik dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 2003-2005

Tabel 4.1
Perusahaan Sektor Real Estate

No	Perusahaan	Listed
1	PT. Ciputra	28 Maret 1994
2	PT. Dharmala Intiland	04 September 1991
3	PT. Duta Pertiwi	02 November 1994
4	PT. Jakarta Int Hotel	29 Februari 1994
5	PT. Jaya Real Property	29 Juni 1994
6	PT. Kawasan Industri	10 Januari 1995
7	PT. Lippo Karawaci	28 Juni 1996
8	PT. Mulialand	28 Juli 1994
9	PT. Putra Surya Perkasa	28 Maret 1994
10	PT. Suryamas Duta Makmur	15 Juni 1996
11	PT. Cipto Jaya	19 Mei 1999
12	PT. Bakri Land	30 Oktober 1995
13	PT. Jakarta Setiabudi	12 Januari 1998
14	PT. Lamicitra	18 Juli 2001
15	PT. Lippo Cikarang	24 Juli 1997
16	PT. Pudjiadi Prestige	18 November 1994
17	PT. Panca Wiratama	10 Maret 1994
18	PT. Ristia Bintang	19 Desember 1997
19	PT. Surya Inti Permata	8 Januari 1998
20	PT. Sumarecon Agung	7 Mei 1990

Sumber: laporan JSX

2. Analisis

2.1 Statistik Deskriptif

Hasil pengujian dengan menggunakan statistik deskriptif yang menunjukkan nilai minimum, maksimum, dan rata-rata terhadap variabel penelitian {resiko sistematis (β)}

leverage operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan} akan dibahas pada sub-bab berikut ini.

2.1.1 *Leverage* Operasi

Leverage operasi diukur dengan menggunakan perbandingan antara presentase perubahan laba operasi dengan presentase perubahan pendapatan yang dalam penelitian ini digunakan penjualan. Berikut ini disajikan data statistik deskriptif *leverage* operasi perusahaan sampel selama periode 2002-2005.

Tabel 4.2
***Leverage* Operasi**
Tahun 2002-2005

No	Perusahaan	Tahun			
		2002	2003	2004	2005
1	PT. Ciputra	0.009	-0.456	-0.247	-0.29
2	PT. Dharmala Intiland	-0.066	-0.278	-0.135	-0.671
3	PT. Duta Pertiwi	2.278	-0.48	-0.165	-0.241
4	PT. Jakarta Int Hotel	-0.923	-0.298	-2.269	-0.301
5	PT. Jaya Real Property	-1.053	-1.325	-0.019	-0.384
6	PT. Kawasan Industri	0.309	-1.003	-0.227	-0.295
7	PT. Lippo Karawaci	-0.012	0.107	-0.539	2.09
8	PT. Mulialand	-3.727	1.171	2.178	-0.067
9	PT. Putra Surya Perkasa	-0.991	0.091	-1.731	-1.279
10	PT. Suryamas Duta Makmur	-0.351	-0.016	0.353	-0.039
11	PT. Cipto Jaya	0.096	-0.005	-0.021	-0.494
12	PT. Bakri Land	-0.246	0.557	0.163	-0.164
13	PT. Jakarta Setiabudi	1.014	0.749	-0.611	1.026
14	PT. Lamicitra	1.03	-0.006	0.783	-0.552
15	PT. Lippo Cikarang	2.048	3.258	1.639	2.404
16	PT. Pudjiadi Prestige	0.156	0.399	0.329	-0.49
17	PT. Panca Wiratama	-0.135	-2.931	1.952	-1.257
18	PT. Ristia Bintang	0.495	-0.803	0.201	-0.092
19	PT. Surya Inti Permata	1.079	-0.429	-0.575	-0.877
20	PT. Sumarecon Agung	1.576	-0.325	0.264	-0.003
	Rata-rata	0.1293	-0.1011	0.06615	-0.0988
	Maksimum	2.278	3.258	2.178	2.404
	Minimum	-3.727	-2.931	-2.269	-1.279

Sumber: Laporan keuangan diolah

Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada Tabel 4.1, pada tahun 2002 rata-rata *leverage* operasi menunjukkan nilai sebesar 0,1293. Rata-rata sebesar ini menunjukkan

bahwa pada umumnya perusahaan Industri *Real Estate* dan *Property* memiliki perubahan laba operasi yang lebih rendah apabila dibandingkan perubahan terhadap penjualan. Pada periode ini *leverage* operasi minimum dihasilkan oleh PT Mulialand, Tbk. yaitu sebesar -3,727 dan *leverage* operasi maksimum dihasilkan oleh PT Duta Pertiwi, Tbk. yaitu sebesar 2,278. *Leverage* operasi bernilai negatif menunjukkan bahwa perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan yang disebabkan oleh penurunan laba atau penjualan.

Pada tahun 2003 rata-rata *leverage* operasi perusahaan Industri *Real Estate* dan *Property* menunjukkan nilai sebesar -0,101. Rata-rata sebesar ini turun apabila dibandingkan dengan rata-rata tahun sebelumnya. Pada periode ini *leverage* operasi minimum dihasilkan oleh PT Panca Wiratama, Tbk. yaitu sebesar -2,931 dan *leverage* operasi maksimum dihasilkan oleh PT Lippo Cikarang, Tbk. yaitu sebesar 3,258.

Pada tahun 2004 rata-rata *leverage* operasi menunjukkan nilai sebesar 0,066. Rata-rata sebesar ini menunjukkan bahwa pada umumnya perusahaan Industri *Real Estate* dan *Property* memiliki perubahan laba operasi yang hampir sama besar apabila dibandingkan perubahan terhadap penjualan. Pada periode ini *leverage* operasi minimum dihasilkan oleh PT Jakarta Int'l Hotel Tbk. yaitu sebesar -2,269 dan *leverage* operasi maksimum dihasilkan oleh PT Mulialand, Tbk. yaitu sebesar 2,178.

Pada tahun 2005 rata-rata *leverage* operasi menunjukkan nilai sebesar -0,098. Rata-rata sebesar ini menunjukkan bahwa pada umumnya perusahaan Industri *Real Estate* dan *Property* memiliki perubahan laba operasi yang lebih rendah apabila dibandingkan perubahan terhadap penjualan. Pada periode ini *leverage* operasi minimum dihasilkan oleh PT Putra Surya Perkasa Tbk. yaitu sebesar -1,279 dan *leverage* operasi maksimum dihasilkan oleh PT Lippo Cikarang Tbk. yaitu sebesar 2,404.

2.1.2 Konjungtur Ekonomi

Konjungtur ekonomi menunjukkan sampai seberapa besar keberadaan perusahaan dipengaruhi oleh kondisi ekonomi, yang juga turut mempengaruhi perusahaan-perusahaan yang lain secara umum. Konjungtur ekonomi dalam penelitian ini diukur dari rata-rata perubahan pada profitabilitas perusahaan dibagi dengan rata-rata pertumbuhan ekonomi nasional. Berikut ini disajikan data statistik deskriptif konjungtur ekonomi yang dialami oleh perusahaan sampel selama periode 2002-2005.

Tabel 4.3
Konjungtur Ekonomi
Tahun 2002-2005

No	Perusahaan	Tahun			
		2002	2003	2004	2005
1	PT. Ciputra	0.02	1.425	0.454	1.344
2	PT. Dharmala Intiland	-0.099	0.364	0.122	0.582
3	PT. Duta Pertiwi	2.253	-4.252	-0.638	-0.032
4	PT. Jakarta Int Hotel	0.556	-0.054	-0.642	0.569
5	PT. Jaya Real Property	-0.201	1.002	-0.011	0.57
6	PT. Kawasan Industri	0.615	-0.905	-0.677	2.122
7	PT. Lippo Karawaci	-0.004	2.927	-1.151	0.444
8	PT. Mulialand	-1.069	-1.874	-0.488	-0.059
9	PT. Putra Surya Perkasa	-0.325	-0.07	-1.178	1.714
10	PT. Suryamas Duta Makmur	0.102	0	0.099	-0.011
11	PT. Cipto Jaya	-0.001	0	0	0.001
12	PT. Bakri Land	0.021	0.059	0.276	0.355
13	PT. Jakarta Setiabudi	-2.306	-1.311	-0.269	-0.027
14	PT. Lamicitra	-0.075	-0.003	0.055	0.049
15	PT. Lippo Cikarang	0.056	0.407	0.538	-0.28
16	PT. Pudjiadi Prestige	-0.072	0.14	-0.079	-0.035
17	PT. Panca Wiratama	0.006	-0.012	0.029	0.028
18	PT. Ristia Bintang	-0.017	-0.034	0.005	-0.013
19	PT. Surya Inti Permata	0.019	0.322	0.929	0.343
20	PT. Sumarecon Agung	-0.262	1.458	0.462	-0.006
	Rata-rata	-0.0391	-0.0205	-0.108	0.3829
	Maksimum	2.253	2.927	0.929	2.122
	Minimum	-2.306	-4.252	-1.178	-0.28

Sumber: Laporan keuangan diolah

Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada tabel 4.2 di atas, pada tahun 2002 rata-rata konjungtur ekonomi menunjukkan nilai sebesar -0,0391. Rata-rata bernilai negatif hal ini menunjukkan bahwa rata-rata pertumbuhan laba bersih perusahaan bernilai lebih rendah

daripada rata-rata pertumbuhan perekonomian nasional. Pada periode ini konjungtur minimum dihasilkan oleh PT Jakarta Setiabudi Tbk. yaitu sebesar -2,306 dan konjungtur ekonomi maksimum dihasilkan oleh PT Duta Pertiwi, Tbk. yaitu sebesar 2,253. Konjungtur ekonomi bernilai negatif menunjukkan bahwa efisiensi internal perusahaan dalam menghasilkan laba masih bernilai lebih kecil apabila dibandingkan dengan pertumbuhan perekonomian nasional.

Pada tahun 2003 rata-rata konjungtur ekonomi menunjukkan nilai sebesar -0,0205, tahun 2004 menunjukkan nilai sebesar -0,1082 dan tahun 2005 menunjukkan nilai 0,3829. Konsisten dengan hasil pengujian terhadap leverage operasi, rata-rata konjungtur ekonomi perusahaan sampel selama tahun 2002-2005 juga cenderung mengalami penurunan yang disebabkan karena penurunan profitabilitas perusahaan. Pada tahun 2003 konjungtur ekonomi minimum dihasilkan oleh PT Duta Pertiwi, Tbk. yaitu sebesar -4,252 dan konjungtur ekonomi maksimum dihasilkan oleh PT Lippo Karawaci, Tbk. yaitu sebesar 2,927. Pada tahun 2004 konjungtur ekonomi minimum dihasilkan oleh PT Putra Surya Perkasa, Tbk. yaitu sebesar -1,178 dan konjungtur ekonomi maksimum dihasilkan oleh PT Surya Inti Permata, Tbk. yaitu sebesar 0,929. Pada tahun 2005 konjungtur ekonomi minimum dihasilkan oleh PT Lippo Cikarang, Tbk. yaitu sebesar -0,26 dan konjungtur ekonomi maksimum dihasilkan oleh PT Kawasan Industri Tbk. yaitu sebesar 2,122

2.1.3 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Pada perusahaan besar dengan total aktiva yang banyak akan lebih berani untuk menggunakan modal dari pinjaman (*debt financing*) dalam membelanjai seluruh aktiva baik aktiva tetap maupun aktiva lancar yang digunakan untuk perluasan usaha, dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil ukurannya.

Tabel 4.4
Firm Size
Tahun 2002-2005

No	Perusahaan	Tahun			
		2002	2003	2004	2005
1	PT. Ciputra	1.903	2.613	2.677	2.477
2	PT. Dharmala Intiland	1.544	1.903	2.279	2.267
3	PT. Duta Pertiwi	2.512	2.916	2.903	2.813
4	PT. Jakarta Int Hotel	2.813	2.860	2.643	2.643
5	PT. Jaya Real Property	2.602	3.366	3.176	3.276
6	PT. Kawasan Industri	1.699	1.740	2.061	1.954
7	PT. Lippo Karawaci	2.146	2.290	3.211	3.243
8	PT. Mulialand	3.204	2.845	2.829	2.829
9	PT. Putra Surya Perkasa	1.176	1.176	1.176	1.477
10	PT. Suryamas Duta Makmur	1.544	1.602	2.000	2.041
11	PT. Cipto Jaya	1.653	1.778	2.000	1.740
12	PT. Bakri Land	1.176	1.699	2.447	2.190
13	PT. Jakarta Setiabudi	2.845	2.845	2.845	2.845
14	PT. Lamicitra	2.176	1.740	1.978	1.903
15	PT. Lippo Cikarang	1.954	2.243	2.591	2.462
16	PT. Pudjiadi Prestige	2.322	2.279	2.484	2.190
17	PT. Panca Wiratama	1.699	1.813	1.544	2.061
18	PT. Ristia Bintang	1.740	1.778	2.021	1.778
19	PT. Surya inti Permata	1.813	2.267	2.332	2.279
20	PT. Sumarecon Agung	2.000	2.760	2.796	2.869
	Rata-rata	2.026	2.226	2.400	2.367
	Maksimum	3.204	3.366	3.211	3.276
	Minimum	1.176	1.176	1.176	1.477

Sumber: Laporan keuangan diolah

Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada Tabel 4.3 di atas, pada tahun 2002 rata-rata ukuran perusahaan menunjukkan nilai sebesar 2,026, pada tahun 2003 menunjukkan nilai sebesar 2,226, tahun 2004 sebesar 2,400 dan pada tahun 2005 sebesar 2,367. Selama empat tahun periode penelitian (2002-2005), rata-rata ukuran perusahaan menunjukkan trend kenaikan. Hal tersebut terutama disebabkan karena peningkatan modal perusahaan karena kenaikan atas nilai pasar saham. Ukuran perusahaan minimum pada tahun 2002 sebesar 1,176 dihasilkan oleh PT Bakrie Land Tbk, tahun 2003 dan 2004 sebesar 1,176 dihasilkan oleh PT. Putra Surya Perkasa dan tahun 2005 sebesar 1,477 oleh PT. Putra Surya Perkasa Tbk. Ukuran perusahaan maksimum tahun 2002 dihasilkan oleh PT Mulialand Tbk. yaitu sebesar 3,204, tahun 2003 dihasilkan oleh PT Jaya Real Property Tbk. yaitu sebesar 3,366,

tahun 2004 dihasilkan oleh PT Lippo Karawaci Tbk. yaitu sebesar 3,211 dan tahun 2005 dihasilkan oleh PT Jaya Real Property Tbk. yaitu sebesar 3,276

2.1.4 Risiko Sistematis

Risiko sistematis yang diwakili oleh beta (β) menunjukkan ukuran sensitifitas *return* saham terhadap *return* pasar. Nilai beta digunakan sebagai alat pengukur tingkat kepekaan suatu *return* saham terhadap suatu kondisi yang dampaknya dirasakan oleh semua perusahaan. Semakin besar sensitifitas suatu *return* saham terhadap suatu risiko sistematis semakin besar pula beta saham, demikian pula sebaliknya, semakin kecil sensitifitas *return* saham semakin kecil pula beta saham tersebut. Berikut ini disajikan data statistik deskriptif beta saham perusahaan sampel selama periode 2002-2005.

Tabel 4.5
Risiko Sistematis
Tahun 2002-2005

No	Perusahaan	Tahun			
		2002	2003	2004	2005
1	PT. Ciputra	-0.19	2.309	1.401	0.769
2	PT. Dharmala Intiland	0.125	1.135	0.594	1.815
3	PT. Duta Pertiwi	-0.094	2.071	0.867	1.323
4	PT. Jakarta Int Hotel	0.117	0.826	1.067	1.204
5	PT. Jaya Real Property	0.226	2.113	0.478	1.35
6	PT. Kawasan Industri	-0.711	1.139	2.482	4.258
7	PT. Lippo Karawaci	0.298	0.757	1.453	-0.023
8	PT. Mulialand	0.09	-0.488	0.011	0
9	PT. Putra Surya Perkasa	0.056	0	0	8.354
10	PT. Suryamas Duta Makmur	0.248	1.095	-1.666	4.082
11	PT. Cipto Jaya	-0.075	1.444	0.539	0.539
12	PT. Bakri Land	0.066	2.398	2.506	1.721
13	PT. Jakarta Setiabudi	-0.035	0	0	0
14	PT. Lamicitra	-0.077	1.81	0.304	0.21
15	PT. Lippo Cikarang	0.154	1.099	1.226	-0.039
16	PT. Pudjiadi Prestige	-0.037	0.425	1.187	0.671
17	PT. Panca Wiratama	0.022	0.59	0.096	2.781
18	PT. Ristia Bintang	-0.32	1.28	0.868	0.236
19	PT. Surya Inti Permata	-0.121	2.5	0.807	2.035
20	PT. Sumarecon Agung	0.266	2.649	1.022	1.295
	Rata-rata	0.0004	1.2576	0.7621	1.62905
	Maksimum	0.298	2.649	2.506	8.354
	Minimum	-0.711	-0.488	-1.666	-0.039

Sumber: Laporan keuangan diolah

Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada Tabel 4.4 di atas, pada tahun 2002 rata-rata beta saham menunjukkan nilai sebesar 0,0004. Rata-rata bernilai positif menunjukkan bahwa pada umumnya harga saham perusahaan industri *real estate* dan *property* memiliki sensitivitas yang searah dengan tingkat pengembalian pasar (*return market*). Hal ini menunjukkan apabila pengembalian pasar memiliki trend positif maka juga akan diikuti oleh kenaikan *return* individual saham. Pada periode tersebut ini beta minimum dihasilkan oleh PT Kawasan Industri JABABEKA Tbk. sebesar -0,711 sedangkan nilai maksimum dihasilkan oleh PT Lippo Karawaci Tbk. sebesar 0,298.

Pada tahun 2003, rata-rata beta saham menunjukkan nilai sebesar 1,2576. Pada periode ini rata-rata juga masih bernilai positif yang menunjukkan bahwa harga saham perusahaan industri *real estate* dan *property* memiliki sensitivitas yang searah dengan tingkat pengembalian pasar (*return market*). Pada periode ini nilai beta minimum dihasilkan oleh PT Mulialand Tbk. sebesar -0,488 sedangkan nilai maksimum dihasilkan oleh PT Sumarecon Agung Tbk. sebesar 2,649.

Pada tahun 2004, rata-rata beta saham masih bernilai positif dengan nilai sebesar 0,7621. Nilai beta minimum dihasilkan oleh PT Suryamas Duta Makmur Tbk. sebesar -0,166 sedangkan nilai maksimum dihasilkan oleh PT Bakrie Land, Tbk. sebesar 2,506.

Pada tahun 2005, rata-rata beta saham menunjukkan nilai sebesar 1,6290. Pada periode ini rata-rata juga masih bernilai positif yang menunjukkan bahwa harga saham perusahaan industri *real estate* dan *property* memiliki sensitivitas yang searah dengan tingkat pengembalian pasar (*return market*). Pada periode ini nilai beta minimum dihasilkan oleh PT Lippo Cikarang Tbk. sebesar -0,039 sedangkan nilai maksimum dihasilkan oleh PT Putra Surya Perkasa Tbk. sebesar 8,354.

2.2 Hasil Uji Asumsi Klasik

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji regresi linier berganda. Untuk dapat diperoleh model regresi yang terbaik, maka dibutuhkan sifat tidak bias linier terbaik (*BLUE/Best Linear Unbiased Estimator*) dari penaksir atau prediktor. Serangkaian uji dapat dilakukan agar persamaan regresi yang terbentuk dapat memenuhi persyaratan *BLUE* ini, yaitu uji normalitas, uji gejala multikolinieritas, uji gejala autokorelasi, dan uji gejala heteroskedastisitas.

2.2.1 Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan ingin mengetahui apakah distribusi sebuah data mengikuti atau mendekati distribusi normal, yakni distribusi data dengan bentuk lonceng (*bell shaped*). Data yang baik adalah data yang mempunyai pola seperti distribusi normal, yakni distribusi data tidak menceng ke kiri atau menceng ke kanan.

Asumsi bahwa data yang digunakan adalah berdistribusi normal, diperlukan untuk mengarahkan statistical test (uji signifikansi) dari variabel-variabel independen (Koutsoyianis, 1985). Jika hal ini diabaikan maka model regresi tetap tidak bias dan bagus, namun kita tidak dapat menguji keandalan atau signifikansi variabel-variabel independen dengan menggunakan uji F, uji t, dan lain sebagainya. Alasan itulah yang mendasari perlunya dilakukan uji distribusi normal.

Beberapa metode yang bisa digunakan diantaranya jika menggunakan program SPSS dapat memakai metode Kolmogorov-Smirnov (uji Lilliefors) atau dengan melihat Skewness dan kurtosis dari keseluruhan variabel. Pada penelitian kali ini menggunakan Metode Kolmogorov-Smirnov (uji Lilliefors), menurut Santoso (2003), pedoman pengambilan keputusan normal atau tidak sebuah distribusi data:

1. Nilai sig. atau signifikansi atau probabilitas < 0,05, distribusi adalah tidak normal.
2. Nilai Sig. Atau signifikansi atau probabilitas > 0,05, distribusi adalah normal

Pengujian normalitas data dilakukan menggunakan *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test* dengan $\alpha = 5\%$. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 4.5 berikut ini.

Tabel 4.6
Hasil Uji Normalitas

Variabel	Probabilitas	Keterangan
Beta (Y)	0.064	Normal
Leverage (X1)	0.082	Normal
Konjungtur (X2)	0.127	Normal
Ukuran perusahaan (X3)	0.168	Normal

Sumber data: Hasil Olah SPSS R 14, tahun 2006

Berdasarkan hasil pengujian terhadap kenormalan data pada Tabel 4.5 di atas, masing-masing variabel penelitian menunjukkan nilai probabilitas yang lebih besar dari 0,05. Berdasarkan hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal.

2.2.2 Hasil Uji Gejala Multikolinieritas

Analisis ini dimaksudkan untuk mengetahui variabel bebas yang satu tidak boleh mempunyai hubungan kuat atau berkorelasi tinggi dengan variabel bebas yang lainnya dalam suatu model (Santoso, 2003)

Dalam uji multikolinieritas ini ada 3 (tiga) variabel bebas yang diuji dari masing-masing objek penelitian dan pengujian dilakukan dengan cara mendeteksi diantara seluruh variabel, mana yang memiliki korelasi yang tinggi. Bila dari hasil pengujian dengan VIF menunjukkan bahwa masing-masing variabel bebas tersebut memiliki *Tolerance Value* kurang dari 0,10 dan nilai VIF nya lebih dari 10, maka variabel tersebut di eliminasi.

Dari hasil pengujian multikolinieritas, terlihat tidak ada variable yang tereliminasi. sehingga semua variabel bebas dapat dipakai untuk penelitian selanjutnya. Berikut ini adalah hasil multikolinieritas sebelum proses eliminasi.

Tabel 4.7
Hasil Uji Gejala Multikolinieritas

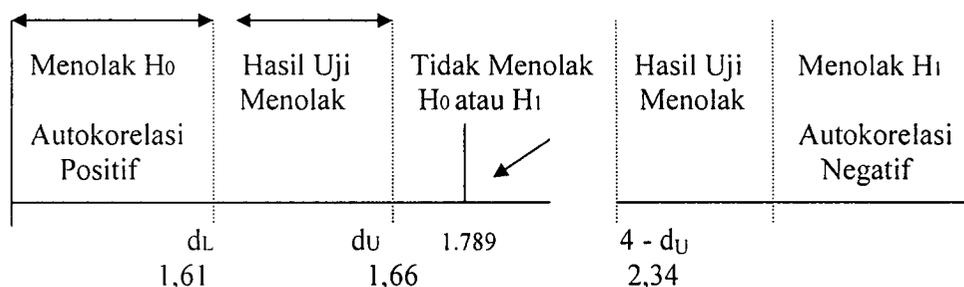
Variabel	Tolerance	VIF
Leverage (X1)	0.995	1.005
Konjungtur (X2)	0.995	1.005
Ukuran perusahaan (X3)	0.999	1.001

Sumber data: Hasil Olah SPSS R 14, tahun 2006

2.2.3 Hasil Uji Gejala Autokorelasi

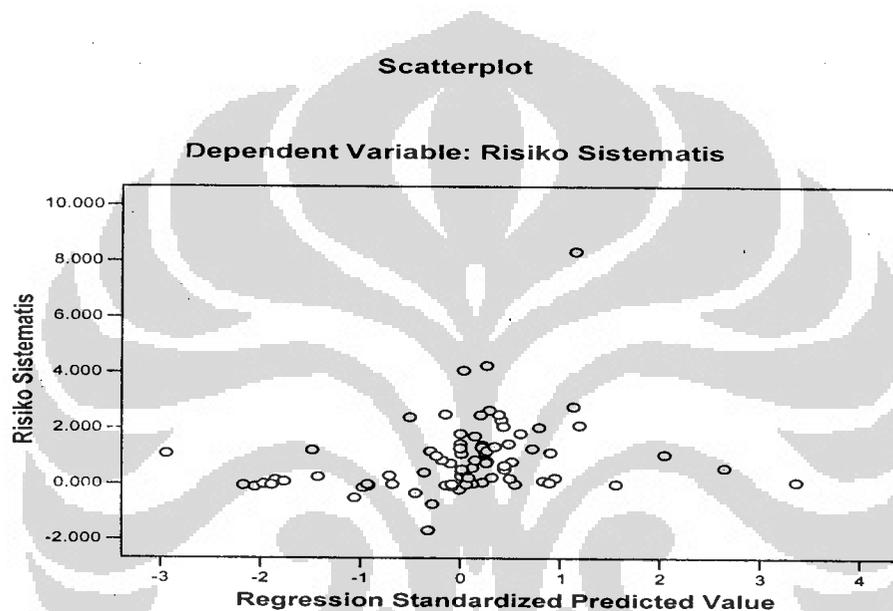
Autokorelasi yaitu adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul (error term) pada data runtun waktu (time series). Apabila terjadi gejala autokorelasi maka estimator least square (BLUE) menjadi tidak efisien, sehingga koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak akurat. Hasil pengujian dengan menggunakan Durbin-Watson Statistic (DW) menunjukkan nilai DW-hitung sebesar 1,789. Nilai Tabel DW untuk data observasi (n) sebanyak 80 dan variabel independen (k) sebanyak 3 variabel menunjukkan batas bawah (d_L) sebesar 1,61 dengan batas (d_U) atas sebesar 1,66. Karena besarnya DW-hitung terletak diantara nilai $d_U < DW < 4 - d_U$, maka dapat disimpulkan tidak terdapat gejala autokorelasi pada model regresi.

Gambar 4.1
Pembagian Daerah Durbin Watson



2.2.4 Hasil Uji Gejala Heteroskedastisitas

Uji gejala heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual pada satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam penelitian ini digunakan metode grafik plot. Hasil pengujian ditunjukkan pada Gambar berikut ini.

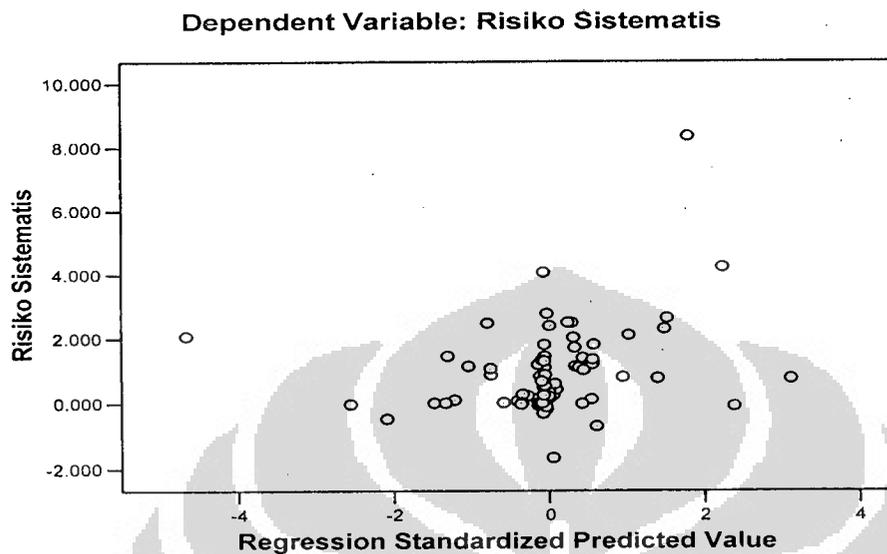


Gambar 4.2

Uji Heteroskedastisitas Leverage Operasi

Dalam uji heteroskedastisitas, dari hasil uji terhadap variabel independen (*leverage* operasi) dengan variabel dependen (beta sebagai risiko sistematis) terlihat tidak membentuk suatu pola sehingga dapat dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas. Tidak terjadi heteroskedastisitas apabila penyebaran data dalam *scatterplot* menyebar atau tidak membentuk suatu pola tertentu dan jika membentuk pola-pola tertentu, seperti garis, menunjukkan adanya gejala heteroskedastisitas

Scatterplot

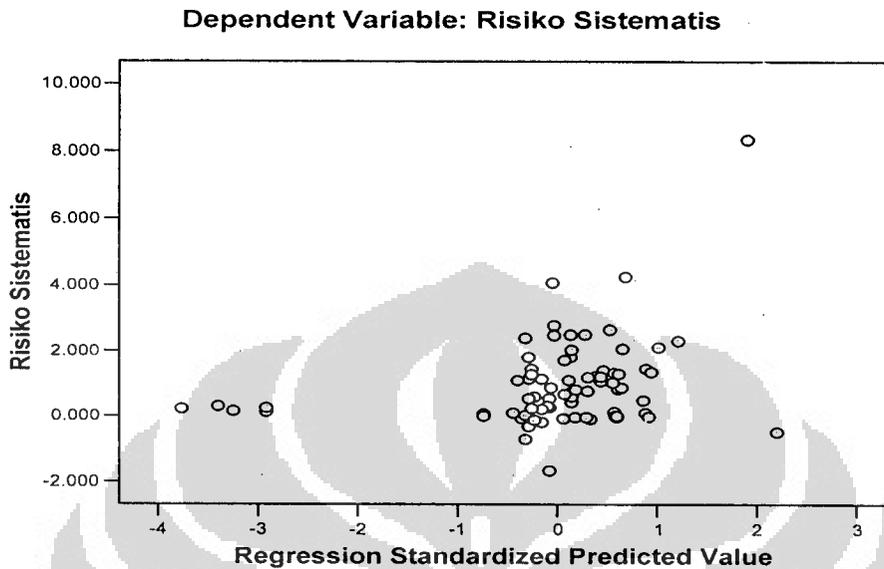


Gambar 4.3

Uji Heteroskedastisitas Konjungtur Ekonomi

Dalam uji heterokedastisitas, dari hasil uji terhadap variabel independen (Konjungtur Ekonomi) dengan variabel dependen (beta sebagai risiko sistematis) terlihat tidak membentuk suatu pola sehingga dapat dikatakan tidak terjadi heteroskedastisita. Tidak terjadi heterokedastisitas apabila penyebaran data dalam *scatterplot* menyebar atau tidak membentuk suatu pola tertentu dan jika membentuk pola-pola tertentu, seperti garis, menunjukkan adanya gejala heterokedasitas

Scatterplot



Gambar 4.4

Uji Heteroskedastisitas Firm Size

Dalam uji heteroskedastisitas, dari hasil uji terhadap variabel independen (Firm Size) dengan variabel dependen (beta sebagai risiko sistematis) terlihat tidak membentuk suatu pola sehingga dapat dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas. Tidak terjadi heteroskedastisitas apabila penyebaran data dalam *scatterplot* menyebar atau tidak membentuk suatu pola tertentu dan jika membentuk pola-pola tertentu, seperti garis, menunjukkan adanya gejala heteroskedastisitas

2.3 Hasil Uji Hipotesis

Pengujian terhadap hipotesis penelitian bertujuan untuk membuktikan adanya pengaruh antara leverage operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan terhadap beta saham. Pengujian dilakukan secara *pooled data* baik secara simultan dan secara

parsial terhadap masing-masing variabel penelitian. Hasil analisis regresi dengan $\alpha = 5\%$ terhadap variabel penelitian disajikan pada tabel 4.7 berikut ini.

Tabel 4.7
Rangkuman Hasil Perhitungan Regresi Berganda
Uji Regresi *Leverage* Operasi (X_1), Konjungtur Ekonomi (X_2) *Firm Size* (X_3) terhadap Risiko Sistematis (Y).

Variabel Bebas	Koefisien Regresi	t hitung	t tabel	f hitung	f tabel
<i>Leverage</i> Operasi (X_1)	-0,331	-2,723	1,6445	7,409	2,72
Konjungtur Ekonomi (X_2)	0,407	2,791			
<i>Firm Size</i> (X_3)	0,291	2,702			
Konstanta	0,280				
Variabel terikat (Y)	: Risiko Sistematis				
R (regresi)	: 0,476				
R ² (koefisien determinasi)	: 0,226				

Sumber: Hasil Olah SPSS R 14, tahun 2006

Hasil pengujian terhadap hipotesis penelitian dapat dijelaskan pada pembahasan berikut ini.

2.3.1 Hasil Uji Hipotesis 1 (Uji F)

Pengujian terhadap Hipotesis 1 (Uji F) bertujuan untuk membuktikan adanya pengaruh secara simultan *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan terhadap risiko sistematis. Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.7 di atas, pengujian secara simultan menghasilkan nilai F hitung sebesar 7,409. Nilai ini ternyata lebih besar jika dibandingkan dengan nilai F tabel untuk dk penyebut 76 ($80-3-1$) dan dk pembilang 3, yaitu sebesar 2,72. Karena nilai F hitung lebih besar dari F tabel, maka Hipotesis 2 didukung bukti empiris sehingga hipotesis alternatif diterima.

2.3.2 Hasil Uji t

Uji-t dalam penelitian ini bertujuan untuk membuktikan adanya pengaruh secara parsial *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan terhadap risiko sistematis. Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4.7 di atas, pengujian secara parsial terhadap *leverage* operasi menghasilkan t-Hitung sebesar -2,723 dengan signifikansi

sebesar 0,008. Berdasarkan hasil tersebut, karena tingkat signifikansi t-Hitung lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ maka hipotesis alternatif didukung bukti empiris yang berarti secara parsial leverage operasi berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis.

Hasil pengujian terhadap konjungtur ekonomi menghasilkan t-Hitung sebesar 2,791 dengan signifikansi sebesar 0,007. Berdasarkan hasil tersebut, karena tingkat signifikansi t-Hitung lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ maka hipotesis alternatif didukung bukti empiris yang berarti secara parsial konjungtur ekonomi berpengaruh positif terhadap risiko sistematis.

Hasil pengujian terhadap *firm size* menghasilkan t-Hitung sebesar 2,702 dengan signifikansi sebesar 0,009. Berdasarkan hasil tersebut, karena tingkat signifikansi t-Hitung lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ maka hipotesis alternatif didukung bukti empiris yang berarti secara parsial ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap risiko sistematis.

2.3.3 Hasil Uji Variable Dominan

Pengujian untuk mengetahui pengaruh dominan dari variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan melihat besarnya nilai *standarized beta coefficients* dari model regresi yang terbentuk. Berdasarkan hasil uji regresi, diperoleh nilai *standarized beta coefficients leverage* sebesar -0,275, konjungtur ekonomi sebesar 0,282, dan ukuran perusahaan sebesar 0,273. Karena variabel konjungtur ekonomi memiliki nilai *standarized beta coefficients* terbesar, maka konjungtur ekonomi memiliki pengaruh dominan terhadap risiko sistematis. Berdasarkan hasil tersebut maka rumusan masalah 3 didukung bukti empiris, yang berarti konjungtur ekonomi berpengaruh dominan terhadap risiko sistematis.

3. Pembahasan

3.1 Model Regresi Yang Terbentuk

Model regresi yang terbentuk merupakan persamaan yang menunjukkan arah hubungan dan besarnya pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 4.7 di atas, maka model regresi yang terbentuk dapat dijabarkan dalam persamaan berikut:

$$Y = 0,280 - 0,331X_1 + 0,407X_2 + 0,291X_3$$

Hasil uji asumsi klasik yang dilakukan terhadap model regresi menunjukkan bahwa model regresi sudah memenuhi semua asumsi klasik, sehingga persamaan dinyatakan telah memenuhi asumsi BLUE. Penjelasan dari model regresi di atas dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Koefisien regresi dari *leverage* operasi (X_1) diperoleh sebesar 0,331. Hal ini menunjukkan apabila *leverage* naik sebesar 1 kali dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti oleh penurunan beta saham sebesar 0,331 kali.
2. Koefisien regresi dari konjungtur ekonomi (X_2) diperoleh sebesar 0,407. Hal ini menunjukkan apabila konjungtur ekonomi naik sebesar 1 kali dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti oleh kenaikan beta saham sebesar 0,407 kali.
3. Koefisien regresi dari ukuran perusahaan (X_3) diperoleh sebesar 0,291. Hal ini menunjukkan apabila ukuran perusahaan naik sebesar 1 kali dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti oleh kenaikan beta saham sebesar 0,291 kali.

3.2 Koefisien Determinasi (R^2)

Besarnya koefisien determinasi (R^2) menunjukkan sampai seberapa besar proporsi perubahan variabel independen mampu menjelaskan variasi perubahan variabel dependen. Semakin besar nilai koefisien determinasi menunjukkan bahwa variabel independen yang

digunakan sebagai prediktor nilai variabel dependen memiliki ketepatan prediksi yang semakin tinggi. Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 4.7 di atas, diperoleh nilai koefisien determinasi sebesar 0,226. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen (*leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan) mampu menjelaskan variasi perubahan variabel dependen {risiko sistematis (β)} sebesar 22,6%, sedangkan sisanya sebesar 77,4% dijelaskan oleh variabel lain di luar variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

3.3 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis

3.3.1 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 2 / (Uji F)

Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis 2 / (Uji F), penelitian ini mampu membuktikan adanya pengaruh simultan *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Miswanto dan Suad Husnan (1999) yang juga menemukan fakta yang sama. Hasil pengujian yang signifikan mengimplikasikan bahwa penggunaan ketiga variabel independen dalam model regresi (*leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan) sudah tepat untuk digunakan dalam memprediksi nilai dari variabel dependen (resiko sistematis). Nilai koefisien determinasi (R^2) yang tergolong cukup rendah (sebesar 22,6%) menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan memiliki kekuatan prediksi yang lemah sehingga perlu dilakukan penambahan terhadap variabel independen yang digunakan.

3.3.2 Pembahasan Hasil Pengujian Variabel yang Dominan

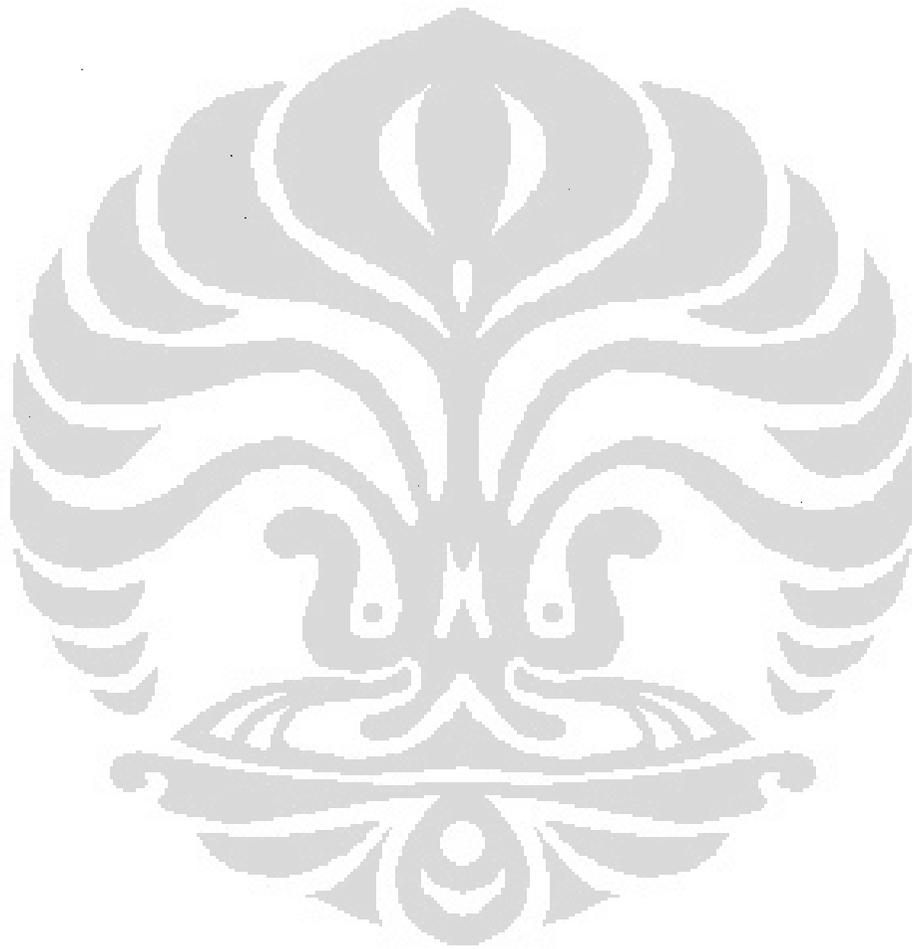
Hasil pengujian terhadap variabel yang dominan, menunjukkan bahwa konjungtur ekonomi berpengaruh dominan terhadap risiko sistematis perusahaan. Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa risiko sistematis pada saham-saham perusahaan industri

property dan *real estate* pengaruhnya secara umum masih banyak dipengaruhi oleh konjungtur ekonomi, karena berkaitan dengan profitabilitas perusahaan tersebut.

3.4 Implikasi Hasil Penelitian

Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 22,6%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen (*leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan) mampu menjelaskan variasi perubahan variabel dependen {risiko sistematis (β)} sebesar 22,6%, maka perusahaan dapat mengambil variabel fundamental yang lain, seperti pendapatan per saham, ROE, *quick ratio* dan kebijakan dividen, sebagai fungsi prediktor, sehingga dengan memaksimalkan ketiga fungsi tersebut, perusahaan dapat memaksimalkan nilai sahamnya sehingga resiko sistematis dapat dikurangi seminimum mungkin. Pada Uji-F menunjukkan hasil pengujian secara simultan menghasilkan F-Hitung sebesar 7,409 dengan signifikansi sebesar 0,000. Hasil penelitian ini mampu membuktikan adanya pengaruh simultan *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan terhadap resiko sistematis, dengan hasil ini perusahaan dapat mengambil variabel-variabel ini sebagai prediktor dalam meminimalkan resiko sistematis yang mungkin terjadi. Sedangkan pada hasil uji-t menunjukkan variabel *leverage* operasi menghasilkan t-Hitung sebesar -2,723 dengan signifikansi sebesar 0,008 yang berarti secara parsial *leverage* operasi berpengaruh terhadap resiko sistematis, dengan arah negatif maka dengan hasil ini perusahaan khususnya perusahaan industri *property* dan *real estate* diharapkan bisa menghasilkan tingkat pendapatan yang tinggi dengan biaya tetap yang relatif rendah guna menghasilkan tingkat penjualan yang tinggi. Hasil pengujian terhadap konjungtur ekonomi menghasilkan t-Hitung sebesar 2,791 dengan signifikansi sebesar 0,007, hal ini menunjukkan bahwa secara parsial, konjungtur ekonomi menunjukkan berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis, dengan arah positif. Hasil pengujian

terhadap ukuran perusahaan menghasilkan t-Hitung sebesar 2,702 dengan signifikansi sebesar 0,009 maka hasil ini menunjukkan adanya pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko sistematis, dengan arah positif.



BAB V

KEIMPULAN DAN SARAN

1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis pada bab sebelumnya, kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1.1 Berdasarkan hasil pengujian secara simultan, penelitian ini mampu membuktikan adanya pengaruh signifikan antara *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan terhadap risiko sistematis. Hasil pengujian yang signifikan mengimplikasikan bahwa penggunaan ketiga variabel independen dalam model regresi (*leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan) sudah tepat untuk digunakan dalam memprediksi nilai dari variabel dependen.
- 1.2 Hasil pengujian secara parsial menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan antara *leverage* operasi, adanya pengaruh positif signifikan antara konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan terhadap resiko sistematis. Hasil ini juga menunjukkan bahwa risiko sistematis pada saham-saham perusahaan industri *property* dan *real estate* banyak dipengaruhi oleh *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan karena berkaitan dengan kemampuan profitabilitas dari perusahaan tersebut.
- 1.3 Berdasarkan hasil uji regresi terhadap ketiga variabel independen yaitu *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan, penelitian ini menemukan

bahwa konjungtur ekonomi merupakan variabel dominan dalam mempengaruhi besarnya risiko sistematis.

2. Saran

Beberapa saran yang bisa diberikan berkaitan dengan hasil-hasil pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

2.1 Bagi penelitian selanjutnya

Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien determinasi (R^2) yang hanya sebesar 22,6%. Hasil tersebut menunjukkan bahwa penelitian selanjutnya bisa dikembangkan dengan cara memasukkan variabel fundamental yang lain, yang berfungsi sebagai prediktor, seperti pendapatan per saham (*earning per share/EPS*), *Earning Per Share* (EPS) merupakan bagian dari rasio pertumbuhan (*growth ratio*). Investor menghitung rasio pertumbuhan untuk menganalisa dan mengevaluasi kondisi keuangan perusahaan. Weston dan Copeland (1995) mengatakan bahwa rasio pertumbuhan mengukur kemampuan perusahaan untuk mempertahankan posisi ekonomisnya dalam pertumbuhan perekonomian dan dalam industri atau pasar produk. *Return On Equity* (ROE) bermanfaat untuk mengukur tingkat pengemlian modal investasi, dengan kata lain mengukur tingkat keuntungan yang dihasilkan dari investor total. Selain itu, hasil dari perhitungan ROE ini dapat memberikan gambaran seberapa efektif pemakaian total sumber daya oleh perusahaan. *Price Earning ratio* (PER) digunakan untuk menilai kewajaran harga saham, sehingga nilai PER yang tinggi cenderung menggambarkan harga saham yang tinggi pula. PER adalah perbandingan antara harga saham pada saat penutupan dengan pendapatan per lembar saham. Penambahan

variabel makroekonomi lain juga sangat dianjurkan seperti tingkat inflasi dan suku bunga. Penambahan variabel lain ke dalam model regresi yang digunakan diharapkan dapat meningkatkan nilai koefisien determinasi, sehingga memiliki kekuatan prediksi yang lebih bagus dalam menganalisis potensi risiko sistematis pada perusahaan.

2.2 Bagi Investor

Hasil pengujian menunjukkan secara parsial variabel *leverage* operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan yang berpengaruh terhadap risiko sistematis. Karena ukuran perusahaan identik dengan kemampuan profitabilitas, maka diharapkan hasil penelitian ini memberikan masukan bagi para investor dan analis pasar modal supaya mampu mengoptimalkan informasi khususnya yang berkaitan dengan potensi pertumbuhan perusahaan. Hasil pengujian secara simultan yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan juga memberikan implikasi bahwa penggunaan model prediksi yang terdiri dari leverage operasi, konjungtur ekonomi, dan ukuran perusahaan dalam memprediksi resiko sistematis telah layak digunakan.

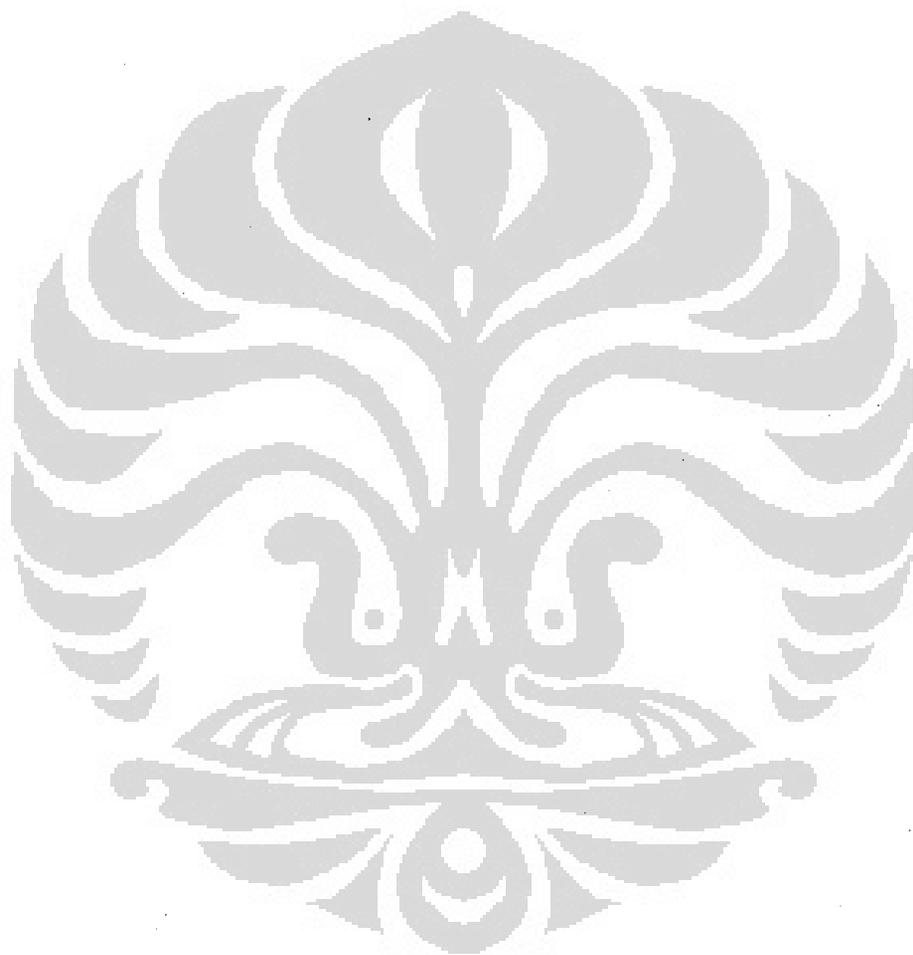
DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Zvi, Alex Kane dan Alan J Marcus. *Investment*, 6th ed. McGraw Hill.
- Brigham, E. F., L. C. Gapenski., dan P. R. Daves, *Intermediate Financial Management*, 6th Ed, New York : The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, 1999.
- Damodaran, Aswath, *Security analysis for Investment and Corporate Finance*, 2rd edition. John Wily & Sons, 2001.
- Doddy Setiawan, *Analisis Faktor-Faktor Fundamental Yang Mempengaruhi Risiko Sistematis Sebelum Dan Selama Krisis Moneter, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 19, No. 3, 2004, 224-237, 2004.
- Elton, E. J. and M. J. Gruber, *Modern Portofolio Theory and Investment Analysis*, 5th Ed. New York : John Wiley and Sons. Inc, 1995.
- Fabozzi. F.J. *Investment of Management*, 6th edition, McGraw Hill, 1996.
- Francis, J. C., *Investment: Analysis and Management*, 4th ed. New York : Mc Graw-Hill, Inc, 1986.
- Fuller, R. J. and Farrel Jr. *Modern Investment and Security Analysis*, New York : Mc Graw-Hill, Inc. 1987.
- Gitman, IJ dan Joehnk. *Fundamental On Investing*, 6th ed. New York : Harper Collins College Publishers, 2000.
- Gurajati, Damodar, *Basic Econometrics*, 6th ed. Mc Graw-Hill Inc, International Edition, 1995.
- Hair Jr, J.F. Anderson. RE. Latham R.E. and Black W.C. *Multivariate data Analysis With Readings*, New Jersey : Prentice Hall. 1995.
- Hanna Meilani Salno dan Zaki Baridwan. *Analisis Perataan Penghasilan (Income Smoothing): Faktor-Faktor yang Mempengaruhi dan Kaitannya Dengan Kinerja Saham Perusahaan Publik di Indonesia, Jurnal Riset Akuntansi*, Vol.III, No.1, Januari: 17-34. 2000.
- Hansen, Alvin H. *Business Cycles and National Income*, New York : W. W. Norton & Company. Inc, 1965.
- Huffman, Stephen P., *The Impact of Degree of Operating and Financial Leverage on The Systematic Risk of Common Stocks: Another Look*, Florida State University, 1989.
- Ikatan Akuntan Indonesia (IAI). *Standar Akuntansi Keuangan*, Salemba Empat, Jakarta, 1999.

- Indriantoro dan Supomo, *Metodologi Penelitian Bisnis*, Cetakan kedua, BPFE, Yogyakarta, 2002.
- Jogiyanto Hartono. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Ketiga, BPFE, Yogyakarta, 2003.
- Koetin, E. A. *Pasar Modal Indonesia: Retropeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ*, Jakarta, 1997.
- Koutsoyianis, *Theory of Econometrics*, London & Basingstoke. The Macmillan Press Ltd, 1985.
- Mas'ud, Machfoedz. *Pengaruh Krisis Moneter pada Efisiensi Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta*, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 14 No.1, 1999.
- Masidonda, J.L., Ghozali Maskie. dan M.S Idrus. *Analisis Variabel-Variabel yang mempengaruhi Struktur Pendanaan dan Pengaruhnya Bersama Beban Bunga dan Return On Assets terhadap Rentabilitas Modal Sendiri*, TEMA, Maret Vol.II, No.1, (online), 2001.
- Miswanto dan Suad Husnan, *The Effect of Operating Leverage, Cyclicalitv and Firm Size on Business Risk*, *Gajah Mada International Journal of Business*, Vol.1 No.1; 29 – 43, 1999.
- Mitchel, Wesley. *Business Cycles, The Problem and Its Setting*, National Bureau Of Economic Research, New York, 1927.
- Napa I. Awat dan Mulyadi. *Keputusan-Keputusan Keuangan Perusahaan: Teori dan Hasil Pengujian Empirik*, Liberty. Yogyakarta, 2002.
- Permadi, Yogi Heditia. "Pengaruh Leverage Operasi dan Leverage keuangan terhadap risiko sistematis saham" *Karya Akhir Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*, Jakarta, 2004
- Ross, Stephen A, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe. *Corporate Finance*, 7th ed, Mc Graw-Hill, 2005.
- Riyanto, Bambang. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta : BPFE., 2003.
- Santoso, Singgih. *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*, Jakarta : Elex Media Komputindo, 2004.
- Sartono, Agus. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Yoyakarta : BPFE, 2002.
- Sharpe, F, William, Alexander,J,Gordon, Bailey, V,Jeffry. *Invesment*, 5th ed. Prentice Hall, 1997
- Singarimbun. *Metode Penelitian Survey*, Jakarta : LP3ES, 1989.

- Sundjaya dan Barlian. *Manajemen Keuangan*, Media Publishing, 2003.
- Syamsudin, Lukman. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta : PT. Raja Grafindo, 2000.
- Tandelilin, Eduardus. *Determinant of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesian Common Stocks, Kelola*, 16, IV ; 101 – 105, 1997.
- _____, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama, Yogyakarta : BPFE, 2001.
- Uma Sekaran. *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*, John Wiley & Sons, Inc. USA, 2003.
- Van Horn, James C., Markowich JR, John M. *Fundamental of Financial Management*, 5th ed. New Jersey : Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, 2002.
- Varian, V. R, A Portofolio of Nobel Laureates: Markowitz, Miller and Sharpe. *Journal of Economic Perspective*, 1. hal. 156-159, 1993.
- Weston, J Fred dan Copeland. Thomas E. *Managerial Finance*, 9th ed, The Dryden Press, 1995.
- Warsono. *Manajemen Keuangan Perusahaan*, 1th ed. Malang : Bayu Media Publishing, 2003.
- Yuliati, Sri Handaru, dan Handoyo Prasetyo. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Internasional*, 2th ed. Yogyakarta : ANDI, 2002.

LAMPIRAN KARYA AKHIR



Correlations

Correlations

		Leverage Operasi	Risiko Sistematis
Leverage Operasi	Pearson Correlation	1	-.262*
	Sig. (2-tailed)	.	.019
	N	80	80
Risiko Sistematis	Pearson Correlation	-.262*	1
	Sig. (2-tailed)	.019	.
	N	80	80

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

Correlations

		Konjungtur Ekonomi	Risiko Sistematis
Konjungtur Ekonomi	Pearson Correlation	1	.271*
	Sig. (2-tailed)	.	.015
	N	80	80
Risiko Sistematis	Pearson Correlation	.271*	1
	Sig. (2-tailed)	.015	.
	N	80	80

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

Correlations

		Firm Size	Risiko Sistematis
Firm Size	Pearson Correlation	1	.285*
	Sig. (2-tailed)	.	.010
	N	80	80
Risiko Sistematis	Pearson Correlation	.285*	1
	Sig. (2-tailed)	.010	.
	N	80	80

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Firm Size, Leverage Operasi, Konjungtur Ekonomi		Enter

- a. All requested variables entered.
 b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.476 ^a	.226	.196	1.193478	1.789

- a. Predictors: (Constant), Firm Size, Leverage Operasi, Konjungtur Ekonomi
 b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	31.658	3	10.553	7.409	.000 ^a
	Residual	108.254	76	1.424		
	Total	139.911	79			

- a. Predictors: (Constant), Firm Size, Leverage Operasi, Konjungtur Ekonomi
 b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.280	.262		1.067	.289		
	Leverage Operasi	-.331	.122	-.275	-2.723	.008	.995	1.005
	Konjungtur Ekonomi	.407	.146	.282	2.791	.007	.995	1.005
	Firm Size	.291	.108	.273	2.702	.009	.999	1.001

- a. Dependent Variable: Risiko Sistematis

Regression

Variables Entered/Removed^d

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Leverage Operasi		Enter

- a. All requested variables entered.
 b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.262 ^a	.068	.056	1.292678	1.464

- a. Predictors: (Constant), Leverage Operasi
 b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.572	1	9.572	5.728	.019 ^a
	Residual	130.339	78	1.671		
	Total	139.911	79			

- a. Predictors: (Constant), Leverage Operasi
 b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

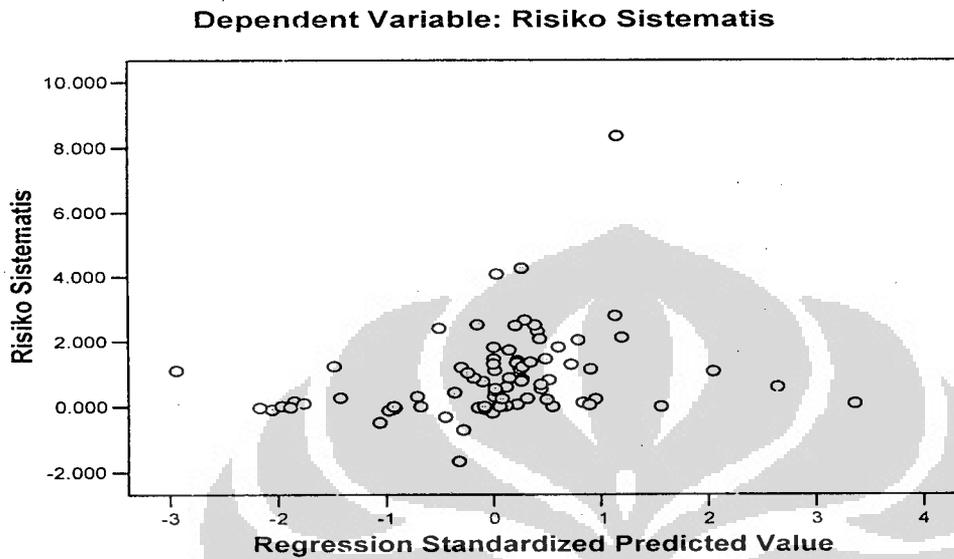
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.912	.145		6.309	.000
	Leverage Operasi	-.314	.131	-.262	-2.393	.019

- a. Dependent Variable: Risiko Sistematis

Charts

Scatterplot



Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Konjungtur Ekonomi ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.271 ^a	.074	.062	1.289070	1.514

a. Predictors: (Constant), Konjungtur Ekonomi

b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	10.299	1	10.299	6.198	.015 ^a
	Residual	129.613	78	1.662		
	Total	139.911	79			

a. Predictors: (Constant), Konjungtur Ekonomi

b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

Coefficients^a

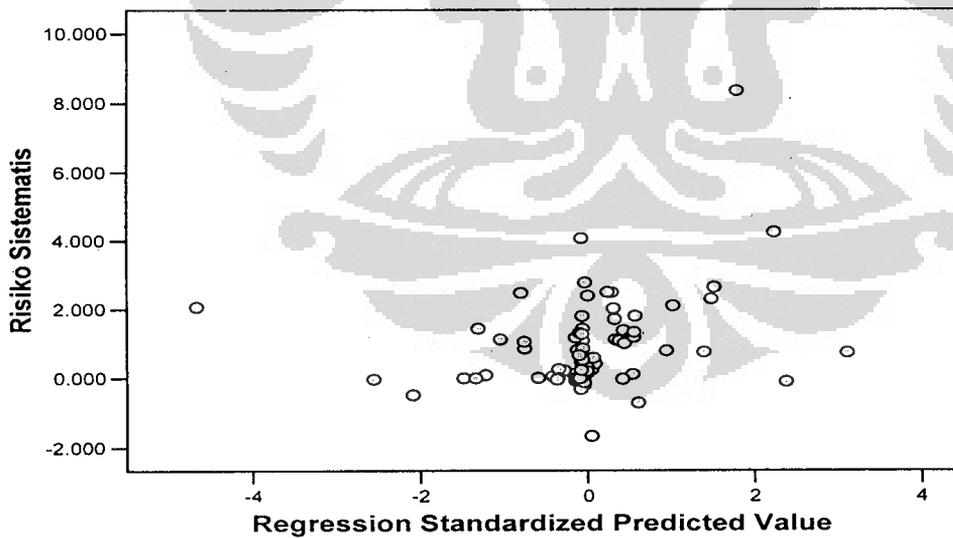
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.891	.144		6.173	.000
	Konjungtur Ekonomi	.391	.157	.271	2.490	.015

a. Dependent Variable: Risiko Sistematis

Charts

Scatterplot

Dependent Variable: Risiko Sistematis



Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Firm Size ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.285 ^a	.081	.069	1.283864	1.769

a. Predictors: (Constant), Firm Size

b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11.343	1	11.343	6.882	.010 ^a
	Residual	128.568	78	1.648		
	Total	139.911	79			

a. Predictors: (Constant), Firm Size

b. Dependent Variable: Risiko Sistematis

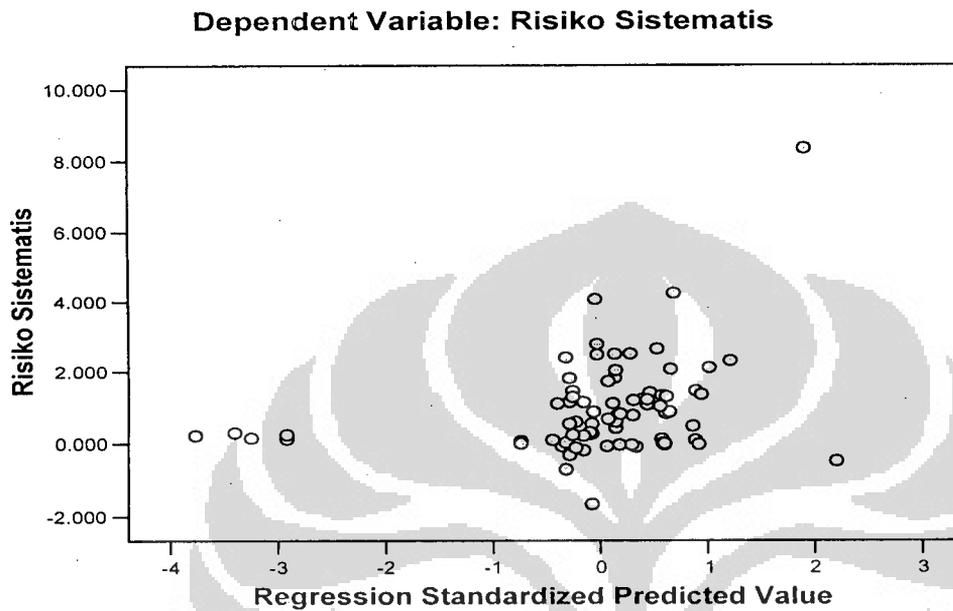
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.275	.282		.976	.332
	Firm Size	.304	.116	.285	2.623	.010

a. Dependent Variable: Risiko Sistematis

Charts

Scatterplot



NPar Tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Leverage Operasi	Konjungtur Ekonomi	Firm Size	Risiko Sistematis
N		80	80	80	80
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-.00111	.05381	2.09739	.91223
	Std. Deviation	1.107627	.922861	1.247659	1.330800
Most Extreme Differences	Absolute	.141	.122	.125	.156
	Positive	.141	.163	.134	.142
	Negative	-.116	-.222	-.225	-.156
Kolmogorov-Smirnov Z		1.263	1.214	1.010	1.298
Asymp. Sig. (2-tailed)		.082	.127	.168	.064

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.