



**ANALISIS HUBUNGAN VARIABEL AKUNTANSI TERHADAP
RETURN DENGAN BETA SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING*
(STUDI EMPIRIS DENGAN MENGGUNAKAN
STRUCTURAL EQUATION MODEL)**

AGUSTIN PALUPI

6605030183

T
255/4

Program Studi Ilmu Akuntansi
Fakultas Ekonomi
Universitas Indonesia
Jakarta 2007





**ANALISIS HUBUNGAN VARIABEL AKUNTANSI TERHADAP
RETURN DENGAN BETA SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING*
(STUDI EMPIRIS DENGAN MENGGUNAKAN
STRUCTURAL EQUATION MODEL)**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk
memperoleh gelar Magister dalam Ilmu Akuntansi

AGUSTIN PALUPI

6605030183

Program Studi Ilmu Akuntansi

Fakultas Ekonomi

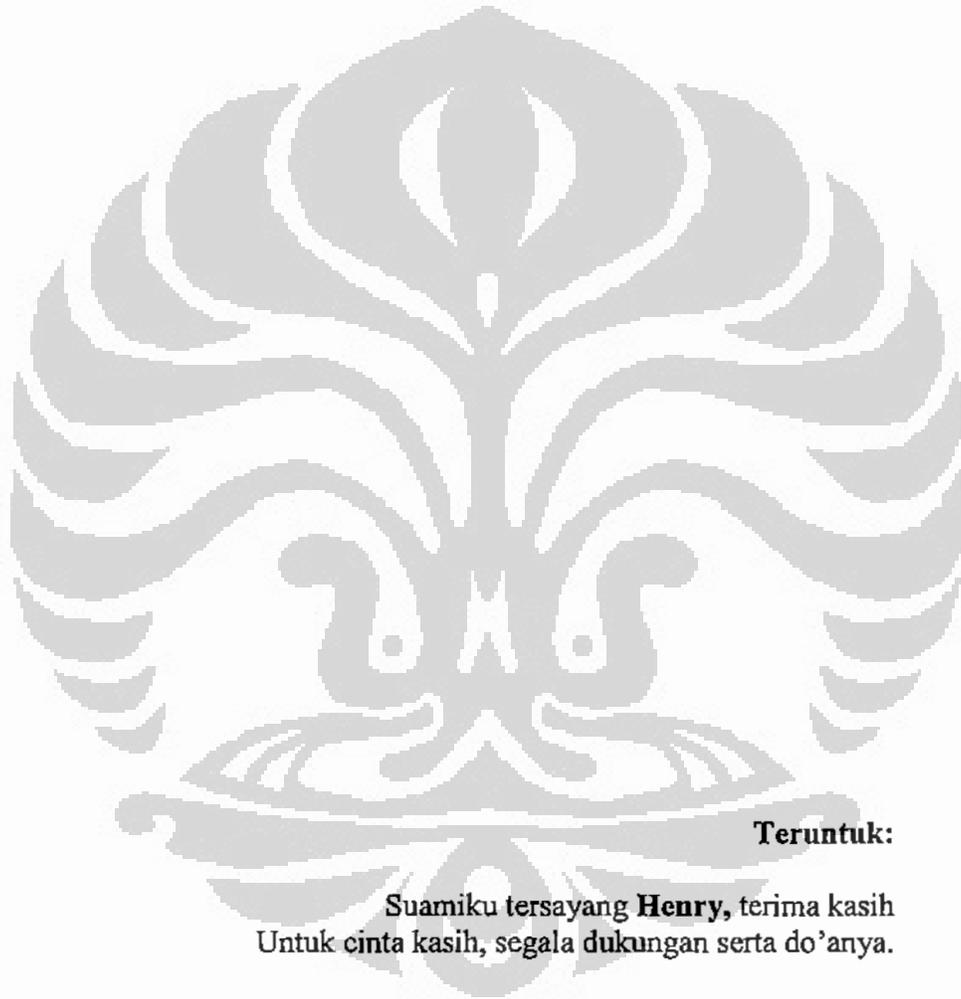
Universitas Indonesia

Jakarta 2007

PERPUSTAKAAN
UNIVERSITAS INDONESIA

Persembahan

"Bahwa manusia itu, tidak akan mendapat, melainkan apa yang ia usahakannya"
(Q.S. An-Najm, 39)



Teruntuk:

Suamiku tersayang **Henry**, terima kasih
Untuk cinta kasih, segala dukungan serta do'anya.

Papa **Hendro** dan mama **Lilik**.
Atas do'a dan kesabaran
yang selalu diajarkan.

Bidadari kecilku, **Neysa**.
Always be my inspiration, sweetie.

LEMBAR PERSETUJUAN KARYA AKHIR

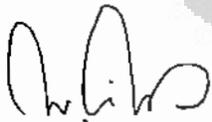
Nama Mahasiswa : Agustin Palupi

Nomer Mahasiswa : 6605030183

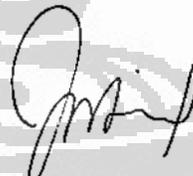
Program Studi : Ilmu Akuntansi

Judul Karya Akhir : Analisis Hubungan Variabel Akuntansi terhadap *Return* dengan Beta sebagai Variabel *Intervening* (Studi Empiris dengan Menggunakan *Structural Equation Model*)

Jakarta, 30 Juli 2007



Dr. Ferdinand T. Siagian
Ketua Program Studi



Yanti Hutagaol, Ph.D
Pembimbing Tesis

LEMBAR PENGESAHAN KARYA AKHIR

Nama Mahasiswa : Agustin Palupi

Nomer Mahasiswa : 6605030183

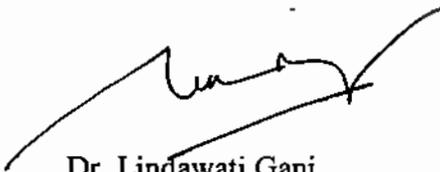
Program Studi : Ilmu Akuntansi

Judul Karya Akhir : Analisis Hubungan Variabel Akuntansi terhadap *Return* dengan Beta sebagai Variabel *Intervening* (Studi Empiris dengan Menggunakan *Structural Equation Model*)

Telah diuji dan dinyatakan lulus di depan tim penguji pada hari Kamis, tanggal 26 Juli 2007.



Dr. Ferdinand T. Siagian
Ketua Tim Penguji



Dr. Lindawati Gani
Anggota Tim Penguji



Yanti/Hutagaol, Ph.D
Anggota Tim Penguji

ABSTRACT

The purpose of this research is to analyze beta (systematic risk) as an intervening variable between accounting variables (Dividend Payout Ratio, Assets Growth, Size, Liquidity, Financial Leverage, Earning Variability, and Accounting Beta) and stock return of companies listed at the Jakarta Stock Exchange.

Data employed in this study was pooled data during the period of 2001-2005 which consist of 624 firm-years. The analysis tools used in this research is structural equation model (SEM).

The results of this research show that beta acts as an intervening variable between Dividend Payout Ratio, Firm Size, and Financial Leverage with stock return, whilst the other accounting variables (assets growth and earnings variability), have direct effect on the stock return. Evidence in small firms indicate that certain factors have significant direct influence to investing decision such as size, earnings variability and accounting beta. The test also suggests that beta affect relation between dividend payout ratio and stock return. This research find no support for the role of liquidity neither directly to return nor intervened by beta. The whole result is consistent with the proposition that beta has important role in investing decision beside accounting information.

Keywords: *Accounting variables (Dividend Payout Ratio, Assets Growth, Size, Liquidity, Financial Leverage, Earning Variability, and Accounting Beta), systematic risk, stock return.*

ABSTRAKSI

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis peranan variabel beta (risiko sistematis) sebagai variabel *intervening* antara variabel akuntansi (*dividend payout ratio*, pertumbuhan asset, ukuran perusahaan, likuiditas, *financial leverage*, variabilitas laba, dan beta akuntansi) dengan *return* saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Data yang digunakan adalah data tahun 2001-2005 yang terdiri dari 624 *firm-years* yang dianalisis dengan menggunakan *stucural equation model* (SEM).

Hasil uji empiris penelitian ini menunjukkan bahwa antara *dividend payout ratio*, ukuran perusahaan, dan hutang perusahaan terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* saham dengan beta sebagai variabel *intervening*. Sedangkan pertumbuhan asset perusahaan dan variabilitas laba terbukti memiliki hubungan langsung dengan *return* saham tanpa melalui beta sebagai variabel *intervening*. Pada perusahaan kecil, informasi yang terbukti signifikan dapat langsung digunakan dalam analisis pembuatan keputusan investasi adalah ukuran perusahaan, variabilitas laba, dan beta akuntansi. Sedangkan variabel akuntansi yang harus dihubungkan dahulu dengan beta adalah *dividend payout ratio*. Untuk likuiditas perusahaan, dalam penelitian ini tidak terbukti signifikan berhubungan secara langsung dengan *return* maupun dengan melalui beta, baik pada analisis keseluruhan sampel maupun pada perusahaan kecil. Hasil keseluruhan penelitian ini menunjukkan bahwa tidak semua informasi akuntansi dapat digunakan dalam melakukan analisis investasi. Namun ada beberapa informasi akuntansi yang harus terlebih dahulu dihubungkan dengan beta.

Keywords: Variabel akuntansi (*dividend payout ratio*, pertumbuhan asset, ukuran perusahaan, liquiditas, *financial leverage*, variabilitas laba, dan beta akuntansi), risiko sistematis, *return* saham.

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, rasa syukur kepada Allah SWT Yang Maha menciptakan ilmu dan akal manusia untuk memelihara ilmu-Nya sehingga dapat diselesaikannya penyusunan tesis ini. Tesis ini disusun untuk memenuhi sebagian dari salah satu syarat guna memperoleh gelar Magister dalam Ilmu Akuntansi. Adapun judul tesis ini adalah “**Analisis Hubungan Variabel Akuntansi terhadap *Return* dengan Beta sebagai Variabel *Intervening*: Studi Empiris dengan Menggunakan *Structural Equation Model*”.**

Semua itu tidak mungkin dapat diraih tanpa dukungan, cinta kasih, dan pengertian terutama dari Henry, suamiku tercinta dan Putriku tersayang, Neysa. Selain itu, terima kasih yang sedalam-dalamnya penulis sampaikan kepada:

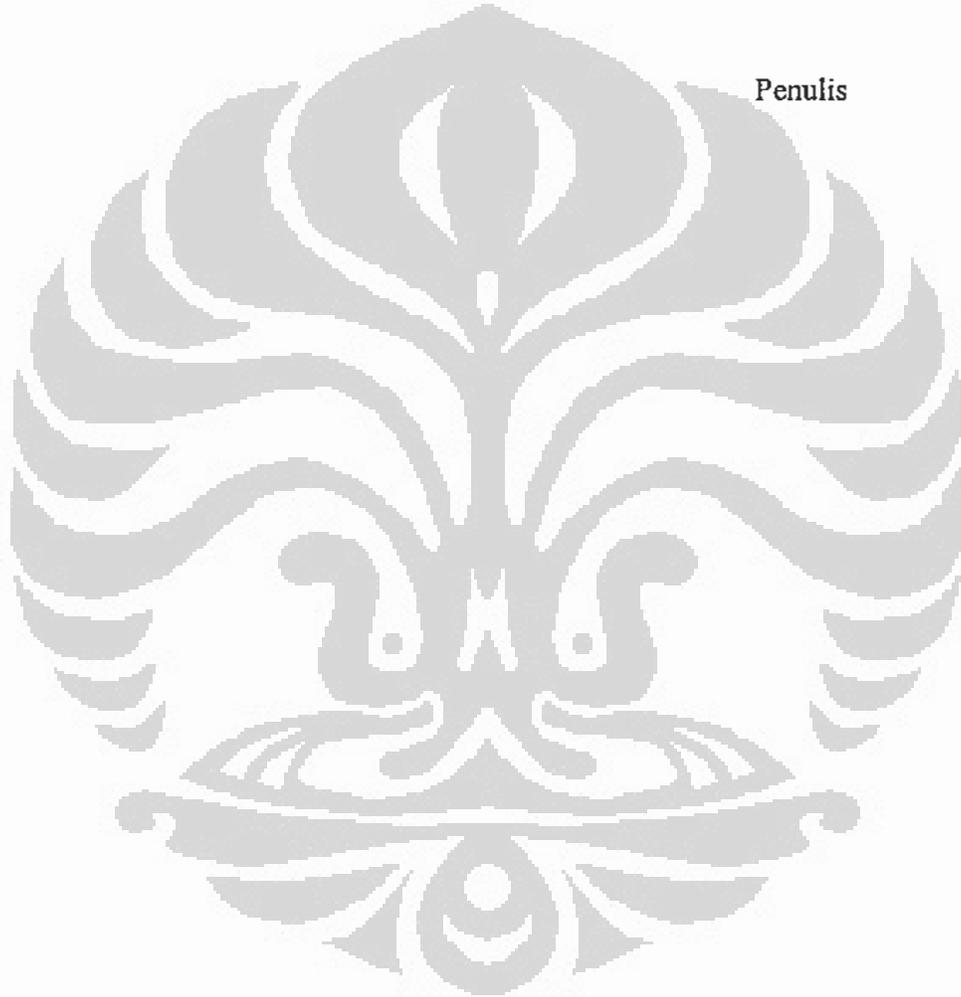
1. Ibu Yanti Hutagaol, Ph.D selaku dosen pembimbing yang telah meluangkan waktunya untuk menerima pertanyaan, memberikan bimbingan, konsultasi serta saran-saran bagi penulis dengan penuh perhatian dan dedikasi yang tinggi.
2. Bapak Dr. Ferdinand T. Siagian selaku Ketua Program Pasca Sarjana Ilmu Akuntansi atas semua kebaikan, saran, serta bimbingannya selama penulis berada di Pasca Sarjana Ilmu akuntansi-Universitas Indonesia.
3. Bapak Dr. Setyo Hari Wijanto yang telah meluangkan waktunya bagi penulis untuk memberikan konsultasi statistik khususnya tentang program LISREL.
4. Ibu Dr. Lindawati Gani selaku anggota tim penguji atas segala masukan dan arahnya dalam proses perbaikan tesis.

5. Seluruh staf pengajar Pasca Sarjana Ilmu Akuntansi-Universitas Indonesia yang telah memberikan banyak pengetahuan baru bagi penulis. *You make me love accounting more.*
6. Papa dan mama tersayang untuk do'a, cinta kasih, dan dukungan yang tidak pernah putus. *I learn so much thing from both of you.*
7. Seluruh keluarga di Surabaya dan Cimanggis atas suportnya.
8. Teman-teman kuliah Program Doktorat. Mbak Lizzy, Mbak Yeyek, Mbak Lianny, Mbak Erwin, Mbak Nung, Pak Benny, Pak Wing, dan Pak Sensi untuk semua kebaikan, dan bantuannya terutama pada saat-saat terakhir penyelesaian tesis.
9. Teman satu bimbingan tesis, Mbak Wilma dan Nisa. *It's nice to know that i have friends in hard days.*
10. Mbak Isti Sastro atas semua kebbaikannya terutama kesediaan menemani di tempat kos pada masa-masa akhir sebelum ujian.
11. Teman-teman 'seperjuangan' PIA angkatan ke-2 tahun 2005. Made, Mbak Neneng, Mbak Susi, Mbak Erry, Mbak Salis, Mbak Elok, Fanny, Lulus, Nurul, Satria, dan Paul atas masa-masa indah selama kuliah di Program Pasca sarjana Ilmu Akuntansi-Universitas Indonesia.
12. Seluruh staf akademik (Donna, Ai, dan Hery), staf bagian perpustakaan (Mbak Eka, Mas Bambang, dan Mbak Ira), serta staf lab komputer (Mas Imung dan Mas Iwan) atas semua bantuannya terutama di saat-saat terakhir menuju kelulusan.
13. Semua pihak yang telah membantu namun belum tercantum namanya: *I'm sorry, it's just the matter of limited memory.*

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu, dengan segala kerendahan hati penulis sangat mengharapkan masukan dari berbagai pihak untuk perbaikan karya-karya penulis selanjutnya. Semoga tesis ini dapat memberikan manfaat bagi pembacanya. Amien.

Jakarta, Juli 2007

Penulis



DATAR ISI

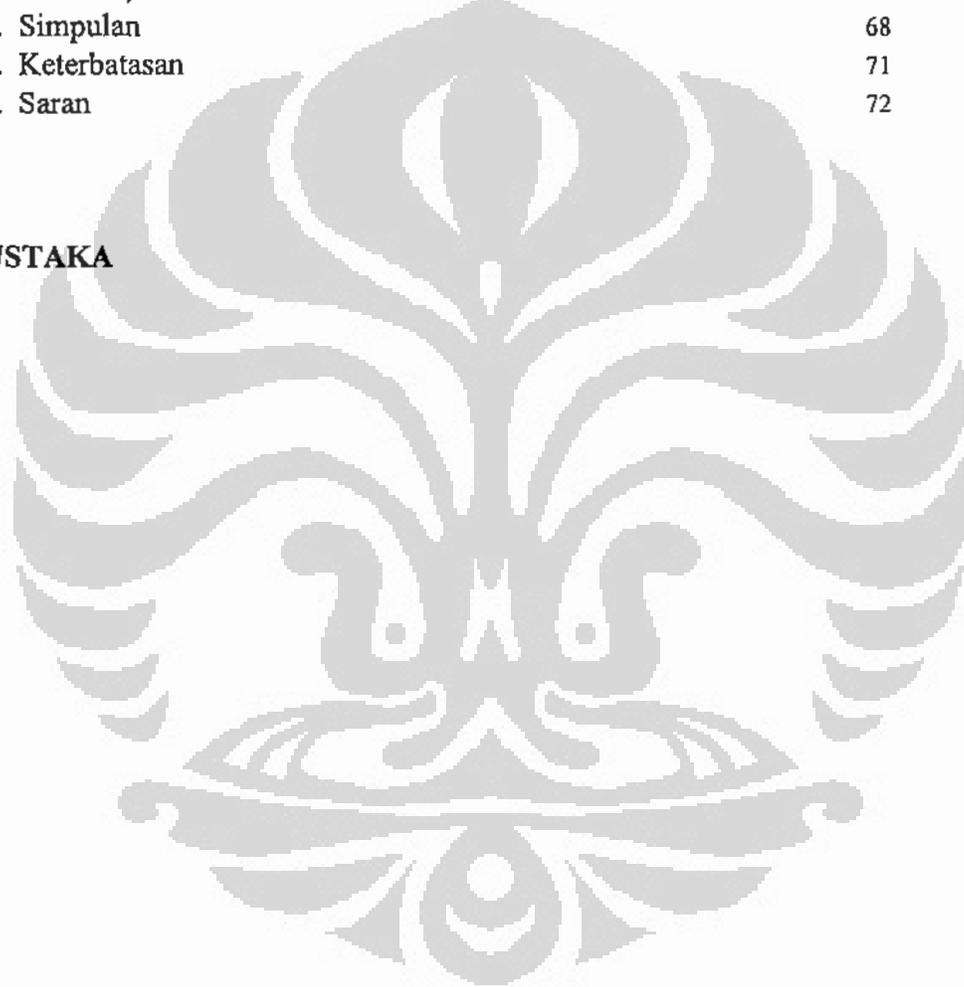
ABSTRAKSI	<i>i</i>
<i>ABSTRACT</i>	<i>ii</i>
KATA PENGANTAR	<i>iii</i>
DAFTAR ISI	<i>vi</i>
DAFTAR GAMBAR	<i>viii</i>
DAFTAR TABEL	<i>ix</i>
BAB I: PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Tujuan Penelitian.	7
1.3. Manfaat Penelitian	8
1.4. Sistematika Penulisan	9
BAB II: LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS	
2.1. Informasi Akuntansi dalam Pelaporan	11
2.2. Risiko Sistematis dan <i>Return</i>	13
2.3. Penelitian Sebelumnya	18
2.3.1. Hubungan Variabel Akuntansi dan <i>Return</i>	18
2.3.2. Hubungan Variabel Akuntansi dengan Beta	25
2.3.3. Hubungan Beta dengan <i>Return</i>	28
2.4. Hipotesis	31
2.5. Model Penelitian	32
BAB III: METODOLOGI PENELITIAN	
3.1. Obyek Penelitian	32
3.2. Metode Pengumpulan Data	36
3.3. Model Penelitian	37
3.4. Teknik Analisa Data	38
3.5. Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya	39
3.5.1. Variabel Akuntansi (Variabel Bebas)	39
3.5.2. Risiko Sistematis (variabel Intervening)	43
3.5.3. <i>Return</i> (Variabel Terikat)	45
BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN	
4.1. Statistik Deskriptif Sampel	47
4.2. Uji Kualitas Data	49
4.2.1. Uji Normalitas Data	49
4.3. Uji Asumsi Klasik	50
4.3.1. Uji Multikolinearitas	50

4.3.2. Uji Heteroskedastisitas	50
4.3.3. Uji Serial Korelasi (Autokolerasi)	51
4.4. Hasil Pengujian Data	52
4.4.1. Pengujian Keseluruhan Model	52
4.4.2. Pengujian Hipotesis	53
4.4.2.1. Model Pertama	55
4.4.2.2. Model Kedua dan Model Ketiga	57
4.5. Analisis Sensitifitas	61
4.5.1 Model Pertama	63
4.5.2. Model Kedua dan Model Ketiga	64

BAB V: SIMPULAN, SARAN DAN KETERBATASAN

5.1. Simpulan	68
5.2. Keterbatasan	71
5.3. Saran	72

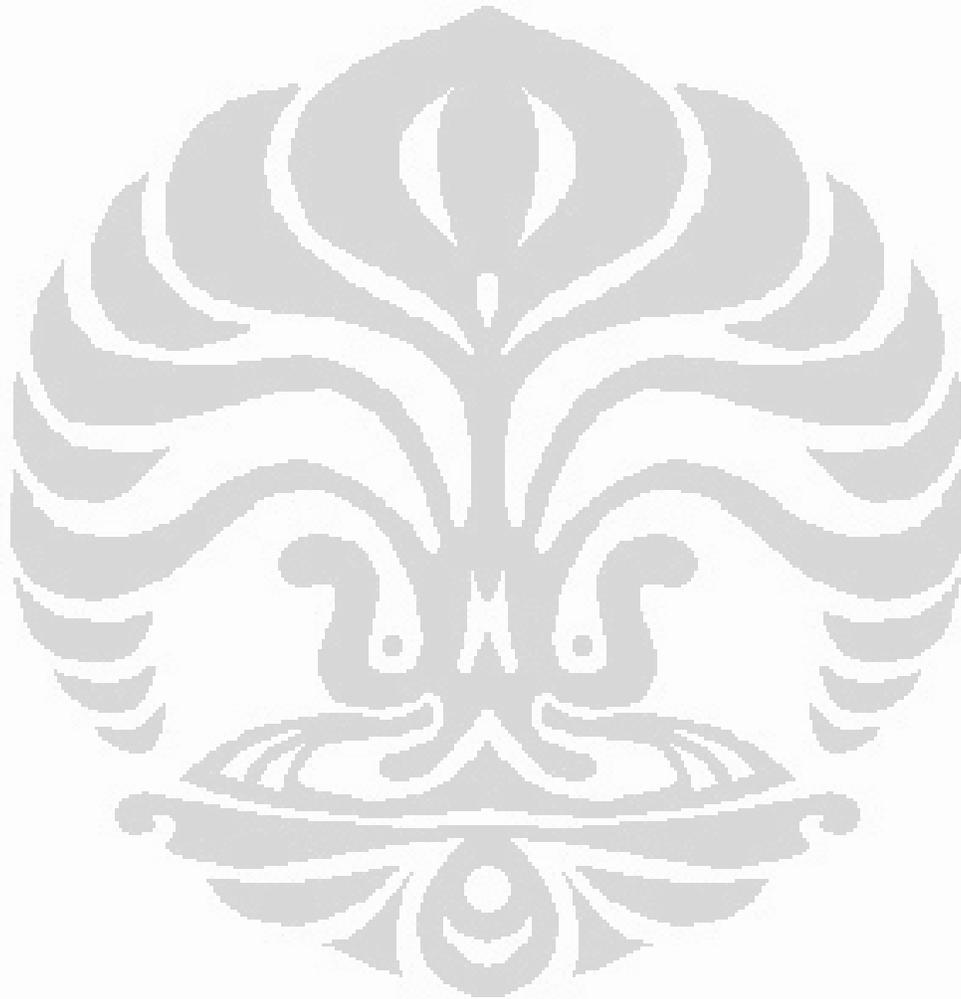
**DAFTAR PUSTAKA
LAMPIRAN**



DAFTAR GAMBAR

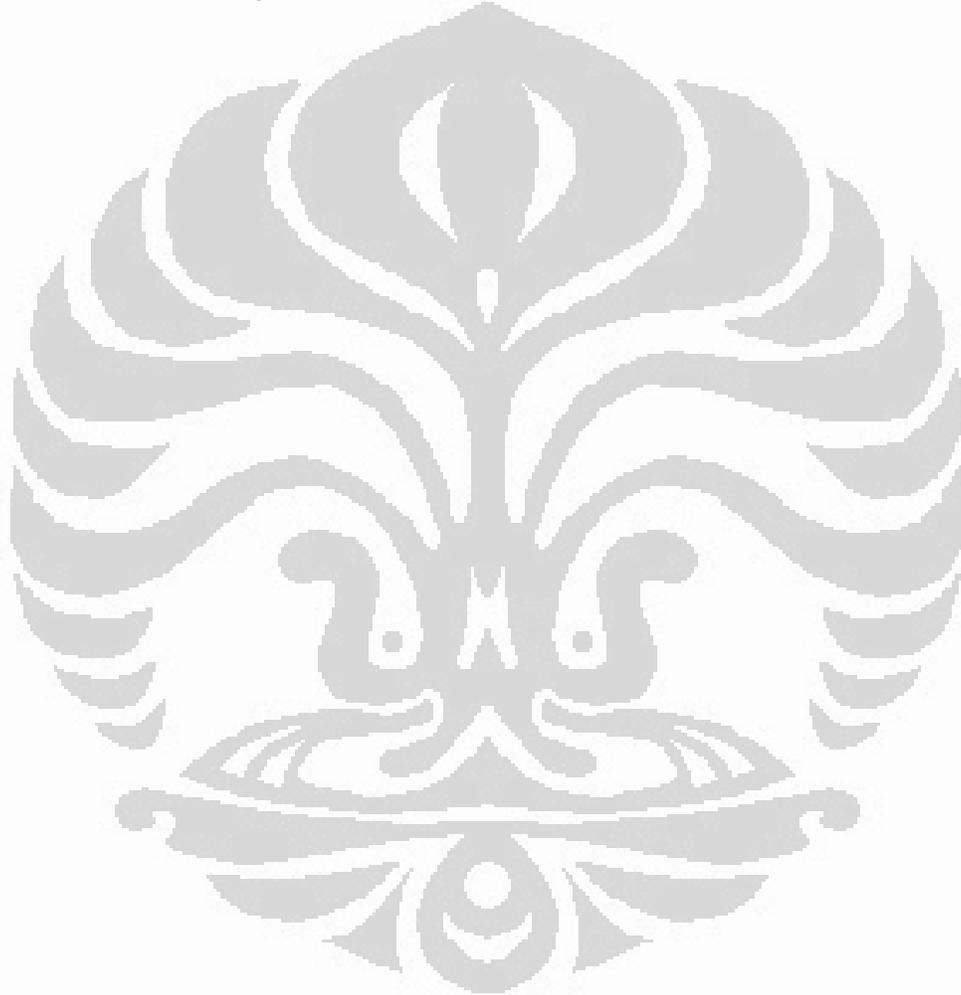
GAMBAR 2.1. Model Penelitian

31



DAFTAR TABEL

TABEL 3.1.	Prosedur Pemilihan Sampel	33
TABEL 4.1.	Statistik Deskriptif Tahun 2001-2005	44
TABEL 4.2.	<i>Pearson Correlation</i> antara Variabel-variabel Penelitian	45
TABEL 4.3.	Output Durbin Watsons	49
TABEL 4.4.	Hasil Pengujian Model dengan Data Tahun 2001-2005	51
TABEL 4.5.	Hasil Pengujian Model dengan Data Tahun 2001-2005	59



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Keputusan investasi pada dasarnya adalah keputusan yang bersifat tidak pasti, karena menyangkut harapan pada masa yang akan datang berupa tingkat keuntungan (*return*) yang diharapkan dan risiko yang harus ditanggung oleh investor (Rodoni, 2003)¹. Permasalahan yang selalu dihadapi adalah apakah tingkat keuntungan yang akan diperoleh sebanding dengan tingkat risiko yang seharusnya ditanggung. Oleh karena itu, investor pada dasarnya akan mempertimbangkan besarnya risiko saham yang harus diterimanya sehingga dikenal adanya paradigma *high-risk, high return*.

Pasar di Indonesia adalah *emerging market*, dimana sumber informasi utama yang dapat digunakan dalam proses pengambilan keputusan investasi adalah berasal dari angka pada laporan keuangan. Oleh karena itu, laporan keuangan merupakan hal yang sangat penting dalam analisis keputusan investasi.

Informasi akuntansi dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham, karena informasi akuntansi yang tercermin dalam laporan keuangan dapat dipergunakan untuk menilai kinerja perusahaan. Informasi akuntansi dalam bentuk rasio keuangan dikatakan mempunyai kandungan informasi, jika informasi akuntansi

¹ Rodoni, Ahmad. (2006). "Analisis Fundamental dan Teknikal terhadap *Return* Saham". *Etikonomi*, Vol.5, No.2.

dalam bentuk rasio keuangan memiliki kemampuan prediksi ketika diasosiasi dengan *return*. Oleh karena itu, dengan mendeteksi manfaat informasi akuntansi dengan memprediksi *return* saham yang dihubungkan dengan karakteristik industri tertentu dapat memberi acuan bagi investor dalam pembuatan keputusan bisnis (Tuasikal, 2002)².

Data-data akuntansi memainkan peran penting bagi investor dalam menilai risiko sekuritas guna memilih portofolio yang dapat memaksimalkan utilitasnya. Oleh karena itu, penentuan variabel-variabel ukuran akuntansi mana yang berpengaruh terhadap risiko dan *return* yang akan dialami oleh investor selama memegang sekuritas sangat diperlukan.

Penelitian tentang interaksi antara informasi akuntansi dan risiko pasar diawali oleh Beaver *et al.* (1970)³ secara empiris dan dilanjutkan oleh Bowman (1979)⁴ bertujuan menyediakan dasar teoretikal untuk riset empiris atas hubungan antara risiko sistematis dan variabel keuangan (akuntansi) dan dapat digunakan untuk memprediksi risiko di masa depan. Variabel akuntansi yang digunakan sama dengan yang telah digunakan dalam penelitian Beaver *et al.* (1970)⁵ yaitu *leverage, dividend payout ratio, accounting beta, growth, size, dan earnings variability*.

² Tuasikal, Askam.,(2002), "Penggunaan Informasi Akuntansi untuk Memprediksi *Return* Saham: Studi terhadap Perusahaan Pemanufakturan dan Non-pemanufakturan", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.5. No.3.

³ Beaver, W.,Kettler. And Scholes. (1970). "The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*. Vol.45. No.4.

⁴ Bowman, R.G. (1979). " The Theoretical Relationship between *Systematic risk* and Financial (Accounting) Variabels". *The Journal of Finance*. Vol XXXIV No.3.

⁵ Beaver, W.,Kettler. And Scholes. (1970). "The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*. Vol.45. No.4.

Beaver (1970) menemukan bukti adanya hubungan antara ukuran akuntansi seperti *dividend payout*, pertumbuhan, *leverage*, likuiditas, ukuran aset, variabilitas laba dan kovariabilitas laba dengan risiko sistematis. Sementara itu, Bowman (1979) menunjukkan bahwa secara teoretikal risiko sistematis bukan merupakan fungsi dari variabilitas laba, pertumbuhan atau kebijakan *dividend payout ratio*, dan hanya menemukan bahwa risiko sistematis berhubungan secara teoretikal dengan *leverage* perusahaan dan beta akuntansi.

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi beta⁶ di Indonesia juga dilakukan oleh Tandelilin (1997)⁷, Mardiyah dan Indriantoro (September 1999)⁸, Natarsyah (2000)⁹, Susilawati dan Utami (2001)¹⁰ dan Setiawan (2003)¹¹ dengan menggunakan proksi variabel akuntansi yang berbeda dan hasil penelitian tentang hubungan antara ukuran akuntansi dan risiko sistematis yang juga beragam.

Penelitian tentang informasi akuntansi dengan *return* juga telah diteliti oleh

⁶ Untuk selanjutnya, beta dan risiko sistematis digunakan secara bergantian namun memiliki makna yang sama.

⁷Tandelilin, Eduardus, (1997), "Determinants of Systematic risk: The Experience of Some Indonesian Common Stock", *Jurnal KELOLA*, 1997, No. 16, hal.101-112.

⁸ Mardiyah, A. Ainul.,and Indriantoro, Nur. (1999)."Pengaruh Variabel Akuntansi dan Beta Pasar untuk Memprediksi Persepsi Risiko Saham pada Perusahaan Go public yang terdaftar di BEJ". Simposium Nasional Akuntansi II.

⁹ Natarsyah, S. (2000). "Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham : Kasus Industri Barang konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia " *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* (15-3): 294-312.

¹⁰ Susilawati, C. E. and C. W. Utami (2001). "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Beta Saham di Bursa Efek Jakarta: Perbandingan Periode Sebelum dan Selama Krisis Moneter " *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi* Vol. 1, hal. 131-154.

¹¹ Setiawan, Doddy., (2003), "Analisis Faktor-faktor Fundamental yang Mempengaruhi Risiko Sistematis Sebelum dan Selama Krisis Moneter"., *Simposium Nasional Akuntansi VI*.

O'Conner dan Melvin (1975)¹² dan kemudian dilanjutkan oleh Ou dan Penman (1989)¹³. Hasilnya, rasio keuangan memiliki informasi yang tidak tercermin pada harga saham. Penelitian tersebut oleh Ou dan Penman kemudian dikembangkan dengan yang melakukan penelitian secara terpisah. Ou (1990)¹⁴ melakukan pengujian terhadap kemampuan memprediksi laba satu tahun ke depan serta kandungan informasi pada data dalam pelaporan keuangan selain laba dan komponennya. Hasil penelitian ini, terdapat 8 rasio keuangan yang terbukti signifikan dalam memprediksi laba satu tahun ke depan. Sedangkan penelitian Penman (1992)¹⁵, dilakukan dengan jumlah sampel yang lebih banyak yaitu 1.677 perusahaan untuk periode 11 tahun yaitu dari tahun 1973 sampai dengan 1983. Kesimpulan penelitian ini adalah informasi yang diberikan dalam pelaporan keuangan terbukti relevan untuk mengevaluasi pertumbuhan laba.

Di Indonesia, penelitian tentang manfaat rasio keuangan dalam memprediksi laba telah dilakukan oleh Machfoedz (1994)¹⁶, Parawiyati *et al.* (1999)¹⁷, Nur (2001)¹⁸, dan Kennedy (2003)¹⁹ dengan menggunakan rasio yang berbeda.

¹² O'Conner and C. Melvin (1975). "On The Usefulness of Financial Ratios to Investors in Common Stock." The Accounting Review.

¹³ Ou, J. A. and S. Penman (1989). "Financial Statement Analysis and Prediction of a Stock Return." Journal of Accounting and Economic Vol II, No.04.

¹⁴ Ou, J.A. (1990). "The Information Content of Nonearning Accounting Numbers as Earnings Predictors". Journal of Accounting Research.

¹⁵ Penman, S.H. (1992). "Financial Statement Information and the Pricing of Earnings Changes". The Accounting Review.

¹⁶ Machfoedz, Mas'ud. (1994). "Financial Ratio Analysis and the Prediction of Earnings Changes in Indonesia". KELOLA, No.7/III:114-137.

¹⁷ Parawiyati, A. W. Hastuti, *et al.* (1999). "Penggunaan Informasi Keuangan untuk Memprediksi Keuntungan Investasi Bagi Investor di Pasar Modal." Simposium Nasional Akuntansi 2.

Machfoedz (1994)²⁰ melakukan penelitian dengan mencoba menghubungkan rasio-rasio keuangan dengan perubahan laba perusahaan di Indonesia. Dengan menggunakan 47 rasio keuangan yang dikategorikan dalam 9 kategori yaitu *short-term liquidity, long-term solvency, productivity, profitability, indebtness, investment insentiveness, leverage, return on investment (ROI),* dan *equity*. Hasilnya adalah terdapat 13 rasio keuangan yang terbukti signifikan pada tingkat keyakinan 95% dalam memprediksi pertumbuhan laba perusahaan. Namun rasio keuangan tersebut hanya bermanfaat untuk memprediksi laba 1 tahun kedepan dan tidak bermanfaat untuk memprediksi laba lebih dari 1 tahun.

Parawiyati, Hastuti *et al.* (1999)²¹ menggunakan laba, arus kas, piutang, persediaan, biaya administrasi dan penjualan, dan rasio *gross profit margin* dengan 48 perusahaan sebagai sampel. Hasil penelitiannya adalah hanya variabel *gross profit margin* yang terbukti signifikan dapat digunakan untuk memprediksi keuntungan investasi.

¹⁸ Nur, D. (2001). Rasio-rasio Keuangan dan Keterkaitannya dengan *Return Saham*. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

¹⁹ Kennedy, P. S. J. (2003). Analisis pengaruh dari *return on assets, return on investment, earnings per share, profit margin, assets turn over, rasio leverage, dan debt to equity* terhadap *return saham*: studi pada saham-saham yang termasuk dalam LQ-45 di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

²⁰ Machfoedz, Mas'ud. (1994). "Financial Ratio Analysis and the Prediction of Earnings Changes in Indonesia". KELOLA. No.7/III:114-137.

²¹ Parawiyati, A. W. Hastuti, *et al.* (1999). "Penggunaan Informasi Keuangan untuk Memprediksi Keuntungan Investasi Bagi Investor di Pasar Modal." Simposium Nasional Akuntansi 2.

Nur (2001)²² menggunakan rasio likuiditas (*quick ratio*), aktifitas (*total assets turn over*), *leverage* (*current liabilities to total assets* dan *long-term debt to total assets*), profitabilitas (*gross profit margin* dan *return on equity*), dan *capital market* (*price-to-book value* dan *earnings per share*). Hasil penelitiannya adalah hanya *earnings per share* yang berpengaruh signifikan positif dalam semua model regresi yang dihasilkan. Hubungan antara jenis-jenis perusahaan tersebut berbeda secara signifikan satu dengan yang lainnya. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar kekuatan asosiasi antara *return* saham dengan informasi laporan keuangan. Untuk perusahaan kecil, yang terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* saham adalah *quick ratio*, *price-to-book value (PBV)*, dan *earnings per share (EPS)*. Yang terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* pada perusahaan menengah adalah *return on equity (ROE)*, *price to book value (PBV)*, dan *earnings per share (EPS)*. Sedangkan untuk perusahaan besar, variabel *return on equity (ROE)*, *price to book value (PBV)*, dan *earnings per share (EPS)* terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return*. Hubungan antara *return* saham dan rasio keuangan adalah signifikan positif.

Kennedy (2003)²³ menggunakan 11 variabel bebas yang berupa rasio yaitu *return on asset (ROA)*, *return on investment (ROI)*, *profit margin*, *asset turn over*,

²² Nur, D. (2001). Rasio-rasio Keuangan dan Keterkaitannya dengan *Return Saham*. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

²³ Kennedy, P. S. J. (2003). Analisis pengaruh dari *return on assets*, *return on investment*, *earnings per share*, *profit margin*, *assets turn over*, rasio *leverage*, dan *debt to equity* terhadap *return* saham: studi pada saham-saham yang termasuk dalam LQ-45 di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

rasio *leverage*, *debt to equity ratio* (DER), *earnings per share* (EPS), *public share*, *capitalization*, *price to book value* (PBV) dan *price earning ratio* (PER). Hasilnya adalah adanya hubungan yang linier antara variabel *return on asset* (ROA), *return on investment* (ROI), *profit margin*, *asset turn over*, rasio *leverage*, *earnings per share* (EPS), dan *debt to equity ratio* (DER).

Ketidakkonsistenan hasil penelitian tentang hubungan variabel akuntansi dengan *return*, variabel akuntansi dengan beta, serta hubungan beta dengan *return* berdasarkan hasil penelitian tersebut di atas mendorong dilakukannya penelitian untuk menguji hubungan antara variabel akuntansi (*dividen payout ratio*, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, likuiditas, *financial leverage*, variabilitas laba, dan beta akuntansi) dengan *return* saham namun dengan memasukkan risiko sistematis sebagai variabel *intervening*. Hal ini dilakukan untuk mengetahui apakah penilaian *return* saham dapat diukur secara langsung dari variabel akuntansi ataukah melalui variabel beta (risiko sistematis).

1.2. Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang di atas, penulis termotivasi untuk mengembangkan penelitian yang bertujuan:

1. Untuk melihat pengaruh variabel-variabel akuntansi (*dividend payout ratio*, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, likuiditas, *financial leverage*, variabilitas laba dan beta akuntansi) secara langsung terhadap *return* saham.

2. Untuk menguji pengaruh variabel-variabel akuntansi (*dividend payout ratio*, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, likuiditas, *financial leverage*, variabilitas laba dan beta akuntansi) dengan *return* saham namun dengan melalui risiko sistematis (β)²⁴ sebagai variabel *intervening*. Hal ini yang merupakan inti dari penelitian dan merupakan *research gap* yang belum pernah dilakukan pada penelitian-penelitian sebelumnya.

1.3. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian nantinya diharapkan dapat memberikan manfaat secara teoritis yaitu:

1. Menambah pengetahuan dan wawasan mengenai faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi *return* saham perusahaan dan apakah hubungan tersebut melalui risiko sistematis.
2. Bagi penelitian selanjutnya, hal ini bisa menjadi bahan yang menarik untuk diteliti lebih lanjut dengan menambah faktor-faktor lain, tidak hanya terbatas pada variabel akuntansi dan risiko sistematis dari aspek pasar saja.

Selain itu, penelitian ini juga diharapkan dapat bermanfaat bagi praktisi pengguna laporan keuangan untuk lebih memanfaatkan informasi akuntansi sesuai dengan kepentingannya masing-masing, yaitu:

²⁴ Untuk selanjutnya, BETA dan risiko sistematis dipakai secara bergantian dan memiliki makna yang sama

1. Investor diharapkan akan lebih mempertimbangkan penggunaan angka-angka akuntansi untuk menilai risiko portofolio dalam rangka penentuan keputusan investasinya.
2. Manajemen dapat menggunakan angka-angka akuntansi sebagai alat untuk merefleksikan informasi tentang perusahaan secara komprehensif dan menggunakannya untuk meningkatkan harga saham perusahaan.
3. Sedangkan bagi regulator pasar modal diharapkan dapat menilai, mengevaluasi dan mengeluarkan kebijakan khususnya yang terkait dengan *disclosure* atas akun-akun yang tidak tercantum dalam laporan keuangan (*off balance sheet*) yang dapat menjadi informasi yang signifikan dalam pengambilan keputusan bagi investor

1.4. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan tesis ini terdiri atas beberapa bagian yang memiliki ide pokok penulisan dan merupakan satu kesatuan. Berikut ini akan dijelaskan sistematika BAB I sampai BAB V serta ide pokok penulisan yang terdapat pada masing-masing bab.

BAB I : PENDAHULUAN

Bab pertama merupakan bagian pendahuluan yang menguraikan latar belakang, tujuan penelitian dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan yang berisi ide pokok dari masing-masing bab.

BAB II : LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Bab kedua berisi kerangka teoritis yang berkaitan dengan kinerja akuntansi, *return*, dan risiko sistematis. Selain itu, pada Bab II ini juga berisi pengembangan hipotesis serta model penelitian.

BAB III : METODOLOGI PENELITIAN

Bab ketiga membahas tentang metodologi penelitian yang menguraikan metode pengumpulan data dan definisi variabel beserta pengukurannya.

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab keempat merupakan analisis atas hubungan variabel-variabel akuntansi secara parsial langsung terhadap *return* saham, variabel-variabel akuntansi secara parsial terhadap beta serta hubungan variabel-variabel akuntansi dengan *return* saham namun dengan memasukkan risiko sistematis (beta) sebagai variabel mediator.

BAB V : SIMPULAN, SARAN, DAN KETERBATASAN

Terakhir bab lima merupakan bagian penutup yang berisi simpulan yang ditarik dari hasil analisis dan pembahasan serta saran dan keterbatasan dari penelitian ini.

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penggunaan informasi keuangan melalui laporan keuangan oleh pihak luar (*outsider*) yaitu untuk membuat keputusan investasi dalam menempatkan sumber daya yang akan diinvestasikan, dan juga upaya untuk memutuskan pemberian kredit oleh kreditor (Parawiyati *et al.*, 1999)²⁵.

2.1. Informasi Akuntansi dalam Pelaporan Keuangan

Menurut *SFAC No.1 Objective of Financial Reporting by Business Enterprises* (FASB 1978)²⁶, tujuan pelaporan keuangan adalah: Pertama, menyediakan informasi yang bermanfaat bagi investor, kreditor, dan pemakai lainnya baik saat ini maupun yang potensial dalam pembuatan keputusan kredit, investasi, dan lainnya secara rasional. Secara "rasional" menunjukkan bahwa tujuan laporan keuangan menggunakan pendekatan *economic decision theory* (Scott 1997)²⁷. Pemahaman yang diberikan dalam teori ini tentang bagaimana investor membuat keputusan yang rasional dalam kondisi ketidakpastian. Artinya, pembuatan keputusan

²⁵ Parawiyati, A. W. Hastuti, *et al.*. (1999). "Penggunaan Informasi Keuangan untuk Memprediksi Keuntungan Investasi Bagi Investor di Pasar Modal." *Simposium Nasional Akuntansi 2*.

²⁶ FASB (1978). *Statement of Financial Accounting Concept No.1. Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*

²⁷ Scott, R. W. (1997). *Financial Accounting Theory*, Prentice-Hill International, Inc.

oleh pengguna laporan keuangan didasarkan pada keputusan bisnis yang rasional dan bukan secara emosional sehingga hanya mencerminkan keinginannya.

Kedua, menyediakan informasi untuk membantu investor, kreditor, dan pemakai lainnya baik saat ini maupun yang potensial dalam menilai jumlah, waktu, ketidakpastian penerimaan kas di masa yang akan datang dari *dividend* atau bunga, dan penerimaan dari penjualan, penembusan atau pelunasan surat berharga atau pinjaman (*loan*). Tujuan ini memberikan informasi tentang hasil dan risiko yang dilakukan dalam berinvestasi. Hal tersebut menunjukkan bahwa tujuan pelaporan keuangan juga menggunakan pendekatan *theory of investment* (Scott 1997)²⁸. Pengertian teori ini secara umum membantu investor untuk memahami sifat dari risiko portofolio investasi.

Tujuan yang ketiga adalah untuk memberikan informasi tentang sumber-sumber ekonomik suatu entitas, klaim terhadap sumber ekonomik yaitu kewajiban perusahaan untuk mentransfer sumber ekonomik kepada pihak lain yang berhak dan pemilik ekuitas, pengaruh atas transaksi yang terjadi, dan kondisi yang mempengaruhi komposisi dan jumlah sumber-sumber ekonomik perusahaan tersebut, serta klaim atas sumber-sumber ekonomik tersebut.

Sedangkan dalam *SFAC No.2 Qualitative Characteristics of Accounting Information* memberikan penjelasan bahwa agar tujuan pelaporan keuangan dapat

²⁸ Scott, R. W. (1997). *Financial Accounting Theory*, Prentice-Hill International, Inc.

tercapai maka informasi akuntansi harus memiliki karakteristik kualitatif yaitu adanya kemampuan untuk memprediksi (FASB 1980)²⁹.

Laporan keuangan memberikan informasi akuntansi yang dapat bermanfaat bagi pemakai laporan keuangan untuk dianalisis sebagai alat bantu pembuatan keputusan. Pemanfaatan laporan keuangan fundamental seperti neraca, rugi laba, dan laporan arus kas lebih membantu apabila diproses ke dalam bentuk rasio. Informasi akuntansi dalam bentuk rasio keuangan harus dapat membantu penggunaan dalam proses pembuatan keputusan (Houghton and Woodlift 1987)³⁰.

Dengan rasio keuangan memungkinkan investor menilai kondisi keuangan dan hasil operasi perusahaan saat ini dan di masa lalu, serta sebagai pedoman bagi investor mengenai kinerja masa lalu dan masa mendatang (Horrigan 1965)³¹.

2.2. Risiko Sistematis dan *Return*

Semua investasi mempunyai risiko, tidak terkecuali jika dana ditanamkan pada *financial assets* dengan cara membeli surat-surat berharga yang dikeluarkan perusahaan, investasi akan selalu dihadapkan pada faktor risiko.

Secara umum, semua investor akan menghindari risiko dan meminta imbalan (*return*) jika terlibat dalam investasi yang berisiko. Imbalan tersebut disebut premi

²⁹ FASB (1980). Qualitative Characteristics of Accounting Information. Statement of Financial Accounting Concept No.2.

³⁰ Houghton and Woodlift (1987). "Financial Ratio: The Prediction of Corporate Success and Failure." Journal of Bussiness Finance and Accounting: 537-543.

³¹ Horrigan, O.J. (1965). "Some Empirical Basis of Financial Ratio Analysis". The Accounting Review:555-568.

risiko (*risk premium*), yaitu selisih antara *return* yang diharapkan dengan investasi bebas risiko yang ada (Bodie, Kane *et al.*, 2005)³².

Risiko dari suatu investasi diukur dari besarnya nilai penyebaran (*variance*) atau standar deviasi (*standard deviation*) dari *expected return*. Standar deviasi merupakan akar dari *variance*. Makin besar standar deviasi, maka makin besar penyebaran *return* sehingga makin besar pula risiko suatu investasi. Semakin besar tingkat penyebaran *expected return* maka semakin berisiko investasi tersebut. Ukuran penyebaran ini dimaksudkan untuk mengetahui seberapa jauh kemungkinan nilai yang diperoleh akan menyimpang dari nilai yang diharapkan.

Dalam melakukan investasi pada surat berharga dikenal dua macam risiko investasi yaitu:

1. Risiko pasar atau Risiko sistematis

Menurut Gitman (2003; 234)³³, risiko pasar (risiko sistematis) adalah risiko yang berpengaruh pada semua alternatif investasi dan tidak dapat dikurangi dengan jalan melakukan diversifikasi. Risiko ini timbul karena adanya faktor-faktor makro yang mempengaruhi semua perusahaan atau industri. Risiko yang termasuk dalam kelompok ini adalah risiko pasar, tingkat bunga, daya beli, politik, psikologis dan risiko kegagalan karena situasi ekonomi yang memburuk. Risiko ini disebut juga dengan *market risk* atau risiko pasar yang

³² Bodie, Z., A. Kane, *et al.* (2005). *Investments*, Sixth Edition. Singapore, Mc Graw Hill.

³³ Gitman, L. J. (2003). *Principle of Managerial Finance*, 10th edition, Addison Wesley Publishing Company, United States

dilambangkan dengan beta (β), dimana beta menunjukkan sensitivitas *return* suatu saham terhadap *return* pasar. Semakin besar sensitivitas *return* saham terhadap risiko sistematis semakin besar pula beta saham dan demikian pula semakin kecil sensitivitas *return* saham terhadap risiko sistematis semakin kecil pula beta saham.

2. Risiko tidak sistematis

Gitman (2003 : 234)³⁴ mendefinisikan risiko perusahaan atau risiko tidak sistematis sebagai risiko yang melekat pada alternatif tertentu karena kondisi yang unik dari suatu perusahaan atau industri tertentu, dan dapat dikurangi dengan jalan melakukan diversifikasi. Risiko ini timbul karena pengaruh faktor-faktor yang bersifat mikro. Risiko yang termasuk dalam kelompok ini adalah : risiko kegagalan karena kondisi *intern* perusahaan, risiko kredit atau finansial, risiko manajemen, risiko dapat ditarik kembali dan risiko sekuritas dapat dirubah menjadi sekuritas yang lain.

Gabungan dari risiko pasar (risiko sistematis) dan risiko perusahaan (risiko tidak sistematis) adalah merupakan risiko total investasi, dengan demikian risiko total timbul karena pengaruh faktor-faktor yang bersifat mikro dan makro. Risiko total tercermin pada variabilitas pendapatan saham secara individual.

³⁴ Gitman, L. J. (2003). Principle of Managerial Finance, 10th edition, Addison Wesley Publishing Company, United States

Secara teoritis dalam konsep CAPM (Capital Aset Pricing Model), beta merupakan pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas. Beta merupakan pengukur fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu antara *return* suatu sekuritas dengan *return* pasar, yang mempunyai hubungan positif dan linear dengan *return* sekuritas. Semakin tinggi Beta suatu sekuritas semakin tinggi pula *return* saham dari sekuritas tersebut dan sebaliknya semakin rendah Beta suatu sekuritas, semakin rendah pula *return* saham dari sekuritas tersebut (Jogiyanto,1999)³⁵.

Menurut Sulistyastuti (2002)³⁶, dengan menggunakan indeks Beta, kita dapat memprediksi tingkat sensitivitas *return* suatu saham terhadap *return* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Secara keseluruhan pasar mempunyai Beta sebesar 1,0 dan untuk sekuritas yang mempunyai Beta diatas 1,0 berarti sekuritas mempunyai risiko yang lebih tinggi dibanding pasar dan fluktuasi *return* sekuritas lebih tinggi dari *return* pasar atau disebut *aggressive stock*. Beta sekuritas sebesar 1,0 berarti risiko sekuritas sama dengan risiko pasar dan fluktuasi *return* sekuritas tersebut sama dengan *return* pasar atau disebut sebagai saham netral. Dan untuk sekuritas dengan beta dibawah 1,0 berarti sekuritas tersebut mempunyai risiko sekuritas yang lebih kecil dibanding risiko pasar dan fluktuasi *return* sekuritas tersebut lebih kecil dari *return* pasar atau disebut *deffensive stock*.

³⁵ Hartono, Jogiyanto., and Surianto. (1999). "Bias Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang". Simposium Nasional Akuntansi II.

³⁶ Sulistyatuti, D.R.(2002), *Saham dan Obligasi*, edisi pertama, penerbit UAJY, Yogyakarta.

Beta suatu sekuritas dapat dihitung dengan teknik estimasi yang menggunakan data historis. Beta historis dapat dihitung dengan menggunakan data historis berupa data pasar (*return* sekuritas dan *return* pasar) disebut dengan beta pasar, data akuntansi (laba perusahaan dan laba indeks pasar) disebut dengan beta akuntansi dan data fundamental (menggunakan variabel-variabel fundamental) disebut dengan beta fundamental³⁷.

Untuk perhitungan beta pada pasar yang sedang berkembang perlu disesuaikan karena beta yang terjadi akan bias yang disebabkan adanya perdagangan yang tidak sinkron (*non synchronous trading*) sehingga perlu dikoreksi. Metode koreksi yang paling mampu mengurangi bias beta di Bursa Efek Jakarta adalah metode Fowler dan Rorke baik untuk data *return* yang terdistribusi normal maupun untuk data *return* yang tidak terdistribusi normal. Untuk data *return* yang terdistribusi tidak normal diperlukan periode koreksi yang cukup panjang yaitu empat *lead* dan *lag*. Data *return* yang berdistribusi normal membantu mempercepat periode koreksi beta yang bias, yaitu hanya satu periode *lead* dan *lag* (Jogiyanto,1999)³⁸. Beta saham yang telah terhindar dari bias akibat perdagangan yang tidak sinkron diindikasikan oleh nilai rata-rata saham yang mendekati satu (Hartono dan Suriyanto,1999)³⁹.

³⁷Beaver, W.,Kettler. And Scholes. (1970). "The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. The Accounting Review. Vol.45. No.4.

³⁸ Hartono, Jogiyanto., and Suriyanto. (1999). "Bias Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang". Simposium Nasional Akuntansi II.

³⁹ Hartono.Y., and Suriyanto. (1999). "Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang: Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta (BEJ)". Jurnal Bisnis Indonesia.

Menurut Susilawati dan Utami (2001)⁴⁰, kondisi pasar saham maupun kondisi perekonomian nasional selalu berubah-ubah, membuat ketidakpastian bagi investasi untuk mendapatkan keuntungan (*return*). Risiko timbul sebagai akibat dari adanya unsur ketidakpastian. Risiko akan semakin tinggi apabila terjadi penyimpangan yang semakin besar terhadap *return* yang diharapkan.

Jadi dapat disimpulkan bahwa *return* dan risiko mempunyai hubungan yang positif. Semakin besar risiko suatu sekuritas, semakin besar *return* yang diharapkan atau yang lebih sering dikenal dengan *high-risk, high return*. Hubungan positif ini berlaku untuk *expected return*. Untuk *return* realisasi hubungan positif ini belum tentu terjadi, hal ini dikarenakan kadang kala *return* yang terealisasi tinggi namun tidak disertai dengan risiko yang tinggi.

2.3. Penelitian Sebelumnya

2.3.1. Hubungan Variabel Akuntansi dan *Return*

Penelitian yang menguji hubungan antara variabel akuntansi dilakukan oleh O'Conner dan Melvin (1975)⁴¹ yang menguji apakah rasio keuangan dapat digunakan untuk memprediksi keuntungan saham (*rate of return*). Rasio yang digunakan ada 10

⁴⁰ Susilawati, C. E. and C. W. Utami (2001). "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Beta Saham di Bursa Efek Jakarta: Perbandingan Periode Sebelum dan Selama Krisis Moneter " Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi Vol. 1, hal. 131-154.

⁴¹ O'Conner and C. Melvin (1975). "On The Usefulness of Financial Ratios to Investors in Common Stock." The Accounting Review.

dengan jumlah sampel 127 perusahaan. Analisisnya menggunakan *univariate* dan *multivariate*. Kesimpulan analisis *multivariate* adalah rasio keuangan tidak menunjukkan kemampuan untuk memprediksi keuntungan saham (*rate of return*). Namun kesimpulan analisis *univariate* per tahun menunjukkan adanya kemampuan rasio keuangan dalam memprediksi *rate of return* untuk periode lima tahun lebih tinggi daripada periode tiga tahun. Penelitian ini kemudian dilanjutkan oleh Ou dan Penman (1989)⁴² yang bertujuan untuk menguji manfaat analisis laporan keuangan dalam memprediksi keuntungan saham dengan menggunakan *logit regression* dan 68 rasio keuangan. Hasilnya, rasio keuangan memiliki informasi yang tidak tercermin pada harga saham.

Penelitian tersebut oleh Ou dan Penman kemudian dikembangkan dengan yang melakukan penelitian secara terpisah. Ou (1990)⁴³ melakukan pengujian terhadap kemampuan memprediksi laba satu tahun ke depan serta kandungan informasi pada data dalam pelaporan keuangan selain laba dan komponennya. Hasil penelitian ini, terdapat 8 rasio keuangan yang terbukti signifikan dalam memprediksi laba satu tahun ke depan. Sedangkan penelitian Penman (1992)⁴⁴, dilakukan dengan jumlah sampel yang lebih banyak yaitu 1.677 perusahaan untuk periode 11 tahun

⁴² Ou, J. A. and S. Penman (1989). "Financial Statement Analysis and Prediction of a Stock Return." Journal of Accounting and Economic Vol II, No.04.

⁴³ Ou, J.A. (1990). "The Information Content of Nonearning Accounting Numbers as Earnings Predictors". Journal of Accounting Research.

⁴⁴ Penman, S.H. (Juli 1992). "Financial Statement Information and the Pricing of Earnings Changes". The Accounting Review.

yaitu dari tahun 1973 sampai dengan 1983. Kesimpulan penelitian ini adalah informasi yang diberikan dalam pelaporan keuangan terbukti relevan untuk mengevaluasi pertumbuhan laba.

Di Indonesia, penelitian tentang manfaat rasio keuangan dalam memprediksi laba juga telah banyak dilakukan. Machfoedz (1994)⁴⁵ melakukan penelitian dengan mencoba menghubungkan rasio-rasio keuangan dengan perubahan laba perusahaan di Indonesia. Dengan *stepwise regression* yang menggunakan 47 rasio keuangan yang dikategorikan dalam 9 kategori yaitu *short-term liquidity, long-term solvency, productivity, profitability, indebtness, investment insentiveness, leverage, return on investment (ROI)*, dan *equity*. Hasilnya adalah terdapat 13 rasio keuangan yang terbukti signifikan pada tingkat keyakinan 95% dalam memprediksi pertumbuhan laba perusahaan. Namun rasio keuangan tersebut hanya bermanfaat untuk memprediksi laba 1 tahun kedepan dan tidak bermanfaat untuk memprediksi laba lebih dari 1 tahun.

Parawiyati, Hastuti *et al.* (1999)⁴⁶, melakukan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui apakah informasi keuangan dapat digunakan untuk memprediksi keuntungan investasi yang berupa prediksi laba dan arus kas operasi di masa yang akan datang. Variabel bebas yang digunakan adalah laba, arus kas, piutang,

⁴⁵ Machfoedz, Mas'ud. (1994). "Financial Ratio Analysis and the Prediction of Earnings Changes in Indonesia". *KELOLA*. No. 7/III:114-137.

⁴⁶ Parawiyati, A. W. Hastuti, *et al.* (1999). "Penggunaan Informasi Keuangan untuk Memprediksi Keuntungan Investasi Bagi Investor di Pasar Modal." *Simposium Nasional Akuntansi 2*.

persediaan, biaya administrasi dan penjualan, dan rasio *gross profit margin* dengan 48 perusahaan sebagai sampel. Hasil penelitiannya adalah hanya variabel *gross profit margin* yang terbukti signifikan dapat digunakan untuk memprediksi keuntungan investasi.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Trisnawati (1999)⁴⁷ namun menguji pengaruh informasi yang ada dalam prospektus terhadap *return* saham di pasar perdana. Informasi dalam prospektus yang digunakan dalam penelitian ini adalah reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, prosentase penawaran saham pada saat IPO, umur perusahaan, profitabilitas perusahaan yang diukur dengan ROA dan *financial leverage*. Hasil penelitiannya hanya umur perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Sedangkan informasi lain yaitu reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, prosentase penawaran saham pada saat IPO, profitabilitas perusahaan yang diukur dengan ROA dan *financial leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Hal ini memberikan indikasi bahwa investor di pasar perdana tidak mempercayai informasi yang terkandung dalam laporan prospektus yang dikeluarkan emiten.

Untuk sampel industri perbankan yang memiliki karakteristik berbeda dengan manufaktur dilakukan oleh Zainuddin dan Jogiyanto (1999)⁴⁸ yang dalam penelitiannya melihat manfaat rasio keuangan dalam memprediksi pertumbuhan laba.

⁴⁷ Trisnawati, Rina. (1999). "Pengaruh Informasi Prospektus pada *Return* Saham di Pasar Perdana". Simposium Nasional Akuntansi 2.

⁴⁸ Zainuddin., H. Jogiyanto. (1999). " Manfaat Rasio Keuangan dalam Memprediksi Pertumbuhan Laba: Suatu Studi Empiris pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol.2.No.1

Rasio yang digunakan dibagi dalam 4 kelompok yaitu *capital*, *assets*, *earnings*, dan *liquidity*. Hasil analisis AMOS menunjukkan bahwa *construct* rasio keuangan *capital*, *assets*, *earnings*, dan *liquidity* terbukti signifikan dalam memprediksi pertumbuhan laba perusahaan perbankan untuk periode satu tahun ke depan, namun untuk periode dua tahun ke depan tidak terbukti.

Nur (2001)⁴⁹ dalam penelitiannya yang bertujuan untuk menguji kekuatan asosiasi antara *return* saham dengan rasio-rasio keuangan perusahaan berbeda berdasarkan ukuran perusahaan. Perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian dibagi menjadi tiga berdasarkan ukuran perusahaan yaitu besar, menengah, dan kecil. Variabel bebas yang digunakan ada 5 yang terdiri dari 8 rasio yaitu likuiditas (*quick ratio*), aktifitas (*total assets turn over*), leverage (*current liabilities to total assets* dan *long-term debt to total assets*), profitabilitas (*gross profit margin* dan *return on equity*), dan *capital market* (*price-to-book value* dan *earnings per share*). Hasil penelitiannya adalah hanya *earnings per share* yang berpengaruh signifikan positif dalam semua model regresi yang dihasilkan. Hubungan antara jenis-jenis perusahaan tersebut berbeda secara signifikan satu dengan yang lainnya. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar kekuatan asosiasi antara *return* saham dengan informasi laporan keuangan. Untuk perusahaan kecil, yang terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* saham adalah *quick ratio*, *price-to-book value (PBV)*, dan *earnings per share (EPS)*. Yang terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return*

⁴⁹ Nur, D. (2001). Rasio-rasio Keuangan dan Keterkaitannya dengan *Return* Saham. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

pada perusahaan menengah adalah *return on equity (ROE)*, *price to book value (PBV)*, dan *earnings per share (EPS)*. Sedangkan untuk perusahaan besar, variabel *return on equity (ROE)*, *price to book value (PBV)*, dan *earnings per share (EPS)* terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return*. Hubungan antara *return* saham dan rasio keuangan adalah signifikan positif.

Tuasikal (2002)⁵⁰ dalam penelitiannya yang bertujuan untuk menguji apakah informasi akuntansi dalam bentuk rasio keuangan dapat digunakan untuk memprediksi *return* pada perusahaan manufaktur dan non-manufaktur untuk satu sampai dua tahun ke depan. Hasil pengujiannya, pada perusahaan manufaktur informasi keuangan tidak terbukti bermanfaat untuk memprediksi *return* satu tahun ke depan namun untuk dua tahun kedepan, terdapat rasio keuangan tertentu yang terbukti signifikan berpengaruh dalam memprediksi *return*. Sedangkan untuk perusahaan non-manufaktur, rasio keuangan tidak terbukti berpengaruh signifikan dalam memprediksi *return* baik untuk periode satu maupun dua tahun ke depan.

Kennedy (2003)⁵¹ melakukan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor apa yang mempengaruhi *return* dimana *return* di sini dibagi menjadi dua yaitu *return* saham dan *earnings yield*. Penelitian ini menggunakan 11 variabel

⁵⁰ Tuasikal, Askam. (2002)., "Penggunaan Informasi Akuntansi untuk Memprediksi *Return Saham*: Studi terhadap Perusahaan Pemanufakturan dan Non-pemanufakturan", Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol.5. No.3.

⁵¹ Kennedy, P. S. J. (2003). Analisis pengaruh dari *return on assets*, *return on investment*, *earnings per share*, *profit margin*, *assets turn over*, rasio leverage, dan *debt to equity* terhadap *return* saham: studi pada saham-saham yang termasuk dalam LQ-45 di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

bebas yang berupa rasio yaitu *return on asset* (ROA), *return on investment* (ROI), *profit margin*, *asset turn over*, rasio *leverage*, *debt to equity ratio* (DER), *earnings per share* (EPS), *public share*, *capitalization*, *price to book value* (PBV) dan *price earning ratio* (PER). Sampelnya adalah perusahaan yang tergabung dalam LQ-45 di BEJ untuk periode 2001 sampai 2002. Hasilnya adalah adanya hubungan yang linier antara variabel *return on asset* (ROA), *return on investment* (ROI), *profit margin*, *asset turn over*, rasio *leverage*, *earnings per share* (EPS), dan *debt to equity ratio* (DER). Untuk tahun 2001, *debt to equity ratio* (DER) secara bersama-sama berpengaruh terhadap *return* sedangkan tahun 2002 hal ini tidak terbukti. Variabel *public share*, *capitalization*, *profit margin*, *asset turn over*, rasio *leverage*, *return on asset* (ROA), *debt to equity ratio* (DER), *price to book value* (PBV) dan *price earning ratio* (PER) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *earning yield* baik untuk tahun 2001 dan 2002. Argumentasi dari ketidakkonsistenan hasil pada tahun 2001 dan 2002 ini karena investor belum sepenuhnya memperhatikan hal-hal fundamental. Dalam melakukan pertimbangan, investor hanya berdasarkan informasi jangka pendek karena belum meredanya krisis moneter.

Gumanti dan Ariyanto (2005)⁵² melakukan pengujian tentang beta akuntansi yang digunakan sebagai proksi risiko pada saat IPO. Hasil penelitiannya adalah beta akuntansi terbukti dapat dijadikan proksi dari risiko pada saat IPO namun tidak terbukti signifikan dalam hubungannya terhadap *return*.

⁵² Gumanti, Tatang. Ari. (2005), "Can Accounting Beta Act as a Proxy for Ex Ante Uncertainty in Initial Public Offerings: Empirical Evidence at The Jakarta Stock Exchange", *Simposium Nasional Akuntansi VIII*.

2.3.2. Hubungan Variabel Akuntansi dengan Beta

Penelitian tentang hubungan variabel akuntansi dengan risiko sistematis (beta) dilakukan oleh Beaver *et al.* (1970)⁵³ meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi beta. Faktor-faktor tersebut adalah *leverage, liquidity, earning variability, dividend payout, asset size, asset growth, dan accounting beta*. Penelitian ini dilakukan berdasarkan analisis laporan keuangan dari 307 perusahaan selama tahun 1947-1965 yang terdaftar di NYSE. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *asset growth, leverage, earning variability dan accounting beta* menunjukkan hubungan positif dengan beta sedangkan *asset size, dividend payout, dan liquidity* menunjukkan hubungan yang negatif dengan beta. Namun yang terbukti signifikan memiliki pengaruh terhadap beta adalah *dividend payout, leverage, earning variability dan accounting beta*.

Melanjutkan penelitian yang dilakukan oleh Beaver *et al.* (1970)⁵⁴, Bowman (1979)⁵⁵ bertujuan menyediakan dasar teoretikal untuk riset empiris atas hubungan antara risiko sistematis dan variabel keuangan (akuntansi) dan dapat digunakan untuk memprediksi risiko di masa depan. Variabel akuntansi yang digunakan sama dengan yang telah digunakan dalam penelitian Beaver *et al.* (1970)⁵⁶ yaitu *leverage, dividend payout ratio, accounting beta, growth, size, dan earnings variability*. Hasilnya

⁵³ Beaver, W., Kettler, And Scholes. (1970). "The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*. Vol.45. No.4.

⁵⁴ Beaver, W., Kettler, And Scholes. (1970). "The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*. Vol.45. No.4.

⁵⁵ Bowman, R.G. (1979). " The Theoretical Relationship between *Systematic risk* and Financial (Accounting) Variabels". *The Journal of Finance*. Vol XXXIV No.3.

⁵⁶ Beaver, W., Kettler, And Scholes. (1970). "The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*. Vol.45. No.4.

terdapat hubungan teoritis antara *systematic risk* dengan *leverage* perusahaan dan beta akuntansi. *Systematic risk* bukan merupakan fungsi dari variabilitas laba, pertumbuhan, size atau kebijakan *dividend*. Perbedaan antara model teoritis dan hasil pengujian empiris atas model harus selalu diingat. Contohnya, pengujian empiris umumnya menunjukkan asosiasi antara *systematic risk* dan *dividend payout ratio*. Beberapa hasil mungkin hanya mengindikasikan bahwa variabel yang akan diteliti merupakan pengganti dari variabel lain (misal beta akuntansi), atau bahwa hubungan sebab akibat tersebut dapat dioperasikan dalam arah sebaliknya dari yang telah dihipotesakan.

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi beta di Indonesia juga dilakukan oleh Tandelilin (1997)⁵⁷. Dalam penelitiannya, digunakan variabel fundamental dan faktor ekonomi makro yang diduga memiliki pengaruh terhadap beta. Sampel penelitiannya adalah perusahaan non keuangan untuk periode 1990-1994. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel makro ekonomi (produk domestik bruto, tingkat inflasi, dan suku bunga) tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap beta saham. Sedangkan variabel fundamental secara bersama-sama terbukti memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap beta.

Mardiyah dan Indriantoro (September 1999)⁵⁸ menguji pengaruh variabel akuntansi dan beta pasar untuk memprediksi persepsi risiko saham pada perusahaan GO publik yang terdaftar di BEJ. Rasio keuangan yang digunakan adalah *dividend*

⁵⁷ Tandelilin, Eduardus, (1997), "Determinants of *Systematic risk*: The Experience of Some Indonesian Common Stock", *Jurnal KELOLA*, 1997, No. 16, hal.101-112.

⁵⁸ Mardiyah, A. Ainul.,and Indriantoro, Nur. (1999). "Pengaruh Variabel Akuntansi dan Beta Pasar untuk Memprediksi Persepsi Risiko Saham pada Perusahaan Go public yang terdaftar di BEJ". Simposium Nasional Akuntansi II.

pay out ratio (DPR), *asset size*, *asset growth*, *leverage*, *earning variability*, dan beta pasar. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa ada pengaruh signifikan *current ratio*, *asset size*, *leverage*, dan *earning variability* terhadap *perceived risk* saham. Sedangkan *dividen pay out ratio* (DPR), *asset growth*, *leverage*, dan *earning covariability* tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap *perceived risk* saham pada tingkat keyakinan 95%.

Natarsyah (2000)⁵⁹ meneliti pengaruh faktor fundamental terhadap beta. Sampel penelitian terdiri dari perusahaan yang termasuk industri barang konsumsi yang terdaftar yang berjumlah 16 perusahaan selama periode 1990-1997. Kesimpulan penelitian ini adalah faktor fundamental yang berasal dari informasi laporan keuangan secara bersama-sama terbukti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap beta. Namun secara parsial ROA, rasio hutang terhadap modal, dan nilai buku saham yang terbukti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap beta.

Susilawati dan Utami (2001)⁶⁰ mencoba mengidentifikasi bagaimana pengaruh *financial leverage*, *operating leverage*, dan *growth* (pertumbuhan perusahaan) terhadap beta saham di BEJ periode sebelum dan selama krisis moneter. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan semua variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap beta saham. Secara parsial, hanya

⁵⁹ Natarsyah, S. (Juli 2000). "Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham : Kasus Industri Barang konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia " Jurnal Bisnis dan Ekonomi (15-3): 294-312.

⁶⁰ Susilawati, C. E. and C. W. Utami (3 Desember 2001). "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Beta Saham di Bursa Efek Jakarta: Perbandingan Periode Sebelum dan Selama Krisis Moneter " Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi Vol. 1, hal. 131-154.

variabel pertumbuhan perusahaan saja yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap beta saham perusahaan, sedangkan dua variabel yang lain yaitu *financial leverage* dan *operating leverage* tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Penelitian ini juga menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara nilai beta sebelum dan selama krisis moneter yang terjadi di Indonesia.

Setiawan (2003)⁶¹, menguji pengaruh variabel fundamental terhadap risiko sistematis sebelum dan selama krisis moneter. Variabel fundamental tersebut adalah *asset growth*, *liquidity*, *financial leverage*, *total asset turn over*, dan *return on investment*. Kesimpulan penelitian ini adalah untuk periode sebelum krisis, secara simultan semua variabel fundamental tersebut berpengaruh terhadap risiko sistematis. Secara parsial, yang terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* adalah *total asset turn over* dan *return on investment*. Sedangkan untuk periode selama krisis, secara simultan tidak ada variabel fundamental yang terbukti signifikan berpengaruh terhadap risiko sistematis. Sedangkan secara parsial, variabel fundamental yang terbukti signifikan berpengaruh dengan beta adalah *leverage*.

2.3.3. Hubungan Beta dengan *Return*

Hubungan beta dengan reaksi pasar juga diteliti oleh Prasetyo (2000)⁶² namun dihubungkan dengan *investment opportunity set* (IOS). Hasil penelitiannya adalah

⁶¹ Setiawan, Doddy., (2003), "Analisis Faktor-faktor Fundamental yang Mempengaruhi Risiko Sistematis Sebelum dan Selama Krisis Moneter", Simposium Nasional Akuntansi VI.

⁶² Prasetyo, Adi.,(2000). "Asosiasi antara *Investment Opportunity Set (IOS)* dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan *Dividend*, Kebijakan Kompensasi, Beta, dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta". Simposium Nasional Akuntansi III.

tidak terbukti adanya hubungan yang signifikan antara IOS dengan beta dan terdapat perbedaan yang signifikan antara *growth firms* dengan *non growth firms* terhadap reaksi pasar.

Anastasia *et al.* (2003)⁶³ melakukan penelitian terhadap factor-faktor fundamental dan risiko sistematis yang mempengaruhi harga saham di sektor industri property. Faktor fundamental yang menjadi variabel bebas pada penelitian ini adalah *required rate of return, ROA, ROE, DER, book value, dan dividend*. Kesimpulan dari penelitian ini adalah *ROA, ROE, DER, book value, dan required rate of return* mempunyai pengaruh signifikan terhadap harga saham secara bersama-sama. Sedangkan secara parsial, hanya *book value* yang terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham.

Munandar (2003)⁶⁴ menguji pengaruh *market beta, size, prospek perusahaan, tingkat financial leverage, proporsi kepemilikan investor asing dan sektor industri* terhadap *return*. Sample yang digunakan adalah 960 perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 1997 sampai dengan tahun 2001. Hasil penelitiannya adalah semua variabel secara bersama-sama terbukti berpengaruh signifikan terhadap *cross-sectional return*. *Market beta* tidak terbukti memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham bahkan justru negatif. Hal ini kemungkinan disebabkan karena kondisi pasar di Indonesia

⁶³ Anastasia, Njo.,Gunawan, Y.Widiastuty.,and Wijiyanti, Imelda. (2003). "Analisis Faktor-faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham Properti di BEJ"., Jurnal Akuntansi & Keuangan, Vol.5. No. 2.

⁶⁴ Munandar, A. (2003). "Pengaruh Market Beta, Size Perusahaan, Prospek Perusahaan, Tingkat *Financial Leverage*, Proporsi Kepemilikan Investor Asing, dan Sektor Industri terhadap Imbal Hasil Saham-saham yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta Tahun 1997-2001. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi. Universitas Indonesia.

yang belum efisien dan kurang tepatnya perhitungan beta. Variabel *size*, prospek perusahaan, tingkat *financial leverage*, proporsi kepemilikan investor asing tidak terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return*. Sedangkan sektor industri dan periode tahun penelitian terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap *return*.

Hadad *et al.* (2004)⁶⁵ melakukan penelitian terhadap beta sektor yang digunakan sebagai proxy imbal hasil (*return*) dan indikator risiko di pasar saham. Periode penelitian yang digunakan adalah data dari Januari 1996 sampai dengan Agustus 2004. Hasil penelitian ini adalah beta histories memiliki informasi yang cukup bermanfaat mengenai imbal hasil beberapa sektor tertentu di masa yang akan datang (*future excess return*) khususnya pada periode tiga dan enam bulan. Hasil yang lebih signifikan jika pasar secara keseluruhan dianalisa dan dibandingkan dengan hasil perhitungan sektor secara individual. Sedangkan analisis volatilitas harga saham dapat dilakukan dengan menggunakan proyeksi imbal hasil berdasarkan nilai beta sehingga analisis ini dapat dimanfaatkan untuk melengkapi aspek pemantauan kondisi volatilitas sektor tertentu.

Lianawati dan Butar-Butar (2004)⁶⁶ melakukan penelitian mengenai pergeseran beta sekuritas individu di sekitar pengumuman laba dan apakah pergeseran ini berhubungan dengan karakteristik-karakteristik perusahaan tertentu, seperti ukuran perusahaan dan ketepatan pengumuman laba. Kesimpulan yang

⁶⁵ Hadad, Muliaman. D., Wibowo, Satrio., and Besar, Dwityapoetra. S. (September 2004). "Beta Sektor sebagai Proxi Imbal Hasil dan Indikator Risiko di Pasar Saham". www.bi.go.id.

⁶⁶ Lianawati. and Butar-Butar, Sansalon. (2004). "Pergeseran Beta Saham di Sekitar Pengumuman Laba". Simposium Nasional Akuntansi VII.

diperoleh pada penelitian ini adalah terdapat pergeseran beta sekuritas di sekitar pengumuman laba namun pergeseran beta tersebut tidak terbukti signifikan berhubungan dengan ukuran perusahaan dan variabilitas laba.

2.4. Hipotesis

Berdasarkan telaah literature di atas, maka hipotesis yang dapat diajukan dalam penelitian ini adalah:

Hipotesis 1: Variabel akuntansi memiliki pengaruh secara langsung terhadap *return* saham

H_{1A} : *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh secara langsung terhadap *return* saham.

H_{1B} : Pertumbuhan mempunyai pengaruh secara langsung terhadap *return* saham.

H_{1C} : Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh secara langsung terhadap *return* saham.

H_{1D} : Likuiditas mempunyai pengaruh secara langsung terhadap *return* saham.

H_{1E} : *Financial leverage* mempunyai pengaruh secara langsung terhadap *return* saham.

H_{1F} : Beta akuntansi mempunyai pengaruh secara langsung terhadap *return* saham.

H_{1G} : Variabilitas laba mempunyai pengaruh secara langsung terhadap *return* saham.

Hipotesis 2: Variabel akuntansi memiliki pengaruh terhadap *return* saham dengan melalui beta sebagai variabel *intervening*.

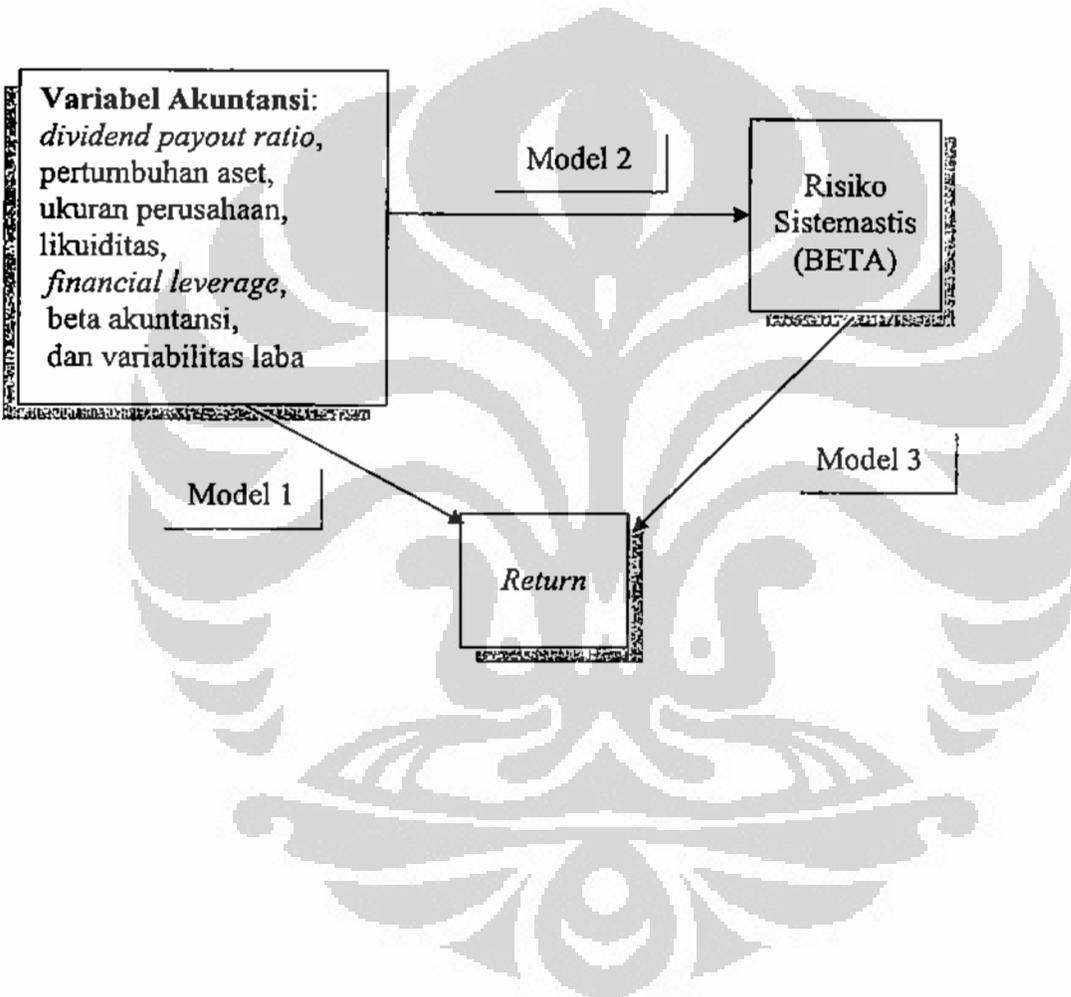
- H_{2A} : *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh terhadap *return* saham dengan melalui beta sebagai variabel *intervening*.
- H_{2B} : Pertumbuhan mempunyai pengaruh terhadap *return* saham dengan melalui beta sebagai variabel *intervening*.
- H_{2C} : Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap *return* saham dengan melalui beta sebagai variabel *intervening*.
- H_{2D} : Likuiditas mempunyai pengaruh terhadap *return* saham dengan melalui beta sebagai variabel *intervening*.
- H_{2E} : *Financial leverage* mempunyai pengaruh terhadap *return* saham dengan melalui beta sebagai variabel *intervening*.
- H_{2F} : Beta akuntansi mempunyai pengaruh terhadap *return* saham dengan melalui beta sebagai variabel *intervening*.
- H_{2G} : Variabilitas laba mempunyai pengaruh terhadap *return* saham dengan melalui beta sebagai variabel *intervening*.

2.5. Model Penelitian

Terdapat tiga model dalam melakukan pengujian terhadap hipotesis yang dikemukakan di atas secara simultan dengan menggunakan *Struktural Equation Model* (SEM) dengan Lisrel 8.72. Adapun model penelitiannya ada pada gambar di bawah ini.

Gambar 2.1.

Model Penelitian



BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

Pada bagian ini akan dibahas mengenai obyek penelitian, metode pengumpulan data, model penelitian, teknik analisis data, penelitian serta definisi operasional variabel.

3.1. Obyek Penelitian

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* yaitu pemilihan sampel yang dilakukan secara tidak acak dengan jumlah sampel yang sudah ditentukan.

Obyek penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta mulai tahun 2001 sampai dengan 2005 sebanyak 1650 *firm-years*. Sedangkan perusahaan yang diambil sebagai sampel adalah semua perusahaan kecuali yang ada dalam sektor industri keuangan. Hal ini dikarenakan pada sektor industri keuangan memiliki karakteristik yang berbeda dalam pelaporan keuangannya dibandingkan dengan sektor industri yang lain. Alasan lain tidak diikutkannya sektor industri keuangan karena pada perusahaan yang tergabung pada sektor ini, memiliki *leverage* yang tinggi adalah normal, namun tidak dapat dibandingkan dengan perusahaan pada

sektor non keuangan dimana jika memiliki *leverage* tinggi dapat diindikasikan sebagai *distress* (Fama and French, 1992)⁶⁷.

Selain itu, data keuangan yang diperlukan namun tidak tersedia pada database OSIRIS sebanyak 634 *firm-years* dikeluarkan dari sampel. Sedangkan *outlier* dihitung secara manual dengan menghilangkan 10% angka *extrime* atas dan 10% angka *extrime* bawah. Adapun prosedur pemilihan sampel dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 3.1
Prosedur Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar di BEJ:	
Tahun 2001	323
Tahun 2002	329
Tahun 2003	330
Tahun 2004	330
Tahun 2005	339
Total tahun perusahaan (<i>firm years</i>)	1.650

⁶⁷ Fama, Eugene. F., and French, Kenneth. R. (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *The Journal of Finance*, Vol XLVII No.2.

Yang dikeluarkan dari sampel :	
- Yang termasuk dalam sektor industri keuangan tahun 2001-2005.	(286)
- Data yang diperlukan namun tidak tersedia dalam database OSIRIS tahun 2001-2005.	(634)
- <i>Extreme observation (outlier)</i> .	(106)
Total yang dijadikan sampel penelitian dari tahun 2001-2005	624

Total jumlah sampel adalah 624 *firm-years* dari jumlah sampel yang diperlukan yaitu minimal 45 *firm-years*. Artinya, jumlah sampel telah sesuai dan memenuhi syarat analisis dengan metode *maximum likelihood* pada *Structural Equation model* (SEM), yaitu sampel minimum sebanyak lima kali variabel bebas yang akan dianalisis (Hair, Anderson *et al.* 1995)⁶⁸. Adapun nama-nama perusahaan sampel dapat dilihat pada lampiran 1.

3.2. Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, dimana data diperoleh dari database OSIRIS yang memuat informasi mengenai laporan keuangan perusahaan sampel. Sedangkan data tambahan diperoleh dari:

⁶⁸ Hair, J., J. F. R. E. Anderson, *et al.* (1995). *Multivariate Data Analysis With Readings*. New Jersey, Prentice Hall, Englewood Cliffs.

1. Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) di Bursa Efek Jakarta. Data tersebut berupa harga saham penutupan harian dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tahun 2001-2005.
2. Pojok Bursa Universitas Brawijaya-Malang untuk data beta yang telah di koreksi berdasarkan perhitungan ISDM (*Indonesian Security Database*) PPA UGM.

3.3. Model Penelitian

Dalam menganalisis beta sebagai variabel *intervening* antara variabel akuntansi dengan *return (CAR)*, maka digunakan tiga model. Model pertama yaitu melihat pengaruh variabel-variabel akuntansi secara langsung dengan CAR. Pada model kedua melihat pengaruh variabel akuntansi dengan beta. Sedangkan pada model ketiga melihat hubungan beta dengan CAR. Sehingga model dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Model 1: } \text{CAR} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DPR}_{it} + \alpha_2 \text{AGROWTH}_{it} + \alpha_3 \text{MCAP}_{it} + \alpha_4 \text{LIQ}_{it} + \alpha_5 \text{FLEV}_{it} + \alpha_6 \text{EVAR}_{it} + \alpha_7 \text{ACCBETA}_{it} + \varepsilon$$

(+) (+) (-) (+) (-) (+) (+)

$$\text{Model 2: } \text{BETA} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DPR}_{it} + \alpha_2 \text{AGROWTH}_{it} + \alpha_3 \text{MCAP}_{it} + \alpha_4 \text{LIQ}_{it} + \alpha_5 \text{FLEV}_{it} + \alpha_6 \text{EVAR}_{it} + \alpha_7 \text{ACCBETA}_{it} + \varepsilon$$

(+) (+) (-) (+) (-) (+) (+)

$$\text{Model 3: } \text{CAR} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{BETA} + \varepsilon$$

(+)

Keterangan:

- DPR : *Dividend Payout Ratio* yang dihitung dari
AGROWTH : Rasio dari perubahan asset yang merupakan proxy dari pertumbuhan (*growth*) perusahaan
MCAP : Log dari kapitalisasi pasar (*market capitalisation*) yang merupakan proxy dari ukuran perusahaan
LIQ : Merupakan *current ratio* yang digunakan sebagai proxy dari likuiditas perusahaan
FLEV : Total hutang dibagi dengan total aktiva yang digunakan sebagai proxy *Financial Leverage*
EVAR : Variabilitas Laba yang merupakan standar deviasi dari *Net Income* dibagi *Market Capitalisation*
ACCBETA : Proxy resiko yang menggunakan data akuntansi (*Earning per Share*)
BETA : Beta koreksi yang diperoleh dari ISMD (Indonesian Security Market Database) PPA UGM yang merupakan proxy dari resiko
CAR : *Cummulative Abnormal Return* yang dihitung selama periode 15 bulan mulai dari 1 Januari 2001

3.4. Teknik Analisa Data

Dalam melakukan analisa dalam penelitian ini digunakan metodologi *structural equation model* (SEM) dengan teknik estimasi *path analysis* untuk menguji model yang dihipotesakan. Menurut Hoyle (1995) dalam Wijanto (2006)⁶⁹, *path diagram* merupakan sarana komunikasi yang efektif untuk menyampaikan ide konsep dasar model SEM.

Penelitian ini juga melakukan pengujian sesuai dengan pendekatan yang dilakukan Tippins dan Sohi (2003)⁷⁰ yaitu dengan melakukan pengujian adanya efek mediasi (*intervening variabel*) dengan menggunakan tiga model yang akan diestimasi dan dievaluasi signifikansinya.

⁶⁹ Wijanto, Setyo Hari.(2005), "Structural Equation Modeling dengan Lisrel 8.7", catatan kuliah, Tidak dipublikasi.

⁷⁰ Tippin, Michael J., and Sohi, Ravipreet S.(2003), "It Competency and Firm Performance: Is Organizational Learning a Missing Link?", *Strategic Management Journal*.

Estimasi yang digunakan adalah *Maximum Likelihood (ML)*. Model pertama menguji hubungan langsung antara variabel-variabel akuntansi yaitu *dividend*, pertumbuhan, likuiditas, *leverage*, beta akuntansi, variabilitas laba dan ukuran perusahaan terhadap CAR (sebagai proksi *return* saham). Sedangkan Model kedua dan menguji hubungan yang sama dengan model pertama namun dengan memasukkan risiko sistematis (BETA) sebagai variabel *intervening*.

Beta akan diterima sebagai variabel *intervening* pada hubungan antara variabel akuntansi dengan *return* jika:

1. Model ketiga terbukti signifikan. Artinya terdapat hubungan yang signifikan antara beta dan CAR;
2. Model kedua terbukti signifikan. Atau dengan kata lain, terdapat hubungan yang signifikan antara variabel-variabel akuntansi secara parsial dengan BETA;
3. Model pertama tentang hubungan langsung antara variabel-variabel akuntansi secara parsial terhadap CAR melemah atau menghilang (tidak terbukti signifikan).
4. Model *mediation* yaitu model kedua dan model ketiga menjelaskan lebih banyak varian pada CAR perusahaan dibandingkan model pertama;

3.5. Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

3.5.1. Variabel Akuntansi (Variabel Bebas)

Dalam penelitian ini, variabel akuntansi yang digunakan mengacu pada penelitian Beaver *et al.* (1970)⁷¹ dan Bowman (1979)⁷² yaitu *dividend*, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, likuiditas, *leverage*, beta akuntansi dan variabilitas laba.

- **Dividen Payout (DPR)**

Dividend payout diukur sebagai *dividend* yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. Dalam penelitian ini, *Dividend Payout Ratio* diukur dengan menggunakan skala rasio. *Dividend Payout Ratio* dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend yang dibagikan}}{\text{Laba yang tersedia untuk Common Stock}}$$

- **Pertumbuhan Aset (AGROWTH)**

Pertumbuhan aset menunjukkan pertumbuhan tahunan pemakaian aktiva.

Pertumbuhan aset ini diukur dengan menggunakan rumus:

$$\text{Pertumbuhan Aset} = \frac{\text{Total Assets}_t - \text{Total Assets}_{t-1}}{\text{Total Assets}_{t-1}}$$

⁷¹ Beaver, W., Kettler, and Scholes. (October 1970). "The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*. Vol.45. No.4.

⁷² Bowman, R.G. (June 1979). "The Theoretical Relationship between *Systematic risk* and Financial (Accounting) Variabels". *The Journal of Finance*. Vol XXXIV No.3.

- **Ukuran Perusahaan /Firm Size (MCAP)**

Variabel ukuran perusahaan diukur sebagai logaritma dari kapitalisasi pasar (*market capitalization*). Ukuran ini dipakai sebagai proksi pengukur besarnya perusahaan. Proksi ini berbeda dengan yang digunakan oleh Beaver (1970)⁷³.

- **Liquiditas/Liquidity (LIQ)**

Likuiditas perusahaan dihitung dengan *current ratio* yaitu ukuran yang digunakan untuk mengetahui kesanggupan memenuhi kewajiban jangka pendek. *Current Ratio* dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Hutang lancar}}$$

- **Financial Leverage (FLEV)**

Financial Leverage menunjukkan seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang. *Financial Leverage* diukur dengan menggunakan skala rasio.

Financial Leverage dapat dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$\text{Financial Leverage} = \text{total hutang} / \text{total aktiva}$$

⁷³ Beaver, W., Kettler, And Scholes. (1970). "The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*. Vol.45. No.4.

- **Beta Akuntansi/Accounting Beta (ACCBETA)**

Beta akuntansi merupakan risiko investasi yang dihitung berdasarkan data akuntansi yaitu laba perusahaan. Perhitungan ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui seberapa besar kemungkinan laba perusahaan akan menyimpang dari laba pasar.

Data akuntansi seperti *Earning Per Share* (EPS) dapat digunakan untuk mengestimasi Beta. Beta akuntansi ini dapat dihitung secara sama dengan Beta pasar (yang menggunakan data EPS pasar). EPS pasar dihitung dengan menggunakan rata-rata EPS dari perusahaan-perusahaan emiten. Beta akuntansi diukur dengan menggunakan skala rasio dan dapat dihitung dengan rumus (*Ball and Brown, 1969*):

$$\text{ACCBETA}_i = \frac{\sigma \text{EPS } (i, M)}{\sigma^2 \text{EPS } M}$$

Keterangan :

ACCBETA_i: Beta akuntansi saham ke-*i*

σ EPS, _iM : kovarian antara EPS perusahaan ke-*i* dengan indeks EPS pasar

σ² EPS M : varian dari indeks EPS pasar

- **Variabilitas Laba/Earning Variability (EVAR)**

Variabilitas laba diukur dengan menggunakan ukuran yang digunakan oleh Beaver (1970), yaitu:

$$\left(\sum_{t=1} \left(\frac{\text{NIAT}_t}{\text{MCAP}_{t-1}} - \left(\frac{\text{NIAT}}{\text{MCAP}} \right)^2 \right) \right)^{1/2}$$

Dimana:

$$E_t / P_{t-1} = \frac{\text{income available for common stockholders}_t}{\text{market value of common stock}_{t-1}}$$

(value at fiscal year end)

$$\left[\bar{E} / P \right] = \sum_{t=1}^T E_t / P_{t-1}$$

3.5.2. Beta Pasar (Variabel *Intervening*)

Sebagai variabel *intervening* dalam penelitian ini adalah risiko sistematis. Risiko sistematis merupakan risiko investasi saham yang tidak dapat dieliminasi dengan cara melakukan diversifikasi. Risiko pasar diproksikan dengan koefisien beta (β). Beta mengukur sensitivitas pendapatan suatu saham terhadap pendapatan pasar.

Dalam riset ini, beta diukur dengan pendekatan *capital asset pricing model* (CAPM). CAPM adalah suatu model keseimbangan harga surat berharga yang dikembangkan oleh Sharpe (1964)⁷⁴, Lintner (1965)⁷⁵ dan Mossin (1966)⁷⁶. Variabel beta (β) yang mengukur pergerakan dari suatu *return* saham terhadap *return* pasar.

⁷⁴ Sharpe, W., (1964), "Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", *Journal of Finance*.

⁷⁵ Lintner, J., (1965), "Security Price, Risk, and Maximal Gains from Diversification", *Journal of Finance*.

⁷⁶ Mossin, J., (1966), "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*.

$$\beta_{it} = \frac{\text{cov}(R_{it}, R_{mt})}{\sigma^2(R_{mt})}$$

Dimana:

β_{it} = Beta yang mengukur sensitivitas *return* suatu saham terhadap *return* pasar

R_{it} = *Return* perusahaan pada periode t

R_{mt} = *Return* pasar pada periode t

$$\text{Return Pasar } (R_{m,t}) = \frac{\text{IHSG}_t - \text{IHSG}_{t-1}}{\text{IHSG}_{t-1}}$$

$$\text{Return Perusahaan } (R_{i,t}) = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana :

IHSG_t = IHSG pada saat t

IHSG_{t-1} = IHSG pada saat t-1

t = Periode pengamatan

P_t = Harga saham pada saat t

P_{t-1} = Harga saham pada saat t-1

Beta tersebut kemudian dikoreksi sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jogiyanto (1999)⁷⁷ yang mengoreksi beta dengan metode Fowler dan Rorke

⁷⁷ Hartono, Jogiyanto., and Suriyanto. (1999). "Bias Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang". Simposium Nasional Akuntansi II.

yaitu empat periode mundur (*lag*) dan empat periode maju (*lead*) untuk data *return* yang tidak terdistribusi normal sedangkan untuk *return* yang terdistribusi normal hanya membutuhkan satu periode mundur (*lag*) dan satu periode maju (*lead*).

3.5.3. Return (Variabel Terikat)

Return dihitung dengan dua pendekatan yaitu *Cumulative Abnormal Return* (CAR) seperti yang dilakukan dalam penelitian Teoh *et al.* (1998)⁷⁸, dimana *return* diperoleh dari *return* harian baik untuk *return* perusahaan maupun *return* pasar. Rumus perhitungan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) adalah sebagai berikut:

$$CAR = \sum AR_{it}$$

Dimana *abnormal return* (AR) diperoleh dari:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

dengan:

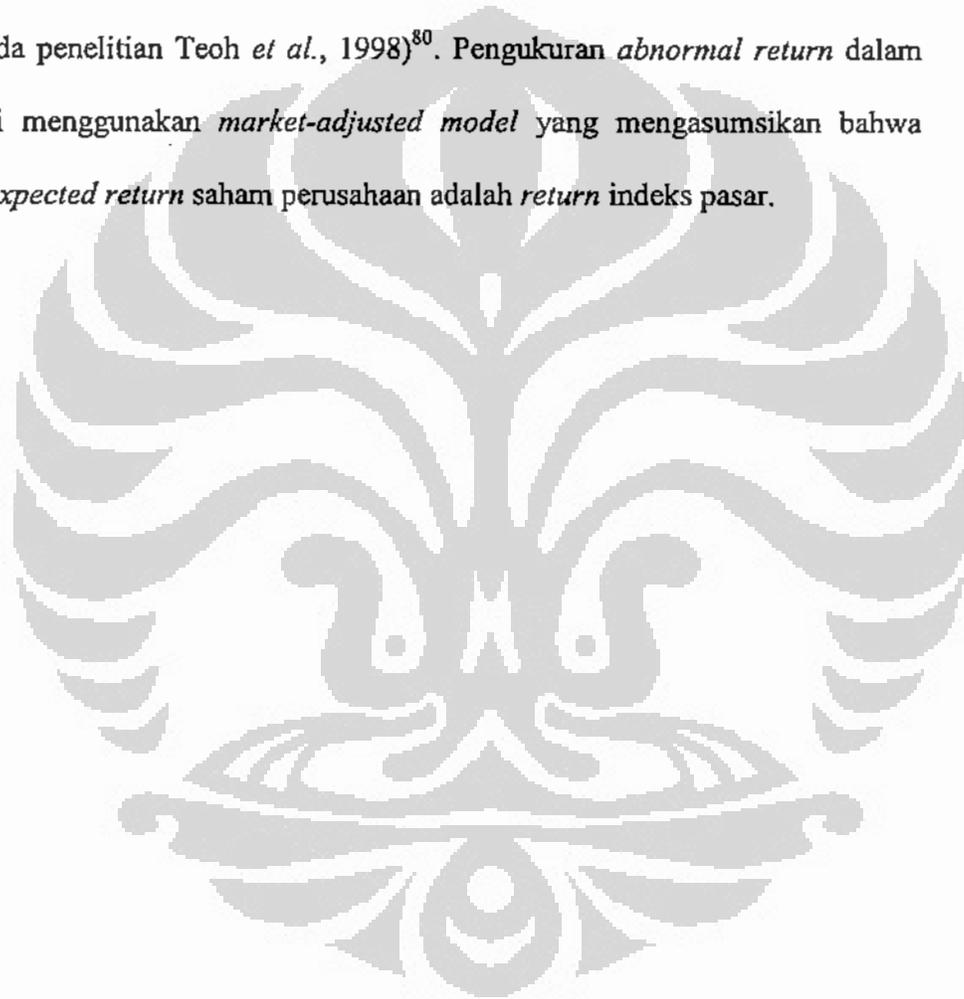
R_{it} = *Return* harian perusahaan

$E(R_{it})$ = *Return* IHSG

Pada pengukuran *cumulative abnormal return* (CAR) diperlukan *window* (*time interval*). Jika terlalu pendek, maka ukuran CAR tidak akan dapat menangkap

⁷⁸ Teoh, S.Hong., Welch, Ivo., and Wong, T.J (1998). "Earning Management and The Long -Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*. Vol. 53. No.6

reaksi pasar yang mungkin terjadi di luar *window* tersebut, misalnya karena reaksi investor yang lambat (Lev, 1989)⁷⁹. Sebaliknya, jika *time interval* terlalu panjang, maka dapat memberikan pengukuran yang bias mengenai kontribusi informasi yang diungkapkan oleh perusahaan (Lev, 1989). Pada penelitian ini, CAR dihitung secara harian untuk periode 15 bulan mulai dari tanggal 1 Januari 2001 (Seperti yang dilakukan pada penelitian Teoh *et al.*, 1998)⁸⁰. Pengukuran *abnormal return* dalam penelitian ini menggunakan *market-adjusted model* yang mengasumsikan bahwa pengukuran *expected return* saham perusahaan adalah *return* indeks pasar.



⁷⁹ Lev, Baruch. (1989), "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research", *Journal of Accounting Research*, Vol.27. pp 246-271.

⁸⁰ Teoh, S.Hong., Welch, Ivo., and Wong, T.J.(1998). "Earning Management and The Long –Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*. Vol.53. No.6

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Statistik Deskriptif Sampel

Tabel 4.1 berikut ini menyajikan ringkasan statistik deskriptif dari sampel penelitian:

TABEL 4.1.
Statistik Deskriptif Tahun 2001-2005

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	624	-0,5685	19,2041	1,2497	2,6866
AGROWTH	624	-0,9925	2,9372	0,1286	0,4162
MCAP	624	1,3617	8,0753	5,2050	1,0182
LIQ	624	0,0300	13,0500	1,9540	1,6819
FLEV	624	0,4719	1,9463	0,2486	0,3478
EVAR	624	0,0000	5,3910	0,5239	0,9859
ACCBETA	624	-107,1582	102,6411	0,0529	14,3038
BETA	624	-0,9895	3,3530	0,8032	1,0223
CAR	624	-1,5678	1,9697	0,0087	0,5597

Keterangan:

- DPR : *Dividend Payout Ratio* yang dihitung dari dividen yang dibagikan dibagi dengan laba bersih
- AGROWTH : Rasio dari perubahan asset yang merupakan proxy dari pertumbuhan (*growth*) perusahaan
- MCAP : Log dari kapitalisasi pasar (*market capitalisation*) yang merupakan proxy dari ukuran perusahaan
- LIQ : Merupakan *current ratio* yang digunakan sebagai proxy dari likuiditas perusahaan
- FLEV : Total hutang dibagi dengan total aktiva yang digunakan sebagai proxy *Financial Leverage*
- EVAR : Variabilitas Laba yang merupakan standar deviasi dari *Net Income* dibagi *Market Capitalisation*
- ACCBETA : Proxy resiko yang menggunakan data akuntansi (*Earning per Share*)
- BETA : Beta koreksi yang diperoleh dari ISMD (Indonesian Security Market Database) PPA UGM yang merupakan proxy dari resiko
- CAR : *Cummulative Abnormal Return* yang dihitung selama periode 15 bulan mulai dari 1 Januari 2001

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan statistik deskriptif di atas, rata-rata BETA yang digunakan sebagai proksi risiko dari 624 sampel perusahaan adalah 0,803231 dengan standar deviasi 1,0222718. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian secara rata-rata memiliki risiko yang positif dengan risiko pasar. Artinya, risiko sistematis perusahaan akan sebanding dengan risiko pasar.

Hasil pengujian *Pearson correlation* antara variabel-variabel yang diteliti dapat dilihat pada Tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2
Pearson Correlation antara Variabel-variabel Penelitian

	CAR	DPR	AGROWTH	MCAP	LIQ	FLEV	EVAR	ACCBETA	BETA
CAR	1,000	0,043 (0,141)	-0,104 (-0,004)***	0,010 (0,397)	-0,037 (0,180)	-0,004 (0,457)	0,170 (0,000)***	-0,059 (0,072)*	0,081 (0,022)**
DPR		1,000	-0,047 (0,123)	0,121 (0,001)***	0,210 (0,000)***	-0,322 (0,000)***	-0,167 (0,000)***	-0,037 (0,181)	0,114 (0,002)***
AGROWTH			1,000	0,084 (0,018)**	0,029 (0,238)	0,032 (0,211)	-0,090 (0,012)***	0,080 (0,022)	-0,045 (0,128)
MCAP				1,000	0,046 (0,113)	-0,113 (0,002)***	-0,111 (0,003)***	0,001 (0,485)	-0,071 (0,038)**
LIQ					1,000	-0,470 (0,000)***	-0,213 (0,000)***	0,018 (0,331)	-0,020 (0,311)
FLEV						1,000	0,312 (0,000)***	0,027 (0,253)	0,091 (0,012)***
EVAR							1,000	0,071 (0,039)**	0,016 (0,347)
ACCBETA								1,000	-0,020 (0,312)
BETA									1,000

Keterangan:

Angka di dalam kurung adalah sig (1-tailed).

***signifikan pada $\alpha=1\%$, **signifikan pada $\alpha=5\%$, *signifikan pada $\alpha=10\%$

- DPR : *Dividend Payout Ratio* yang dihitung dari dividen yang dibagikan dibagi dengan laba bersih
- AGROWTH : Rasio dari perubahan asset yang merupakan proxy dari pertumbuhan (*growth*) perusahaan
- MCAP : Log dari kapitalisasi pasar (*market capitalisation*) yang merupakan proxy dari ukuran perusahaan
- LIQ : Merupakan *current ratio* yang digunakan sebagai proxy dari likuiditas perusahaan
- FLEV : Total hutang dibagi dengan total aktiva yang digunakan sebagai proxy *Financial Leverage*
- EVAR : Variabilitas Laba yang merupakan standar deviasi dari *Net Income* dibagi *Market Capitalisation*
- ACCBETA : Proxy risiko yang menggunakan data akuntansi (*Earning per Share*)
- BETA : Beta koreksi yang diperoleh dari ISMD (Indonesian Security Market Database) PPA UGM yang merupakan proxy dari risiko
- CAR : *Cumulative Abnormal Return* yang dihitung selama periode 15 bulan mulai dari 1 Januari 2001

Hasil pengujian *Pearson correlation* menunjukkan bahwa korelasi antara variabel BETA dan variabel CAR⁸¹ adalah positif dan signifikan. Hasil pengujian *Pearson correlation* ini sesuai dengan prediksi yang menyatakan adanya korelasi positif antara risiko sistematis dengan *return*. Atau dengan kata lain, semakin besar risiko sistematisnya (yang diproxikan dengan BETA), maka *return*nya akan semakin besar pula. Korelasi antara variabel BETA dengan variabel akuntansi yang signifikan adalah dengan DPR (proksi dari *dividend*), MCAP (proksi dari ukuran perusahaan), dan FLEV (proksi dari hutang perusahaan). Sedangkan korelasi antara variabel BETA dengan variabel EVAR (sebagai proksi dari variabilitas laba) adalah positif dan tidak signifikan. Hal ini tidak sesuai dengan prediksi yang menyatakan bahwa semakin tinggi variabilitas laba maka risikonya semakin kecil. Pengaruh variabel akuntansi dengan CAR (sebagai proksi *return*) yang memiliki korelasi signifikan adalah AGROWTH (sebagai proksi pertumbuhan asset), EVAR yang merupakan proksi dari variabilitas laba, dan ACCBETA (proksi lain dari risiko).

4.2. Uji Kualitas Data

4.2.1. Uji Normalitas Data

Data dikatakan normal jika menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Hasil pengujian normalitas data dengan menggunakan Normal Probability Plot dengan

⁸¹ CAR dan *return* dalam tesis ini akan dipakai secara bergantian untuk menyatakan hal yang sama.

software SPSS 13.3 untuk ketiga model terdapat pada Lampiran 2. Dari gambar tersebut dapat disimpulkan bahwa pada ketiga model regresi mempunyai data yang berdistribusi mendekati normal, karena data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Hal ini berarti model regresi layak dipakai karena memenuhi asumsi normalitas

4.3. Uji Asumsi Klasik

4.3.1. Uji Multikolinieritas

Hasil pengujian regresi untuk Model I yang menguji apakah variabel akuntansi berpengaruh terhadap CAR menunjukkan tidak ada nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) yang lebih dari 5 atau nilai tolerance lebih dari 0,1. Selanjutnya, untuk Model II yang menguji hubungan antara BETA dan variabel akuntansi juga memiliki nilai VIF antara 1,015 sampai 1,458. Sehingga secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi korelasi antara variabel independen

Hasil pengujian multikolinieritas untuk masing-masing model regresi dapat dilihat pada Lampiran 3.

4.3.2. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model

regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas, Ghozali (2001:69).⁸²

Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini adalah menggunakan uji *white heteroskedasticity test* dengan software E-VIEWS yang melihat angka probabilitas pada observasi dikali dengan R^2 harus lebih besar dari 0,05⁸³. Hasil uji heteroskedastisitas untuk ketiga model menunjukkan tidak adanya indikasi heteroskedastisitas, karena semua angka probabilitasnya lebih dari 0,05. Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada lampiran 4.

4.3.3. Uji Serial Korelasi (Autokorelasi)

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terdapat hubungan serial antara error pada observasi yang satu dengan error pada observasi yang berikutnya. Model regresi yang baik adalah model regresi yang bebas dari autokorelasi, yakni bila angka *Durbin Watson* berada diantara -2 sampai +2 (Santoso, 2001:219)⁸⁴ dengan menggunakan SPSS 13.0. Hasil pengujian autokorelasi ditunjukkan dalam tabel sebagai berikut:

⁸² Ghozali, Imam. (2001), Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS, Undip.

⁸³ Winarno, Wing Wahyu. (2007) *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan EViews*, Yogyakarta: UPP STIM YKPN.

⁸⁴ Santoso, Singgih.(2001), Buku Latihan *Parametrik*, PT. Elex Media Komputindo Jakarta.

Tabel 4.3
Output Durbin Watsons

	D-W
Model I	2,092
Model II	1,868
Model III	2,120

Tabel 4.4. menunjukkan bahwa angka *Durbin Watsons* untuk ketiga model berada pada angka 2,092; 1,868; dan 2,120 yang dapat diartikan bahwa dalam model regresi ini tidak terjadi autokorelasi.

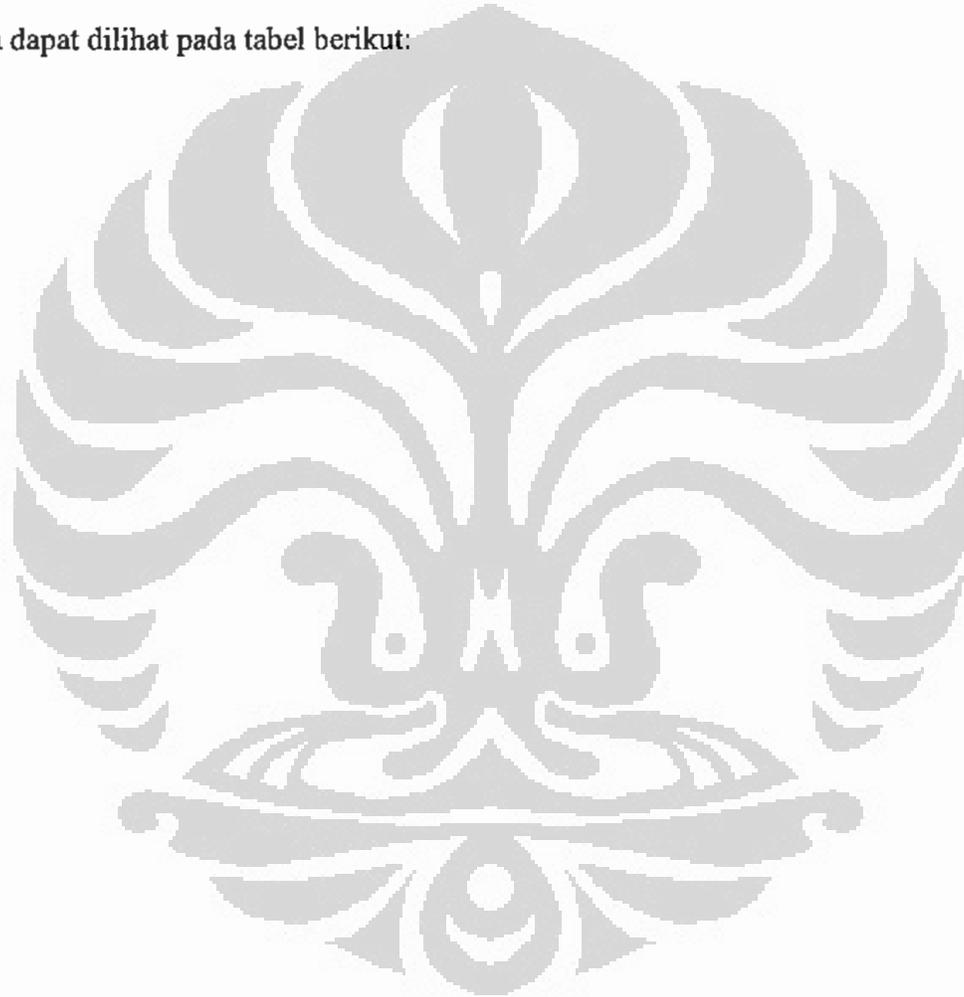
4.4. Hasil Pengujian Data

4.4.1. Pengujian Keseluruhan Model

Ukuran *goodness-of-fit* menunjukkan bahwa secara keseluruhan model yang dihasilkan adalah baik (*saturated*). Ini dikarenakan variabel-variabel yang digunakan merupakan variabel terukur dan bukan variabel laten sehingga kecocokan model dan variabel yang teramati sangat baik. Hal ini terbukti dengan index *goodnes of fit* yang baik yaitu angka *degree of freedom* = 0, *Chi-Square*= 0,00; *P-value*= 1,00; dan *RMSEA*= 0,000. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kecocokan model dan data adalah baik (*Saturated, Perfect Fit*).

4.4.2. Pengujian Hipotesis

Pengujian dalam penelitian ini mencakup tiga model yaitu Model I yang menguji hubungan variabel akuntansi dengan *return* secara langsung dan Model II dan Model III menguji BETA sebagai variabel *intervening* antara variabel akuntansi dan *return*. Hasil pengujian untuk keseluruhan model berdasarkan output *path diagram* pada dapat dilihat pada tabel berikut:



Tabel 4.4.

Hasil Pengujian Model dengan Data Tahun 2001-2005

Parameter	Pred. sign	Model 1	Model 2	Model 3
		CAR	BETA	CAR
DPR	(+)	0,01 (1,01)	0,06 (3,87)***	-
AGROWTH	(+)	-0,10 (-1,92)*	-0,09 (-0,92)	-
MCAP	(+)	0,02 (0,81)	-0,07 (-1,81)*	-
LIQ	(-)	-0,01 (-0,72)	0,01 (0,41)	-
FLEV	(+)	-0,10 (-1,34)	0,44 (3,11)**	-
EVAR	(+)	0,11 (4,54)***	-0,01 (-0,23)	-
ACC BETA	(-)	0,00 (-1,53)	0,00 (-0,36)	-
BETA	(+)	-	-	0,04 (1,90)*
R ²		0,048	0,039	0,007
χ ²		0	0	0
d.f		0	0	0
RMSEA		0	0	0

* Signifikan 10%, **Signifikan 5%, ***Signifikan 1%

Sumber: hasil output LISREL, 8.72 yang diolah

Keterangan:

- DPR : *Dividend Payout Ratio* yang dihitung dari dividen yang dibagikan dibagi dengan laba bersih
- AGROWTH : Rasio dari perubahan aset yang merupakan proxy dari pertumbuhan (*growth*) perusahaan
- MCAP : Log dari kapitalisasi pasar (*market capitalisation*) yang merupakan proxy dari ukuran perusahaan
- LIQ : Merupakan *current ratio* yang digunakan sebagai proxy dari likuiditas perusahaan
- FLEV : Total hutang dibagi dengan total aktiva yang digunakan sebagai proxy *Financial Leverage*
- EVAR : Variabilitas Laba yang merupakan standar deviasi dari *Net Income* dibagi *Market Capitalisation*
- ACCBETA : Proxy resiko yang menggunakan data akuntansi (*Earning per Share*)
- BETA : Beta koreksi yang diperoleh dari ISMD (Indonesian Security Market Database) PPA UGM yang merupakan proxy dari resiko
- CAR : *Cumulative Abnormal Return* yang dihitung selama periode 15 bulan mulai dari 1 Januari 2001
- (+) : Diekspektasikan hubungan positif antara variabel bebas dan variabel terikat
- (-) : Diekspektasikan hubungan negatif antara variabel bebas dan variabel terikat

4.4.2.1. Model Pertama

Model pertama yaitu melihat pengaruh variabel-variabel akuntansi secara langsung terhadap CAR. Berdasarkan output *path diagram* dengan software LISREL 8.72, output yang dihasilkan dari model ini adalah variabel *dividend* (H1a) tidak terbukti signifikan berpengaruh terhadap CAR dengan *t-value* 1,01 dan tingkat signifikansi 5%. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Kennedy (2003)⁸⁵ yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara *dividend* dengan *return*. Ketidakkonsistenan ini dianalisis lebih lanjut pada model dua, sehingga dapat ditarik kesimpulan alasan *dividend* tidak terbukti berpengaruh signifikan secara langsung terhadap *return* atau dengan kata lain kemungkinan adanya variabel *intervening* antara ukuran perusahaan dengan *return*.

Sedangkan variabel pertumbuhan terbukti berpengaruh signifikan dengan CAR (*t-value*= -1,92) sehingga hipotesa H1b diterima. Artinya, semakin tinggi pertumbuhan aset perusahaan maka *return* akan semakin turun. Hasil ini tidak konsisten dengan Ou dan Penman (1989)⁸⁶ dan Ou (1990)⁸⁷ karena dalam penelitiannya, pertumbuhan terbukti memiliki hubungan positif dengan *return*.

⁸⁵ Kennedy, P. S. J. (2003). Analisis pengaruh dari *return on assets*, *return on investment*, *earnings per share*, *profit margin*, *assets turn over*, *rasio leverage*, dan *debt to equity* terhadap *return* saham: studi pada saham-saham yang termasuk dalam LQ-45 di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

⁸⁶ Ou, J. A. and S. Penman (1989). "Financial Statement Analysis and Prediction of a Stock Return." *Journal of Accounting and Economic* Vol II, No.04

⁸⁷ Ou, J.A. (1990). "The Information Content of Nonearning Accounting Numbers as Earnings Predictors". *Journal of Accounting Research*.

Ketidakkonsistenan ini kemungkinan disebabkan karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi umumnya melakukan investasi yang tinggi pada tahun yang bersangkutan sehingga mengakibatkan *return* di pasar rendah akibat *cash flow from operation* yang negatif.

Variabel ukuran perusahaan ($t\text{-value}=0,81$) tidak terbukti signifikan. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Nur (2001)⁸⁸ dan Rodani (2006)⁸⁹ yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan terbukti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return*. Hal ini perlu dilihat lebih lanjut pada model dua, sehingga kemungkinan ukuran perusahaan tidak terbukti berpengaruh signifikan secara langsung terhadap *return* atau dengan kata lain, adanya variabel *intervening* antara ukuran perusahaan dengan *return*.

Leverage ($t\text{-value}= -1,34$) juga tidak terbukti signifikan. Hal ini tidak konsisten dengan penelitian Kennedy (2003)⁹⁰ yang menyatakan bahwa adanya pengaruh signifikan antara *leverage* perusahaan dengan *return*. Ketidakkonsistenan ini perlu dilihat lebih lanjut pada model dua, sehingga kemungkinan alasan *leverage* perusahaan tidak terbukti berpengaruh signifikan secara langsung terhadap *return*

⁸⁸ Nur, D. (2001). Rasio-rasio Keuangan dan Keterkaitannya dengan *Return* Saham. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

⁸⁹ Rodoni, Ahmad. (2006). "Analisis Fundamental dan Teknikal terhadap *Return* Saham". Etikonomi, Vol.5, No.2.

⁹⁰ Kennedy, P. S. J. (2003). Analisis pengaruh dari *return* on assets, *return* on investment, earnings per share, profit margin, assets turn over, rasio leverage, dan debt to equity terhadap *return* saham: studi pada saham-saham yang termasuk dalam LQ-45 di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

atau dengan kata lain, kemungkinan adanya variabel *intervening* antara ukuran perusahaan dengan *return*.

Likuiditas ($t\text{-value} = -0,72$), dan beta akuntansi ($t\text{-value} = -1,53$) tidak terbukti signifikan terhadap CAR pada tingkat signifikansi 5%. Artinya, masing-masing variabel tersebut secara langsung tidak terbukti berpengaruh terhadap CAR sehingga H1d dan H1f tidak terbukti. Sehingga perlu dianalisis lebih lanjut pada model dua untuk melihat kemungkinan adanya variabel *intervening* antara likuiditas dan beta akuntansi dengan *return*.

Variabel variabilitas laba dalam model pertama ini terbukti berpengaruh signifikan positif dengan CAR ($t\text{-value} = 4,04$ dan tingkat signifikansi 1%) sehingga H1f diterima. Hal ini berarti bahwa semakin besar variabilitas laba maka semakin besar pula *return*. Hasil ini sesuai dengan paradigma *high-risk, high return* dan konsisten dengan penelitian Parawiyati (1999)⁹¹.

4.4.2.2. Model Kedua dan Model Ketiga

Model kedua dan model ketiga merupakan *partial mediation* yang menguji hubungan yang sama dengan Model pertama yaitu pengujian pengaruh variabel-variabel akuntansi dengan CAR namun dengan memasukkan risiko sistematis (beta) sebagai variabel *intervening*.

⁹¹Parawiyati, A. W. Hastuti, *et al.* (1999). "Penggunaan Informasi Keuangan untuk Memprediksi Keuntungan Investasi Bagi Investor di Pasar Modal." Simposium Nasional Akuntansi 2.

Analisis pertama untuk membuktikan beta sebagai variabel *intervening* adalah melihat model ketiga yaitu hubungan beta dengan CAR. Beta terbukti marginal signifikan (10%) terhadap CAR dengan *t-value* 1,90. Artinya, semakin tinggi risiko sistematis perusahaan, maka semakin besar pula *return*. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Munandar (2003)⁹², Hadad *et al.* (2004)⁹³, dan Rodoni (2006)⁹⁴. Sehingga untuk membuktikan bahwa BETA merupakan variabel *intervening*, lebih lanjut harus dilihat variabel akuntansi yang terbukti signifikan.

Hasil pengujian model kedua untuk *dividend* (H2a) terbukti signifikan dengan CAR melalui risiko sistematis (*t-value* 3,87 dan tingkat signifikansi 1%). Artinya hubungan *dividend* dengan CAR dimediasi oleh beta. Atau dengan kata lain, Semakin besar jumlah *dividend* yang dibagikan, maka risikonya juga semakin besar akibatnya *return* yang didapatkan juga semakin besar. Hasil ini didukung dengan Model pertama yang menguji pengaruh *dividend* secara langsung terhadap CAR yang tidak terbukti signifikan. Sehingga beta terbukti sebagai variabel *intervening* antara *dividend* dengan CAR.

Lain halnya dengan variabel pertumbuhan asset perusahaan yang tidak terbukti signifikan (*t-value*= -0,92) terhadap CAR melalui risiko sistematis sehingga hipotesa H2b terbukti signifikan dengan tingkat signifikansi 5%. Artinya, semakin

⁹² Munandar, A. (2003). "Pengaruh Market Beta, Size Perusahaan, Prospek Perusahaan, Tingkat *Financial Leverage*, Proporsi Kepemilikan Investor Asing, dan Sektor Industri terhadap Imbal Hasil Saham-saham yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta Tahun 1997-2001. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi. Universitas Indonesia.

⁹³ Hadad, Muliawan, D., Wibowo, Satrio., and Besar, Dwityapoetra. S. (2004). "Beta Sektor sebagai Proxi Imbal Hasil dan Indikator Risiko di Pasar Saham". www.bi.go.id.

⁹⁴ Rodoni, Ahmad. (2006). "Analisis Fundamental dan Teknikal terhadap *Return Saham*". Etikonomi, Vol.5, No.2.

tinggi pertumbuhan perusahaan maka risiko sistematisnya akan menurun akibatnya *return* yang diperoleh akan meningkat juga tidak terbukti signifikan. Hasil ini konsisten dengan Model pertama yang menguji hubungan pertumbuhan asset perusahaan dengan *return* secara langsung yang terbukti marginal signifikan 10% (*t-value* =-1,92). Sehingga, pada hubungan antara pertumbuhan asset dengan *return*, beta tidak terbukti signifikan sebagai variabel *intervening*.

Sedangkan variabel ukuran perusahaan (*t-value*=-1,81) terbukti marginal signifikan tingkat signifikansi 10% dengan beta. Artinya hubungan ukuran perusahaan dengan *return* dimediasi oleh beta. Atau dengan kata lain, Semakin besar ukuran perusahaan, maka risikonya akan semakin kecil, akibatnya *return* yang didapatkan juga semakin kecil. Hasil ini didukung dengan model pertama yang menguji pengaruh ukuran perusahaan secara langsung terhadap *return* yang tidak terbukti signifikan. Sehingga beta terbukti sebagai variabel *intervening* antara ukuran perusahaan dengan *return*.

Likuiditas (*t-value*=0,41), variabilitas laba (*t-value*=-0,23) dan beta akuntansi (*t-value*=-0,36) tidak terbukti signifikan dengan *return* melalui risiko sistematis pada tingkat signifikansi 5%. Artinya, masing-masing variabel tersebut dengan melalui risiko sistematis tidak terbukti berpengaruh terhadap *return* sehingga H2d ,H2f dan H2g tidak terbukti signifikan. Hasil ini juga sesuai dengan model pertama yang menguji variabilitas laba berpengaruh secara langsung dengan *return* dan terbukti berpengaruh secara signifikan 1% (*t-value*= 4,45). Namun, antara likuiditas dengan *return* dan beta akuntansi dengan *return* pada model pertama juga tidak terbukti

signifikan. Untuk itu, perlu dilakukan penelitian lebih lanjut mengenai peranan beta dalam hubungan antara likuiditas dan beta akuntansi terhadap *return*.

Variabel *financial leverage* (H2f) dalam model kedua ini terbukti signifikan positif dengan *return* melalui risiko sistematis (t -value = 3,11 dan tingkat signifikansi 1%). Hal ini berarti bahwa semakin besar hutang perusahaan maka risiko sistematisnya akan meningkat sehingga akibatnya *return* yang diperoleh juga akan meningkat. Hasil ini didukung dengan model pertama untuk *leverage* yang tidak terbukti signifikan hubungannya secara langsung dengan *return*. Sehingga beta terbukti sebagai variabel *intervening* antara hutang perusahaan dengan *return*.

Hasil kedua model tersebut membuktikan bahwa variabel-variabel akuntansi baik hubungannya secara langsung dengan *return* maupun melalui beta yang berperan sebagai variabel *intervening* antara variabel-variabel akuntansi dengan *return* menunjukkan pengaruh yang konsisten. Antara pertumbuhan perusahaan dan variabilitas laba memiliki hubungan langsung dengan *return* tanpa melalui beta sebagai variabel *intervening*. Sedangkan *dividend*, ukuran perusahaan, dan hutang perusahaan terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* dengan beta sebagai variabel *intervening*. Untuk likuiditas perusahaan dan beta akuntansi perusahaan tidak terbukti signifikan berpengaruh secara langsung terhadap *return* maupun dengan BETA sebagai variabel *intervening*. Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa tidak semua angka kinerja akuntansi dapat langsung digunakan dalam analisis keputusan investasi. Pada penelitian ini, yang terbukti signifikan dapat digunakan secara langsung dalam analisis keputusan investasi adalah pertumbuhan aset dan

variabilitas laba. Sedangkan dalam beberapa indikator kinerja akuntansi yaitu *dividend*, ukuran perusahaan, dan *financial leverage* terbukti harus dikaitkan terlebih dahulu dengan risiko sistematis dalam pengambilan keputusan investasi.

Hasil output Lisrel 8.72 dengan menggunakan *path diagram* untuk keseluruhan model dapat dilihat pada lampiran 5.

4.5. Analisis Sensitivitas

Pengujian sensitivitas ini dilakukan dengan model yang sama namun dengan data sub sample yaitu 50% sampel yang memiliki ukuran perusahaan terkecil yang berjumlah 312 *firm-years*. Tujuannya adalah untuk melihat apakah beta pada perusahaan kecil memiliki pengaruh yang sama, yaitu sebagai variabel *intervening* antara variabel akuntansi dengan *return* karena pada perusahaan kecil umumnya memiliki risiko yang *unpredictable*.

Hasil pengujian di atas untuk keseluruhan model berdasarkan output *path diagram* pada dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.5.
Hasil Pengujian Sensitivitas

Parameter	Pred. sign	Model 1	Model 2	Model 3
		CAR	BETA	CAR
DPR	(+)	0,01 (1,34)	0,05 (2,31)**	-
AGROWTH	(+)	-0,09 (-1,35)	-0,13 (-0,94)	-
MCAP	(+)	0,18 (3,63)***	-0,12 (-1,20)	-
LIQ	(-)	0,03 (1,33)	0,00 (0,01)	-
FLEV	(+)	0,04 (0,36)	0,28 (1,36)	-
EVAR	(+)	0,13 (4,34)***	-0,03 (-0,54)	-
ACC BETA	(-)	0,00 (-2,07)**	0,00 (-0,40)	-
BETA	(+)	-	-	0,09 (3,08)***
R ²		0,110	0,029	0,027
χ ²		0	0	0
d.f		0	0	0
RMSEA		0	0	0

* Signifikan 10%, **Signifikan 5%, ***Signifikan 1%

Sumber: hasil output LISREL 8.72 yang diolah

Keterangan:

- DPR : *Dividend Payout Ratio* yang dihitung dari total dividen yang dibagikan dibagi dengan laba bersih
 AGROWTH : Rasio dari perubahan asset yang merupakan proxy dari pertumbuhan (*growth*) perusahaan
 MCAP : Log dari kapitalisasi pasar (*market capitalisation*) yang merupakan proxy dari ukuran perusahaan
 LIQ : Merupakan *current ratio* yang digunakan sebagai proxy dari likuiditas perusahaan
 FLEV : Total hutang dibagi dengan total aktiva yang digunakan sebagai proxy *Financial Leverage*
 EVAR : Variabilitas Laba yang merupakan standar deviasi dari *Net Income* dibagi *Market Capitalisation*
 ACCBETA : Proxy resiko yang menggunakan data akuntansi (*Earning per Share*)
 BETA : Beta koreksi yang diperoleh dari ISMD (Indonesian Security Market Database) PPA UGM yang merupakan proxy dari resiko
 CAR : *Cummulative Abnormal Return* yang dihitung selama periode 15 bulan mulai dari 1 Januari 2001
 (+) : Diekspektasikan hubungan positif antara variabel bebas dan variabel terikat
 (-) : Diekspektasikan hubungan negatif antara variabel bebas dan variabel terikat

4.5.1 Model Pertama

Seperti pada analisis utama, Model pertama pada analisis sensitivitas ini melihat pengaruh variabel-variabel akuntansi secara langsung terhadap *return*. Berdasarkan output *path diagram* dengan software LISREL 8.72, output yang dihasilkan dari model ini adalah variabel *dividend* tidak terbukti signifikan berpengaruh terhadap CAR dengan *t-value* 1,34 dan tingkat signifikansi 5%.

Sedangkan variabel pertumbuhan aset tidak terbukti berpengaruh signifikan dengan CAR (*t-value*= -1,35). Hasil ini tidak konsisten dengan hasil analisis utama yang menunjukkan bahwa pertumbuhan aset terbukti signifikan negatif berpengaruh secara langsung terhadap *return*. Namun arah korelasinya searah dengan hasil pada analisis utama. Atau dengan kata lain, investor dalam menganalisis perusahaan kecil tidak melihat pertumbuhan asetnya.

Variabel ukuran perusahaan terbukti signifikan positif terhadap *return* secara langsung (*t-value*=3,63). Artinya, semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin besar pula *return* yang diterima. Hal ini juga berbeda dengan hasil pada analisis utama dimana hubungan antara ukuran perusahaan dengan *return* tidak terbukti signifikan. Hasil ini mengindikasikan pada perusahaan yang memiliki *market kapitalisasi* kecil, *return* dapat dihubungkan secara langsung pada ukuran perusahaan.

Likuiditas ($t\text{-value}=1,33$) dan *financial leverage* ($t\text{-value}=0,36$) tidak terbukti signifikan terhadap CAR pada tingkat signifikansi 5%. Artinya, masing-masing variabel tersebut tidak terbukti berpengaruh secara langsung terhadap CAR.

Variabel variabilitas laba dalam model pertama ini terbukti berpengaruh signifikan positif dengan CAR ($t\text{-value} = 4,34$ dan tingkat signifikansi 1%). Hal ini berarti bahwa semakin besar variabilitas laba perusahaan maka akan meningkatkan *return*. Hasil ini mendukung hasil analisis utama yang juga membuktikan adanya hubungan secara langsung antara variabilitas laba dengan *return*.

4.5.2. Model Kedua dan Model Ketiga

Model kedua dan model ketiga merupakan *partial mediation* yang menguji hubungan yang sama dengan Model pertama yaitu pengujian pengaruh variabel-variabel akuntansi dengan CAR namun dengan memasukkan risiko sistematis (β) sebagai variabel *intervening*.

Seperti pada analisis utama, model ketiga yang melihat hubungan β dengan *return* juga dianalisis terlebih dahulu untuk membuktikan β sebagai variabel *intervening*. Hasil analisis sensitivitas ini menunjukkan bahwa β terbukti signifikan (1%) terhadap CAR dengan $t\text{-value}$ 3,08. Artinya, semakin tinggi risiko sistematis perusahaan, maka semakin besar pula *return*. Untuk membuktikan bahwa BETA merupakan variabel *intervening*, harus dilihat variabel akuntansi yang terbukti

signifikan. Hasil tingkat signifikansi pada analisis sensitivitas ini lebih baik yaitu 1% dibandingkan pada analisis utama.

Hasil pengujian model kedua untuk *dividend payout ratio* (DPR) terbukti signifikan dengan CAR melalui risiko sistematis (*t-value* 2,31 dan tingkat signifikansi 5%). Artinya hubungan *dividend payout ratio* dengan CAR dimediasi oleh beta. Atau dengan kata lain, Semakin besar jumlah *dividend payout ratio*, maka risikonya juga semakin besar akibatnya *return* yang didapatkan juga semakin besar. Hasil ini didukung dengan Model pertama yang menguji pengaruh *dividend payout ratio* secara langsung terhadap CAR yang tidak terbukti signifikan. Sehingga beta terbukti sebagai variabel *intervening* antara *dividend payout ratio* dengan *return*. Hasil ini juga mendukung hasil pada analisis utama yang membuktikan bahwa *dividend payout ratio* terbukti signifikan terhadap *return* dengan melalui beta.

Lain halnya dengan variabel pertumbuhan aset perusahaan (*t-value*= -0,94), likuiditas (*t-value*=0,01), variabilitas laba (*t-value*=-0,54), dan beta akuntansi (*t-value*=-0,40) tidak terbukti signifikan dengan *return* melalui risiko sistematis pada tingkat signifikansi 5%. Artinya, masing-masing variabel tersebut dengan melalui risiko sistematis tidak terbukti berpengaruh terhadap *return*.

Ukuran perusahaan (*t-value*=-1,20) dan *financial leverage* (*t-value*= 1,36) tidak terbukti signifikan terhadap *return* dengan melalui beta. Hasil ini tidak mendukung hasil pada analisis utama.

Hasil output Lisrel 8.72 dengan menggunakan *path diagram* untuk keseluruhan model dapat dilihat pada lampiran 5. Terdapat perbedaan hasil analisis

sensitivitas dengan hasil analisis utama dan membuktikan bahwa variabel-variabel akuntansi baik hubungannya secara langsung dengan *return* maupun dengan melalui beta sebagai variabel *intervening*.

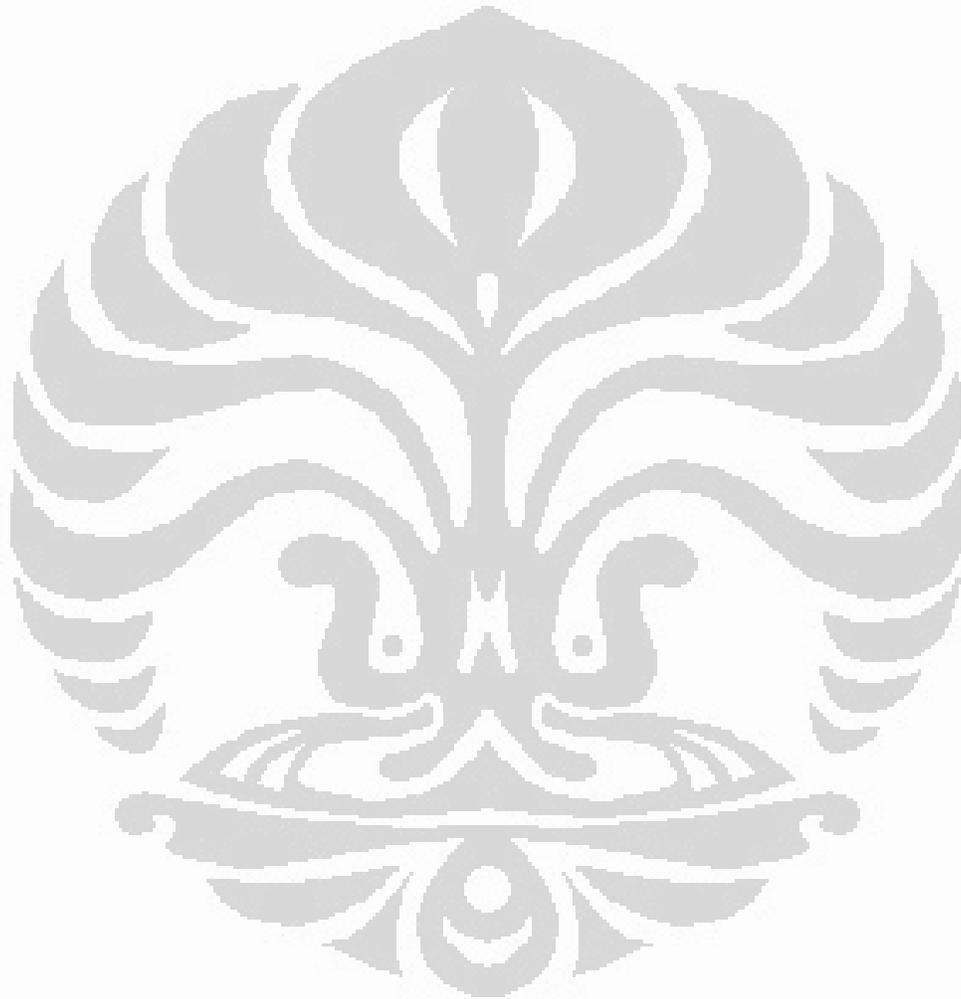
Variabel akuntansi konsisten terbukti memiliki pengaruh signifikan positif secara langsung terhadap *return* adalah variabilitas laba. Artinya, variabilitas laba dapat digunakan secara langsung dalam pengambilan keputusan investasi baik.

Pada perusahaan kecil, variabel akuntansi yang dapat digunakan secara langsung dalam proses pengambilan keputusan investasi adalah ukuran perusahaan dan beta akuntansi dan tidak lagi mempertimbangkan pertumbuhan aset (seperti pada analisis utama).

Sedangkan variabel akuntansi yang harus dihubungkan terlebih dahulu dengan risiko sistematisnya dalam proses pengambilan keputusan adalah *dividend payout ratio*. *Dividend payout ratio* ini terbukti memiliki pengaruh yang konsisten pada hasil analisis utama maupun analisis sensitivitas. Sehingga dapat dikatakan bahwa *dividend payout ratio* dapat digunakan untuk proses pengambilan keputusan investasi namun dengan terlebih dahulu melihat risiko sistematisnya.

Likuiditas perusahaan tidak terbukti signifikan berpengaruh secara langsung terhadap *return* maupun dengan beta sebagai variabel *intervening*. Ini kemungkinan disebabkan bahwa investor di Indonesia tidak mempertimbangkan likuiditas perusahaan berdasarkan pada angka laporan keuangan namun lebih

mempertimbangkan likuiditas saham. Seperti dalam penelitian Rodoni (2006)⁹⁵ yang membuktikan adanya hubungan negatif antara likuiditas saham dengan *return*.



⁹⁵ Rodoni, Ahmad. (2006)., "Analisis Fundamental dan Teknikal terhadap *Return* Saham"., *Etikonomi*, Vol.5., No.2.

BAB V

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

5.1. Simpulan

1. Penelitian ini melakukan pengujian terhadap beta sebagai variabel *intervening* dengan menggunakan tiga model yang akan diestimasi dan dievaluasi signifikansinya. Model pertama menguji hubungan langsung antara variabel-variabel akuntansi yaitu *dividend payout ratio*, pertumbuhan, ukuran perusahaan, likuiditas, *financial leverage*, variabilitas laba, dan beta akuntansi terhadap *return* saham. Sedangkan model kedua dan ketiga merupakan *partial mediation* yang menguji hubungan yang sama dengan model pertama namun dengan memasukkan risiko sistematis (beta) sebagai variabel mediator (*intervening*).
2. Model pertama yang menguji hubungan langsung variabel akuntansi dengan *return* saham menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan dengan *t-value* = -1,92 (sig=10%) dan variabilitas laba dengan *t-value* 4,54 (sig=1%) terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* saham. Sedangkan variabel akuntansi yang lain yaitu *dividend payout ratio*, ukuran perusahaan, likuiditas, leverage, dan beta akuntansi tidak terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* saham.
3. Model kedua dan ketiga menguji hubungan variabel akuntansi terhadap *return* dengan menggunakan beta sebagai variabel *intervening*. Model ketiga menunjukkan bahwa variabel beta terbukti marginal signifikan (10%) terhadap

return, sehingga untuk membuktikan beta sebagai variabel *intervening* dengan melihat variabel akuntansi yang terbukti signifikan terhadap beta (model kedua). Variabel akuntansi yaitu *dividend payout ratio* ($t\text{-value}=3,76$; $\text{sig}=1\%$), ukuran perusahaan ($t\text{-value}=-1,81$; $\text{sig}=10\%$) dan *financial leverage* ($t\text{-value} = 3,11$; $\text{sig} 1\%$) terbukti signifikan berpengaruh terhadap beta. Sedangkan untuk variabel akuntansi yang lain seperti pertumbuhan, likuiditas, variabilitas laba, dan beta akuntansi tidak terbukti signifikan berpengaruh terhadap beta. Hasil ini konsisten dengan hasil pada model pertama yang menyatakan bahwa hubungan antara *dividend payout ratio*, ukuran perusahaan, dan *financial leverage* tidak terbukti signifikan secara langsung dengan *return*.

4. Dari hasil ketiga model tersebut di atas, maka dapat disimpulkan bahwa variabel akuntansi (pertumbuhan aset dan variabilitas laba) terbukti berpengaruh signifikan secara langsung terhadap *return* saham. Sedangkan *dividend payout ratio*, ukuran perusahaan, dan *financial leverage* terbukti berpengaruh signifikan terhadap *return* saham dengan melalui beta (sebagai variabel *intervening*).
5. Pertumbuhan aset terbukti signifikan negatif dengan *return* saham, artinya semakin besar pertumbuhan aset perusahaan maka *return* perusahaan akan semakin kecil. Hal ini kemungkinan jika pertumbuhan aset perusahaan besar dikarenakan perusahaan menginvestasikan sebagian besar dananya untuk menambah aset bukan untuk investasi lain sehingga tindakan ini dianggap kurang menguntungkan pada periode tersebut sehingga *return* yang diperoleh akan turun. Sedangkan variabilitas laba terbukti signifikan positif terhadap *return*.

Atau dengan kata lain semakin tinggi variabilitas laba perusahaan maka *return* yang diperoleh juga semakin tinggi.

6. *Dividend payout ratio* terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* melalui beta sebagai variabel *intervening*. Artinya, semakin besar *dividend* yang dibagikan, maka risikonya semakin besar sehingga akibatnya *return* yang diperoleh juga semakin besar.
7. Ukuran perusahaan terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* melalui beta sebagai variabel *intervening*. Atau dengan kata lain semakin besar ukuran perusahaan, maka risikonya semakin kecil sehingga *return* yang diperoleh juga semakin kecil.
8. *Financial leverage* terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* melalui beta sebagai variabel *intervening*. Hal ini berarti semakin besar hutang perusahaan, maka risikonya semakin kecil sehingga *return* yang diperoleh juga semakin kecil.
9. Hasil pengujian sensitivitas pada perusahaan kecil, variabel akuntansi yang terbukti signifikan berpengaruh secara langsung terhadap *return* adalah ukuran perusahaan, variabilitas laba, dan beta akuntansi. Sedangkan *dividend payout ratio* terbukti berpengaruh signifikan terhadap *return* namun dengan melalui beta.
10. Tidak semua angka kinerja akuntansi dapat langsung digunakan dalam analisis keputusan investasi. Yang terbukti signifikan dapat digunakan secara langsung dalam analisis keputusan investasi adalah pertumbuhan aset dan variabilitas laba. Sedangkan dalam beberapa indikator kinerja akuntansi yaitu *dividend payout*

ratio, ukuran perusahaan, dan *financial leverage* terbukti harus dikaitkan terlebih dahulu dengan risiko sistematis dalam pengambilan keputusan investasi.

11. Dalam menganalisis perusahaan-perusahaan kecil, variabel akuntansi yang dapat secara langsung digunakan adalah ukuran perusahaan, variabilitas laba, dan beta akuntansi. Sedangkan variabel akuntansi yang harus lebih dahulu dihubungkan dengan risiko sistematis adalah *dividen payout ratio*.
12. Untuk likuiditas perusahaan tidak terbukti signifikan berpengaruh secara langsung terhadap *return* maupun dengan beta sebagai variabel *intervening*. Hal ini kemungkinan disebabkan karena investor di Indonesia tidak mempertimbangkan likuiditas perusahaan berdasarkan pada angka laporan keuangan namun lebih mempertimbangkan likuiditas saham dalam melakukan analisis.

5.2. Keterbatasan

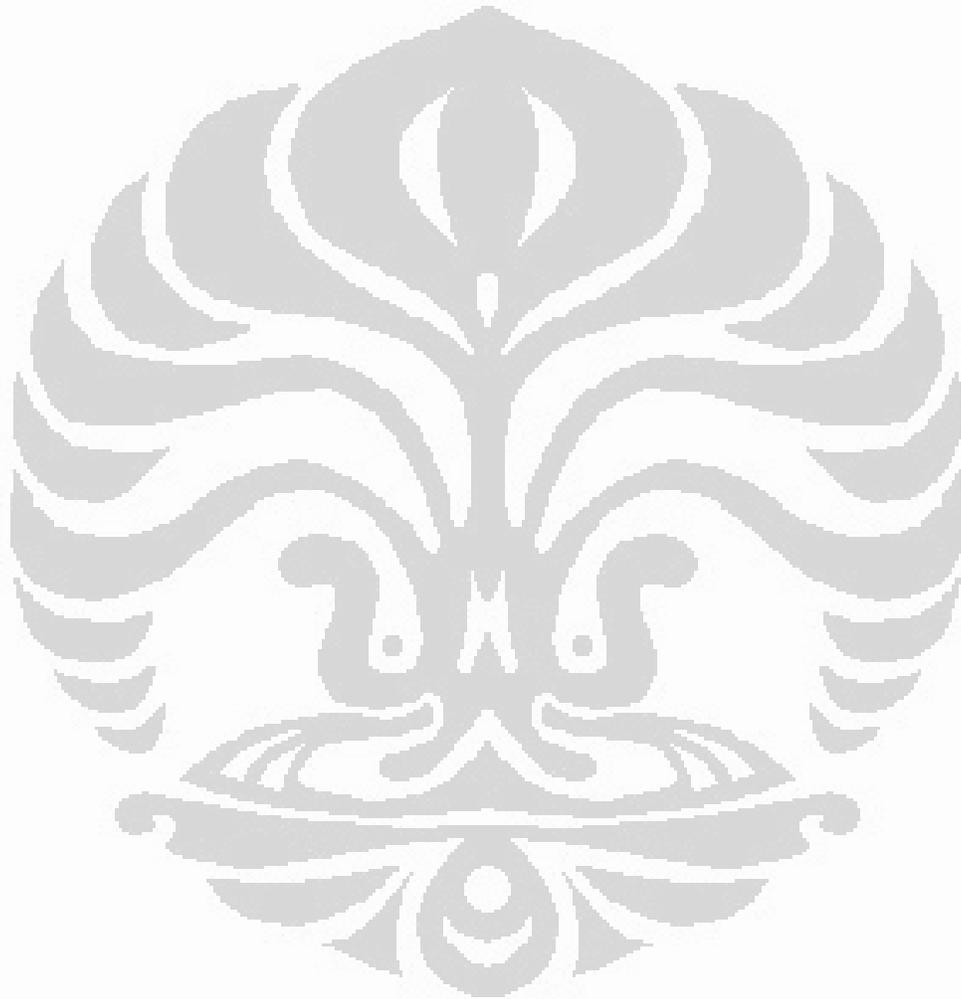
1. Periode pengamatan selama 5 tahun dan belum dibagi dalam beberapa sektor industri sehingga kurang mencerminkan risiko sistematis pada tiap-tiap sektor industri.
2. Karena keterbatasan waktu dan kemampuan, variabel independen yang digunakan hanya 7 variabel, masih terdapat variabel lain yang dapat mempengaruhi beta seperti ROE, ROA, variabel makro, dan lain-lain.
3. Keterbatasan data yang digunakan dalam perhitungan beta akuntansi yaitu data laba tahunan perusahaan selama 3 periode sebelumnya. Sehingga kurang mencerminkan risiko perusahaan berdasarkan laba akuntansi.

5.3. Saran

Rekomendasi yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Membagi sampel dalam beberapa sektor industri, karena pada sektor industri yang berbeda memiliki kriteria yang berbeda sehingga dapat diuji lebih lanjut peranan beta sebagai variabel *intervening* antara variabel akuntansi dengan *return* saham.
2. Menggunakan proksi yang berbeda dalam mengukur *cumulative abnormal return* misalnya secara *random walk* atau menggunakan *return index* sektoral pada perhitungan *expected return*.
3. Menguji beta sebagai moderating variabel pada hubungan antara kinerja akuntansi dengan *return*. Hal ini dikarenakan beta sebagai risiko sistematis kemungkinan dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara kinerja akuntansi dengan *return*.
4. Menggunakan periode yang lebih panjang atau dengan menggunakan data kuartalan dalam perhitungan beta akuntansi sehingga risiko yang dihitung berdasarkan data akuntansi dapat terproksi dengan baik.
5. Dari hasil penelitian diketahui bahwa kontribusi variabel independen terhadap variabel dependen (R^2) masih rendah, hal ini berarti masih terdapat variabel-variabel lainnya yang dapat menambah kontribusi. Sehingga dalam mengukur

kinerja akuntansi, dapat menggunakan proksi yang berbeda atau bahkan lebih banyak sehingga dapat diperoleh hasil yang lebih beragam.



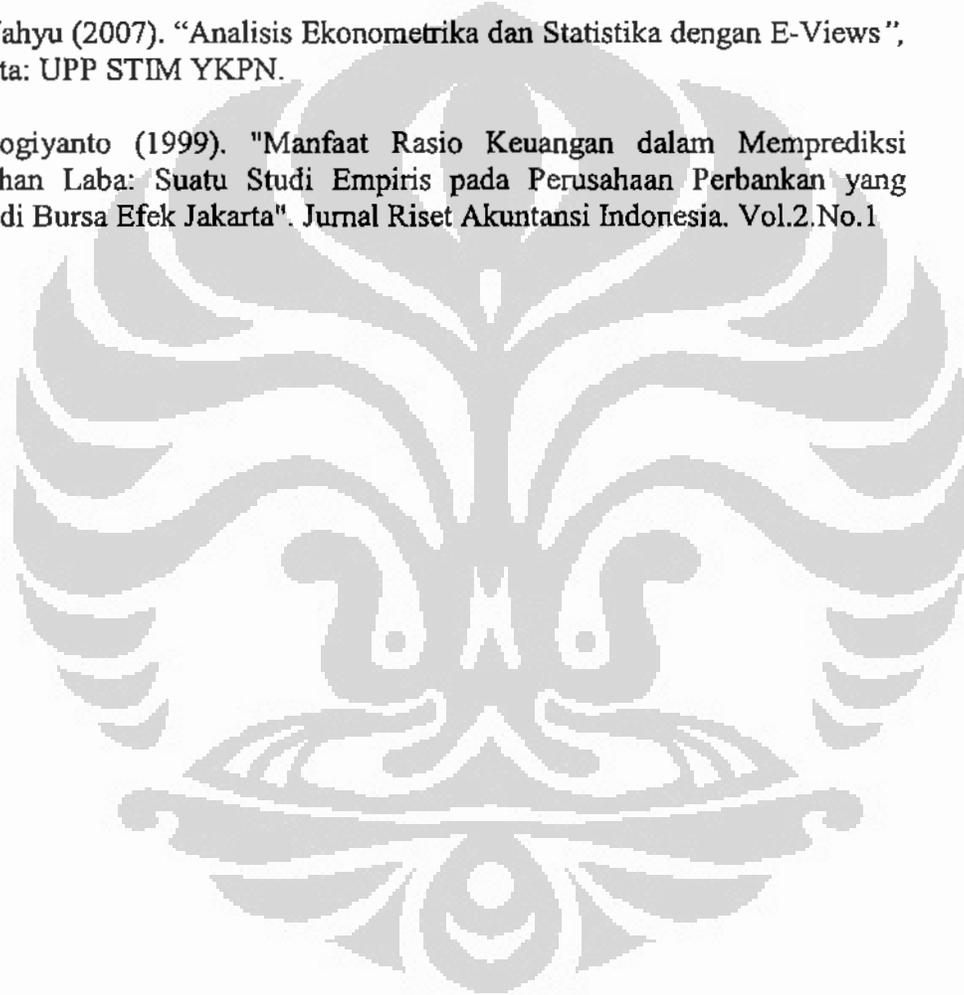
DAFTAR PUSTAKA

- Anastasia, Njo., Gunawan, Y. Widiastuty., dan Wijiyanti, Imelda (2003). "Analisis Faktor-faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham Properti di BEJ". *Jurnal Akuntansi & Keuangan.*, Vol.5. No. 2.
- Beaver, W., Kettler. And Scholes (1970). "The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review.* Vol.45. No.4.
- Bodie, Z., A. Kane, et al. (2005). "Investments", Sixth Edition. Singapore, Mc Graw Hill.
- Bowman, R.G (1979). " The Theoretical Relationship between Systematic Risk and Financial (Accounting) Variables". *The Journal of Finance.* Vol XXXIV No.3.
- FASB (1978). Statement of Financial Accounting Concept No.1. Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises.
- FASB (1980). Qualitative Characteristics of Accounting Information. Statement of Financial Accounting Concept No.2.
- Ghozali, Imam (2001). "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS", Undip.
- Gitman, L. J. (2003). "Principle of Managerial Finance", 10th edition, Addison Wesley Publishing Company, United States.
- Gumanti, Tatang. Ari (2005). "Can Accounting Beta Act as a Proxy for Ex Ante Uncertainty in Initial Public Offerings: Empirical Evidence at The Jakarta Stock Exchange", *Simposium Nasional Akuntansi VIII.*
- Hadad, Muliaman. D., Wibowo, Satrio., and Besar, Dwityapoetra. S (2004). "Beta Sektor sebagai Proxi Imbal Hasil dan Indikator Risiko di Pasar Saham". www.bi.go.id.
- Hair, J., J. F. R. E. Anderson, et al. (1995). *Multivariate Data Analysis With Readings.* New Jersey, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- Hamada, R (1972). "The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks", *Journal of Finance.*
- Hamada, R (1969), "Portfolio Analisis, Market Equilibrium and Corporation Finance", *Journal of Finance*, March.

- Hartono, Jogiyanto., dan Suriyanto (1999). "Bias Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang". *Simposium Nasional Akuntansi II*.
- Horrigan, O.J. (1965). "Some Empirical Basis of Financial Ratio Analysis". *The Accounting Review*:555-568.
- Houghton and Woodlift (1987). "Financial Ratio: The Prediction of Corporate Success and Failure". *Journal of Bussiness Finance and Accounting*: 537-543.
- Kennedy, P. S. J. (2003). "Analisis pengaruh dari *return* on assets, *return* on investment, earnings per share, profit margin, assets turn over, rasio leverage,dan debt to equity terhadap *return* saham: studi pada saham-saham yang termasuk dalam LQ-45 di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001". *Tesis Pascasarjana Ilmu Managemen Fakultas Ekonomi*. Universitas Indonesia.
- Lev, Baruch (1989). "On The Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lesson and Direction from Two Decades of Empirical Reearch", *Journal of Accounting Research*, Vol.27, pp.153-192.
- Lianawati. and Butar-Butar, Sansalon (2004). "Pergeseran Beta Saham di Sekitar Pengumuman Laba". *Simposium Nasional Akuntansi VII*.
- Machfoedz, Mas'ud (1994). "Financial Ratio Analysis and the Prediction of Earnings Changes in Indonesia". *KELOLA*. No.7/III:114-137.
- Mardiyah, A. Ainul.,and Indriantoro, Nur (1999). "Pengaruh Variabel Akuntansi dan Beta Pasar untuk Memprediksi Persepsi Risiko Saham pada Perusahaan Go public yang terdaftar di BEJ". *Simposium Nasional Akuntansi II*.
- Munandar, A. (2003). "Pengaruh Market Beta, Size Perusahaan, Prospek Perusahaan, Tingkat *Financial Leverage*, Proporsi Kepemilikan Investor Asing, dan Sektor Industri terhadap Imbal Hasil Saham-saham yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta Tahun 1997-2001. *Tesis Pascasarjana Ilmu Managemen Fakultas Ekonomi*. Universitas Indonesia.
- Nataryah, S (2000). "Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham : Kasus Industri Barang konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia ". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* (15-3): 294-312.
- Nur, D (2001). "Rasio-rasio Keuangan dan Keterkaitannya dengan *Return* Saham". *Tesis Pascasarjana Ilmu Managemen Fakultas Ekonomi*. Universitas Indonesia.
- O'Conner and C. Melvin (1975). "On The Usefulness of Financial Ratios to Investors in Common Stock". *The Accounting Review*.

- Ou, J. A. and S. Penman (1989). "Financial Statement Analysis and Prediction of a Stock Return". *Journal of Accounting and Economic* Vol II, No.04.
- Ou, J.A. (1990). "The Information Content of Nonearning Accounting Numbers as Earnings Predictors". *Journal of Accounting Research*.
- Parawiyati, A. W. Hastuti, et al. (1999). "Penggunaan Informasi Keuangan untuk Memprediksi Keuntungan Investasi Bagi Investor di Pasar Modal". *Simposium Nasional Akuntansi 2*.
- Penman, S.H. (1992). "Financial Statement Information and the Pricing of Earnings Changes". *The Accounting Review*.
- Prasetyo, Adi (2000). "Asosiasi antara *Investment Opportunity Set (IOS)* dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Deviden, Kebijakan Kompensasi, Beta, dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta". *Simposium Nasional Akuntansi III*.
- Rodoni, Ahmad (2006). "Analisis Fundamental dan Teknikal terhadap *Return Saham*". *Etikonomi*, Vol.5, No.2.
- Santoso, Singgih (2001), "Buku Latihan *Parametrik*", PT. Elex Media Komputindo Jakarta.
- Scott, R. W (1997). "Financial Accounting Theory", Prentice-Hill International, Inc.
- Setiawan, Doddy (2003), "Analisis Faktor-faktor Fundamental yang Mempengaruhi Risiko Sistematis Sebelum dan Selama Krisis Moneter". *Simposium Nasional Akuntansi VI*.
- Sulistiyatuti, D.R (2002), "Saham dan Obligasi", edisi pertama, penerbit UAJY, Yogyakarta.
- Susilawati, C. E. and C. W. Utami (2001). "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Beta Saham di Bursa Efek Jakarta: Perbandingan Periode Sebelum dan Selama Krisis Moneter ", *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi* Vol. 1, hal. 131-154.
- Tandelilin, Eduardus (1997). "Determinants of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesian Common Stock", *Jurnal KELOLA*, No. 16, hal.101-112.
- Teoh, S.Hong., Welch, Ivo., and Wong, T.J (1998). "Earning Management and The Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*. Vol.53. No.6.
- Tippin, Michael J., and Sohi, Ravipreet S (2003). "It Competency and Firm Performance: Is Organitational Learning a Missing Link?", *Strategic Management Journal*.

- Trisnawati, Rina (1999). "Pengaruh Informasi Prospektus pada *Return Saham* di Pasar Perdana". *Simposium Nasional Akuntansi 2*.
- Tuasikal, Askam (2002). "Penggunaan Informasi Akuntansi untuk Memprediksi *Return Saham*: Studi terhadap Perusahaan Pemanufakturan dan Non-pemanufakturan", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5. No.3.
- Wijanto, Setyo Hari (2005), "Structural Equation Modeling dengan Lisrel 8.7", catatan kuliah, Tidak dipublikasi.
- Winarno, Wing Wahyu (2007). "Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan E-Views", Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Zainuddin., H. Jogyanto (1999). "Manfaat Rasio Keuangan dalam Memprediksi Pertumbuhan Laba: Suatu Studi Empiris pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.2.No.1



Lampiran 1
Daftar Nama Perusahaan

NAMA PERUSAHAAN	KODE	2001	2002	2003	2004	2005
ASTRA AGRO LESTARI TBK	AALI	✓		✓	✓	✓
ABDI BANGSA TBK	ABBA					
ADES WATERS INDONESIA TBK	ADES	✓	✓		✓	✓
ADHI KARYA (PERSERO) TBK	ADHI					
POLYCHEM INDONESIA TBK	ADMG		✓	✓	✓	✓
AKBAR INDO MAKMUR STIMEC TBK	AIMS	✓			✓	
TIGA PILAR SEJAHTERA FOOD TBK	AISA		✓	✓		✓
ANEKA KEMASINDO UTAMA TBK	AKKU					
PT ARGHA KARYA PRIMA INDUSTRY TBK	AKPI					✓
PT AKR CORPORINDO TBK	AKRA		✓	✓	✓	✓
ALFA RETAILINDO TBK	ALFA	✓	✓	✓	✓	✓
ALAKASA INDIRINDO TBK	ALKA					
ALUMINDO LIGHT METAL INDUSTRY TBK	ALMI			✓	✓	✓
PT ASAHIMAS FLAT GLASS TBK	AMFG		✓		✓	
ANTA EXPRESS TOUR & TRAVEL SERVICE TBK	ANTA			✓	✓	✓
PT ANEKA TAMBANG TBK	ANTM		✓	✓	✓	✓
APEXINDO PRATAMA DUTA TBK	APEX			✓	✓	✓
ASIAPLAST INDUSTRIES TBK	APLI		✓	✓		✓
PT ARPENI PRATAMA OCEAN LIFE TBK	APOL					
PT AQUA GOLDEN MISSISSIPPI TBK	AQUA	✓	✓	✓	✓	✓
PT ARGO PANTES TBK	ARGO				✓	
ARWANA CITRAMULIA TBK	ARNA		✓			✓
ARONA BINASEJATI TBK	ARTI					
PT ASTRA GRAPHIA TBK	ASGR					✓

NAMA PERUSAHAAN	KODE	2001	2002	2003	2004	2005
ASIA GRAIN INTERNATIONAL TBK	ASIA					
ANUGRAH TAMBAK PERKASINDO TBK	ATPK		✓		✓	
ASTRA OTOPARTS TBK	AUTO	✓	✓	✓	✓	✓
BAHTERA ADIMINA SAMUDRA TBK	BASS	✓	✓	✓	✓	
PT SEPATU BATA TBK	BATA	✓	✓	✓	✓	✓
PT BAT INDONESIA TBK	BATI					✓
PT BAYU BUANA TBK	BAYU			✓	✓	✓
SILOAM HEALTHCARE TBK	BGMT					
PRIMARINDO ASIA INFRASTRUCTURE TBK	BIMA	✓				
PT BERLIAN LAJU TANKER TBK	BLTA		✓	✓	✓	✓
PT BIMANTARA CITRA TBK	BMTR		✓	✓	✓	✓
PT BAKRIE & BROTHERS TBK	BNBR				✓	✓
BRANTA MULIA TBK	BRAM		✓	✓	✓	✓
PT BERLINA LTD	BRNA			✓	✓	✓
PT BARITO PACIFIC TIMBER	BRPT	✓	✓	✓	✓	✓
BUMI TEKNOKULTURA UNGGUL TBK	BTEK					
PT BAKRIE TELECOM TBK	BTEL					
BETONJAYA MANUNGGAL TBK	BTON			✓	✓	✓
PT BUDI ACID JAYA	BUDI		✓	✓	✓	✓
PT BUMI RESOURCES TBK	BUMI			✓	✓	✓
PT CAHAYA KALBAR TBK	CEKA		✓		✓	✓
CENTRIN ONLINE TBK	CENT		✓			✓
CIPTA PANELUTAMA TBK	CITA			✓		✓
COLORPAK INDONESIA TBK	CLPI			✓	✓	✓
PT CITRA MARGA NUSAPHALA PERSADA TBK	CMNP	✓	✓	✓	✓	✓
PT CENTRIS MULTIPERSADA PRATAMA TBK	CMPP		✓	✓		✓

NAMA PERUSAHAAN	KODE	2001	2002	2003	2004	2005
CENTRAL KORPORINDO INTERNASIONAL TBK.	CNKO			✓		✓
PT CENTURY TEXTILE INDUSTRY	CNTX	✓		✓	✓	✓
PT CIPENDAWA AGROINDUSTRI TBK	CPDW			✓		
PT CHAROEN POKPHAND INDONESIA TBK	CPIN		✓	✓	✓	✓
PT CITRA TUBINDO TBK	CTBN		✓	✓	✓	✓
CITATAH (PT)	CTTH	✓	✓	✓		
DAVOMAS ABADI TBK	DAVO					
DELTA DJAKARTA TBK	DLTA	✓	✓	✓	✓	
DYVIACOM INTRABUMI TBK	DNET	✓		✓		
DELTA DUNIA PETROINDO TBK	DOID					✓
DUTA PERTIWI NUSANTARA TBK	DPNS		✓	✓	✓	✓
DHARMA SAMUDERA FISHING INDUSTRIES TBK	DSFI	✓	✓	✓	✓	✓
DAYA SAKTI UNGGUL CORPORATION TBK	DSUC		✓	✓		✓
DARYA-VARIA LABORATORIA TBK	DVLA		✓	✓	✓	✓
PT DYNAPLAST TBK	DYNA		✓	✓	✓	✓
EKADHARMA INTERNATIONAL TBK	EKAD		✓		✓	✓
PT ENERGI MEGA PERSADA TBK	ENRG					
PT ENSEVAL PUTERA MEGATRADING TBK	EPMT				✓	✓
ERATEX DJAJA LTD. TBK	ERTX		✓	✓	✓	✓
PT EVER SHINE TEX TBK	ESTI		✓	✓	✓	✓
ETERINDO WAHANATAMA TBK	ETWA	✓	✓	✓		✓
PT EXCELCOMINDO PRATAMA TBK	EXCL					
FAST FOOD INDONESIA TBK	FAST		✓	✓	✓	✓
FAJAR SURYA WISESA TBK	FASW		✓	✓	✓	✓
FKS MULTI AGRO TBK	FISH			✓	✓	✓
FORTUNE MATE INDONESIA TBK	FMII			✓		✓

NAMA PERUSAHAAN	KODE	2001	2002	2003	2004	2005
FORTUNE INDONESIA TBK	FORU			✓	✓	✓
FATRAPOLINDO NUSA INDUSTRI TBK	FPNI			✓	✓	✓
GOODYEAR INDONESIA TBK	GDYR	✓	✓	✓	✓	✓
GEMA GRAHASARANA, TBK.	GEMA		✓	✓	✓	✓
PT GUDANG GARAM TBK	GGRM	✓	✓	✓	✓	✓
GAJAH TUNGGAL TBK	GJTL		✓	✓	✓	✓
GREAT RIVER INTERNATIONAL TBK	GRIV		✓	✓		
PANASIA INDOSYNTEC TBK	HDTX	✓	✓	✓	✓	✓
HERO SUPERMARKET TBK	HERO	✓	✓	✓	✓	✓
HEXINDO ADIPERKASA TBK	HEXA			✓	✓	✓
HUMPUSS INTERMODA TRANSPORTASI TBK	HITS			✓	✓	✓
HANJAYA MANDALA SAMPOERNA	HMSPP					
PT ARYADUTA HOTELS TBK	HPSB					
INFOASIA TEKNOLOGI GLOBAL TBK	IATG	✓			✓	✓
PT INDOSIAR KARYA MEDIA TBK	IDKM					
KAGEO IGAR JAYA TBK	IGAR		✓	✓	✓	✓
INTI KAPUAS AROWANA TBK	IJKP					
INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI TBK	IKAI		✓	✓		
SUMI INDO KABEL TBK	IKBI			✓	✓	✓
INDOMOBIL SUKSES INTERNASIONAL TBK	IMAS	✓	✓	✓	✓	✓
INDOFARMA TBK	INAF		✓	✓		
INDAL ALUMINIUM INDUSTRY TBK	INAI		✓	✓	✓	✓
INTANWIJAYA INTERNASIONAL TBK	INCI	✓		✓	✓	✓
INTERNATIONAL NICKEL INDONESIA TBK	INCO		✓			✓
INDOFOOD SUKSES MAKMUR	INDF	✓	✓	✓	✓	✓
PT INDRAMAS SYNTHETICS TBK	INDR					
INDOSPRING TBK	INDS			✓	✓	✓

NAMA PERUSAHAAN	KODE	2001	2002	2003	2004	2005
INDOEXCHANGE TBK	INDX				✓	
INDAH KIAT PULP & PAPER CORPORATION	INKP		✓	✓	✓	✓
INTRACO PENTA TBK	INTA	✓				✓
INTER DELTA TBK	INTD		✓		✓	
PT INDOCEMENT TUNGGAL PRAKARSA TBK	INTP	✓	✓	✓	✓	✓
PT INDOSAT TBK	ISAT		✓	✓	✓	✓
PT ITAMARAYA GOLD INDUSTRI TBK	ITMA					
JEMBO CABLE COMPANY TBK	JECC	✓		✓	✓	✓
PT JAKARTA INTERNATIONAL HOTELS & DEVELOPMENT TBK	JIHD					✓
JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED TBK	JKSW					
PT JAPFA COMFEED INDONESIA TBK	JPFA					
JAYA PARI STEEL TBK	JPRS		✓		✓	✓
JAKARTA SETIABUDI INTERNASIONAL TBK	JSPT					
JASUNDO TIGA PERKASA TBK	JTPE			✓	✓	
KIMIA FARMA (PERSERO) TBK	KAEF		✓	✓	✓	✓
KARWELL INDONESIA TBK	KARW		✓	✓	✓	
GT KABEL INDONESIA TBK	KBLI	✓	✓	✓	✓	✓
KABELINDO MURNI TBK	KBLM			✓		✓
PT BROADBAND MULTIMEDIA TBK	KBLV					
KEDAWUNG SETIA INDUSTRIAL TBK	KDSI			✓	✓	✓
KEDAUNG INDAH CAN TBK	KICI		✓	✓	✓	
PT RESOURCE ALAM INDONESIA TBK	KKGI			✓	✓	
PT KALBE FARMA TBK	KLBF					
PERDANA BANGUN PUSAKA TBK	KONI				✓	✓
PT LION METAL WORKS TBK	LION			✓	✓	✓
LIMAS CENTRIC INDONESIA TBK	LMAS	✓		✓	✓	✓

NAMA PERUSAHAAN	KODE	2001	2002	2003	2004	2005
LANGGENG MAKMUR INDUSTRI TBK	LMPJ			✓	✓	
PT LIONMESH PRIMA TBK	LMSH		✓		✓	✓
MULTI PRIMA SEJAHTERA TBK	LPIN					✓
PP LONDON SUMATRA INDONESIA TBK	LSIP	✓	✓	✓	✓	✓
LAUTAN LUAS TBK	LTLS	✓	✓	✓	✓	✓
MAS MURNI INDONESIA TBK	MAMI					
PT MITRA ADIPERKASA TBK	MAPI				✓	
PT MULTISTRADA ARAH SARANA TBK	MASA					
PT MULTIBREEDER ADIRAMA INDONESIA TBK	MBAI					
MODERN PHOTO TBK	MDRN		✓	✓		
MEDCO ENERGI INTERNASIONAL TBK	MEDC			✓	✓	
MERCK TBK	MERK			✓	✓	✓
NUSANTARA INFRASTRUCTURE TBK	META					
MITRA RAJASA TBK	MIRA			✓	✓	✓
PT MULTI BINTANG INDONESIA	MLBI		✓	✓	✓	✓
MULIA INDUSTRIINDO TBK	MLIA			✓	✓	✓
MULTIPOLAR CORPORATION TBK	MLPL					✓
MATAHARI PUTRA PRIMA TBK	MPPA		✓	✓	✓	✓
MUSTIKA RATU TBK	MRAT	✓				✓
METRODATA ELECTRONICS TBK	MTDL					✓
METRO SUPERMARKET REALTY TBK	MTSM	✓				✓
MAYORA INDAH TBK	MYOR	✓	✓	✓	✓	✓
HANSON INTERNATIONAL TBK	MYRX		✓	✓		✓
APAC CITRA CENTERTEX TBK	MYTX		✓	✓	✓	
NIPRESS TBK	NIPS					
PANASIA FILAMENT INTI TBK	PAFI		✓	✓	✓	✓

NAMA PERUSAHAAN	KODE	2001	2002	2003	2004	2005
PANBROTHERS TEX TBK	PBRX		✓		✓	✓
PERUSAHAAN GAS NEGARA (PERSERO) TBK	PGAS					✓
PELANGI INDAH CANINDO TBK	PICO		✓			✓
PT PEMBANGUNAN JAYA ANCOL TBK	PJAA					✓
PT PALM ASIA CORPORA TBK	PLAS		✓		✓	✓
PLAZA INDONESIA REALTY TBK	PLIN		✓	✓	✓	✓
PUDJIADI AND SONS TBK.	PNSE		✓			
PT POLYSINDO EKA PERKASA	POLY					
PRIMA ALLOY STEEL UNIVERSAL TBK	PRAS					✓
PRASIDHA ANEKA NIAGA TBK	PSDN					
TAMBANG BATUBARA BUKIT ASAM (PERSERO) TBK	PTBA			✓	✓	✓
PETROSEA TBK	PTRO			✓	✓	✓
PT PIONEERINDO GOURMET INTERNATIONAL TBK	PTSP					
PUDJIADI PRESTIGE TBK	PUDP				✓	
PYRIDAM FARMA TBK	PYFA					
RAMAYANA LESTARI SENTOSA TBK	RALS			✓	✓	✓
RODA VIVATEX TBK	RDTX			✓	✓	✓
RICKY PUTRA GLOBALINDO TBK	RICY			✓	✓	✓
RIG TENDERS INDONESIA TBK	RIGS					
RIMO CATUR LESTARI TBK	RIMO		✓	✓	✓	✓
BENTOEL INTERNASIONAL INVESTAMA TBK	RMBA		✓	✓	✓	✓
PT STEADY SAFE TBK	SAFE					
PT SURABAYA AGUNG INDUSTRI PULP & KERTAS TBK	SAP					
PT SUPREME CABLE MANUFACTURING CORP TBK	SCCO					
SURYA CITRA MEDIA TBK	SCMA			✓	✓	✓
PT SCHERING-PLOUGH INDONESIA	SCPI	✓	✓	✓	✓	✓

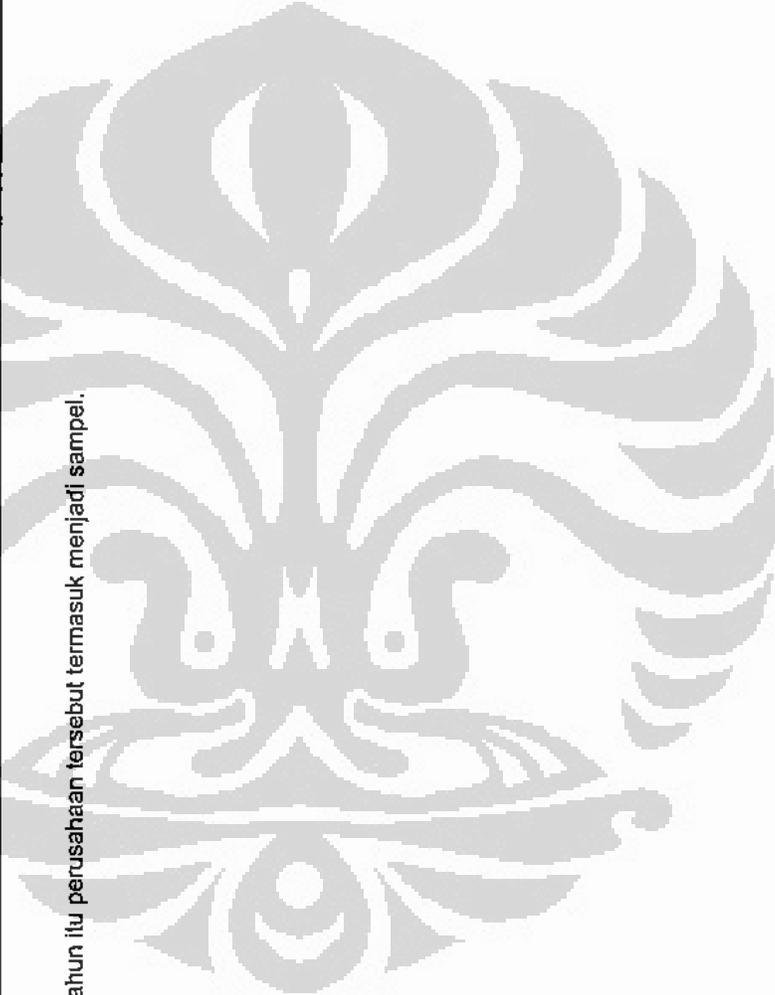
NAMA PERUSAHAAN	KODE	2001	2002	2003	2004	2005
MILLENNIUM PHARMACON INTERNATIONAL TBK	SDPC			✓	✓	
SARI HUSADA TBK	SHDA					
HOTEL SAHID JAYA INTERNATIONAL TBK	SHID		✓	✓	✓	
PT SIWANI MAKMUR TBK	SIMA	✓	✓	✓		
SURYA INTRINDO MAKMUR TBK	SIMM	✓		✓	✓	
SIERAD PRODUCE TBK	SIPD					
SEKAR LAUT TBK	SKLT					
PT SINAR MAS AGRO RESOURCE AND TECHNOLOGY TBK	SMAR				✓	
HOLCIM INDONESIA TBK	SMCB		✓	✓	✓	✓
SURYAMAS DUTAMAKMUR TBK	SMDM	✓	✓			
SAMUDERA INDONESIA TBK	SMDR					
PT SEMEN GRESIK (PERSERO) TBK	SMGR		✓	✓	✓	✓
SUMMITPLAST TBK	SMPL		✓	✓		
SELAMAT SEMPURNA TBK	SMSM	✓				✓
SORINI CORPORATION TBK	SOBI					
SONA TOPAS TOURISM INDUSTRY TBK	SONA			✓	✓	✓
SUPARMA TBK	SPMA			✓	✓	✓
BRISTOL-MYERS SQUIBB INDONESIA TBK	SQBI			✓		
SANEX QIANJIANG MOTOR INTERNATIONAL TBK	SQMI					
INDO ACIDATAMA TBK	SRSN				✓	✓
SURYA SEMESTA INTERNUSA TBK	SSIA	✓				✓
SUNSON TEXTILE MANUFACTURER TBK	SSTM	✓		✓	✓	✓
SIANTAR TOP TBK	STTP			✓	✓	✓
SUBA INDAH TBK	SUBA	✓	✓	✓	✓	✓
SURYA DUMAI INDUSTRI TBK	SUDI		✓	✓	✓	✓
SUGI SAMAPERSADA TBK	SUGI			✓	✓	✓

NAMA PERUSAHAAN	KODE	2001	2002	2003	2004	2005
PT SUMALINDO LESTARI JAYA TBK	SULI		✓		✓	✓
TUNAS ALFIN TBK	TALF.A					
TUNAS BARU LAMPUNG TBK	TBLA			✓	✓	✓
TEMBAGA MULIA SEMANAN TBK	TBMS		✓	✓	✓	✓
PT MANDOM INDONESIA TBK	TCID		✓	✓	✓	✓
TEXMACO JAYA TBK	TEJA	✓				
PT TEIJIN INDONESIA FIBER CORPORATION	TEFCO	✓	✓	✓		
PT TIGARAKSA SATRIA TBK	TGKA		✓	✓	✓	
TIMAH TBK	TINS			✓	✓	✓
TIRA AUSTENITE TBK	TIRA			✓		✓
TIRTA MAHAKAM RESOURCES TBK	TIRT			✓	✓	✓
TOKO GUNUNG AGUNG TBK	TKGA			✓	✓	✓
PABRIK KERTAS TJWI KIMIA TBK	TKIM		✓	✓	✓	✓
PT TELEKOMUNIKASI INDONESIA TBK	TLKM		✓	✓		✓
PELAYARAN TEMPURAN EMAS TBK	TMAS					
AGIS TBK	TMPI					
TEMPO INTI MEDIA TBK	TMPO				✓	✓
PT SURYA TOTO INDONESIA TBK	TOTO				✓	✓
TRI POLYTA INDONESIA TBK PT	TPIA					
PT TRIAS SENTOSA TBK	TRST			✓	✓	✓
TEMPO SCAN PACIFIC TBK	TSPC			✓		✓
PT TUNAS RIDEAN TBK	TURI					✓
PT ULTRAJAYA MILK INDUSTRY & TRADING COMPANY TBK	ULTJ		✓	✓	✓	✓
PT UNGGUL INDAH CAHAYA TBK	UNIC			✓	✓	✓
PT BAKRIE SUMATERA PLANTATIONS TBK	UNSP	✓	✓	✓		
PT UNITED TRACTORS TBK	UNTR					✓

NAMA PERUSAHAAN	KODE	2001	2002	2003	2004	2005
PT UNILEVER INDONESIA TBK	UNVR		✓	✓	✓	✓
PT VOKSEL ELECTRIC TBK	VOKS		✓	✓	✓	✓
WAHANA PHONIX MANDIRI TBK	WAPO				✓	✓
PT WICAKSANA OVERSEAS INTERNATIONAL TBK	WICO		✓	✓	✓	✓
ZEBRA NUSANTARA TBK	ZBRA			✓	✓	✓

Keterangan:

✓ artinya pada tahun itu perusahaan tersebut termasuk menjadi sampel.



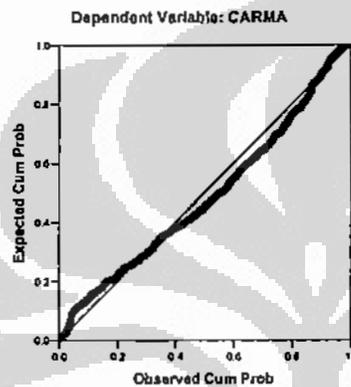
Lampiran 2

Pengujian Normalitas Data

1. Model I

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 DPR_{it} + \alpha_2 AGROWTH_{it} + \alpha_3 MCAP_{it} + \alpha_4 LIQ_{it} + \alpha_5 FLEV_{it} + \alpha_6 EVAR_{it} + \alpha_7 ACCBETA_{it} + \epsilon$$

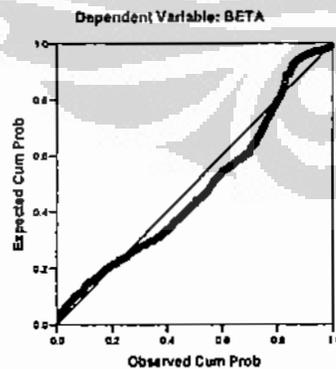
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



2. Model II

$$BETA = \alpha_0 + \alpha_1 DPR_{it} + \alpha_2 AGROWTH_{it} + \alpha_3 MCAP_{it} + \alpha_4 LIQ_{it} + \alpha_5 FLEV_{it} + \alpha_6 EVAR_{it} + \alpha_7 ACCBETA_{it} + \epsilon$$

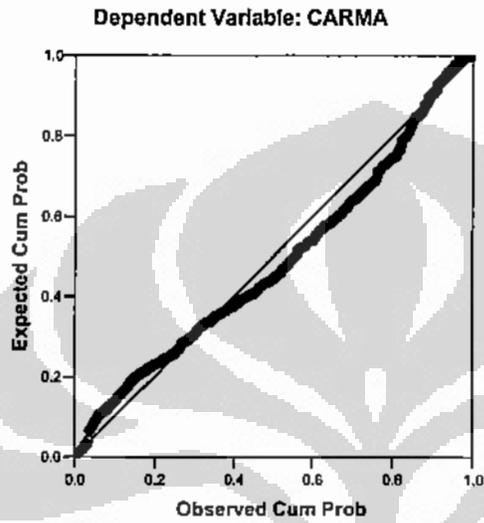
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



3. Model III

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 BETA + \epsilon$$

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Lampiran 3

Pengujian Multikolinieritas (yang ditunjukkan dengan nilai VIF)

Model I

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 DPR + \alpha_2 AGROWTH + \alpha_3 MCAP + \alpha_4 LIQ + \alpha_5 FLEV + \alpha_6 EVAR + \alpha_7 ACCBETA + \varepsilon$$

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-,084	,126		-,670	,503		
DPR	,011	,009	,055	1,313	,190	,878	1,139
AGROWTH	-,107	,054	-,079	-1,990	,047	,970	1,031
MCAP	,015	,022	,027	,676	,500	,966	1,035
LIQ	-,010	,015	-,031	-,685	,493	,768	1,302
FLEV	-,085	,076	-,053	-1,114	,266	,686	1,458
EVAR	,108	,024	,189	4,506	,000	,874	1,144
ACCBETA	-,002	,002	-,062	-1,557	,120	,986	1,015

a. Dependent Variable: CARMA

Model II

$$BETA = \alpha_0 + \alpha_1 DPR + \alpha_2 AGROWTH + \alpha_3 MCAP + \alpha_4 LIQ + \alpha_5 FLEV + \alpha_6 EVAR + \alpha_7 ACCBETA + \varepsilon$$

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	,993	,231		4,303	,000		
DPR	,062	,016	,163	3,866	,000	,878	1,139
AGROWTH	-,090	,099	-,037	-,916	,360	,970	1,031
MCAP	-,073	,040	-,073	-1,814	,070	,966	1,035
LIQ	,011	,027	,018	,408	,683	,768	1,302
FLEV	,436	,140	,148	3,109	,002	,686	1,458
EVAR	-,010	,044	-,010	-,229	,819	,874	1,144
ACCBETA	-,001	,003	-,014	-,358	,720	,986	1,015

a. Dependent Variable: BETA

Lampiran 4

Pengujian Heteroskedastisitas (yang ditunjukkan dengan nilai Probabilitu Obs*R²)

1. Model I

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 DPR + \alpha_2 AGROWTH + \alpha_3 MCAP + \alpha_4 LIQ + \alpha_5 FLEV + \alpha_6 EVAR + \alpha_7 ACCBETA + \varepsilon$$

White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	0.967088	Probability	0.485869
Obs*R-squared	1.357.100	Probability	0.482135

2. Model II

$$BETA = \alpha_0 + \alpha_1 DPR + \alpha_2 AGROWTH + \alpha_3 MCAP + \alpha_4 LIQ + \alpha_5 FLEV + \alpha_6 EVAR + \alpha_7 ACCBETA + \varepsilon$$

White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	1.251.021	Probability	0.233661
Obs*R-squared	1.744.401	Probability	0.233287

3. Model III

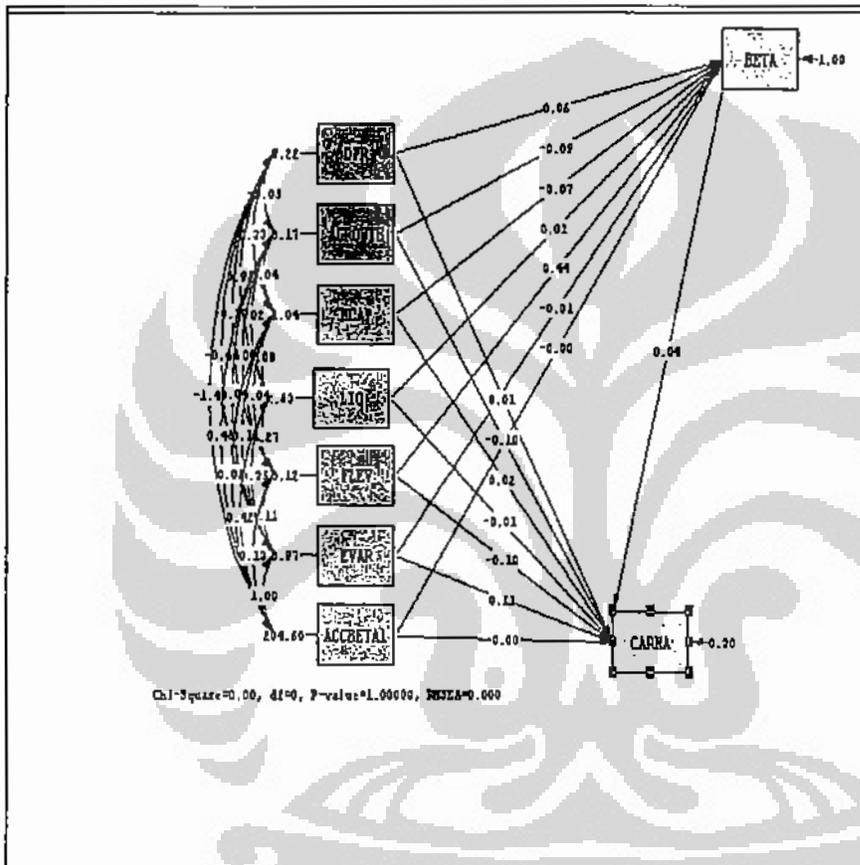
$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 BETA + \varepsilon$$

White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	0.975796	Probability	0.377469
Obs*R-squared	1.954.876	Probability	0.376274

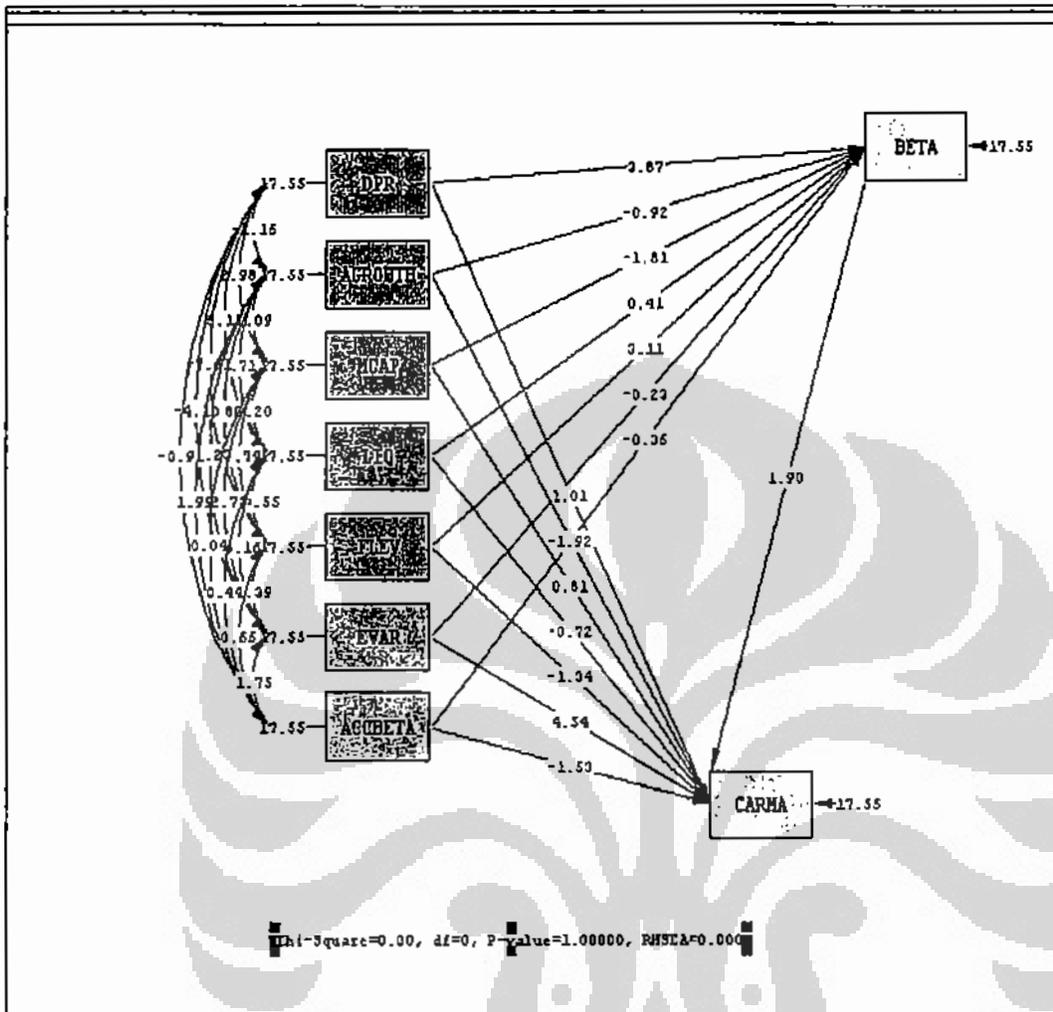
Lampiran 5

Output Path Diagram untuk Data Pool tahun 2001-2005

(ESTIMATE)



(t-value)



Lampiran 6

Output LISREL 8.72 untuk Data Pool Tahun 2001-2005

DATE: 7/10/2007

TIME: 13:29

LISREL 8.72

BY

Karl G. Jöreskog & Dag Sörbom

This program is published exclusively by
Scientific Software International, Inc.
7383 N. Lincoln Avenue, Suite 100
Lincolnwood, IL 60712, U.S.A.

Phone: (800)247-6113, (847)675-0720, Fax: (847)675-2140

Copyright by Scientific Software International, Inc., 1981-2005

Use of this program is subject to the terms specified in the
Universal Copyright Convention.

Website: www.ssicentral.com

The following lines were read from file D:\thesis_q\DATA JUMAT_FINAL\untuk model CAR\dibuang
outliernya\SIZE PAKE MCAP\THESIS2.Spl:

SETELAH DIBUANG OUTLIER

Raw data from file MINGGU.PSF

Relationships:

CARMA= constanta BETA

CARMA= constanta AGROWTH LIQ FLEV MCAP EVAR DPR ACCBETA

BETA= constanta AGROWTH LIQ FLEV MCAP EVAR DPR ACCBETA

ITERATION= 500

PATH DIAGRAM

END OF PROBLEM

Sample Size = 624

SETELAH DIBUANG OUTLIER

Covariance Matrix

	BETA	CARMA	DPR	AGROWTH	MCAP	LIQ
BETA	1.05					

CARMA	0.05	0.31				
DPR	0.31	0.06	7.22			
AGROWTH	-0.02	-0.02	-0.05	0.17		
MCAP	-0.07	0.01	0.33	0.04	1.04	
LIQ	-0.03	-0.03	0.95	0.02	0.08	2.83
FLEV	0.03	0.00	-0.30	0.00	-0.04	-0.27
EVAR	0.02	0.09	-0.44	-0.04	-0.11	-0.35
ACCBETA	-0.29	-0.47	-1.40	0.48	0.02	0.42

Covariance Matrix

	FLEV	EVAR	ACCBETA
FLEV	0.12		
EVAR	0.11	0.97	
ACCBETA	0.13	1.00	204.60

Means

BETA	CARMA	DPR	AGROWTH	MCAP	LIQ
0.80	0.01	1.25	0.13	5.21	1.95

Means

FLEV	EVAR	ACCBETA
0.25	0.52	0.05

SETELAH DIBUANG OUTLIER

Number of Iterations = 0

LISREL Estimates (Maximum Likelihood)

Structural Equations

BETA = 0.99 + 0.062*DPR - 0.090*AGROWTH - 0.073*MCAP + 0.011*LIQ + 0.44*FLEV - 0.010*EVAR - 0.0010*ACCBETA,

ar.=	(0.23)	(0.016)	(0.099)	(0.040)	(0.027)	(0.14)	(0.044)	(0.0028)
	4.30	3.87	-0.92	-1.81	0.41	3.11	-0.23	-0.36

Errorvar.= 1.00 , R² = 0.039
(0.057)
17.55

CARMA = - 0.13 + 0.042*BETA + 0.0089*DPR - 0.10*AGROWTH + 0.018*MCAP - 0.011*LIQ - 0.10*FLEV + 0.11*EVAR

(0.13)	(0.022)	(0.0088)	(0.054)	(0.022)	(0.015)	(0.077)	(0.024)
-0.99	1.90	1.01	-1.92	0.81	-0.72	-1.34	4.54

- 0.0024*ACCBETA, Errorvar.= 0.30 , R² = 0.054

(0.0015) (0.017)
 -1.53 17.55

Reduced Form Equations

BETA = 0.062*DPR - 0.090*AGROWTH - 0.073*MCAP + 0.011*LIQ + 0.44*FLEV - 0.010*EVAR - 0.0010*ACCBETA

0, R² (0.016) (0.099) (0.040) (0.027) (0.14) (0.044) (0.0028)
 3.87 -0.92 -1.81 0.41 3.11 -0.23 -0.36

, Errorvar.= 1.00, R² = 0.039

CARMA = 0.011*DPR - 0.11*AGROWTH + 0.015*MCAP - 0.010*LIQ - 0.085*FLEV + 0.11*EVAR - 0.0024*ACCBETA

, R² (0.0087) (0.054) (0.022) (0.015) (0.076) (0.024) (0.0015)
 1.31 -1.99 0.68 -0.69 -1.11 4.51 -1.56

, Errorvar.= 0.30, R² = 0.048

Covariance Matrix of Independent Variables

	DPR	AGROWTH	MCAP	LIQ	FLEV	EVAR
DPR	7.22 (0.41) 17.55					
AGROWTH	-0.05 (0.05) -1.16	0.17 (0.01) 17.55				
MCAP	0.33 (0.11) 2.98	0.04 (0.02) 2.09	1.04 (0.06) 17.55			
LIQ	0.95 (0.19) 5.11	0.02 (0.03) 0.71	0.08 (0.07) 1.20	2.83 (0.16) 17.55		
FLEV	-0.30 (0.04) -7.61	0.00 (0.01) 0.80	-0.04 (0.01) -2.79	-0.27 (0.03) -10.55	0.12 (0.01) 17.55	
EVAR	-0.44 (0.11) -4.10	-0.04 (0.02) -2.23	-0.11 (0.04) -2.73	-0.35 (0.07) -5.16	0.11 (0.01) 7.39	0.97 (0.06) 17.55

ACCBETA	-1.40	0.48	0.02	0.42	0.13	1.00
	(1.55)	(0.24)	(0.59)	(0.97)	(0.20)	(0.57)
	-0.91	1.99	0.04	0.44	0.66	1.75

Covariance Matrix of Independent Variables

ACCBETA

ACCBETA 204.60
(11.66)
17.55

Covariance Matrix of Latent Variables

	BETA	CARMA	DPR	AGROWTH	MCAP	LIQ
BETA	1.05					
CARMA	0.05	0.31				
DPR	0.31	0.06	7.22			
AGROWTH	-0.02	-0.02	-0.05	0.17		
MCAP	-0.07	0.01	0.33	0.04	1.04	
LIQ	-0.03	-0.03	0.95	0.02	0.08	2.83
FLEV	0.03	0.00	-0.30	0.00	-0.04	-0.27
EVAR	0.02	0.09	-0.44	-0.04	-0.11	-0.35
ACCBETA	-0.29	-0.47	-1.40	0.48	0.02	0.42

Covariance Matrix of Latent Variables

	FLEV	EVAR	ACCBETA
FLEV	0.12		
EVAR	0.11	0.97	
ACCBETA	0.13	1.00	204.60

Mean Vector of Dependent Variables

BETA	CARMA
0.80	0.01

Mean Vector of Independent Variables

DPR	AGROWTH	MCAP	LIQ	FLEV	EVAR
1.25	0.13	5.21	1.95	0.25	0.52
(0.11)	(0.02)	(0.04)	(0.07)	(0.01)	(0.04)
11.54	7.67	126.88	28.84	17.75	13.19

Mean Vector of Independent Variables

ACCBETA

0.05
(0.58)
0.09

Goodness of Fit Statistics

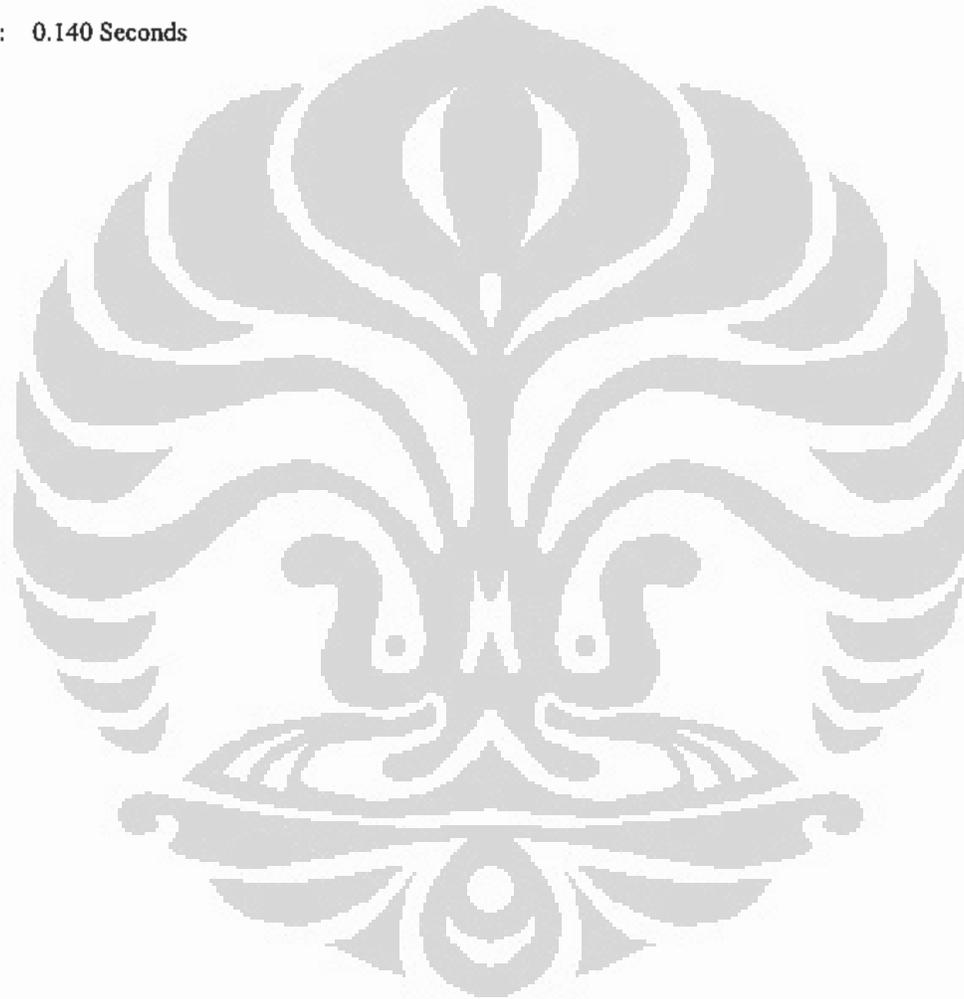
Degrees of Freedom = 0

Minimum Fit Function Chi-Square = 0.00 (P = 1.00)

Normal Theory Weighted Least Squares Chi-Square = 0.00 (P = 1.00)

The Model is Saturated, the Fit is Perfect !

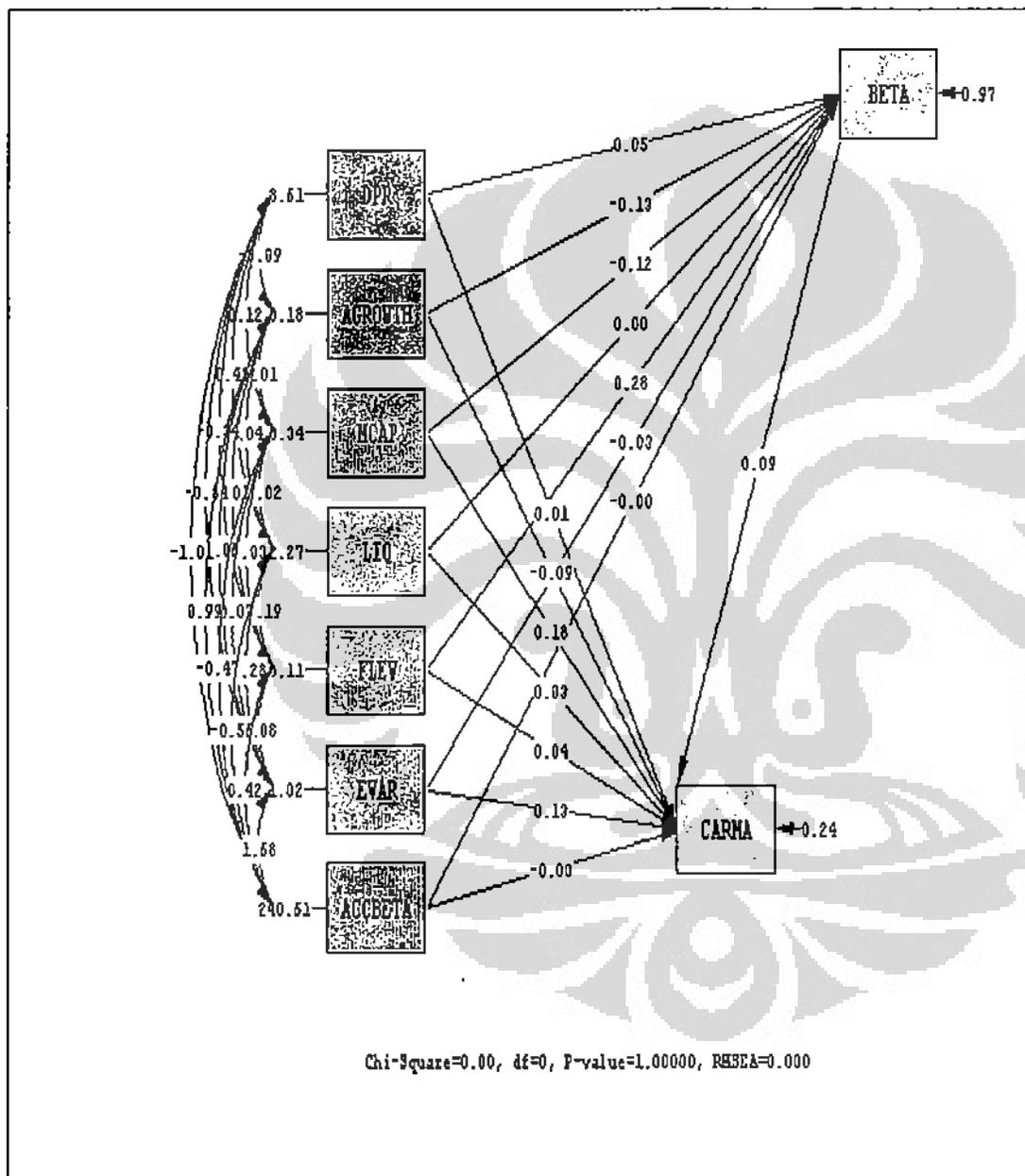
Time used: 0.140 Seconds



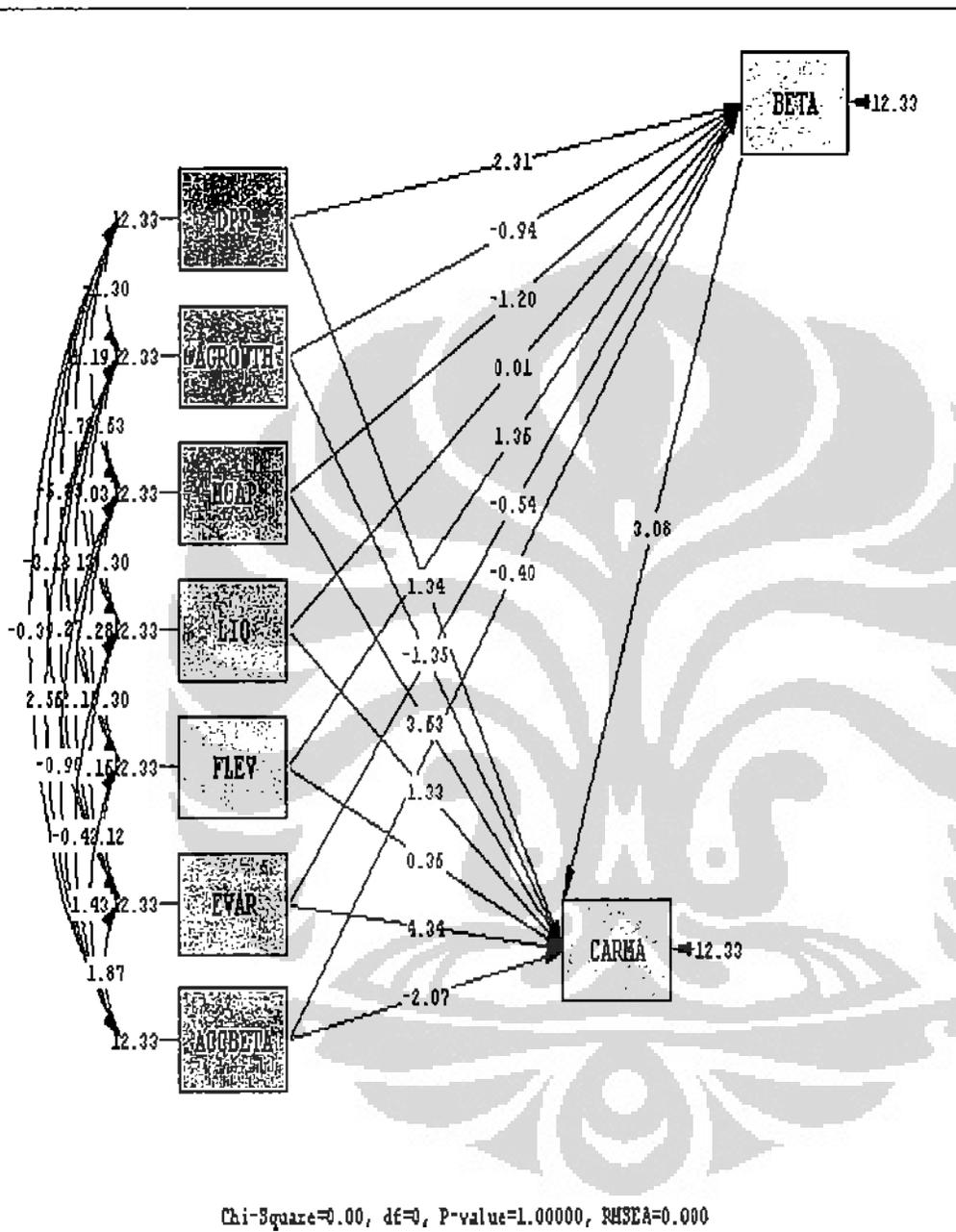
Lampiran 7

Output Path Diagram untuk Perusahaan Kecil Tahun 2001-2005

ESTIMATE



t-value



Lampiran 8

Output LISREL 8.72. untuk Perusahaan Kecil Tahun 2001-2005

DATE: 7/26/2007
TIME: 20:23

LISREL 8.72

BY

Karl G. Jöreskog & Dag Sörbom

This program is published exclusively by
Scientific Software International, Inc.
7383 N. Lincoln Avenue, Suite 100
Lincolnwood, IL 60712, U.S.A.
Phone: (800)247-6113, (847)675-0720, Fax: (847)675-2140
Copyright by Scientific Software International, Inc., 1981-2005
Use of this program is subject to the terms specified in the
Universal Copyright Convention.
Website: www.ssicentral.com

The following lines were read from file D:\thesis_q\DATA_FINAL\untuk model CAR\dibuang
outliernya\SIZE PAKE MCAP\ROBUST_SIZE_KECIL.Spl:

SETELAH DIBUANG OUTLIER

Raw data from file ROBUST_SIZE_KECIL.PSF

Relationships:

CARMA= BETA

!CARMA= 1*DPR

CARMA= EVAR AGROWTH LIQ FLEV ACCBETA DPR MCAP

!BETA= 1*DPR

BETA= EVAR AGROWTH LIQ FLEV ACCBETA DPR MCAP

ITERATION= 500

PATH DIAGRAM
END OF PROBLEM

Sample Size = 312

SETELAH DIBUANG OUTLIER

Covariance Matrix

	BETA	CARMA	DPR	AGROWTH	MCAP	LIQ
BETA	1.00					
CARMA	0.09	0.28				
DPR	0.34	0.11	8.61			
AGROWTH	-0.03	-0.03	-0.09	0.18		
MCAP	-0.04	0.05	0.12	0.01	0.34	
LIQ	-0.02	0.02	0.43	0.04	-0.02	2.27
FLEV	0.01	0.00	-0.34	0.01	-0.03	-0.19
EVAR	-0.02	0.10	-0.54	-0.06	-0.07	-0.28
ACCBETA	-0.41	-0.93	-1.01	0.99	-0.47	-0.56

Covariance Matrix

	FLEV	EVAR	ACCBETA
FLEV	0.11		
EVAR	0.08	1.02	
ACCBETA	0.42	1.68	240.61

SETELAH DIBUANG OUTLIER

Number of Iterations = 0

LISREL Estimates (Maximum Likelihood)

Structural Equations

BETA = 0.048*DPR - 0.13*AGROWTH - 0.12*MCAP + 0.00047*LIQ + 0.28*FLEV - 0.032*EVAR - 0.0015*ACCBETA, Errorvar.= 0.97 ,

, (0.021) (0.14) (0.099) (0.041) (0.20) (0.060) (0.0037) (0.078)
 8) 2.31 -0.94 -1.20 0.011 1.36 -0.54 -0.40 12.3 R²

R² = 0.029

CARMA = 0.088*BETA + 0.014*DPR - 0.092*AGROWTH + 0.18*MCAP + 0.027*LIQ + 0.037*FLEV + 0.13*EVAR - 0.0038*ACCBETA,

(0.029) (0.010) (0.068) (0.049) (0.020) (0.10) (0.030) (0.0018)
 3.08 1.34 -1.35 3.63 1.33 0.36 4.34 -2.07

Errorvar.= 0.24 , R² = 0.14

(0.019)
 12.33

Reduced Form Equations

BETA = 0.048*DPR - 0.13*AGROWTH - 0.12*MCAP + 0.00047*LIQ + 0.28*FLEV - 0.032*EVAR - 0.0015*ACCBETA

, R² (0.021) (0.14) (0.099) (0.041) (0.20) (0.060) (0.0037)

2.31 -0.94 -1.20 0.011 1.36 -0.54 -0.40

, Errorvar.= 0.97, R² = 0.029

CARMA = 0.018*DPR - 0.10*AGROWTH + 0.17*MCAP + 0.027*LIQ + 0.061*FLEV + 0.13*EVAR - 0.0040*ACCBETA

R² = (0.010) (0.069) (0.050) (0.021) (0.10) (0.030) (0.0019)
 1.74 -1.50 3.38 1.31 0.60 4.18 -2.11

, Errorvar.= 0.25, R² = 0.11

Covariance Matrix of Independent Variables

	DPR	AGROWTH	MCAP	LIQ	FLEV	EVAR
DPR	8.61 (0.70) 12.33					
AGROWTH	-0.09 (0.07) -1.30	0.18 (0.01) 12.33				
MCAP	0.12 (0.10) 1.19	0.01 (0.01) 0.63	0.34 (0.03) 12.33			
LIQ	0.43 (0.25) 1.70	0.04 (0.04) 1.03	-0.02 (0.05) -0.30	2.27 (0.18) 12.33		
FLEV	-0.34 (0.06) -5.85	0.01 (0.01) 1.13	-0.03 (0.01) -2.28	-0.19 (0.03) -6.30	0.11 (0.01) 12.33	
EVAR	-0.54 (0.17) -3.13	-0.06 (0.02) -2.27	-0.07 (0.03) -2.15	-0.28 (0.09) -3.16	0.08 (0.02) 4.12	1.02 (0.08) 12.33
ACCBETA	-1.01 (2.61) -0.39	0.99 (0.39) 2.56	-0.47 (0.52) -0.90	-0.56 (1.34) -0.42	0.42 (0.29) 1.43	1.68 (0.90) 1.87

Covariance Matrix of Independent Variables

ACCBETA

ACCBETA 240.61
(19.52)
12.33

Covariance Matrix of Latent Variables

	BETA	CARMA	DPR	AGROWTH	MCAP	LIQ
BETA	1.00					
CARMA	0.09	0.28				
DPR	0.34	0.11	8.61			
AGROWTH	-0.03	-0.03	-0.09	0.18		
MCAP	-0.04	0.05	0.12	0.01	0.34	
LIQ	-0.02	0.02	0.43	0.04	-0.02	2.27
FLEV	0.01	0.00	-0.34	0.01	-0.03	-0.19
EVAR	-0.02	0.10	-0.54	-0.06	-0.07	-0.28
ACCBETA	-0.41	-0.93	-1.01	0.99	-0.47	-0.56

Covariance Matrix of Latent Variables

	FLEV	EVAR	ACCBETA
FLEV	0.11		
EVAR	0.08	1.02	
ACCBETA	0.42	1.68	240.61

Goodness of Fit Statistics

Degrees of Freedom = 0
Minimum Fit Function Chi-Square = 0.00 (P = 1.00)
Normal Theory Weighted Least Squares Chi-Square = 0.00 (P = 1.00)

The Model is Saturated, the Fit is Perfect !

Time used: 0.080 Seconds