

ELIS MEDIAWATI



RISIKO DAN KAPITALISASI PASAR



ELIS MEDIAWATI

RISIKO DAN KAPITALISASI PASAR



PT. PENERBIT QRISET
INDONESIA

Risiko dan Kapitalisasi Pasar

Elis Mediawati

© 2023

Cetakan ke-1, 2023

Diterbitkan oleh

PT Penerbit Qriset Indonesia

Anggota IKAPI No. 269/JTE/2023

Jl. Sirkandi, Desa Sirkandi, Kecamatan Purwareja Klampok, Kabupaten Banjarnegara 53474

Email: admin@qrisetindonesia.com

Editor: Mimin Widaningsih, Bambang Triyono

Tata Letak: Adi Fathul Qohar, M.Pt., Afik Fathur Rohman, S.Hum.

Cover: Vendra Suryandala Izdiharsyah, S.Kom.

Hak cipta dilindungi oleh undang-undang

Dilarang memperbanyak karya tulis ini dalam bentuk dan cara apapun tanpa izin tertulis dari penerbit

vi + 130 (136) hlm, : 15,5 cm x 23 cm

ISBN: 978-623-09-7008-5

Undang- undang Nomor 28 tahun 2014 Tentang Hak Cipta Lingkup Hak Cipta

Pasal 1

Hak cipta adalah hak eksklusif pencipta timbul secara otomatis berdasarkan prinsip deklaratif setelah suatu ciptaan diwujudkan dalam bentuk nyata tanpa mengurangi pembatasan sesuai ketentuan peraturan perundang-undangan.

Pasal 113

1. Setiap Orang yang dengan tanpa hak melakukan pelanggaran hak ekonomi sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 ayat (1) huruf l untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama 1 (satu) tahun dan/ atau pidana denda paling banyak Rp. 100.000.000 (seratus juta rupiah)
2. Setiap Orang dengan tanpa hak dan/ atau tanpa izin Pencipta atau Pemegang Hak Cipta melakukan pelanggaran hak ekonomi Pencipta sebagaimana dimaksud dalam pasal 9 ayat (1) huruf c, huruf d, huruf f, dan/ atau huruf h untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama 3 (tiga) tahun dan/ atau pidana denda paling banyak Rp. 500.000.000 (lima ratus juta rupiah).
3. Setiap Orang yang dengan tanpa hak dan/atau tanpa izin Pencipta atau Pemegang Hak Cipta melakukan pelanggaran hak ekonomi Pencipta sebagaimana dimaksud dalam pasal 9 ayat (1) huruf a, huruf b, huruf e, dan/ atau pidana denda paling banyak Rp. 1.000.000.000 (satu miliar rupiah)
4. Setiap Orang yang memenuhi unsur sebagaimana dimaksud pada ayat (3) yang dilakukan dalam bentuk pembajakan, dipidana penjara paling lama 10 (sepuluh) tahun dan/atau pidana denda paling banyak Rp 4.000.000.000 (empat miliar rupiah).

KATA PENGANTAR

Seungguhnya kami terjaga di pagi hari dengan segenap kesadaran bahwa kerajaan bumi dan segala isinya adalah milik Allah, dan sesungguhnya kami terjaga dipagi hari dalam fitrah islam, dalam kalimat keikhlasan, dan agama nabi kami, Muhammad saw., dan dalam *millah* ajaran bapak kami Ibrahim yang *hanif*.

Dengan pertolongan-Nya, penulis dapat menyelesaikan buku yang berjudul “RISIKO DAN KAPITALISASI PASAR”. Buku ini merupakan pengembangan dari Tesis Penulis yang berjudul “Pengaruh Operating Leverage, Firm Size dan Financial Leverage terhadap Risiko Sistematis Saham dan Implikasinya terhadap Kapitalisasi Pasar”.

Penulis menyadari dengan sepenuh hati bahwa dalam penyusunan buku ini masih jauh dari kesempurnaan, tetapi kecerdasan dan kepiawaian pembaca akan dapat menyempurnakannya, untuk itu penulis sangat terbuka atas setiap masukan yang bersifat membangun untuk perbaikan tulisan kedepan.

Sebagai penutup, penulis memohon kepada Allah agar karya ini menjadi amal shaleh yang ikhlas karena-Nya, diberikan kemampuan mengamalkannya sehingga kelak Allah-lah yang akan mengangkat derajat orang-orang yang beriman dan berilmu beberapa derajat. *Aamiin ya Rabbal Alamiin*.

Bandung, 20 November 2023

Elis Mediawati

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	iv
DAFTAR ISI.....	v
BAB I PENDAHULUAN	1
Pengantar	1
Ruang Lingkup Isi Buku.....	7
BAB II INVESTASI	9
Pengertian Investasi.....	9
Proses Investasi.....	10
BAB III KAPITALISASI PASAR.....	13
BAB IV RATE OF RETURN.....	15
BAB V RISIKO	17
Pengertian Risiko.....	17
Risiko Sistematis	19
Risiko Tidak Sistematis.....	21
Cara Mengukur Risiko	23
Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Beta.....	27
BAB VI LEVERAGE	35
Pengertian Leverage	35
Operating Leverage.....	35
Financial Leverage	37
BAB VII FIRM SIZE	39
BAB VIII KETERKAITAN RISIKO DAN KAPITALISASI PASAR	41
BAB IX IMPLEMENTASI METODE PENELITIAN DALAM KAPITALISASI PASAR	53
Objek Penelitian	53
Desain Penelitian	54

Operasionalisasi Variabel.....	55
Jenis dan Sumber Data.....	55
Teknik Pengumpulan Data	56
Metode Analisis Data.....	60
BAB X DESKRIPSI LEVERAGE, FIRM SIZE, RISIKO SISTEMATIS SAHAM DAN KAPITALISASI PASAR	69
BAB XI KETERKAITAN LEVERAGE, FIRM SIZE, RISIKO SISITEMATIS SAHAM DAN KAPITALISASI PASAR	113
<i>Pengaruh Operating Leverage, Firm Size, dan Financial Leverage terhadap Risiko Sistematis Saham.</i>	<i>120</i>
<i>Pengaruh Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage dan Risiko Sistematis Saham terhadap Kapitalisasi Pasar. ...</i>	<i>122</i>
BAB XII PENUTUP	125
DAFTAR PUSTAKA	127
TENTANG PENULIS	130



BAB I

PENDAHULUAN

Pengantar

Pasar modal merupakan institusi tempat bertemunya penawaran dan permintaan surat-surat berharga berdurasi jangka panjang seperti saham, dan obligasi. Pasar modal diharapkan dapat berfungsi sebagai alternatif penghimpunan dana selain dari perbankan, yang dapat berperan aktif dalam menunjang keberhasilan pengerahan dana untuk kebutuhan dunia usaha.

Bagi investor, pasar modal dapat dijadikan sarana investasi yang menguntungkan. Dengan menginvestasikan kelebihan dana yang mereka miliki, para investor mengharapkan akan memperoleh imbalan dari penyerahan dana tersebut. Imbalan tersebut adalah berupa dividen dan selisih dari harga jual dan harga beli (*capital gain/loss*).

Nilai perdagangan saham periode 2003-2006 mengalami kenaikan. Seperti yang dapat dilihat pada tabel 1.1 :

Tabel 1.1

Perkembangan Nilai Perdagangan Saham di BEI tahun 2003-2006

Tahun	Nilai Perdagangan Saham (Milyaran Rupiah)
2003	125.437,6
2004	247.006,9
2005	406.006,3
2006	445.708,1

(Sumber: PT.BEI, diolah)

Berdasarkan data pada tabel 1.1 diatas, dapat diketahui bahwa terjadi peningkatan jumlah investasi yang cukup baik. Nilai transaksi rata-rata harian saham di BEI tahun 2006 mengalami peningkatan sebesar 10,18%, dari Rp. 1,67 trilyun/hari di tahun 2005 menjadi sebesar Rp. 1,84 trilyun/hari di tahun 2006. Dibanding tahun sebelumnya, nilai kapitalisasi pasar di BEI meningkat 55,5%, yakni dari Rp 801,3 triliun pada akhir perdagangan tahun 2005 menjadi Rp 1.246,0 triliun pada akhir tahun 2006¹. Akan tetapi informasi tersebut belum tentu mencerminkan keberhasilan suatu pasar modal. Hal tersebut dapat dilihat dari perkembangan jumlah emiten dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Jumlah emiten yang terdaftar di BEI pada tahun 2006 adalah 424 emiten. Angka tersebut masih lebih rendah jika dibandingkan dengan bursa efek di negara ASEAN, seperti Malaysia (745 emiten), Thailand (448 emiten), dan Singapura (693 emiten). Jika dilihat dari perkembangan IHSG

¹ <http://www.bapepam-lk.go.id>

yang menggambarkan tingkat return pasar di BEI mengalami kenaikan yang pada tahun 2003 sebesar 691,9 menjadi 1805,52 pada tahun 2006. Perkembangan yang baik tersebut juga masih dibawah indeks bursa efek negara lain. Hal tersebut menunjukkan bahwa kondisi investasi di Indonesia masih belum optimal.

Lemahnya investasi di BEI juga ditandai oleh nilai investasi sektor manufaktur yang kurang baik. Secara historis dalam tahun 2005 dan 2006 berada pada angka 4.6% dan 4.7%². Hal ini mengindikasikan bahwa jumlah investasi di sektor ini belum optimal, padahal semenjak tahun 2003 sektor manufaktur merupakan sektor yang diandalkan oleh pemerintah dalam rangka mendorong pertumbuhan ekonomi dan dapat menghasilkan lapangan kerja secara lebih baik di tahun-tahun mendatang.

Fakta tersebut menggambarkan bahwa pasar modal di Indonesia (BEI) dalam hal ini sektor manufaktur kurang diminati oleh investor. Hal tersebut dikarenakan keputusan seorang investor dalam melakukan investasi saham di bursa tidak hanya dipengaruhi oleh harga saham diperdagangkan dibawah nilai wajarnya tetapi juga dipengaruhi oleh tingkat risiko yang akan diterima investor atas investasinya tersebut.

Dalam dunia usaha hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau risiko. Investor tidak tahu dengan pasti hasil yang akan diperolehnya dari investasi. Dalam keadaan tersebut dikatakan bahwa investor menghadapi risiko dalam

² <http://businessenvironment.wordpress.com>

investasi. Oleh karena itu, investor perlu memperkirakan berapa return yang diharapkan dari investasinya, dan seberapa jauh kemungkinan hasil yang sebenarnya nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan.

Pada kenyataannya investor menghadapi kesempatan investasi yang berisiko, pilihan investasi tidak dapat hanya mengandalkan pada tingkat return yang diharapkan. Jika investor mengharapkan untuk memperoleh tingkat return yang tinggi, maka harus bersedia menanggung risiko yang tinggi pula, dan jika investor dihadapkan pada dua alternatif investasi yang akan memberikan tingkat return yang sama tetapi mempunyai tingkat risiko yang berbeda, maka investor akan memilih investasi dengan risiko terkecil.

Dalam teori portofolio, risiko dinyatakan sebagai penyimpangan return dari yang diharapkan. Risiko dari suatu investasi dapat dibagi menjadi dua, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko tidak sistematis dapat dihindari dengan cara melakukan diversifikasi portofolio investasi, sedangkan risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat dihindari, oleh karena itu maka sebaiknya investor mengetahui faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi risiko sistematis tersebut.

Risiko sistematis disebut juga risiko pasar (*market risk*). Disebut risiko pasar karena fluktuasi yang terjadi disebabkan oleh faktor-faktor yang mempengaruhi semua perusahaan yang beroperasi. Faktor-faktor tersebut misalnya, kondisi perekonomian, kebijakan pajak dan sebagainya. Faktor-faktor ini

menyebabkan ada kecenderungan semua saham untuk bergerak bersama dan karenanya selalu ada di setiap saham.

Untuk mengetahui sumbangan suatu saham terhadap risiko portofolio diperlukan analisis kepekaan saham tersebut terhadap perubahan pasar. Kepekaan tingkat return saham terhadap perubahan-perubahan pasar disebut dengan beta investasi. Beta merupakan koefisien regresi antara dua variabel, yaitu kelebihan tingkat return portofolio pasar dan kelebihan return suatu saham.

Dalam menentukan suatu keputusan investasi diperlukan pemahaman mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi beta saham sebagai alat ukur risiko saham. Menurut Beaver, Kettler, dan Scholes dalam Elton dan Gruber (2003:149) terdapat tujuh variabel yang mempengaruhi beta, yaitu: *dividend payout*, *asset growth*, *leverage*, *liquidity*, *asset size*, *earning variability*, dan *accounting beta*. Hasil penelitian Beaver, Kettler, dan Scholes menunjukkan bahwa *dividend payout*, likuiditas, *asset size* berpengaruh negatif terhadap beta. Sedangkan faktor lainnya berpengaruh positif terhadap beta.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menentukan hubungan antara variabel ekonomi dan faktor akuntansi yang mempengaruhi risiko sistematis saham. Namun demikian masih ditemukan hasil yang tidak konsisten antara hasil penelitian tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh Lev (1974) menemukan bahwa *operating leverage* dan *financial leverage* mempunyai hubungan positif dengan risiko saham perusahaan. Temuan Lev ini didukung oleh penelitian Mandelker dan Rhee (1984) tetapi tidak didukung oleh penelitian Huffman (1987), yang

menemukan bahwa terdapat pengaruh yang negatif antara *operating leverage* terhadap risiko sistematis, sedangkan *financial leverage* berpengaruh positif terhadap risiko sistematis.

Penelitian mengenai risiko sistematis dengan data perusahaan di Indonesia telah dilakukan oleh Eduardus (1997), Suad & Miswanto (2002), Sufiyati dan Ainun Na'im (2002), Erwin (2005), Akhmad (2006), dan Ardi (2006). Hasil penelitian mereka juga ternyata memiliki ketidaksamaan, terutama dalam hal arah hubungan (positif atau negatif) antar variabel.

Seorang investor yang rasional tentunya akan mempertimbangkan risiko dan return dari investasi, sehingga diperlukan analisis kondisi fundamental perusahaan sasaran sebelum melakukan keputusan investasinya. Gambaran perusahaan dapat dinilai berdasarkan informasi baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif. Perkembangan kapitalisasi pasar merupakan suatu indikator penting untuk mempelajari tingkah laku pasar, yaitu investor. Atau dengan kata lain nilai kapitalisasi pasar dapat mencerminkan "gairah" investasi.

Miller dan Rock (1985) menjelaskan bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap pengumuman pendanaan dari kas karena akan berpengaruh terhadap arus kas dari operasi yang lebih rendah untuk masa yang akan datang. Sementara itu Reese, Jr (1998) menemukan adanya hubungan positif dan signifikan antara ukuran perusahaan dengan besarnya volume penjualan saham. Berdasarkan hasil penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa *leverage*, *firm size* dan risiko sistematis merupakan determinan kapitalisasi pasar.

Ruang Lingkup Isi Buku

Buku ini akan membahas analisis hubungan *operating leverage*, *firm size*, dan *financial leverage* dengan risiko sistematis saham dan kapitalisasi pasar. Dalam penelitian ini terdapat dua domain yaitu analisis determinan risiko sistematis saham, dan analisis kapitalisasi pasar. Alasan penulis mengembangkan penelitian ini adalah pertama, penelitian yang dilakukan di Indonesia masih ditemukan hasil yang tidak konsisten antar penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Kedua, analisis penelitian sebelumnya masih terfokus pada *main effect* variabel-variabel yang mempengaruhi risiko sistematis (beta). Akan tetapi, interaksi diantara variabel independen dalam mempengaruhi risiko sistematis dan kapitalisasi pasar belum dihipotesiskan. Oleh karena itu, penelitian ini dimaksudkan untuk menguji sejauh mana variabel *operating leverage*, *firm size* dan *financial leverage* mempengaruhi risiko sistematis saham dan bagaimana keempat variabel tersebut mempengaruhi kapitalisasi pasar yang mencerminkan "gairah" investasi.



BAB II

INVESTASI

Pengertian Investasi

Investasi adalah bagian dari suatu usaha dimana setiap investor memiliki tujuan tertentu yang ingin dicapainya melalui keputusan investasi yang diambil. Secara umum tentu saja motif dari investasi adalah memperoleh keuntungan dalam arti seluas-luasnya.

Menurut Sharpe dan Alexander (1999:1) investasi adalah: *“Investment in its broadest sense, means the sacrifice of current dollars for future dollars.”*

Sedangkan menurut Jones (2007:5) investasi adalah *“commitment of funds to one or more assets that will be held over some future time periode”*.

Berdasarkan beberapa pendapat diatas, maka dapat disimpulkan bahwa investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa yang akan datang. Dimana seorang investor membeli sejumlah saham sat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham

ataupun sejumlah dividen di masa yang akan datang, sebagai imbalan atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi tersebut.

Proses Investasi

Proses investasi meliputi pemahaman dasar-dasar keputusan investasi dan bagaimana mengorganisir aktivitas-aktivitas dalam proses keputusan investasi. Untuk memahami proses investasi, seorang investor terlebih dahulu harus mengetahui beberapa konsep dasar investasi yang akan menjadi dasar pijakan dalam setiap tahap pembuatan keputusan investasi yang akan dibuat. Hal mendasar dalam proses keputusan investasi adalah pemahaman hubungan antara return yang diharapkan dan risiko suatu investasi. Hubungan risiko dan return yang diharapkan dari suatu investasi merupakan hubungan yang searah dan linier. Artinya, semakin besar risiko yang harus ditanggung, semakin besar pula tingkat return yang diharapkan.

Menurut Suad Husnan (1998:48) investor di dalam menanamkan dananya pada surat berharga pasar modal menggunakan berbagai tahapan-tahapan analisis. Tahapan tersebut adalah menentukan kebijakan investasi, analisa sekuritas, pembentukan portofolio, melakukan revisi portofolio, evaluasi kinerja portofolio.

1. Menentukan Kebijakan Investasi

Meliputi tujuan investasi dan berapa investasi yang harus dikeluarkan. Tujuan investasinya adalah untuk

mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya dengan kesediaan menanggung risiko tertentu. Semakin tinggi keuntungan yang diharapkan, maka investor harus bersedia menanggung risiko yang tinggi pula. Sebaliknya, untuk investor yang tidak bersedia menanggung risiko yang tinggi mungkin akan memilih sebagian besar investasinya pada obligasi dari perusahaan-perusahaan yang dinilai aman.

2. Analisis Sekuritas

Tahap ini berarti melakukan analisis terhadap individual sekuritas. Terdapat dua filosofi dalam melakukan investasi sekuritas. Pertama, adalah mereka yang berpendapat bahwa ada sekuritas yang *mispriced* (harganya salah mungkin terlalu tinggi, mungkin terlalu rendah), dan analisis dapat mendeteksi sekuritas-sekuritas tersebut. Pada garis besarnya, cara-cara tersebut bisa dikelompokkan menjadi dua, yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental. Analisis teknikal menggunakan data (perubahan) harga di masa yang lalu sebagai upaya untuk memperkirakan harga sekuritas di masa yang akan datang. Analisis fundamental berupaya mengidentifikasi prospek perusahaan untuk dapat memperkirakan harga saham di masa yang akan datang. Kedua, adalah mereka yang berpendapat bahwa harga sekuritas adalah wajar. Pada dasarnya mereka yang menganut pendapat ini berpendapat bahwa pasar modal efisien. Dengan demikian, pemilihan sekuritas bukanlah didasarkan pada faktor *mispriced*, tetapi didasarkan atas

preferensi risiko para pemodal, pola kebutuhan kas, dan sebagainya.

3. Pembentukan Portofolio

Portofolio berarti sekumpulan investasi. Tahap ini menyangkut identifikasi sekuritas-sekuritas yang akan dipilih, dan berapa proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas tersebut. Pemilihan banyak sekuritas dimaksudkan untuk mengurangi risiko yang ditanggung.

4. Melakukan Revisi Portofolio

Melakukan pergantian saham-saham yang masuk dalam portofolio.

5. Evaluasi Kinerja Portofolio

Dalam tahap ini, pemodal melakukan penilaian terhadap kinerja portofolio, baik dalam aspek tingkat keuntungan yang diperoleh maupun risiko yang ditanggung.



BAB III KAPITALISASI PASAR

Sehubungan dengan adanya bukti-bukti mengenai terjadinya anomali *size effect* pada beberapa bursa saham internasional, dimana terdapat perbedaan karakteristik return dan risiko. Saham yang berhubungan dengan besaran perusahaan, para investor memandang saham dalam dua dimensi yaitu *large size* dan *small size*. Oleh karena itu *firm size* dapat digunakan untuk mengkapitalisasikan saham.

Firm size diukur dengan besarnya kapitalisasi pasar, seperti yang diungkapkan oleh Sharpe, dan Alexander (1999:482):

“Typiacally stock’s market capitalization (the number of outstanding common shares timesthe current market price per share) is used as the measure of its size.”

Market capitalization menunjukkan besarnya nilai pasar perusahaan. Menurut Sharpe, dan Alexander (1999:920), *market capitalization* adalah:

“The aggregate market value of security, equal to the market price per unit of security multiplied by total number of outstanding units of the securities.”

Berdasarkan pengertian diatas, kapitalisasi pasar dapat dirumuskan menjadi:

Kapitalisasi Pasar = jumlah saham yang beredar x harga saham

Kapitalisasi pasar merupakan salah satu faktor yang utama ketika investor memutuskan membeli saham. Perkembangan harga saham dan volume perdagangan merupakan suatu indikator penting untuk mempelajari tingkah laku pasar yaitu investor.



BAB IV

RATE OF RETURN

Tujuan investor dalam berinvestasi adalah memaksimalkan *return*, tanpa melupakan faktor risiko investasi yang harus dihadapinya. *Return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya.

Jones (2007:142) mendefinisikan *return* sebagai berikut:

“Return on a typical investment consist of two components. The basic component that usually comes to mind is the periodic cash receipts (or income) on the investment, either interest or dividends. The second component is the appreciation (or depreciation) in the price of the asset, commonly called the capital gain or loss. It is the difference between the purchase price and the price at wich the asset can be or is sold. The total return for a given holding period is decimal (or

percentage) return concept relating all the cash flows received by an investor during any designated time period to the amount of money invested in the asset. The total return is:

$$TR = \frac{\text{cash payment received}}{\text{Purchase price}} + \frac{\text{price change over the period}}{\text{purchase price}}$$

Hal senada diungkapkan oleh Corrado dan Jordan (2002:4), bahwa “*the return on an investment measured in dollars that account for all cash flows and capital gain or losses.*”

Berdasarkan pendapat diatas, dapat disimpulkan bahwa sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen return yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Sedangkan *capital gain (loss)* merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu syarat berharga yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor.



BAB V

RISIKO

Pengertian Risiko

Investasi selalu mengandung unsur risiko, karena perolehan yang diharapkan baru akan diterima pada masa yang akan datang. Risiko itu juga timbul karena *return* yang diterima mungkin lebih besar atau lebih kecil dari dana yang diinvestasikan atau *return* yang diterima mungkin memiliki kekuatan daya beli lebih rendah. Risiko timbul akibat adanya ketidakpastian akan sesuatu yang diharapkan di masa yang akan datang.

Pengertian risiko pada umumnya sering dikaitkan dengan memperoleh hasil yang tidak sesuai dengan yang diharapkan. Menurut Van Horne (1998:35) risiko didefinisikan sebagai:

"Risk can be thought of as the possibility that actual, from holding a security will deviate from the expected return. The greater the magnitude of deviation and the greater the probability or occurrence, the greater risk of security."

Jones (2007:143) mendefinisikan risiko sebagai berikut:

"Risk is the chance that the actual outcome from an investment will differ from the expected outcome."

Hal senada diungkapkan oleh Brigham dan Houston (2004:170), bahwa: *"risk is the chance that some unfavorable event will occur"*

Risiko dapat dinyatakan sebagai kemungkinan keuntungan menyimpang dari yang diharapkan. Ukuran penyebaran dapat digunakan untuk mengukur risiko karena dapat mengukur seberapa jauh kemungkinan nilai yang diperoleh menyimpang dari yang diharapkan. Ukuran penyebaran tersebut dinyatakan dengan standar deviasi (σ) atau dengan *variance*(σ^2).

Jika terdapat beberapa media investasi yang berbeda maka investor yang rasional akan memilih tingkat risiko yang terendah dengan tingkat *return* tertinggi pada tingkat risiko yang sama. Untuk mengetahui tinggi rendahnya tingkat risiko maka harus diketahui ukuran pada tingkat risikonya. Adapun tingkat risiko diukur dari variabilitas tingkat *return* yang diharapkan.

Dalam manajemen investasi modern dikenal pembagian risiko total investasi kedalam dua jenis risiko, yaitu: risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis (*systematic risk*) merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan dan tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Sedangkan risiko yang bisa dihilangkan

dengan diversifikasi disebut sebagai risiko tidak sistematis (*unsystematic risk / unique risk*).

Risiko Sistematis

Menurut Brealey dan Myers (1995:272) yang dimaksud dengan risiko sistematis adalah "*Market risk: economic wide (macroeconomics) sources of risk that affect the overall stock market.*"

Sedangkan menurut Ross, Westerfield dan Jordan (1998:378) risiko sistematis dapat didefinisikan sebagai: "*a systematic risk is one that influences a large number of assets, each to a greater or lesser extent.*"

Systematic risk merupakan suatu risiko yang timbul akibat pengaruh keadaan perekonomian secara keseluruhan, misalkan perubahan peraturan pajak, kebijakan moneter dan sebagainya. Risiko ini dapat dikurangi dengan diversifikasi karena berkaitan dengan kondisi pasar saham.

Risiko sistematis mempunyai hubungan yang erat dengan variabilitas total pendapatan yang disebabkan oleh berbagai faktor yang berpengaruh pada semua harga sekuritas. Perubahan ekonomi, politik, dan sosial merupakan sumber dari risiko sistematis. Pengaruhnya akan menyebabkan harga dan hampir semua sekuritas berubah secara naik, turun, atau hampir sama.

Risiko sistematis dapat dibagi lagi menjadi *market risk*, *interest rate risk*, dan *purchasing risk*, yang masing-

masing mempunyai kontribusi pada variabilitas suatu pendapatan investasi, dimana:

1. *Market risk* adalah risiko yang diakibatkan fluktuasi kondisi pasar dimana harga dari surat-surat berharga sangat berfluktuasi melebihi dari perkiraan yang wajar.
2. *Interest market risk* adalah risiko yang disebabkan oleh perubahan tingkat bunga pasar yang tentunya akan mempengaruhi surat-surat berharga.
3. *Purchasing power risk*, adalah risiko yang disebabkan karena inflasi dan menyebabkan daya beli dari pendapatan masyarakat setelah pajak dan tabungan menurun.

Risiko sistematis dapat juga disebut sebagai risiko pasar (*market risk*) karena fluktuasi ini disebabkan oleh faktor-faktor yang mempengaruhi semua perusahaan yang beroperasi, misalnya kondisi perekonomian, kebijaksanaan pajak, dan lain-lain.

Risiko pasar adalah risiko yang disebabkan oleh perubahan sikap atau reaksi dari para investor terhadap sekuritas secara keseluruhan atau terhadap sekelompok saham akibat peristiwa yang terjadi, misalnya menurunnya perkiraan keuntungan perusahaan secara keseluruhan atas suatu perusahaan tersebut di pasar modal, inflasi, dan tingkat suku bunga.

Risiko Tidak Sistematis

Menurut Brealey dan Myers (1995:256) yang dimaksud dengan risiko tidak sistematis adalah: *“risk factor affecting only that firm, also called diversifiable risk.”*

Sedangkan menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (1998:3676) mendefinisikan risiko sistematis sebagai berikut:

“An unsystematic risk is one that affects a single asset or a small group of assets.”

Risiko tidak sistematis adalah risiko yang terjadi karena karakteristik perusahaan atau institusi keuangan yang mengeluarkan surat berharga, berbeda satu dengan yang lain, misalnya adalah hal kemampuan manajemen, kebijakan investasi, kondisi lingkungan kerja. Risiko jenis ini tidak ada korelasi dengan faktor apapun; lainnya yang terjadi dalam kegiatan perekonomian, maka risiko ini dapat didiversifikasi.

Risiko tidak sistematis adalah bagian risiko secara keseluruhan yang bersifat unik bagi perusahaan atau industri. Faktor-faktor internal seperti kemampuan manajemen, preferensi konsumen, dan sebagainya yang berpengaruh pada besarnya *return* sebuah perusahaan biasanya tidak berkaitan dengan faktor-faktor eksternal yang berpengaruh pada pasar modal secara keseluruhan. Karena berbagai faktor internal secara khusus hanya berpengaruh pada perusahaan.

Salah satu bentuk risiko tidak sistematis adalah ketidakpastian yang ada di sekitar kemampuan emiten

untuk membayar kewajibannya atas saham atau obligasi yang diterbitkan, yang bersumber pada dua hal, yaitu :

1. Lingkungan operasi dari kegiatan usaha (risiko bisnis)
2. Cara pendanaan kegiatan operasi perusahaan (risiko finansial)

Risiko bisnis merupakan fungsi dari kondisi operasi yang dihadapi perusahaan, yang berpengaruh pada *operating income* dan dividen yang diharapkan. *Internal business risk* sebagian besar berhubungan dengan efisiensi operasi dalam lingkungan kerja yang dihadapi sebuah perusahaan. Sedangkan *external business risk* lebih banyak disebabkan oleh kondisi lingkungan operasi seperti demografi, kegiatan usaha, kebijaksanaan politik, dan sebagainya.

Risiko finansial berhubungan dengan cara perusahaan melakukan pendanaan kegiatan operasinya. Risiko ini diukur melalui struktur modal perusahaan. Pinjaman yang ada dalam struktur modal menyebabkan sejumlah kewajiban pembayaran tetap dalam bentuk bunga maupun angsuran pinjaman yang harus dilakukan perusahaan. Beban bunga menyebabkan *earning* (laba) yang tersedia bagi saham, dalam hal ini *common stock* berkurang. Risiko semacam ini merupakan risiko yang dapat dihindari karena manajemen dapat memilih meminjam atau tidak meminjam dana yang diperlukan dalam kegiatan usaha. Perusahaan tanpa pinjaman tentunya tidak menghadapi risiko semacam ini. Kemampuan manajemen dalam

mengelola pinjaman ikut menentukan tingkat dan pengaruh risiko finansial terhadap *return* yang dihasilkan perusahaan. Makin sempit rentang (jarak) distribusi probabilitas dari tingkat pengembalian yang diharapkan dimasa mendatang, makin kecil pula risiko suatu investasi.

Cara Mengukur Risiko

Terdapat beberapa parameter yang dapat digunakan untuk mengukur risiko, yaitu menggunakan distribusi probabilitas, standar deviasi dan beta.

1. Distribusi Probabilitas

Menurut Brigham dan Houston (2004:171) distribusi probabilitas adalah “*A listing of possible outcomes, or events, with a probability (chance of occurrence) assigned to each outcomes.*”

Probabilitas suatu peristiwa adalah peluang terjadinya peristiwa itu. Probabilitas dapat diperhitungkan untuk hasil pengembalian yang mungkin akan diperoleh dari investasi. Investasi dalam saham yang diperoleh dari tingkat pengembalian adalah berupa dividen dan *capital gain (loss)*. Semakin tinggi suatu probabilitas, maka:

- a. Dividen semakin sulit untuk dibayar
- b. Harga saham semakin naik menyebabkan risiko saham yang bersangkutan semakin tinggi, sehingga terjadi kesulitan bagi investor untuk menanamkan modalnya karena menuntut tingkat pengembalian yang tinggi.

2. Standar Deviasi

Parameter yang sering digunakan untuk mengukur risiko adalah standar deviasi, yang bertujuan untuk mengetahui besarnya deviasi *cash inflow* suatu proyek dari *expected value*. Semakin besar standar deviasi berarti semakin besar risikonya. Seperti yang dikemukakan oleh Brigham dan Houston (2004:175) sebagai berikut:

“ To be most useful, any measure of risk should have a definite value-we need a measure of tightness of the probability distribution. One such measure is the standar deviation, the symbol for which is σ , pronounced “sigma”. The smaller the standar deviation, the tighter the probability distribution, and accordingly the lower the riskiness of the stock.”

Standar deviasi dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(K_i - K)^2}{P_i}}$$

Keterangan:

σ = deviasi standar

K_i = Return selama periode i

K = Rata-rata return

P_i = Probabilitas kejadian return ke- i

Jadi dapat disimpulkan bahwa pada dasarnya adalah rata-rata tertimbang dari deviasi-deviasi nilai yang diharapkan dan akan memberikan gambaran dari seberapa

di atas atau di bawah dari nilai yang diharapkan kemungkinan nilai aktual sebenarnya.

3. Beta

Beta adalah slope, yaitu perubahan dalam kelebihan pengembalian saham terhadap perubahan dalam kelebihan pengembalian portofolio pasar dari garis karakteristik.

Menurut Elton dan Gruber (2003:149) yang dimaksud dengan beta adalah *“beta is risk measure that arises from the relationship between the return on stock and the return on the market.”*

Hal senada diungkapkan oleh Brigham dan Houston (2004:189), bahwa beta adalah *“a measure of market risk which is the the extent to wich the returns on a given stock move with the stock market.”*

Jadi beta adalah alat pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar. Beta dapat dihitung dengan menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Keterangan:

σ_{im} = kovarian return untuk saham i dan indeks pasar

σ_m^2 = varian dari return indeks pasar

Perhitungan beta juga dapat dilakukan dengan cara menggunakan regresi linier, dengan rumus sebagai berikut:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon$$

Keterangan:

α = intercept dengan sumbu Rit

ε = residual error

Interpretasi dari ukuran beta saham :

- Jika slope adalah satu, berarti kelebihan pengembalian saham berubah secara proporsional dengan kelebihan pengembalian untuk portofolio pasar. Saham tersebut mempunyai risiko sistematis yang sama dengan pasar keseluruhan.
- Slope yang lebih curam dari satu, berarti bahwa kelebihan pengembalian saham berubah melebihi proporsi dari kelebihan pengembalian portofolio pasar. Jenis saham ini biasa disebut investasi yang agresif.
- Slope yang kurang dari satu, berarti kelebihan pengembalian saham berubah dibawah proporsi kelebihan pengembalian portofolio pasar. Jenis saham ini biasanya disebut investasi yang defensif.

Semakin besar slope garis karakteristik saham, seperti yang digambarkan oleh beta, maka semakin besar risiko sistematisnya. Artinya bahwa pergerakan ke atas dan ke bawah dan kelebihan pengembalian pasar untuk saham individual lebih besar atau kurang, tergantung dari beta.

Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Beta

Risiko sistematis suatu saham ditentukan oleh besar kecilnya koefisien beta dari saham yang bersangkutan. Elton dan Gruber (2003: 149) menyatakan:

"One of the earliest attempts to relate the Beta of stock to fundamental firm variables performed by Beaver, Kettler and Scholes. They examined the relationship between seven firm variables and Beta on a company's stock. The seven variables they used were:

1. *Divident payout (dividens divided by earning)*
2. *Asset growth (annual charge in total assets)*
3. *Leverage (senior securities divided by total assets)*
4. *Liquidity (Current asset divided by current liabilities)*
5. *Assets Size (Total assets)*
6. *Earning variability (standard deviation of the arnings price ratio)*
7. *Accounting beta (the beta that arises from a time series regression of the earning of the firm against average earnings for the economy, often called the earning beta). "*

Berdasarkan pada telaah di atas diketahui bahwa terdapat tujuh variabel yang mempengaruhi beta yaitu: *divident payout ratio, assets growth, leverage, liquidity, assets size, earning variability* dan *accounting beta*.

Selanjutnya dijelaskan:

"An examination of these variables would lead us to expect a negative relationship between dividend payoutt and Beta, under one of two arguments.

1. *Since management is more reluctant to cut dividends than raise them, high payout is indicative of confidence on the part of management concerning the level future earnings.*
2. *Divident payments are less risky then capital gains; hence the company payout more of its earnings in dividend is less risky.*
3. *Growth is usually thought of as positively associated with beta. High growth firms are thought of as more risky than low growth firms.*
4. *Leverage tends to increase the volatility of the earnings stream, hence to increase risk and beta.*
5. *A firm with high liquidity is thought to be less risky than one with low liquidity and hence , liquidity should be negatively related to market beta.*
6. *Large firms are often thought to be less risky than small firms, if for no other reason than that they have better access to the capital market. Hence, they should have lower beta.*
7. *Finally, the more variable a company's earning stream and the more highly correlated it is with the market. the higher its beta should he. "*

Berdasarkan uraian di atas dapat dijelaskan bahwa, *Dividend payout ratio* memiliki hubungan negatif dengan beta artinya *jika dividend pay out ratio* naik maka beta akan turun. Pertumbuhan (*Growth*) mcmiliki hubungan yang positif dengan beta. *Leverage* cenderung memiliki hubungan yang positif dengan beta, *Liquidity* memiiki hubungan yang negatif

dengan beta. *Assets size* (besarnya aktiva) memiliki hubungan yang positif dengan beta

Salah satu faktor risiko yang dihadapi oleh perusahaan adalah adanya tekanan likuiditas jangka pendek. Salah satu rasio keuangan untuk mengukur likuiditas adalah *current ratio*. Semakin besar *current ratio* semakin baik likuiditas perusahaan. Dengan demikian, semakin besar *current ratio*, semakin kecil risiko likuiditas perusahaan.

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan salah satu *leverage* keuangan. Sebagaimana Helfert (2000,101) mengemukakan bahwa: "*A ratio relating outstanding debt obligations to shareholder's equity; used as a measure of financial leverage.* "

Jadi *debt to equity ratio* (DER) digunakan sebagai salah satu ukuran dari *leverage* keuangan. *Leverage* keuangan adalah rasio yang mencerminkan faktor risiko yang dihadapi oleh investor. Semakin besar DER akan mengakibatkan risiko finansial perusahaan menjadi semakin tinggi

Asset turnover (ATO) merupakan indikator untuk mengukur tingkat efisiensi perusahaan terhadap seluruh aktiva yang digunakan untuk menunjang kegiatan penjualan. Semakin tinggi *asset turnover* semakin baik. Jadi informasi *asset turnover* yang mengindikasikan tingkat efisiensi perusahaan, akan direspon oleh investor. Dengan demikian, akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan tersebut.

Salah satu yang menjadi penilaian investor mengenai kinerja perusahaan adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba atau profitabilitas. Salah satu rasio keuangan yang mengindikasikan profitabilitas perusahaan adalah *return on equity* (ROE). Keterkaitan antara *return on equity* dengan harga saham dikemukakan oleh Higgins (1990:59) bahwa: "*The strong positive relationship between return on equity and stock prices suggest that high ROE firm tend to have high stock price relative to book value.*" Jadi antara *return on equity* (ROE) dengan harga saham mempunyai hubungan positif, dimana ROE yang tinggi cenderung harga saham juga akan tinggi.

Sedangkan menurut Foster (1998:210) faktor-faktor yang mempengaruhi beta saham adalah :

"...Variables hypothesized as economic determinant of β include (a) financial leverage, (b) operating leverage, (c) unexpected earnings variability or covariability and (d) line of business."

Berdasarkan pada telaah di atas diketahui bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi beta saham adalah:

1. *Financial leverage*

Financial Leverage adalah rasio antara hutang dengan modal sendiri.

2. *Operating leverage*

Financial Leverage merupakan rasio antara biaya tetap dan biaya variabel

3. *Earning variability*

Earning Variability yaitu standar deviasi dari *earning price ratio*

4. *Line business*

Line business yaitu bidang usaha suatu perusahaan.

Sharpe dan Alexander (1999:430) menyatakan:

"The beta of the firm depend on both the demand for the firm's product and the firm's operating cost. However, most firms have both debt and equity outstanding. This means that the beta of a firm's equity (that is stock) depends on the beta of the firm and the firm's financial leverage. "

Berdasarkan pemikiran di atas diketahui bahwa beta dari perusahaan tergantung pada produk perusahaan dan biaya operasi perusahaan. Dalam hal ini banyak perusahaan memiliki hutang dan modal sendiri. Hal ini berarti beta dari perusahaan (dalam hal ini saham) tergantung pada beta perusahaan (beta dari keuntungan perusahaan)- dan *financial leverage* perusahaan.

Suad Husnan (1998:102) menyatakan bahwa faktor-faktor yang dapat diidentifikasi mempengaruhi nilai beta adalah:

1. *Cyclicalitly*. Faktor ini menunjukkan seberapa jauh perusahaan dipengaruhi oleh konjungtur perekonomian. Perusahaan yang sangat peka terhadap perubahan kondisi perekonomian merupakan perusahaan yang mempunyai beta yang tinggi dan sebaliknya.
2. *Operating leverage*. *Operating leverage* menunjukkan proporsi perusahaan yang merupakan biaya tetap. Semakin besar proporsi ini semakin besar *operating leverage*-nya. Perusahaan yang memiliki *operating leverage* yang tinggi

akan cenderung mempunyai biaya yang tinggi, dan sebaliknya.

3. *Financial leverage*. Perusahaan yang menggunakan hutang adalah perusahaan yang mempunyai *financial leverage*. Semakin besar proporsi hutang yang dipergunakan, semakin besar *financial leverage*-nya. Semakin besar proporsi hutang yang dipergunakan oleh perusahaan, pemilik modal sendiri akan menanggung resiko yang makin besar. Karena itu semakin tinggi *financial leverage*, semakin tinggi *beta equity*.

White, Sondhi dan Fried (1997: 989) menyatakan:

" *The total risk of the firm can be expressed as: Variance (income) = Total Risk = f (Financial Leverage, operating leverage, Variance (sales))*. Two firm, having differing level of leverage, differ in terms of risk only if the underlying uncertainty (variable) of their sales in equipment. Leverage and risk are directly associated only for two firms having the same level of uncertainty with respect to sales. The firm with the higher leverage will be the riskier of the two. "

Berdasarkan pada telaah White, Sondhi dan Fried di atas diketahui bahwa total resiko merupakan fungsi dari *Financial Leverage*, *operating Leverage* dan *Varian* dari *sales*. Dua perusahaan yang memiliki *leverage* yang berbeda juga memiliki resiko yang berbeda. Perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi akan lebih beresiko dari perusahaan lain.

Lebih lanjut White Sondhi dan Fried (1997: 1016) menyatakan:

"a should be expected that earnings uncertainty is associated with the stock beta. Thus, operating leverage, financing leverage, the variance of sales, and the accounting beta should be related to the stock beta. "

Berdasarkan pada pernyataan diatas,White, Sondhi dan Fried juga menjelaskan bahwa variabel yang memiliki hubungan dengan beta atau variabel yang mempengaruhi beta saham adalah *operating leverage, financial leverage*, varian dari penjualan dan beta akuntansi. Disisi lain, ketidakpastian dari laba juga memiliki hubungan dengan beta saham.

Stickney (1996: 505) menyatakan bahwa:

"Studies of the determinants of market beta have identified three principal explanatory variables:

- 1. Degree of operating leverage*
- 2. Degree of financial leverage*
- 3. Variability of sales.*

Each of these factors causes the earning of a particular firm to vary over time. Operating leverage refers to the extent of fixed operating cost in the cost structure. "

Berdasarkan pada telaah di atas, Stickney menyatakan bahwa variabel yang diidentifikasi mempengaruhi beta adalah:

- 1. Degree of Operating Leverage (DOL)*
- 2. Degree of Financial Leverage (DFL)*
- 3. Variabilitas dari penjualan*



BAB VI

LEVERAGE

Pengertian Leverage

Leverage diartikan sebagai penggunaan aset atau dana, dan sebagai akibat dari penggunaan dana tersebut, perusahaan harus mengeluarkan biaya tetap atau membayar beban tetap.

Van Horne (1998: 474) menyatakan: "*Leverage refers to the use of fixed costs in an attempt to increase (or lever up) profitability.*" Artinya *leverage* menunjukkan penggunaan dari biaya tetap (*fixed cost*) dalam upaya menambah keuntungan.

Jika dilihat dari *income statement* ada dua macam *leverage*, yaitu bagian dari *statement* yang berkaitan dengan *financial leverage*. dan bagian dari *statement* yang berkaitan dengan *operating leverage*.

Operating Leverage

Menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (1998:320):

" *Operating leverage is the degree to which a project of firm is committed to fixed production costs. A firm*

with low operating leverage will have low fixed costs compared to a firm with high operating leverage.”

Brigham dan Houston dan (2004:333) mendefinisikan *operating leverage* sebagai berikut:

” Operating leverage can be defined more precisely in terms of the way a given change in volume affects earnings before interest and taxes (EBIT). To measure the effect of a change in volume on profitability, we calculate the degree of operating leverage (DOL), defined as the percentage change in EBIT (or operating income) associated with a given percentage change in sales.”

Berdasarkan definisi *operating leverage* diatas, dapat disimpulkan bahwa *operating leverage* terjadi pada saat perusahaan dalam menjalankan operasinya menggunakan aktiva tetap yang menimbulkan biaya atau beban tetap.

Degree of Operating Leverage (DOL) dapat diukur dengan menggunakan formula senagai berikut:

$$\text{DOL} = \frac{\text{persentase perubahan EBIT}}{\text{Persentase perubahan penjualan}}$$

Persentase perubahan penjualan

Dengan mengetahui besarnya *operating leverage* dapat menentukan berapa besarnya proporsi hutang yang mungkin digunakan. Perusahaan dengan *operating leverage* tinggi akan menunjukkan adanya kemungkinan risiko bisnis yang tinggi. Kondisi ini juga mengindikasikan bahwa perusahaan kurang prospektif atau kemampuan memberikan keuntungan kepada investor rendah. Hal ini akan mempengaruhi harga saham dan akhirnya

mempengaruhi beta saham. Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai *operating leverage* tinggi akan cenderung mempunyai beta yang tinggi dan sebaliknya.

Financial Leverage

Menurut Levy dan Marshal (1998:100) pengertian *financial leverage*, adalah :

“A firm can finance its projects by equity, by debt, or by a combination of the two. Employing debt, called financial leverage, enhances or “levers” the profit to stockholders.”

Menurut Brigham dan Houston (2004:48) *financial leverage* didefinisikan sebagai *“financial leverage is the use of debt financing”*

Senada dengan pendapat diatas, Bernstein dan John (1998:102) mendefinisikan *financial leverage* sebagai berikut:

“ Financial leverage to the amount of debt financing that pays a fixed return in a company’s capital structure. Companies with financial leverage are said to be trading on the equity. This indicates a company is using equity capital as a borrowing base in a desire to reap excess return.”

Berdasarkan pada pendapat diatas, *financial leverage* merupakan jumlah pembelanjaan hutang yang digunakan untuk membayar *return* yang tetap dalam struktur modal perusahaan. *Financial leverage* merupakan penggunaan dana yang disertai dengan beban tetap. *Financial leverage* ditentukan oleh hubungan antara EBIT

dan *earning per share* yang menguntungkan pemegang saham. *Financial leverage* dapat dihitung dengan *degree of financial leverage (DFL)* dengan rumus :

$$DFL = \frac{Q(P - V) - F}{Q(P - V) - F - I}$$

Atau:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

Keterangan:

Q = Output dalam unit

P = Harga per unit

V = Variabel cost per unit

F = Fixed Cost

EBIT= Earning Before Interest and Taxes

I = Interest

Van Horne (1998:488) menyatakan bahwa *degree of financial leverage (DFL)* adalah ukuran kuantitatif yang mengukur sensitifitas dari pendapatan per lembar saham (*earning per share*) dengan perubahan dalam laba kotor perusahaan (EBIT). Rumus untuk memperoleh DFL adalah:

DFL terhadap EBIT "x" dollar = perubahan (%) dalam EPS / perubahan (%) dalam EBIT



BAB VII

FIRM SIZE

Uukuran aktiva dipakai sebagai wakil pengukur (proxy) besarnya perusahaan. Variabel ukuran aktiva (*asset size*) diukur sebagai logaritma dari total aktiva. Seperti yang dikemukakan oleh Beaver, Kettler dan Scholes dalam Elton dan Gruber (2003:153) dalam penelitiannya menggunakan *asset size* sebagai alat ukur firm size. "*the natural variable used in this study is the natural logarithm of total assets*"

Salah satu ukuran untuk menentukan *asset size* perusahaan adalah dengan melihat total asetnya (Elton dan Gruber, 2003:150). Semakin besar nilai yang dihasilkan akan mempengaruhi prospek perusahaan. Perusahaan yang mempunyai prospek baik dalam jangka waktu yang lama akan menyebabkan saham perusahaan tetap menarik bagi investor. Sehingga saham mampu bertahan pada harga yang tinggi secara relatif stabil. Apabila fluktuasi harganya kecil berarti perubahan return saham yang bersangkutan juga kecil. Makin kecil perubahan return saham maka

makin kecil beta saham perusahaan yang berarti makin kecil risiko yang akan ditanggung oleh investor.



BAB VIII

KETERKAITAN RISIKO DAN KAPITALISASI PASAR

Pasar modal adalah salah satu lembaga keuangan sebagai sarana alternatif untuk memperoleh sumber dana yang dibutuhkan oleh suatu badan usaha. Alternatif ini terutama untuk badan usaha yang membutuhkan dana dalam jumlah yang besar dan untuk jangka panjang. Investasi di pasar modal memberikan peluang untuk memperoleh tingkat keuntungan yang lebih tinggi, dan keuntungan yang lebih tinggi tersebut juga diimbangi dengan risiko yang melekat pada saham.

Seorang investor yang rasional sebelum mengambil keputusan investasi, paling tidak memperhatikan dua hal, yaitu tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) dan risiko (*risk*) yang terkandung dari alternatif investasi yang dilakukan. tingkat keuntungan investasi pada saham terdiri dari dividen dan *capital gain (loss)* yang merupakan keuntungan (kerugian) yang didapat oleh investor dari selisih harga jual dengan harga beli suatu

saham. Kesanggupan perusahaan untuk membayar dividen ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, sedangkan *capital gain* ditentukan oleh fluktuasi harga saham. Kedua keuntungan tersebut merupakan tujuan investasi bagi investor.

Aspek lain yang perlu diperhatikan oleh seorang investor adalah risiko yang melekat pada suatu saham. Risiko adalah kemungkinan keuntungan menyimpang dari yang diharapkan. Ukuran penyebaran dapat digunakan untuk mengukur risiko karena dapat mengukur seberapa jauh kemungkinan nilai yang diperoleh menyimpang dari yang diharapkan.

Dalam manajemen investasi modern dikenal pembagian risiko total investasi kedalam dua jenis risiko, yaitu: risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis (*systematic risk*) merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan dan tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Sedangkan risiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi disebut sebagai risiko tidak sistematis (*unsystematic risk / unique risk*).

Jones (2007:145) mendefinisikan risiko sistematis sebagai berikut:

“variability in security’s total returns that is directly associated with the overall movements in the general market on economy”

Berdasarkan pernyataan diatas dapat disimpulkan bahwa risiko sistematis adalah risiko suatu saham yang

berasal dari kondisi ekonomi dan kondisi pasar secara umum, yang tidak dapat di diversifikasi atau risiko yang mempengaruhi semua perusahaan sehingga disebut juga risiko pasar (*market risk*). Risiko sistematis diukur dengan indeks beta yang merupakan indikator yang menunjukkan sensitivitas pergerakan *return* saham terhadap pergerakan *return* saham-saham lainnya di pasar. Semakin besar nilai beta saham berarti semakin besar *return* yang diharapkan dan semakin besar pula risiko yang harus ditanggung investor.

Adanya kaitan antara saham individual dengan pasar tersebut mengindikasikan bahwa risiko sistematis suatu saham seharusnya dapat ditentukan atau diestimasi besarnya melalui kombinasi dari aspek-aspek fundamental perusahaan dengan karakteristik pasar. Estimasi tersebut membantu para investor dalam menganalisis kepekaan pergerakan *return* saham terhadap pergerakan pasar. Penggunaan aspek fundamental yang juga merupakan data-data akuntansi akan membantu investor dalam meningkatkan kemampuan memprediksi risiko dan kualitas keputusan investasi yang diambil.

Beaver, Kettler, dan Scholes dalam Elton dan Gruber (2003:149) telah mengidentifikasi faktor-faktor fundamental yang diduga mempunyai hubungan dan mampu menjelaskan nilai beta, yaitu: *dividend payout*, *asset growth*, *leverage*, *liquidity*, *asset size*, *earning variability*, dan *accounting beta*.

Faktor fundamental pertama yang diduga mempengaruhi nilai risiko sistematis dalam penelitian ini

adalah *operating leverage*. *Operating leverage* terjadi pada saat perusahaan dalam menjalankan operasinya menggunakan aktiva tetap yang menimbulkan biaya atau beban tetap.

Beberapa penelitian mengenai variabel *operating leverage* telah dilakukan sebelumnya oleh para peneliti baik di dalam maupun luar negeri, namun masih terdapat ketidakkonsistenan hasil yang mereka temukan. Penelitian Lev (1974), Mandelker dan Rhee (1984) serta Eduardus (1997) menunjukkan bahwa *operating leverage* berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hal tersebut berbeda dengan penelitian Huffman (1987) Husnan (2002), yang menemukan bahwa terdapat pengaruh yang negatif antara *operating leverage* terhadap risiko sistematis. Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Sufiyati dan Na'im (2002: 497) yang menunjukkan bahwa variabel *operating leverage* memberikan hasil yang tidak konsisten antara satu skenario pengukuran dengan skenario pengukuran lain. Pada pengukuran *operating leverage* berdasarkan *net operating income* (NOI) dan perubahan penjualan, ditemukan bahwa variabel *operating leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Sedangkan pada pengukuran *operating leverage* berdasarkan *Earning before Interest and Taxes* (EBIT) ditemukan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis. Penulis menduga bahwa perbedaan hasil penelitian tersebut dapat disebabkan oleh perbedaan alat ukur dan metodologi yang mereka gunakan.

Perusahaan dengan operating *leverage* tinggi akan menunjukkan adanya kemungkinan risiko bisnis yang tinggi. Kondisi ini juga mengindikasikan bahwa perusahaan kurang prospektif atau kemampuan memberikan keuntungan kepada investor rendah. Hal ini akan mempengaruhi harga saham dan akhirnya mempengaruhi beta saham. Dengan demikian dugaan sementara penulis mengenai pengaruh *operating leverage* dengan risiko sistematis adalah positif, atau dengan kata lain perusahaan yang mempunyai *operating leverage* tinggi akan cenderung mempunyai beta yang tinggi dan sebaliknya.

Syarat utama yang diinginkan oleh para investor untuk bersedia menyalurkan dananya melalui pasar modal adalah perasaan aman akan investasi dan tingkat *return* yang akan diperoleh dari investasi tersebut. Perasaan aman ini diantaranya diperoleh karena para investor memperoleh informasi yang jelas, wajar, dan tepat waktu sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasinya. Situasi ketidakpastian mendorong investor yang rasional untuk selalu mempertimbangkan risiko dan *expected return* setiap sekuritas yang secara teoritis berbanding lurus. Semakin besar *expected return* maka tingkat risiko yang melekat juga semakin besar. Gambaran risiko dan *expected return* dari suatu saham dapat dinilai berdasarkan informasi baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif. Selain itu, berbagai pertimbangan dan analisa yang akurat perlu dilakukan investor sebelum membeli, menjual, atau menahan saham untuk mencapai tingkat *return*

optimal yang diharapkan. Suatu informasi dianggap informatif jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan (*beliefs*) para pengambil keputusan. Adanya suatu informasi yang baru akan membentuk suatu kepercayaan yang baru dikalangan para investor. Kepercayaan ini akan mengubah harga melalui perubahan demand dan *supply* surat-surat berharga.

Perkembangan harga saham dan volume perdagangan di pasar modal (kapitalisasi pasar) merupakan suatu indikator penting untuk mempelajari tingkah laku pasar, yaitu investor. Perusahaan dengan *operating leverage* tinggi akan menunjukkan adanya kemungkinan risiko bisnis yang tinggi. Kondisi ini juga mengindikasikan bahwa perusahaan kurang prospektif atau kemampuan memberikan keuntungan kepada investor rendah. Hal ini akan mempengaruhi harga saham dan beta saham, dan akhirnya akan mempengaruhi keputusan investor yang tercermin oleh kondisi kapitalisasi pasar. Miller dan Rock (1985) dengan *signaling theory* menjelaskan bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap pengumuman pendanaan dari kas karena akan berpengaruh terhadap arus kas dari operasi yang lebih rendah untuk masa yang akan datang. Dengan demikian, dugaan sementara penulis adalah *operating leverage* berpengaruh negatif terhadap kapitalisasi pasar.

Faktor fundamental kedua dalam penelitian ini adalah *firm size*. *Firm size* merupakan ukuran suatu perusahaan dimana perusahaan besar seringkali memiliki risiko yang lebih rendah

dibandingkan dengan perusahaan yang kecil (Elton dan Gruber , 2003:153).

Beberapa penelitian mengenai *firm size* telah dilakukan oleh Tandelilin (1997), Husnan (2002) dan Sufiyati & Na'im (2002), mereka menemukan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan dari *firm size* terhadap risiko sistematis. Hal tersebut berbeda dengan penelitian Beaver, Kettler, dan Scholes (dalam Elton & Gruber, 2003 :149)) yang menemukan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis. Penulis menyimpulkan perbedaan hasil penelitian ini dikarenakan oleh kondisi pasar modal dan investasi di Indonesia pada saat tahun penelitian sedang mengalami krisis ekonomi, dimana tingkat suku bunga melambung tinggi sehingga perusahaan-perusahaan besar banyak yang mengalami kesulitan finansial dan kesulitan dalam melunasi kewajibannya, yang pada akhirnya perusahaan tersebut dinyatakan bangkrut, hal ini menyebabkan para investor kurang berminat berinvestasi. Sedangkan perusahaan kecil dan menengah di Indonesia tidak terlalu banyak terkena dampak krisis, hal ini karena perusahaan kecil dan menengah memiliki modal rendah dan struktur modal yang berasal dari utang lebih kecil, sehingga mereka tidak menanggung beban bunga yang besar.

Berdasarkan uraian tersebut, dugaan sementara penulis mengenai pengaruh *firm size* terhadap risiko sistematis adalah negatif. Atau dengan kata lain perusahaan besar memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Firm size ikut menentukan tingkat kepercayaan investor. Semakin besar perusahaan, semakin dikenal masyarakat yang

berarti semakin mudah untuk mendapatkan informasi mengenai perusahaan. Kemudahan mendapatkan informasi akan meningkatkan kepercayaan investor dan mengurangi faktor ketidakpastian yang berarti risiko lebih rendah. Reese, Jr (1998) menemukan adanya hubungan positif dan signifikan antara ukuran perusahaan dengan besarnya volume penjualan saham. Dengan demikian, dugaan penulis mengenai pengaruh *firm size* terhadap kapitalisasi pasar adalah positif.

Faktor fundamental ketiga dalam penelitian ini adalah *financial leverage*. Perusahaan yang menggunakan utang adalah perusahaan yang mempunyai *financial leverage*. Bila tidak berutang, investor hanya menanggung risiko bisnis, tetapi apabila investor memiliki saham dari perusahaan berutang maka pemegang saham selain menanggung risiko bisnis juga menanggung risiko finansial. Brealey dan Myers (1995:212) memberikan penjelasan mengenai risiko saham, yaitu:

The risk of common stock reflects the business risk of real assets held by the firm. But shareholders also bear financial risk to the extent that the firm issues debt to finance its real investments. The more a firm relies on debt financing, the riskier its common stock.

Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa semakin besar utang perusahaan, maka risiko investor (pemegang saham) akan semakin besar. Hal ini selain karena investor memegang risiko aktiva, investor juga merupakan pihak terakhir yang berhak atas residu keuangan perusahaan apabila perusahaan mengalami kebangkrutan. Pemikiran tersebut yang

menjadikan *financial leverage* sebagai salah satu faktor fundamental penyebab risiko. Seperti yang diungkapkan oleh Elton dan Gruber (2003: 152), "*Leverage tends to increase the volatility of earnings stream hence to increase beta risk*"

Beberapa penelitian mengenai variabel *financial leverage* telah dilakukan sebelumnya oleh para peneliti baik di dalam maupun luar negeri, namun masih terdapat ketidakkonsistenan hasil yang mereka temukan. Penelitian Lev (1974), Mandelker & Rhee (1984), Huffman (1987), Eduardus (1997) dan Suad (2002) menunjukkan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Sedangkan Erwin (2005) dan Akhmad (2006) menemukan bahwa *financial leverage* berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis.

Berdasarkan uraian tersebut, dugaan sementara penulis mengenai pengaruh *financial leverage* terhadap risiko sistematis adalah positif. Hal ini disebabkan semakin besar utang perusahaan maka semakin besar pula biaya tetap yang harus ditanggung perusahaan dan menyebabkan risiko yang ditanggung investor menjadi tinggi.

Berkaitan dengan ketiga faktor fundamental tersebut, *Operating leverage* dan *firm size* ternyata merupakan faktor determinan *financial leverage*. Dimana manajemen berusaha menstabilkan beta saham perusahaan sebagaimana investor juga cenderung menstabilkan risiko investasi yang ditanggungnya. *Operating leverage* merupakan faktor yang penting untuk dipertimbangkan dalam mengambil keputusan mengenai struktur biaya perusahaan. Ketika suatu perusahaan *labor*

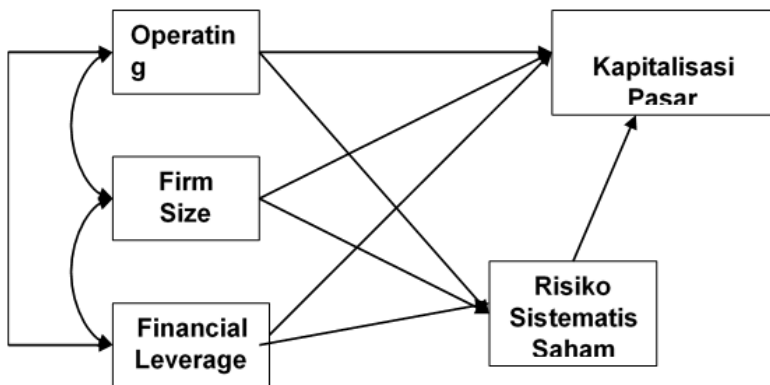
intensive, penambahan signifikan akan terjadi pada struktur biaya perusahaan. Biaya tetap menjadi meningkat diikuti dengan menurunnya biaya variabel per unit. Keputusan perusahaan dalam *operating leverage* dapat diimbangi dengan keputusan dalam *financial leverage*. Untuk mengurangi biaya transaksi bagi pemegang saham dua jenis *leverage* tersebut dapat dipilih sehingga perubahan tingkat beta minimal. Di lain pihak, ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor penentu dalam kebijakan pendanaan dan operasi. Perusahaan besar relatif lebih besar peluangnya untuk mendapatkan dana melalui pasar modal, dan dari segi operasi, perusahaan besar akan cenderung bersifat *capital intensive* sehingga *operating leverage* akan meningkat.

Aktivitas pendanaan adalah aktivitas yang mengakibatkan perubahan dalam jumlah serta komposisi ekuitas dan pinjaman perusahaan. Arus kas pendanaan berguna untuk memprediksi klaim terhadap arus kas masa depan oleh para pemasok modal perusahaan. Miller dan Rock (1985) menjelaskan bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap pengumuman pendanaan dari kas karena akan berpengaruh terhadap arus kas dari operasi yang lebih rendah untuk masa yang akan datang, selain itu ia juga mengidentifikasi adanya sinyal lain yang berpengaruh terhadap arus kas dari pendanaan yaitu perubahan dividen yang sangat erat hubungannya dengan return saham. Dengan demikian aktivitas pendanaan berupa utang (*financial leverage*) menyebabkan reaksi negatif dari investor, hal ini mengindikasikan penurunan kapitalisasi pasar. Berdasarkan uraian tersebut, dugaan sementara penulis adalah *financial leverage* berpengaruh negatif

terhadap kapitalisasi pasar.

Berdasarkan uraian dan pemikiran mengenai faktor yang mempengaruhi risiko sistematis saham diatas, mengindikasikan adanya respon negatif investor terhadap risiko. Dengan demikian dugaan sementara penulis adalah risiko sistematis saham berpengaruh negatif terhadap kapitalisasi pasar.

Penelitian ini akan berusaha menganalisis pengaruh *operating leverage*, *firm size*, dan *financial leverage* secara langsung maupun tidak langsung terhadap risiko sistematis dan implikasinya terhadap kapitalisasi pasar. Kerangka pemikiran dari pola hubungan antar variabel dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.1 . Paradigma Penelitian



BAB IX

IMPLEMENTASI METODE PENELITIAN DALAM KAPITALISASI PASAR

Objek Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Operating Leverage* yang diukur dengan *Degree of Operating Leverage* (DOL), *Financial Leverage* yang diukur dengan *Degree of Financial Leverage* (DFL), *firm size* yang diukur dengan total aset, risiko sistematis yang diukur oleh beta saham, dan kapitalisasi pasar. Objek Penelitian adalah saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2002–2006. Data yang akan digunakan dalam penelitian ini meliputi:

1. Harga saham
2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)
3. Earning Per Share (EPS)
4. Earning Before Interest and Tax (EBIT)
5. Penjualan (Sales)
6. Total Asset

Tingkat harga saham dan IHSG digunakan untuk menghitung beta saham yang bersangkutan. Sedangkan untuk menghitung DOL, DFL, dan *firm size* dibutuhkan data EPS, EBIT,

penjualan, dan total aset dari laporan keuangan masing-masing perusahaan.

Desain Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk memperoleh informasi tentang bagaimana pengaruh *operating leverage*, *financial leverage* dan *firm size* secara parsial dan simultan terhadap risiko sistematis saham dan kapitalisasi pasar pada periode 2002–2006 pada kelompok saham perusahaan manufaktur di BEI. Sesuai maksud diatas, maka metode penelitian yang digunakan adalah deskriptif-verifikatif dengan pendekatan kuantitatif yang menggunakan data historis berupa gabungan data *cross sectional* dengan *time series*.

Traver Travens (dalam Husain Umar 2003: 21) menjelaskan bahwa “penelitian dengan menggunakan metode deskriptif adalah penelitian yang dilakukan untuk mengetahui nilai variabel mandiri, baik satu variabel atau lebih (*independent*) tanpa membuat perbandingan atau menghubungkan dengan variabel lain”. Penelitian deskriptif tersebut bertujuan untuk memperoleh deskripsi atau gambaran mengenai *operating leverage*, *firm size*, *financial leverage* dan risiko sistematis saham serta kapitalisasi pasar.

Adapun sifat penelitian yang verifikatif pada dasarnya ingin menguji kebenaran dari suatu hipotesis yang dilaksanakan melalui pengumpulan data di lapangan. Dalam penelitian ini akan diuji hipotesis yang berkaitan dengan: pengaruh *operating leverage*, *firm size* dan *financial leverage* terhadap risiko sistematis saham dan implikasinya terhadap kapitalisasi saham.

Operasionalisasi Variabel

Tabel 9.1
Operasionalisasi Variabel

Variabel	Konsep Variabel	Ukuran	Skala
<i>Operating leverage</i>	<i>Operating leverage</i> merupakan penggunaan aktiva atau operasi perusahaan yang disertai dengan biaya tetap. (Riyanto, 2002:360)	$DOL = \frac{\% \text{Perubahan EBIT}}{\% \text{Perubahan sales}}$	Rasio
<i>Firm Size</i>	Ukuran perusahaan yang dinilai dari aset keseluruhan suatu perusahaan . (Elton dan Gruber, 2003:150)	<i>Firm Size</i> = Total Aset	Rasio
<i>Financial leverage</i>	<i>Financial leverage</i> merupakan penggunaan dana yang disertai dengan beban tetap. (Riyanto, 2002:376)	$DFL = \frac{\text{Perubahan (\%) dalam EPS}}{\text{Perubahan (\%) dalam EBIT}}$	Rasio
Risiko Sistematis	Risiko yang mempengaruhi saham yang beredar dan tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. (Jogiyanto, 2003:171)	$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$	Rasio
Kapitalisasi Pasar	Estimasi konsensus pasar atas tingkat diskonto yang tepat bagi arus kas perusahaan. (Bodie, et al, 2006:807)	KP= Volume saham x Harga Saham	Rasio

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan adalah data yang bersifat kuantitatif. Data kuantitatif dinyatakan berupa angka, dan menunjukkan nilai terhadap besaran atau variabel yang diwakilinya. Data tersebut diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI).

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah pengumpulan data sekunder. Data sekunder merupakan sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara yaitu dengan melakukan studi literatur atau studi kepustakaan, penelusuran dokumen dan publikasi informasi.

Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah :

- a. Laporan keuangan yang diperoleh dari BEI
- b. Data harga saham harian
- c. Data Indeks Harga Saham Gabungan

1. Populasi dan Sampel

Populasi merupakan sekelompok objek yang dapat dijadikan sumber penelitian. Berkaitan dengan itu, Sugiyono (2002: 72) mendefinisikan populasi sebagai “wilayah generalisasi yang terdiri atas objek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulan”.

Berdasarkan pengertian diatas, populasi sasaran dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI periode tahun 2002–2006. Pertimbangan penulis mengambil perusahaan manufaktur sebagai populasi sasaran adalah bahwa perusahaan manufaktur cenderung menggunakan aktiva operasi dengan beban tetap yang relatif besar seperti mesin dan peralatan produksi lainnya.

Kriteria yang digunakan dalam pemilihan, sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di BEI dari tahun 2002-2006.
2. Memiliki laporan keuangan lengkap selama tahun 2002 sampai dengan tahun 2006.

Sesuai dengan kriteria tersebut populasi penelitian ini adalah 143 perusahaan manufaktur.

2. Sampel

Untuk pengambilan sampel dari populasi agar diperoleh sampel yang *representatif* dan mewakili, maka diupayakan setiap subjek dalam populasi mempunyai peluang yang sama untuk menjadi sampel. Menurut Arikunto (1998: 117), yang dimaksud dengan sampel adalah “sebagian atau wakil populasi yang diteliti”. Sedangkan menurut Sugiyono (2002: 73), yang dimaksud dengan sampel adalah “bagian dari jumlah karakteristik yang dimiliki oleh populasi tertentu”.

Dalam suatu penelitian tidak mungkin semua populasi diteliti, dalam hal ini disebabkan beberapa faktor, diantaranya keterbatasan biaya, tenaga dan waktu yang tersedia. Oleh karena itu, peneliti diperkenankan mengambil sebagian dari objek populasi yang ditentukan, dengan catatan bagian yang diambil tersebut mewakili yang lain yang tidak diteliti. Hal ini sejalan dengan pendapat Sugiyono (2002 : 73):

”Bila populasi besar dan peneliti tidak mungkin mempelajari semua yang ada pada populasi, misalnya karena keterbatasan dana, tenaga dan waktu, maka peneliti dapat menggunakan sampel yang diambil dari populasi itu. Apa yang dipelajari dari sampel itu

kesimpulannya akan diberlakukan untuk populasi. Untuk itu, sampel dari populasi harus benar-benar mewakili.”

Untuk menentukan sampel yang akan digunakan dalam penelitian, terdapat berbagai teknik sampling. Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik *random sampling*.

Jumlah sampel dalam penelitian ini dihitung dengan rumus Slovin (Umar. 2003:78), dengan rumus:

$$n = \frac{N}{1 + Ne^2}$$

Keterangan:

n. = ukuran sampel

N = ukuran populasi

e.= persen kekeliruan pengambilan sampel yang masih dapat ditolerir, dalam penelitian ini diambil 5%

Dengan demikian besarnya sampel yang diambil adalah:

$$n = 106$$

$$n = \frac{N}{1 + Ne^2}$$

$$n = \frac{143}{1 + 143(0.05)^2}$$

Dari 106 emiten tersebut selanjutnya diambil sampel secara acak berdasarkan jenis perusahaan manufaktur secara proporsional, dengan rumus sebagai berikut:

$$s = \frac{n}{N} \times S$$

Keterangan:

- s = jumlah sampel setiap unit secara proporsi
- S = jumlah seluruh sampel yang didapatkan
- N = jumlah seluruh populasi
- n = jumlah masing-masing unit populasi

Hasil perhitungan sampel berdasarkan rumus tersebut dapat disajikan dalam tabel 3.2 sebagai berikut:

Tabel 3.2

Penyebaran Proporsi sampel pada Emiten Manufaktur

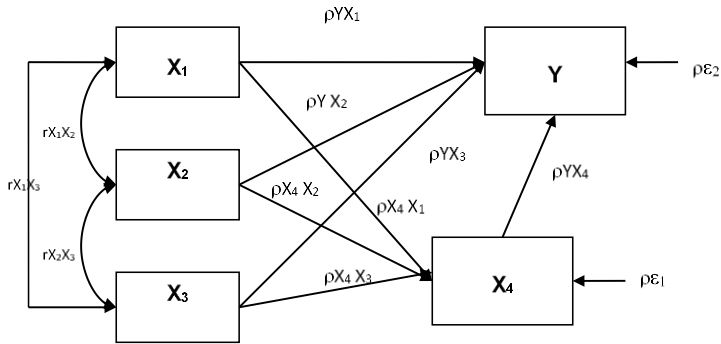
No	Kelompok Manufaktur	Jumlah	Sampel
1	Makanan dan minuman	20	15
2	Produk otomotif dan sejenisnya	17	12
3	Pakaian dan produk tekstil lainnya	15	11
4	Produk plastik dan kaca	13	10
5	Produk logam dan sejenisnya	12	9
6	Produk tekstil pabrikan	9	7
7	Obat-obatan	9	7
8	Produk bahan kimia	7	5
9	Kabel	6	4
10	Produk kayu dan kayu terbangun	5	4
11	Produk kertas dan sejenisnya	5	4
12	Bahan perekat	4	3
13	Produk batu, tanah liat dan beton	4	3

14	Pabrik tembakau	3	2
15	Semen	3	2
16	Peralatan elektronik dan kantor	3	2
17	Peralatan fotografi	3	2
18	Barang-barang konsumen	3	2
19	Produk logam pabrikan	2	2
	JUMLAH	143	106

Metode Analisis Data

Analisis data terdiri dari dua jenis yaitu (1) analisis deskriptif untuk variabel yang bersifat kualitatif, (2) analisis jalur untuk pengujian hipotesis. Dalam menganalisis secara deskriptif setiap variabel digunakan tendensi sentral berupa rata-rata hitung (*mean*), nilai terbesar dan terkecil, serta ukuran dispersi (*dispersion*) berupa standar deviasi. Sedangkan untuk menguji hipotesis penelitian digunakan model statistik analisis jalur (*Path analysis*).

Sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan, maka hubungan kausal antar variabel penelitian dapat digambarkan secara lengkap dalam struktur model penelitian sebagaimana ditunjukkan pada gambar 3.1



Gambar 3.1 Struktur Model Penelitian

Keterangan:

- X_1 = *Operating Leverage*
- X_2 = *Firm Size*
- X_3 = *Financial Leverage*
- X_4 = *Risiko Sistematis*
- Y = *Kapitalisasi Pasar*
- $r_{X_1 X_2}$ = Koefisien korelasi X_1 dan X_2
- $r_{X_1 X_3}$ = Koefisien korelasi X_1 dan X_3
- $r_{X_2 X_3}$ = Koefisien korelasi X_2 dan X_3
- $\rho_{X_3 X_1}$ = Koefisien Jalur X_1 terhadap X_3
- $\rho_{X_3 X_2}$ = Koefisien Jalur X_2 terhadap X_3
- $\rho_{X_4 X_3}$ = Koefisien Jalur X_3 terhadap X_4
- $\rho_{Y X_1}$ = Koefisien Jalur X_1 terhadap Y
- $\rho_{Y X_2}$ = Koefisien Jalur X_2 terhadap Y
- $\rho_{Y X_3}$ = Koefisien Jalur X_3 terhadap Y
- $\rho_{Y X_4}$ = Koefisien Jalur X_4 terhadap Y
- ρ_{ϵ_1} & ρ_{ϵ_2} = Koefisien jalur variable residu

Berdasarkan gambar 3.1 maka bentuk persamaan model struktural, sebagai berikut:

$$X_4 = \rho X_1 + \rho X_2 + \rho X_3 + \varepsilon_1$$

$$Y = \rho X_1 + \rho X_2 + \rho X_3 + \rho X_4 + \varepsilon_2$$

Untuk menentukan berapa besarnya pengaruh dari suatu variabel terhadap variabel lainnya dalam analisis jalur diperlukan persyaratan seperti yang dikemukakan Sitepu (1994: 14) sebagai berikut:

1. Hubungan antara variabel harus merupakan hubungan linear dan aditif
2. Semua variabel residu tidak mempunyai korelasi satu sama lain.
3. Pola hubungan antara variabel adalah rekursif
4. Skala pengukuran baik pada variabel penyebab maupun pada variabel akibat sekurang-kurangnya interval.

Apabila persyaratan tersebut dipenuhi, maka koefisien jalur dapat dihitung dengan langkah kerja sebagaimana dikemukakan oleh Al Rasyid (2005:7) sebagai berikut:

1. Menggambar dengan jelas diagram jalur yang mencerminkan proposisi hipotetik yang diajukan, lengkap dengan persamaan strukturalnya.
2. Menghitung matriks korelasi antar variabel.

$$\mathbf{R} = \begin{bmatrix} X_1 & X_2 & \dots & X_u \\ 1 & r_{x_1x_2} & \dots & r_{x_1x_u} \\ & 1 & \dots & r_{x_2x_u} \\ & & 1 & \dots \\ & & & 1 \end{bmatrix}$$

Formula untuk menghitung koefisien korelasi menggunakan *Pearson's Coefficient of Correlation (Product Moment Coefficient)* dari Karl Pearson. Alasan penggunaan teknik koefisien korelasi dari Karl Pearson ini adalah karena variabel-variabel yang hendak dicari korelasinya memiliki skala pengukuran interval.

Rumus *Pearson's Coefficient of Correlation (Product Moment Coefficient)* :

$$r = \frac{\sum_{i=1}^n x_i y_i - \frac{(\sum x_i)(\sum y_i)}{n}}{\sqrt{\left[\sum_{i=1}^n x_i^2 - \frac{(\sum x_i)^2}{n} \right] \left[\sum_{i=1}^n y_i^2 - \frac{(\sum y_i)^2}{n} \right]}}$$

Sumber : Al Rasyid (2005) dari Conover, W.J., 1999, *Practical Nonparametric Statistics 3th Edition*. John Wiley & Sons. New York.

3. Menghitung matriks korelasi variabel exogenous.

$$\mathbf{R} = \begin{bmatrix} X_1 & X_2 & \dots & X_k \\ 1 & r_{x_1x_2} & \dots & r_{x_1x_k} \\ & 1 & \dots & r_{x_2x_k} \\ & & 1 & \dots \\ & & & 1 \end{bmatrix}$$

4. Menghitung matriks invers korelasi variabel *exogenous*.

$$\mathbf{R}_1^{-1} = \begin{bmatrix} X_1 & X_2 & \dots & X_k \\ C_{11} & C_{12} & \dots & C_{1k} \\ & C_{22} & \dots & C_{2k} \\ & & \dots & \dots \\ & & & C_{kk} \end{bmatrix}$$

5. Menghitung semua koefisien jalur $p_{x_u x_i}$, di mana $i = 1, 2, \dots, k$;

melalui rumus

$$\begin{bmatrix} \rho_{x_u x_1} \\ \rho_{x_u x_2} \\ \dots \\ \rho_{x_u x_k} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} C_{11} & C_{12} & \dots & C_{1k} \\ & C_{22} & \dots & C_{2k} \\ & & \dots & \dots \\ & & & C_{kk} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} r_{x_u x_1} \\ r_{x_u x_2} \\ \dots \\ r_{x_u x_k} \end{bmatrix}$$

6. Menghitung besarnya pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung serta pengaruh total variabel *exogenous* terhadap variabel endogenous secara parsial, dengan rumus:

a. Besarnya pengaruh langsung variabel *exogenous* terhadap variabel endogenous = $p_{x_u x_i} \times p_{x_u x_i}$

b. Besarnya pengaruh tidak langsung variabel *exogenous* terhadap variabel endogenous = $p_{x_u x_i} \times r_{x_1 x_2} \times p_{x_u x_i}$

c. Besarnya pengaruh total variabel *exogenous* terhadap variabel endogenous adalah penjumlahan besarnya pengaruh langsung dengan besarnya pengaruh tidak langsung = $[p_{x_u x_i} \times p_{x_u x_i}] + [p_{x_u x_i} \times r_{x_1 x_2} \times p_{x_u x_i}]$

7. Menghitung $R^2_{x_u(x_1, x_2, \dots, x_k)}$, yaitu koefisien determinasi total X_1, X_2, \dots, X_k terhadap X_u atau besarnya pengaruh variabel *exogenous* secara bersama-sama (gabungan) terhadap variabel endogenous dengan menggunakan rumus :

$$R^2_{x_u(x_1, x_2, \dots, x_k)} = \left(\rho_{x_u, x_1} \quad \rho_{x_u, x_2} \quad \dots \quad \rho_{x_u, x_k} \right) \begin{bmatrix} r_{x_u, x_1} \\ r_{x_u, x_2} \\ \dots \\ r_{x_u, x_k} \end{bmatrix}$$

8. Menghitung besarnya variabel residu, yaitu variabel yang mempengaruhi variabel endogenous di luar variabel exogenous, dengan rumus :

$$p_{x_u, \varepsilon} = \sqrt{1 - R^2_{x_u(x_1, x_2, \dots, x_k)}}$$

Sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan, maka pengujian hipotesis dilakukan dengan langkah-langkah dibawah ini.

A. Uji Hipotesis Pertama dan Kedua

Untuk menguji apakah variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen digunakan uji F. dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Merumuskan Hipotesis

Ho : $\rho_1 = \rho_2 = \rho_3 = \rho_4 = 0$ artinya tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen secara simultan terhadap Y.

Ha : paling tidak ada satu $\rho_i \neq 0$ artinya minimal ada satu variabel independen X_i berpengaruh secara signifikan terhadap Y

2. Menentukan nilai F_{tabel} pada taraf signifikansi $\alpha = 0.05$ dan *degree of freedom*,

$$Df = v_1 = k \quad \text{dan} \quad v_2 = n - k - 1$$

3. Menghitung nilai F_{hitung}

$$F = \frac{(n - k - 1)R^2 yx_1x_2}{k(1 - R^2 yx_1x_2)}$$

Jika F_{hitung} lebih besar dibandingkan dengan F_{tabel} maka hipotesis tersebut diterima. Kriteria ini dapat ditulis dalam bentuk sebagai berikut:

H_0 diterima atau H_a ditolak , jika $F_{hitung} < F_{tabel}$

H_0 ditolak atau H_a diterima , jika $F_{hitung} > F_{tabel}$

B. Uji Sub Hipotesis

Untuk menguji apakah variabel independen secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen digunakan uji t, dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Merumuskan Hipotesis

a. Uji Sub Hipotesis 1.1, 1.3 dan 2.2

$H_0 : \rho_i < 0$ artinya tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen X_i terhadap Y

$H_a : \rho_i > 0$ artinya ada pengaruh yang positif dari variabel independen X_i terhadap Y

b. Uji Sub Hipotesis 1.2, 2.1 dan 2.3

$H_0 : \rho_i > 0$ artinya tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen X_i terhadap Y

$H_a : \rho_i < 0$ artinya ada pengaruh yang negatif dari variabel independen X_i terhadap Y

2. Menentukan nilai t_{tabel} pada taraf signifikansi $\alpha = 0.05$ dan *degree of freedom*,

$df = n - k - 1$

3. Menghitung nilai t_{hitung}

$$t_1 = \frac{PYX_1}{\sqrt{\frac{(1 - R^2 YX_1 X_2)}{(n - k - 1)(1 - R^2 X_2 X_1)}}}$$

Keterangan:

n = Ukuran sampel

k = banyaknya variabel eksogen yang sedang diuji

t = berdistribusi t-student dengan derajat bebas n-k-1

Pyx_i = merupakan koefisien jalur atau besarnya pengaruh variabel penyebab (X_i) terhadap variabel akibat (Y)

$R^2 y(x_1, x_2)$ = koefisien determinasi total variabel X_1 dan X_2 terhadap variabel Y

Jika t_{hitung} lebih besar dibandingkan dengan t_{tabel} maka hipotesis tersebut diterima. Kriteria ini dapat ditulis dalam bentuk sebagai berikut:

H_0 diterima atau H_a ditolak, jika $t_{hitung} < t_{tabel}$

H_0 ditolak atau H_a diterima, jika $t_{hitung} > t_{tabel}$



BAB X

DESKRIPSI LEVERAGE, FIRM SIZE, RISIKO SISTEMATIS SAHAM DAN KAPITALISASI PASAR

Deskripsi setiap variabel dalam penelitian menggunakan teknik statistik yaitu nilai terendah, nilai tertinggi, rata-rata dan standar deviasi selama lima tahun. Deskripsi tersebut dimaksudkan untuk memperoleh informasi dari setiap variabel berdasarkan kelompok emiten manufaktur.

Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan teknik statistik, berikut ini disajikan deskripsi setiap variabel berdasarkan kelompok emiten sektor manufaktur.

Tabel 10.1

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Makanan dan Minuman

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING	2002	-26.140437	464.6626746	34.13882984	120.4659234
LEVERAGE	2003	-17.392939	8.922095256	-2.18441252	7.48694987
	2004	-65.773853	20.82373557	-10.3374912	20.4828239
	2005	-282.46482	16.84149602	-22.0863635	73.53215283
	2006	-8.5621817	6.629952603	0.558072507	3.568948536

FINANCIAL	2002	-0.2703955	2.210135523	0.781411779	0.63013963
LEVERAGE	2003	-4.7693683	32.43296229	4.839423326	10.35994919
	2004	-3.8781003	154.2065604	16.63653987	45.04616006
	2005	-461.61203	4.803538714	-30.6696009	119.2324061
	2006	-6.6818717	8.469755099	-0.07111201	3.620174156
	FIRM SIZE	2002	86335	15251516	1747073.867
SISTEMATIS	2003	111320	15308854	1815795.4	3832553.938
	2004	84814	15669008	1909300.667	3927113.894
	2005	76412	14786084	1907993.933	3730614.52
	2006	81177	16708929	2126063.733	4226349.949
	RISIKO	2002	-0.0005816	0.02434796	0.002682
KAPITALISASI	2003	-0.0050789	0.02980821	0.002691661	0.008344362
	2004	-0.0090602	0.002115038	-0.00029903	0.002507473
	2005	-0.0050789	0.02980821	0.002691661	0.008344362
	2006	-0.0005282	0.000168945	-1.1912E-05	0.000149657
	PASAR	2002	174	7196346	495667.7333
PASAR	2003	121	3910479	305628.8	999055.6799
	2004	100	2717047	237150.2	690077.7508
	2005	110	8803079	771698.2667	2262040.527
	2006	143	8348198	654050.1333	2139922.458

Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder, Tahun 2008

Tabel 10.1 memperlihatkan *operating leverage* kelompok makanan dan minuman pada tahun 2003-2005 rata-rata bernilai negatif. Hal tersebut mencerminkan bahwa penghasilan penjualannya hanya menutup biaya variabel dan sebagian saja dari biaya tetap. Ini berarti bahwa bagian dari penjualan yang tersedia untuk menutup biaya tetap tidak cukup untuk menutup biaya tetapnya. Sedangkan pada tahun 2006 menghasilkan *operating leverage* yang *favorable*. Nilai terendah terjadi pada tahun 2005 dan nilai tertinggi pada tahun 2002. Dilihat dari nilai standar deviasi setiap tahunnya bernilai besar hal tersebut berarti bahwa variasi nilai *operating leverage* besar. Kondisi

tersebut mengindikasikan beberapa perusahaan pada kelompok ini memiliki *operating leverage* yang *unfavorable*.

Berbeda dengan *operating leverage*, *financial leverage* rata-rata pada tahun 2003-2004 pada kelompok ini menunjukkan nilai positif. Hal tersebut mengindikasikan kondisi yang baik, dimana penggunaan dana dengan beban tetap menghasilkan efek yang menguntungkan bagi pemegang saham berupa kenaikan EPS. Sedangkan pada tahun 2005-2006 nilai rata-rata negatif atau *unfavorable leverage*. Hal tersebut menggambarkan bahwa perusahaan tidak dapat memperoleh pendapatan dari penggunaan dana (utang) sebanyak beban tetap yang harus dibayar. Nilai terendah terjadi pada tahun 2005 yaitu sebesar -461.61. Nilai tertinggi terjadi pada tahun 2004 sebesar 154.20. Standar deviasi bernilai besar hal tersebut menunjukkan bahwa terjadi penyimpangan yang besar dari rata-rata. Kondisi tersebut menunjukkan *financial leverage* pada beberapa perusahaan masih jauh dibawah rata-rata kelompoknya dan *unfavorable*.

Dilihat dari aspek total aktiva rata-rata menunjukkan kondisi yang positif. Nilai aktiva tertinggi terjadi pada tahun 2006 yaitu sebesar Rp. 16.708.929.000.000,00. Nilai standar deviasi menunjukkan nilai kecil, hal tersebut menggambarkan bahwa secara umum total aktiva perusahaan stabil dan berada tidak terlalu jauh dari nilai aktiva rata-rata pada kelompoknya.

Nilai beta rata-rata yang mencerminkan risiko sistematis saham adalah positif. Hal tersebut menunjukkan bahwa kenaikan *return* pasar mengakibatkan kenaikan *return* saham individual atau dengan kata lain pergerakan *return* saham tersebut searah

dengan pergerakan *market return*. Nilai beta terendah terjadi pada tahun 2004 dan tertinggi terjadi pada tahun 2005. Nilai standar deviasi adalah kecil, hal tersebut menggambarkan bahwa risiko saham dari perusahaan relatif tidak terlalu jauh berbeda dengan risiko rata-rata dalam kelompoknya. Hal tersebut juga memungkinkan saham kelompok ini memberikan daya tarik yang positif bagi investor yang *risk averse* karena secara rata-rata risiko saham perusahaan makanan dan minuman adalah kecil.

Nilai kapitalisasi pasar dari tahun ke tahun mengalami fluktuasi. Nilai tertinggi dan nilai terendah dari kapitalisasi pasar menunjukkan perbedaan yang sangat besar, hal ini menunjukkan bahwa terdapat beberapa perusahaan yang mengalami penambahan investasi dengan nilai besar dan ada juga perusahaan yang sama sekali tidak mendapatkan tambahan investasi.

Tabel 10.2

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Produk Otomotif Dan Sejenisnya

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-11.77701052	259.9916342	32.1521082	77.78643578
	2003	-16.50210215	896.4894081	81.1528075	257.5186165
	2004	-5.066628009	16.00316479	1.34857556	5.434609972
	2005	-38.65325054	29.17591245	-0.41685974	15.6810439
	2006	-12.66577853	32.44650459	2.25328211	10.64866009
FINANCIAL LEVERAGE	2002	-4.510959443	10.4189136	1.13059669	3.629852488
	2003	-11.92427101	24.3160166	0.45054291	8.933933749
	2004	-3.942483148	4.163599888	0.28395138	2.142867821
	2005	-1.425744378	12.37449157	1.81791586	3.647177702
	2006	-2.095941196	21.54160134	1.75744593	6.377000999

FIRM SIZE	2002	105088	26185605	4434599.25	7751949.339
	2003	123286	27404308	4538807.25	8012389.262
	2004	129173	66341117	10019422.4	20827329.23
	2005	117059	46985862	5898510.42	13135373.42
	2006	112720	50639710	6120978.42	14191097.68
RISIKO SISTEMATIS	2002	-9.28265E-05	0.004575011	0.00098153	0.001303856
	2003	-0.00054109	0.000900004	1.5416E-05	0.00036826
	2004	-0.000145017	0.002263598	0.00034369	0.000795729
	2005	-0.001017065	0.007203374	0.00074607	0.002128507
	2006	-7.75733E-05	0.000288947	1.9194E-05	8.83446E-05
KAPITALISASI PASAR	2002	26	13510340	1202135.75	3879640.983
	2003	16	11276317	1167534.75	3245807.439
	2004	129	17139013	1622402.83	4902705.858
	2005	71	20263451	2131945.58	5812843.067
	2006	0	25920841	2419945.17	7417641.593

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Berbeda dengan kelompok perusahaan makanan dan minuman, kelompok otomotif memiliki nilai *operating leverage* rata-rata positif. Hal tersebut mencerminkan bahwa margin kontribusi lebih besar dari biaya tetapnya. Atau dengan kata lain dengan hasil penjualannya perusahaan dapat menutupi biaya variabel dan seluruh biaya tetapnya. Nilai terendah terjadi pada tahun 2005 dan nilai tertinggi pada tahun 2003. Dilihat dari nilai standar deviasi setiap tahunnya relatif bernilai kecil, hal tersebut berarti bahwa variasi nilai *operating leverage* kecil. Kondisi tersebut mengindikasikan secara umum perusahaan pada kelompok ini memiliki *operating leverage* yang *favorable*.

Financial leverage rata-rata pada kelompok ini adalah positif, hal tersebut menggambarkan penggunaan utang yang disertai dengan beban tetap dalam penggunaannya

menghasilkan pendapatan yang lebih besar dari beban tetap tersebut. Nilai terendah dan tertinggi terjadi pada tahun 2003.

Total aktiva pada kelompok ini relatif lebih rendah daripada kelompok makanan dan minuman, hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan otomotif relatif lebih kecil dibanding perusahaan makanan dan minuman. Nilai standar deviasi menunjukkan nilai besar, hal tersebut menggambarkan terdapat perusahaan yang total aktiva-nya jauh berada dibawah atau diatas nilai aktiva rata-rata pada kelompoknya.

Nilai rata-rata risiko sistematis saham adalah positif, dan cenderung dari tahun ketahun mengalami penurunan. Hal tersebut menunjukkan bahwa kenaikan *return* pasar mengakibatkan kenaikan *return* saham individual atau dengan kata lain pergerakan *return* saham tersebut searah dengan pergerakan *market return*. Nilai beta terendah dan tertinggi terjadi pada tahun 2006. Nilai standar deviasi adalah kecil, hal tersebut menggambarkan bahwa risiko saham dari perusahaan relatif tidak terlalu jauh berbeda dengan risiko rata-rata dalam kelompoknya.

Nilai kapitalisasi pasar setiap tahunnya mengalami kenaikan. Hal tersebut bisa jadi dikarenakan perilaku investor yang menyukai menurunnya risiko sehingga cenderung berinvestasi pada sektor ini. Nilai tertinggi dan nilai terendah dari kapitalisasi pasar menunjukkan perbedaan yang sangat besar, hal ini menunjukkan bahwa terdapat beberapa perusahaan yang mengalami penambahan investasi dengan nilai besar dan ada juga perusahaan yang mengalami penambahan investasi dengan nilai kecil.

Tabel 10.3

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Pakaian dan Produk Tekstil Lainnya

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-29.7921	55.75144	6.677279	20.07047
	2003	-38.325	293.7405	53.80678	94.78705
	2004	-9.51613	80.37351	6.419362	24.80353
	2005	-17.6826	20.48982	1.829675	10.7414
	2006	-8.27028	47.5187	2.829176	15.24729
FINANCIAL LEVERAGE	2002	0.329776	1.974218	1.034394	0.474937
	2003	-12.7665	17.49028	0.870757	6.910628
	2004	-350.12	1.710757	-32.9941	105.2404
	2005	-1.59002	3.385474	1.202683	1.452638
	2006	-1.65785	2.574819	0.61676	1.142524
FIRM SIZE	2002	40856	4837746	898611.8	1505743
	2003	40096	4530166	836486.6	1423253
	2004	80841	4927424	944932	1501751
	2005	86678	5503478	1035226	1617697
	2006	93055	5503423	1050640	1603421
RISIKO SISTEMATIS	2002	-0.00099	0.010174	0.001377	0.003039
	2003	-0.00051	3.9E-05	-5.9E-05	0.000162
	2004	-0.00052	8.92E-05	-3.6E-05	0.000162
	2005	-0.00382	7.13E-06	-0.00055	0.001116
	2006	-5.6E-06	6.74E-06	-3.1E-07	2.87E-06
KAPITALISASI PASAR	2002	145	617934	80044.73	181188.9
	2003	0	171872	34057.91	60783.89
	2004	0	200640	35846.09	63198.58
	2005	1	1816546	190291.7	540489.1
	2006	2	143454	23592	41902.44

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Hal yang sama dengan kelompok otomotif, pada kelompok perusahaan pakaian dan tekstil, nilai *operating*

leverage rata-rata menggambarkan kondisi yang *favorable*. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan telah mampu mengelola aktiva dalam operasinya mendapatkan pendapatan penjualan yang lebih besar dan mampu menutupi biaya tetap dari penggunaan aktiva tersebut. Nilai terendah terjadi pada tahun 2005, sedangkan nilai tertinggi terjadi pada tahun 2003. Nilai standar deviasi relatif kecil, hal ini menggambarkan kondisi yang baik karena perusahaan dalam kelompok ini memiliki *operating leverage* yang tidak terlalu jauh berbeda dengan rata-rata dalam kelompoknya.

Secara umum *financial leverage* bernilai positif, hal tersebut menggambarkan "angin segar" bagi para pemegang saham karena dengan penggunaan utang perusahaan masih mampu menutupi biaya tetapnya dan mampu meningkatkan EPS-nya. Namun demikian pada tahun 2004 rata-rata bernilai negatif yang menggambarkan perusahaan tidak mampu meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham.

Total aset rata-rata kelompok ini relatif lebih rendah daripada kelompok otomotif, hal tersebut menggambarkan bahwa ukuran perusahaan kelompok ini relatif lebih kecil dari kelompok otomotif. Nilai total aktiva terendah adalah sebesar Rp. 40.096.000.000,00, sedangkan nilai tertinggi adalah Rp. 5.503.478.000.000,00. Variasi nilai aktiva bernilai besar, hal tersebut mengindikasikan bahwa terjadi penyimpangan nilai total aktiva perusahaan yang relatif besar terhadap nilai aktiva rata-rata kelompoknya.

Nilai rata-rata beta secara umum adalah negatif, hal tersebut menggambarkan bahwa jika terjadi kenaikan return

pasar maka return saham individual mengalami penurunan, atau dengan kata lain pergerakan *return* saham individual berlawanan dengan *return market*. Nilai beta tertinggi terjadi pada tahun 2002, hal ini mengindikasikan sensitivitas *return* saham terhadap *return* pasar relatif tinggi dan tingginya risiko saham kelompok ini. Hal tersebut dimungkinkan terjadi karena tahun 2002 merupakan tahun transisi dari pergolakan ekonomi secara makro yang pernah mengalami krisis. Pada tahun tersebut banyak perusahaan pakaian dan tekstil yang mengalami kolaps dan akhirnya bangkrut.

Nilai kapitalisasi pasar dari tahun ke tahun mengalami penurunan, bahkan pada tahun 2003 dan 2004 ada perusahaan yang sama sekali tidak mengalami penambahan penjualan saham atau tidak ada penambahan investasi. Hal tersebut dimungkinkan terjadi dikarenakan investor enggan berinvestasi pada sektor tekstil karena semenjak krisis ekonomi, sektor ini terkena dampak yang cukup besar, banyak perusahaan tekstil yang kolaps padahal sebelum krisis terjadi sektor ini mengalami kejayaan.

Tabel 10.4

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Produk Plastik dan Kaca

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING	2002	-47.3795	87.03975	4.052399	35.35933
LEVERAGE	2003	-22.6999	20.64278	2.084652	11.33163
	2004	-54.2421	182.4568	7.89905	64.50891
	2005	-18.5133	51.71644	6.583784	21.50826
	2006	-8.06155	25.48601	4.890499	8.536579

FINANCIAL	2002	-3.68118	1.379274	0.293969	1.644893
LEVERAGE	2003	-51.9245	55.97837	0.883147	25.47835
	2004	-35.589	1.153747	-4.66241	11.35762
	2005	-12.0088	19.43601	2.06013	8.905984
	2006	-2.69587	3.474594	0.430313	2.05653
	FIRM SIZE	2002	35313	1571672	522184
	2003	0	1486587	467066.6	550525.9
	2004	10898	1564031	587224.4	548666.2
	2005	14074	1565679	601520	558457.9
	2006	18564	1648983	641726.9	542143.5
	RISIKO	2002	-4.9E-06	0.001068	0.000417
SISTEMATIS	2003	-0.0005	0.000359	3.37E-05	0.000224
	2004	-7.5E-05	9.15E-05	1.14E-05	5.53E-05
	2005	-0.00056	0.001137	6.71E-05	0.000449
	2006	-1.1E-05	5.69E-06	-1E-06	4.94E-06
	KAPITALISASI	2002	706	441034	87068.7
PASAR	2003	204	599372	136024.7	211999.1
	2004	227	260516	54931	80812.57
	2005	28	244459	71887.1	92872.22
	2006	0	552879	82392.8	173092.6

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Tabel 10.4 memperlihatkan bahwa kelompok plastik dan kaca memiliki nilai *operating leverage* rata-rata positif. Hal tersebut mencerminkan bahwa margin kontribusi lebih besar dari biaya tetapnya. Atau dengan kata lain dengan hasil penjualannya perusahaan dapat menutupi biaya variabel dan seluruh biaya tetapnya. Nilai terendah dan nilai tertinggi terjadi pada tahun 2004. Dilihat dari nilai standar deviasi setiap tahunnya relatif besar, hal tersebut berarti bahwa terjadi penyimpangan dari nilai rata-rata yang relatif besar. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa terdapat perusahaan yang

memiliki *operating leverage* jauh dibawah atau diatas nilai rata-rata kelompoknya.

Nilai *financial leverage* secara rata-rata menunjukkan nilai positif, terkecuali pada tahun 2004. Hal tersebut mengindikasikan secara umum perusahaan dalam kelompok ini memberikan nilai tambah yang baik bagi pemegang saham. Nilai tambah tersebut berupa kenaikan EPS.

Dilihat dari total aktiva, total aktiva kelompok ini relatif lebih kecil dibandingkan total aktiva kelompok sebelumnya, atau dengan kata lain ukuran perusahaan kelompok plastik dan kaca relatif lebih kecil dibanding kelompok pakaian dan tekstil.

Secara umum, rata-rata beta saham kelompok ini adalah positif, hal ini memperlihatkan pola pergerakan *return* saham yang searah dengan pergerakan *return* pasar. Beta saham tertinggi terjadi pada tahun 2005 yang mengindikasikan terdapat risiko yang relatif besar.

Nilai kapitalisasi pasar dari tahun ke tahun mengalami fluktuasi. Nilai standar deviasi relatif besar, hal ini mengindikasikan bahwa terdapat perusahaan yang memiliki nilai kapitalisasi pasar jauh diatas atau dibawah nilai rata-rata kelompoknya. Pada tahun 2006 ada perusahaan yang tidak mengalami kenaikan investasi atau penjualan saham.

Tabel 10.5

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Logam dan Sejenisnya

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING	2002	-28.2723	9.125475	-2.28157	11.69264

LEVERAGE	2003	-540.324	11.82843	-66.3219	179.5967
	2004	-3.48292	67.18172	11.32007	22.13727
	2005	-209.57	53.21383	-16.032	74.70446
	2006	-19.7475	9.052332	1.332753	9.739271
FINANCIAL	2002	-15.334	2.011932	-0.86363	5.477672
LEVERAGE	2003	-30.6734	15.4762	-0.41666	12.25428
	2004	-0.43301	23.63319	3.346192	7.764508
	2005	-29.7086	18.39542	-2.22634	15.16977
	2006	-0.43855	1.495293	0.247607	0.711939
FIRM SIZE	2002	25123	976142	338244.6	325025
	2003	23346	993642	322559.2	322469.8
	2004	28780	931927	332928.2	294381.6
	2005	27721	1063888	369649.2	353066.2
	2006	31785	1670710	473359.7	551812.2
RISIKO	2002	-0.00019	0.00325	0.000587	0.001077
SISTEMATIS	2003	-1.1E-05	0.000102	3.12E-05	3.65E-05
	2004	-1.2E-05	0.000335	0.000108	0.000145
	2005	-0.00024	0.001098	0.000233	0.000432
	2006	-2E-05	0.000364	4.66E-05	0.00012
KAPITALISASI	2002	324	17566	3428.889	5491.934
PASAR	2003	122	9671	2018.444	3051.133
	2004	137	106976	17579.5	36569.88
	2005	63	226507	37401	75228.86
	2006	458	286542	42840.44	92933.84

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Nilai *operating leverage* pada kelompok produk logam bersifat dinamis dalam arti trend-nya naik turun. Tahun 2002, 2003 dan 2005 nilai rata-rata adalah *unfavorable*, yang mengindikasikan ketidakmampuan perusahaan menutupi biaya tetap dari hasil penjualannya. Berbeda dengan kondisi tersebut, tahun 2004 dan 2006 menunjukkan hal yang positif. Nilai standar deviasi adalah besar, menggambarkan bahwa terdapat perusahaan yang memiliki kemampuan menutupi biaya tetap

dalam operasinya jauh dibawah atau diatas dari nilai rata-rata.kelompoknya.

Sama halnya dengan *operating leverage*, nilai *financial leverage* juga menunjukkan trend yang naik turun. Rata-rata pada tahun 2002 dan 2003 adalah negatif, hal ini menunjukkan perusahaan tidak mampu memberikan nilai tambah berupa EPS bagi pemegang saham. Kondisi membaik pada tahun 2004 dan 2006 dimana secara umum perusahaan mampu menaikkan EPS bagi pemegang saham.

Dilihat dari nilai total aktiva kelompok ini dibawah kelompok sebelumnya, artinya ukuran perusahaan lebih kecil dibanding keempat kelompok perusahaan sebelumnya. Namun demikian, jika dilihat dari nilai standar deviasi bernilai kecil, hal ini berarti bahwa ukuran perusahaan dalam kelompok ini relatif sama atau sejajar satu sama lain.

Nilai risiko sistematis saham rata-rata adalah positif. Hal tersebut menggambarkan bahwa terjadi pergerakan searah antara *return* saham individual dengan *return* pasar. Berbeda dengan tahun sebelumnya, tahun 2005 dan 2006 memiliki nilai negatif. Nilai standar deviasi adalah relatif kecil, hal ini menunjukkan bahwa risiko saham kelompok ini secara umum relatif rendah.

Nilai kapitalisasi pasar secara umum dari tahun ke tahun mengalami penurunan, dan membaik pada tahun 2006. Nilai terendah terjadi pada tahun 2006 yaitu sebesar Rp.63.000.000,00

Tabel 10.6

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Produk Tekstil Pabrikan

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-42.9472	92.37286	13.43875	41.12322
	2003	-125.092	288.2669	23.84774	126.2614
	2004	-161973	2.09324	-23177.1	61203.42
	2005	-4.45012	19.43059	5.020422	9.745304
	2006	-0.95132	4.452306	1.891695	2.511683
FINANCIAL LEVERAGE	2002	0.175491	61.77713	13.17667	24.12472
	2003	-3.27154	1.615586	-0.3626	1.756296
	2004	-5.30513	2.686172	-0.68658	3.013416
	2005	-938.581	1.789291	-133.274	355.1078
	2006	-0.24198	3.436793	0.957326	1.202368
FIRM SIZE	2002	301737	2279387	1360969	808650.7
	2003	309646	2125970	1270411	747519.7
	2004	322871	2547453	1139321	770016.9
	2005	364828	2670399	1163366	841522.5
	2006	454743	2628270	1153980	803266.9
RISIKO SISTEMATIS	2002	-1.5E-05	0.00054	0.000205	0.000239
	2003	-3.9E-05	0.000155	1.99E-05	6.25E-05
	2004	-7.7E-06	5.39E-05	1.3E-05	1.97E-05
	2005	-0.00016	8.08E-05	-5.4E-05	8.88E-05
	2006	-2.7E-06	1.76E-06	-1.2E-07	1.36E-06
KAPITALISASI PASAR	2002	93	5587	1859.857	1977.236
	2003	0	6803	2143.429	2743.05
	2004	0	15823	3978	6146.203
	2005	0	94309	13622.14	35580.26
	2006	0	78490	13626	29220.37

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Berbeda dengan kelompok logam, kelompok tekstil pabrikan memiliki nilai *operating leverage* rata-rata bernilai

positif, atau dengan kata lain *favorable*. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan telah mampu mengelola aktiva dan dalam operasinya mendapatkan pendapatan penjualan yang lebih besar dan mampu menutupi biaya tetap dari penggunaan aktiva tersebut. Nilai terendah terjadi pada tahun 2002, sedangkan nilai tertinggi terjadi pada tahun 2003. Nilai standar deviasi relatif kecil, hal ini menggambarkan kondisi yang baik karena perusahaan dalam kelompok ini memiliki *operating leverage* yang tidak terlalu jauh berbeda dengan rata-rata dalam kelompoknya.

Berbeda dengan *operating leverage*, nilai *financial leverage* menunjukkan trend yang negatif. Hal ini menunjukkan perusahaan tidak mampu memberikan nilai tambah berupa EPS bagi pemegang saham. Kondisi tersebut dapat juga menggambarkan bahwa manajemen berusaha untuk menstabilkan risiko dengan cara menurunkan *financial leverage* karena *operating leverage* bernilai tinggi. Kondisi membaik pada tahun 2006 dimana secara umum perusahaan mampu menaikkan EPS bagi pemegang saham.

Dilihat dari aspek total aktiva rata-rata menunjukkan kondisi yang positif. Nilai aktiva tertinggi terjadi pada tahun 2003 yaitu sebesar Rp. 1.270.411,00. Nilai standar deviasi menunjukkan nilai besar, hal tersebut menggambarkan bahwa secara umum total aktiva perusahaan tidak stabil dan berada jauh dari nilai aktiva rata-rata pada kelompoknya.

Nilai beta kelompok ini rata-rata adalah positif, hal tersebut menggambarkan bahwa jika terjadi kenaikan return pasar maka return saham individual mengalami kenaikan, atau

dengan kata lain pergerakan *return* saham individual searah dengan *return market*. Nilai beta tertinggi terjadi pada tahun 2002, hal ini mengindikasikan sensitivitas *return* saham terhadap *return* pasar relatif tinggi dan tingginya risiko saham kelompok ini. Jika dilihat dari fenomena pada kelompok pakaian dan produk tekstil serta kelompok tekstil pabrikan, ternyata rata-rata risiko kedua kelompok tersebut adalah negatif. Hal tersebut menunjukkan risiko perusahaan relatif tinggi. Pada kenyataannya perusahaan tekstil mengalami kemerosotan dan banyak yang kolaps.

Nilai kapitalisasi pasar secara umum mengalami kenaikan, akan tetapi terjadi perbedaan yang sangat jauh antara nilai terendah dengan tertinggi, dimana pada tahun 2003 sampai 2006 masih terdapat perusahaan yang tidak menjual sahamnya atau dengan kata lain tidak ada penambahan investasi.

Tabel 10.7

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Obat-obatan

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING	2002	-43.7216	6.566406	-7.36698	17.41259
LEVERAGE	2003	-11.5628	22.83714	4.155714	10.7208
	2004	-183.378	10.18121	-24.638	70.10669
	2005	-183.378	10.18121	-24.638	70.10669
	2006	-2.60185	5.140564	1.51823	2.317023
FINANCIAL	2002	-43.7216	6.566406	-7.36698	17.41259
LEVERAGE	2003	-1.80182	7.474052	1.246128	2.928137
	2004	0.262188	7.297477	1.855213	2.42747
	2005	-1.71904	1.631345	0.213105	1.173147
	2006	-5.92814	1.670572	-0.7121	3.047531
FIRM SIZE	2002	62280	2015538	889795.6	784155.6

	2003	61256	2448390	1000231	932155.5
	2004	57753	3016864	1077843	1113235
	2005	58504	4728369	1370022	1670057
	2006	77935	4883383	1411256	1729536
RISIKO	2002	-0.00022	0.005529	0.000883	0.002059
SISTEMATIS	2003	-3.1E-05	0.000468	0.000105	0.000181
	2004	-5.1E-05	0.000845	0.000128	0.000319
	2005	-0.00401	0.00047	-0.00056	0.00154
	2006	-0.00031	3.52E-05	-4E-05	0.000121
KAPITALISASI	2002	10315	779164	411019.3	375382.9
PASAR	2003	963	1199137	330485.1	432737.2
	2004	13212	2231276	546922.2	861918.9
	2005	2164	3572727	601984.9	1314091
	2006	1893	8229149	1488377	3023265

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Nilai tertinggi *operating leverage* pada kelompok obat-obatan terjadi pada tahun 2003. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan telah mampu mengelola aktiva dan dalam operasinya mendapatkan pendapatan penjualan yang lebih besar dan mampu menutupi biaya tetap dari penggunaan aktiva tersebut. Tahun-tahun berikutnya ternyata mengalami penurunan, *operating leverage* bergerak menuju angka negatif dan mengindikasikan kondisi ketidakmampuan manajemen mengelola aset dalam menciptakan nilai tambah.

Nilai *financial leverage* rata-rata bernilai positif, hal tersebut menggambarkan kondisi yang *favorable*. Manajemen secara rata-rata telah mampu memberikan nilai tambah bagi pemegang saham dengan menciptakan kenaikan EPS.

Rata-rata nilai total aktiva perusahaan kelompok obat-obatan masih dibawah kelompok tekstil pabrikan. Sandar deviasi juga menunjukkan nilai yang besar hal ini menggambarkan ada

perusahaan yang jauh diatas dan dibawah nilai rata-rata kelompoknya

Secara umum, rata-rata beta saham kelompok ini adalah positif, hal ini memperlihatkan pola pergerakan *return* saham yang searah dengan pergerakan *return* pasar. Beta saham tertinggi terjadi pada tahun 2002 yang mengindikasikan terdapat risiko yang relatif besar.

Nilai kapitalisasi pasar secara umum mengalami kenaikan, hal ini menggambarkan kondisi investasi pada sektor ini cukup menarik sehingga mampu menarik minat investor untuk menanamkan modal dalam bentuk pembelian saham.

Tabel 10.8

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Produk Bahan Kimia

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-11.7427	94.39284	22.45066	42.39465
	2003	1.487594	6.142316	3.330275	1.712116
	2004	-14.8168	14.02436	0.381944	10.23369
	2005	-8.16218	11.82777	0.074318	7.278579
	2006	2.591895	49.32431	18.68315	20.37205
FINANCIAL LEVERAGE	2002	0.515688	1.108925	0.869198	0.232097
	2003	-1.33682	1.065031	-0.25009	0.985095
	2004	-0.23636	17.66525	3.514405	7.912582
	2005	-21.2954	0.116865	-5.14119	9.207157
	2006	-0.68482	1.054747	0.047316	0.775801
FIRM SIZE	2002	563840	2928341	1434514	961114.7
	2003	439997	2256579	1076708	731563.2
	2004	489392	2724338	1222611	920328.7
	2005	469932	2698410	1270489	912910.1
	2006	482495	2664943	1283033	910563.5

RISIKO	2002	4.89E-05	0.000583	0.00032	0.000209
SISTEMATIS	2003	3.48E-06	0.000618	0.00017	0.000256
	2004	-3.5E-05	0.000162	4.02E-05	7.69E-05
	2005	-0.00018	0.002309	0.000441	0.00105
	2006	-3.2E-06	2.8E-05	5.35E-06	1.28E-05
	KAPITALISASI	2002	1706	58072	21016.6
PASAR	2003	6424	103613	45875.8	44756.86
	2004	1080	160780	77372	69351.95
	2005	1666	578969	168026.4	244709.7
	2006	4365	92757	56268.6	46054.41

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Rata-rata *operating leverage* kelompok bahan-bahan kimia bernilai positif. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan telah mampu mengelola aktiva dalam operasinya mendapatkan pendapatan penjualan yang lebih besar dan mampu menutupi biaya tetap dari penggunaan aktiva tersebut. Nilai terendah terjadi pada tahun 2004, sedangkan nilai tertinggi terjadi pada tahun 2002. Nilai standar deviasi relatif kecil, hal ini menggambarkan kondisi yang baik karena secara umum perusahaan dalam kelompok ini memiliki *operating leverage* yang tidak terlalu jauh berbeda dengan rata-rata dalam kelompoknya.

Nilai *financial leverage* juga menunjukkan trend yang naik turun. Rata-rata pada tahun 2003 dan 2005 adalah negatif, hal ini menunjukkan perusahaan tidak mampu memberikan nilai tambah berupa EPS bagi pemegang saham. Kondisi membaik pada tahun 2004 dan 2006 dimana secara umum perusahaan mampu menaikkan EPS bagi pemegang saham.

Standar deviasi total aktiva menunjukkan nilai yang besar hal ini menggambarkan ada perusahaan yang jauh diatas dan

dibawah nilai rata-rata kelompoknya. Sehingga secara umum ukuran perusahaan tidak merata besarnya.

Nilai beta saham kelompok ini menunjukkan trend positif. Hal ini menggambarkan kondisi risiko yang dimiliki perusahaan secara umum sangat tergantung pada risiko pasar. Risiko terendah dan tertinggi dicapai pada tahun 2005.

Nilai kapitalisasi pasar dari tahun ke tahun semakin meningkat, hal ini mengindikasikan kondisi yang baik dimana para investor relatif tertarik untuk membeli saham sektor ini. Akan tetapi nilai standar deviasi relatif besar, hal ini menggambarkan ada perusahaan yang jauh diatas atau dibawah rata-rata kelompoknya.

Tabel 10.9

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Kabel

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-16.8553	4.883983	-7.13495	9.17084
	2003	-1281.99	20.2872	-250.739	576.5674
	2004	-7.41399	11.16229	0.176129	7.877698
	2005	-7.86329	4.111174	-2.46024	4.423783
	2006	-73.6859	54.97209	-7.02823	55.04867
FINANCIAL LEVERAGE	2002	1.300187	3.219771	2.136055	0.84806
	2003	-0.77729	62.55577	12.38884	28.052
	2004	-1.12857	1.072722	0.053452	0.99218
	2005	-1.44665	1.185584	0.092059	1.368132
	2006	-1.11275	8.02343	1.437696	3.738232
FIRM SIZE	2002	304258	454800	399298.2	57977.85
	2003	277188	559763	398884	103272.3
	2004	302022	610717	426900.6	115729.5
	2005	327682	694151	494834.6	138773.2
	2006	347209	700632	526562.6	141416.4

RISIKO	2002	-0.00029	0.000678	0.00021	0.00039
SISTEMATIS	2003	-0.00018	8.72E-06	-3.6E-05	8.34E-05
	2004	-1.3E-05	8.96E-05	3.22E-05	4.56E-05
	2005	-0.00018	0.002309	0.000441	0.00105
	2006	-2.1E-06	1.65E-05	6.28E-06	8.65E-06
	KAPITALISASI	2002	234	3976	1888
PASAR	2003	53	74387	17712	32073.49
	2004	386	34534	13022.8	13394.13
	2005	698	7000	3058.8	2746.214
	2006	178	58157	13205.4	25151.14

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Rata-rata nilai *operating leverage* kelompok perusahaan kabel bernilai negatif. Hal tersebut menggambarkan perusahaan tidak mampu menutup biaya tetap atas penggunaan aktiva, dalam hal ini pendapatan operasi tidak mampu menutupi kelebihan biaya tetap perusahaan. Nilai terendah terjadi pada tahun 2003 yaitu senilai -1.281,99. dan nilai tertinggi pada tahun 2006 senilai 54,97. Standar deviasi kelompok ini relatif kecil, hal tersebut menunjukkan bahwa nilai *operating leverage* dari perusahaan tidak terlalu beda dengan nilai rata-rata pada kelompoknya.

Berbeda dengan nilai *operating leverage*, *financial leverage* secara rata-rata justru menunjukkan nilai positif. Berarti secara umum perusahaan dalam kelompok ini mampu memberikan nilai lebih bagi pemegang saham berupa kenaikan EPS. Hal tersebut juga menunjukkan bahwa perusahaan berusaha mengelola aset dan dana-nya untuk meminimalkan risiko dan memaksimalkan *return*. Dengan ketidakberhasilan perusahaan mengelola aktiva untuk memperoleh kenaikan penjualan diatas margin kontribusi, maka manajemen berusaha untuk mengelola

sumber dananya yang berasal dari utang untuk memaksimalkan keuntungan, sehingga risiko yang dihadapi lebih stabil dan kecil.

Dilihat dari nilai total aktiva, rata-rata total aktiva hampir sama dengan rata-rata total aktiva kelompok perusahaan logam, namun standar deviasinya bernilai besar yang berarti bahwa terdapat perusahaan yang ukuran perusahaannya masih jauh berbeda dengan rata-rata ukuran perusahaan dalam kelompoknya.

Beta perusahaan pada kelompok ini secara umum bernilai positif, hal ini memperlihatkan pola pergerakan *return* saham yang searah dengan pergerakan *return* pasar. Berbeda dengan tahun sebelumnya, pada tahun 2003 risiko perusahaan rata-rata bernilai negatif.

Nilai kapitalisasi pasar menunjukkan trend yang kurang stabil dan fluktuatif. Nilai terendah dan nilai tertinggi berbeda jauh, yang mengindikasikan masih ada perusahaan yang nilai penjualan sahamnya rendah.

Tabel 10.10

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Kayu dan Kayu Tebangan

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING	2002	-13.7265	14.49297	-2.44768	12.34103
LEVERAGE	2003	-0.02744	27.3259	10.87406	12.88686
	2004	-18.7406	9.271928	-2.33918	13.43745
	2005	-38.2488	40.11225	-1.35421	33.69311
	2006	-6.27411	1.001551	-1.3058	3.407941
FINANCIAL	2002	-11.4201	0.81406	-2.56434	5.915216
LEVERAGE	2003	-13.4877	0.060125	-3.7666	6.532717

	2004	-0.09074	1.348882	0.634165	0.587994
	2005	-0.56527	1.696388	0.486335	0.99872
	2006	-6.41513	8.643602	0.80564	6.197213
FIRM SIZE	2002	392037	6069088	2320594	2544837
	2003	884858	4133365	2406740	1567618
	2004	415115	3348386	1424537	1318468
	2005	396039	2290291	1148331	836497
	2006	352242	1805275	1047788	695221.9
RISIKO	2002	-6.1E-05	7.21E-05	3.17E-05	6.26E-05
SISTEMATIS	2003	-2.8E-05	6.59E-05	1.23E-05	3.98E-05
	2004	-5E-06	0.000155	8.94E-05	6.78E-05
	2005	-0.00053	0.000695	-7E-05	0.000556
	2006	-1.5E-07	8.38E-05	2.19E-05	4.13E-05
KAPITALISASI	2002	668	16275	6144	7276.003
PASAR	2003	203	415967	104589	207586.4
	2004	26	751446	216221.8	360049.1
	2005	51005	1143445	441973.8	492868.5
	2006	349	2394284	977854.5	1076397

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Rata-rata nilai *operating leverage* kelompok perusahaan produk kayu dan kayu tebangan bernilai negatif. Hal tersebut menggambarkan perusahaan tidak mampu menutup biaya tetap atas penggunaan aktiva, dalam hal ini pendapatan operasi tidak mampu menutupi kelebihan biaya tetap perusahaan. Nilai terendah terjadi pada tahun 2005 yaitu senilai -38,2488 dan nilai tertinggi juga terjadi pada tahun 2005 senilai 40,11225. Standar deviasi kelompok ini relatif besar, hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat nilai *operating leverage* dari perusahaan berbeda jauh dengan nilai rata-rata pada kelompoknya.

Berbeda dengan nilai *operating leverage*, *financial leverage* secara rata-rata justru menunjukkan nilai positif. Berarti secara umum perusahaan dalam kelompok ini mampu

memberikan nilai lebih bagi pemegang saham berupa kenaikan EPS. Hal tersebut juga menunjukkan bahwa perusahaan berusaha mengelola aset dan dana-nya untuk meminimalkan risiko dan memaksimalkan *return*. Dengan ketidak berhasilan perusahaan mengelola aktiva untuk memperoleh kenaikan penjualan diatas margin kontribusi, maka manajemen berusaha untuk megelola sumber dananya yang berasal dari utang untuk memaksimalkan keuntungan, sehingga risiko yang dihadapi lebih stabil dan kecil. Dilihat dari nilai stadar devasi menunjukkan nilai yang relatif kecil, berarti kebijakan *leverage* secara umum relatif sama.

Nilai terendah total aktiva terjadi pada tahun 2006 yaitu sebesar Rp.352.242.000.000,00 dan nilai tertinggi terjadi pada tahun 2003 sebesar Rp. 4.133.365.000.000,00. Standar deviasi kelompok ini relatif besar, hal tersebut menunjukkan bahwa kondisi ukuran perusahaan tidak merata, dalam arti terdapat beberapa perusahaan yang masih jauh diatas atau dibawah rata-rata kelompoknya.

Secara umum rata-rata beta perusahaan bernilai positif, hal ini memperlihatkan pola pergerakan *return* saham yang searah dengan pergerakan *return* pasar. Berbeda dengan tahun sebelumnya, pada tahun 2005 risiko perusahaan rata-rata bernilai negatif.

Nilai kapitalisasi pasar secara umum dari tahun ke tahun mengalami peningkatan. Hal ini mengindikasikan kondisi investasi yang semakin membaik pada sektor ini. Nilai terendah terjadi pada tahun 2004 dengan nilai kapitalisas sebsar Rp.26.000.000,00.

Tabel 10.11

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Produk Kertas dan Sejenisnya

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-61.7516	32.39525	-8.79984	48.16194
	2003	-31.4952	4.210938	-17.9245	19.33257
	2004	-54.7353	324.8	88.47291	206.1919
	2005	-4.4249	-0.17393	-1.66471	2.39295
	2006	-9.02479	25.52904	7.141321	17.38371
FINANCIAL LEVERAGE	2002	-0.12599	1.642896	0.478536	1.008613
	2003	-0.01011	1.012932	0.529101	0.513763
	2004	-0.32896	1.08119	0.454281	0.717953
	2005	-37.9054	0.7671	-20.7563	19.70386
	2006	-0.51687	5.001675	2.110562	2.768707
FIRM SIZE	2002	2481192	2720954	2641033	138426.7
	2003	2324153	48070154	17673848	26324409
	2004	2225462	50095008	18316295	27521910
	2005	2121633	51617367	18873603	28359479
	2006	2037129	48973800	18096790	26747488
RISIKO SISTEMATIS	2002	8.67E-06	0.000292	0.000132	0.000145
	2003	0	0.000126	7.38E-05	6.58E-05
	2004	0	0.000137	7.97E-05	7.13E-05
	2005	-0.00013	0.00068	0.000271	0.000405
	2006	-2.8E-06	9.86E-07	-8E-07	1.92E-06
KAPITALISASI PASAR	2002	146	1406100	472172.3	808820.9
	2003	0	3233168	1089115	1856883
	2004	0	3527807	1189456	2025173
	2005	1578	12454433	4200854	7148177
	2006	568	2816559	1060216	1531825

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Operating leverage pada kelompok perusahaan kertas secara rata-rata bersifat dinamis, artinya terjadi naik turun dari

tahun ke tahun. Hal ini menggambarkan perusahaan belum optimal dalam mengelola aktiva-nya. Tahun 2002, 2003 dan 2005 nilai rata-rata adalah *unfavorable*, yang mengindikasikan ketidakmampuan perusahaan menutupi biaya tetap dari hasil penjualannya. Berbeda dengan kondisi tersebut, tahun 2004 dan 2006 menunjukkan hal yang positif. Nilai standar deviasi adalah besar, menggambarkan bahwa terdapat perusahaan yang memiliki kemampuan menutupi biaya tetap dalam operasinya jauh dibawah atau diatas dari nilai rata-rata.kelompoknya.

Berbeda dengan nilai *operating leverage*, *financial leverage* secara rata-rata justru menunjukkan nilai positif. Berarti secara umum perusahaan dalam kelompok ini mampu memberikan nilai lebih bagi pemegang saham berupa kenaikan EPS. Hal tersebut juga menunjukkan bahwa perusahaan berusaha mengelola aset dan dana-nya untuk meminimalkan risiko dan memaksimalkan *return*.

Nilai terendah total aktiva terjadi pada tahun 2006 yaitu sebesar Rp. 2.037.129.000.000,00 dan nilai tertinggi terjadi pada tahun 2005 sebesar Rp. 51.617.367.000.000,00. Standar deviasi kelompok ini relatif besar, hal tersebut menunjukkan bahwa kondisi ukuran perusahaan tidak merata, dalam arti terdapat beberapa perusahaan yang masih jauh diatas atau dibawah rata-rata kelompoknya.

Secara umum, rata-rata beta saham kelompok ini adalah positif, hal ini memperlihatkan pola pergerakan *return* saham yang searah dengan pergerakan *return* pasar. Beta saham tertinggi terjadi pada tahun 2005 yang mengindikasikan terdapat risiko yang relatif besar.

Nilai kapitalisasi pasar dari tahun ke tahun mengalami peningkatan, hal ini menggambarkan kondisi investasi pada sektor ini semakin menarik minat para investor.

Tabel 10.12

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Bahan Perekat

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-1.05128	5.021477	2.35507	3.103265
	2003	-4.92301	0.873609	-1.52711	3.023739
	2004	-5.62934	28.65854	9.800982	17.39897
	2005	-8.8255	0.283414	-2.80746	5.212418
	2006	-1.39022	2.389616	1.061593	2.125784
FINANCIAL LEVERAGE	2002	0.901851	1.078703	0.968485	0.096145
	2003	-6.46101	15.53849	3.320539	11.20029
	2004	-5.06942	1.247602	-1.94295	3.158999
	2005	-144.128	4.217288	-46.2731	84.75957
	2006	-0.12186	1.413091	0.436448	0.848688
FIRM SIZE	2002	58491	164060	116051.7	53428.82
	2003	60825	169119	122261.3	55599.47
	2004	63086	179910	131118	60742.04
	2005	75164	179211	132629	52870.35
	2006	0.092	0.45	0.299667	0.185759
RISIKO SISTEMATIS	2002	0.000421	0.00081	0.00056	0.000217
	2003	1.22E-05	0.000138	5.75E-05	6.95E-05
	2004	-3E-05	0.000377	0.000141	0.000211
	2005	-0.00051	0.000106	-0.0002	0.00031
	2006	-1.6E-05	-3.8E-06	-1E-05	6.04E-06
KAPITALISASI PASAR	2002	5075	10315	7329.667	2695.33
	2003	3807	55850	21475	29773.5
	2004	13212	80076	45068.67	33543.16
	2005	5466	85790	36703	43034.32
	2006	1893	19839	8538.333	9837.115

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Nilai *operating leverage* pada kelompok bahan perekat bersifat dinamis dalam arti trend-nya naik turun. Tahun 2003 dan 2005 nilai rata-rata adalah *unfavorable*, yang mengindikasikan ketidakmampuan perusahaan menutupi biaya tetap dari hasil penjualannya. Berbeda dengan kondisi tersebut, tahun 2004 dan 2006 menunjukkan hal yang positif. Nilai standar deviasi adalah besar, menggambarkan bahwa terdapat perusahaan yang memiliki kemampuan menutupi biaya tetap dalam operasinya jauh dibawah atau diatas dari nilai rata-rata.kelompoknya.

Sama halnya dengan *operating leverage*, nilai *financial leverage* juga menunjukkan trend yang naik turun. Rata-rata pada tahun 2004 dan 2005 adalah negatif, hal ini menunjukkan perusahaan tidak mampu memberikan nilai tambah berupa EPS bagi pemegang saham. Kondisi membaik pada tahun 2003 dan 2006 dimana secara umum perusahaan mampu menaikkan EPS bagi pemegang saham.

Dilihat dari standar deviasi total aktiva, ukuran perusahaan kelompok ini relatif sama besarnya. Ukuran perusahaan terkecil pada tahun 2003 sebesar Rp.60.825.000.000,00 dan terbesar pada tahun 2004 sebesar Rp.179.910.000.000,00.

Nilai beta saham rata-rata pada tahun 2002 sampai dengan 2004 bernilai positif, yang menunjukkan bahwa terjadi pergerakan searah antara *return* saham individual dengan *return* pasar. Berbeda dengan tahun sebelumnya, tahun 2005 dan 2006 memiliki nilai negatif. Hal ini mengindikasikan ketika *return*

pasar naik menyebabkan *return* saham turun dan sebaliknya. Nilai standar deviasi adalah relatif kecil, hal ini menunjukkan bahwa risiko saham kelompok ini secara umum relatif rendah.

Nilai kapitalisasi pasar secara umum mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, hal ini menunjukkan sektor bahan perekat merupakan salah satu sektor yang mempunyai daya tarik yang sangat "memikat" investor untuk membeli saham.

Tabel 10.13

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Produk Batu, Tanah Liat dan Beton

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-246.872	20.89611	-74.8735	149.2755
	2003	-2.61219	29.84235	9.437848	17.76717
	2004	-13.0424	7.875319	-3.05661	10.4909
	2005	0.877483	112.3641	38.29971	64.1428
	2006	-14.4277	17.79545	1.472244	16.11575
FINANCIAL LEVERAGE	2002	-6.32922	0.235024	-2.13874	3.639732
	2003	-3.23566	11.83537	4.306278	7.535524
	2004	0.22748	1.386075	0.755372	0.5861
	2005	-2.17653	11.78938	3.570052	7.30394
	2006	-0.14619	1.287818	0.341475	0.819686
FIRM SIZE	2002	246532	4287247	1781989	2187974
	2003	248100	4151232	1713608	2125410
	2004	295971	4411869	1819719	2256383
	2005	364794	4115990	1728204	2074820
	2006	444885	3953854	1699664	1956357
RISIKO SISTEMATIS	2002	-7.5E-06	9.21E-05	4.68E-05	5.04E-05
	2003	-7.8E-05	6.7E-05	-1.6E-06	7.28E-05
	2004	9.36E-07	2.03E-05	8.54E-06	1.04E-05
	2005	-3E-05	0.000117	3.88E-05	7.37E-05
	2006	-3E-06	1.19E-06	-1.3E-06	2.24E-06

KAPITALISASI	2002	2616	35231	19870.67	16389.81
PASAR	2003	81264	102100	91682	14733.28
	2004	6354	112202	59278	74845.84
	2005	1187	10665	5926	6701.958
	2006	18428	56419	37423.5	26863.69

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Rata-rata *operating leverage* kelompok batu, tanah liat dan beton bernilai positif. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan telah mampu mengelola aktiva dalam operasinya mendapatkan pendapatan penjualan yang lebih besar dan mampu menutupi biaya tetap dari penggunaan aktiva tersebut. Nilai terendah terjadi pada tahun 2002, sedangkan nilai tertinggi terjadi pada tahun 2005. Nilai standar deviasi relatif kecil, hal ini menggambarkan kondisi yang baik karena secara umum perusahaan dalam kelompok ini memiliki *operating leverage* yang tidak terlalu jauh berbeda dengan rata-rata dalam kelompoknya.

Nilai *financial leverage* rata-rata bernilai positif, hal tersebut mengindikasikan perusahaan telah mampu menutupi biaya tetap dari pendanaan berupa utang dan telah mampu memberikan nilai lebih bagi pemegang saham berupa kenaikan nilai EPS.

Dilihat dari standar deviasi total aktiva yang relatif kecil, ukuran perusahaan kelompok ini relatif sama besarnya. Ukuran perusahaan terkecil pada tahun 2003 sebesar Rp.248.100.000.000,00 dan terbesar pada tahun 2004 sebesar Rp. 4.411.869.000.000,00.

Secara umum, rata-rata beta saham kelompok ini adalah positif, hal ini memperlihatkan pola pergerakan *return* saham

yang searah dengan pergerakan *return* pasar. Beta saham tertinggi terjadi pada tahun 2005 yang mengindikasikan terdapat risiko yang relatif besar.

Nilai kapitalisasi pasar dari tahun ke tahun mengalami penurunan, menunjukkan kondisi investasi yang kurang menarik sehingga investor kurang berminat membeli saham sektor ini.

Tabel 10.14

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Pabrik Tembakau

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-5.55186	0.043843	-2.75401	3.95676
	2003	-0.09521	4.271142	2.087965	3.087479
	2004	0.189097	44.57323	22.38116	31.38432
	2005	-16.7116	-2.06905	-9.39031	10.35383
	2006	-8.89532	6.504479	-1.19542	10.8893
FINANCIAL LEVERAGE	2002	-0.03182	0.213035	0.090609	0.173137
	2003	-10.5028	0.963565	-4.76963	8.107961
	2004	1.011494	5.288302	3.149898	3.02416
	2005	-0.48331	0.906852	0.211769	0.982996
FIRM SIZE	2002	696440	15452703	8074572	10434254
	2003	648344	17338899	8993622	11802005
	2004	696241	20591389	10643815	14067994
	2005	681787	22128851	11405319	15165364
	2006	626648	22655286	11640967	15576599
RISIKO SISTEMATIS	2002	0.001508	0.009358	0.005433	0.005551
	2003	-1E-04	0.002023	0.000961	0.001501
	2004	-0.00024	-0.0001	-0.00017	0.0001
	2005	-0.01193	-0.00198	-0.00696	0.007037
	2006	-0.00012	1.58E-05	-5.2E-05	9.52E-05
KAPITALISASI	2002	57971	6663331	3360651	4670695

PASAR	2003	18800	3789957	1904379	2666611
	2004	52511	4642212	2347362	3245409
	2005	3345	3914404	1958875	2765536
	2006	861	2283909	1142385	1614359

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Tahun 2003 dan 2004 nilai rata-rata *operating leverage* pada kelompok perusahaan tembakau adalah positif. Hal ini menggambarkan kondisi yang baik dimana perusahaan telah mampu mengelola aktiva dan memperoleh margin kontribusi lebih besar dari biaya tetapnya. Atau dengan kata lain dengan hasil penjualannya perusahaan dapat menutupi biaya variabel dan seluruh biaya tetapnya. Namun kondisi tersebut semakin memburuk pada tahun-tahun berikutnya, yaitu pada tahun 2005 dan 2006 mengalami penurunan dan mencapai nilai negatif.

Pada tahun 2003 *financial leverage* rata-rata bernilai negatif, namun hal tersebut tidak berkepanjangan, sehingga pada tahun berikutnya *financial leverage* semakin *favorable* dan manajemen mampu memberikan nilai tamba bagi pemegang saham dengan memberikan kenaikan EPS.

Ukuran perusahaan tembakau tidak terlalu merata, hal ini terlihat dari nilai standar deviasi yang relatif besar. Nilai terendah dicapai pada tahun 2006 yaitu sebesar Rp. 626.648.000.000,00 dan nilai tertinggi sebesar Rp.22.655.286.000.000,00.

Tahun 2002 dan 2003, rata-rata beta saham kelompok ini adalah positif, hal ini memperlihatkan pola pergerakan *return* saham yang searah dengan pergerakan *return* pasar. Beta saham tertinggi terjadi pada tahun 2002 yang mengindikasikan terdapat risiko yang relatif besar.

Nilai kapitalisasi pasar cenderung turun dari tahun ke tahun mencerminkan investasi yang kurang menggembirakan dan menarik para investor. Nilai terendah dan tertinggi berbeda jauh, hal tersebut menunjukkan terdapat perusahaan yang mampu menarik investor cukup besar, namun dilain pihak terdapat juga perusahaan yang kurang diminati investor.

Tabel 10.15

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Semen

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-91.0952	-8.70316	-49.8992	58.25994
	2003	-8.13535	-4.58298	-6.35917	2.511902
	2004	-70.9857	-7.0355	-39.0106	45.21964
	2005	-2.35923	22.86656	10.25367	17.83733
	2006	1.804974	6.839202	4.322088	3.559737
FINANCIAL LEVERAGE	2002	-1.38937	0.675636	-0.35687	1.460179
	2003	-5.00606	0.825452	-2.0903	4.123502
	2004	0.160885	1.067346	0.614115	0.640965
	2005	-0.06942	6.282454	3.106516	4.491455
	2006	-25.0187	0.203187	-12.4077	17.83455
FIRM SIZE	2002	7713791	11464805	9589298	2652367
	2003	7647642	10145966	8896804	1766582
	2004	7520403	9771012	8645708	1591421
	2005	7324210	10536380	8930295	2271347
	2006	6869235	10128204	8498720	2304439
RISIKO SISTEMATIS	2002	0.000453	0.000732	0.000593	0.000197
	2003	9.06E-05	0.000472	0.000281	0.00027
	2004	9.63E-05	0.000527	0.000312	0.000304
	2005	-0.00028	0.002244	0.000983	0.001783
	2006	2.55E-06	8.11E-05	4.18E-05	5.55E-05
KAPITALISASI PASAR	2002	307034	610668	458851	214701.7
	2003	1447497	1447497	1447497	.
	2004	1954353	2429718	2192036	336133.8

2005	2497164	4098300	3297732	1132174
2006	2616483	4216037	3416260	1131055

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Kondisi *operating leverage* rata-rata pada kelompok perusahaan semen pada tahun 2002 sampai dengan 2004 kurang begitu baik, hal ini terlihat dari pencapaian nilai yang negatif. Namun dua tahun berikutnya mencerminkan kondisi yang membaik dimana perusahaan mampu mengelola aktiva secara optimal dan mencapai *operating leverage* positif.

Pada tahun 2002 dan 2003 secara umum perusahaan belum mampu memberikan tambahan EPS, namun dua tahun berikutnya mengalami kondisi yang semakin membaik dengan mencapai nilai rata-rata *financial leverage* yang positif dan membawa "angin segar". Bagi pemegang saham. Kondisi tersebut tidak bisa dipertahankan pada tahun 2006 karena pada tahun tersebut mencapai angka negatif.

Ukuran perusahaan kelompok ini relatif sama besar. Nilai aktiva total terendah dicapai pada tahun 2006 sebesar Rp. 6.869.235.000.000,00 dan tertinggi pada tahun 2005 sebesar Rp. 10.536.380.000.000,00.

Secara umum rata-rata beta saham kelompok ini bernilai positif. Hal tersebut menggambarkan bahwa jika terjadi kenaikan *return* pasar maka *return* saham individual mengalami kenaikan juga, atau dengan kata lain pergerakan *return* saham individual searah dengan *return market*.

Nilai kapitalisasi pasar dari tahun ke tahun mengalami peningkatan, hal tersebut mencerminkan saham sektor ini cukup diminati investor. Standar deviasi relatif rendah, hal ini berarti

nilai kapitalisasi perusahaan tidak jauh berbeda dengan nilai rata-rata kapitalisasi kelompoknya, atau dengan kata lain daya tarik perusahaan-perusahaan pada kelompok ni relatif sama satu dengan yang lain.

Tabel 10.16

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Peralatan Elektronik dan Kantor

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	3.778554	16.20635	9.992451	8.787778
	2003	-42.5188	-2.98389	-22.7513	27.95541
	2004	1.577648	1.867232	1.72244	0.204767
	2005	-0.50726	0.746759	0.119748	0.886728
	2006	-1.1505	3.551503	1.200499	3.324821
FINANCIAL LEVERAGE	2002	0.635504	1.120656	0.87808	0.343054
	2003	-8.13402	-0.50598	-4.32	5.393837
	2004	-21.4542	-0.08092	-10.7676	15.11317
	2005	0.623237	11.49471	6.058974	7.687293
	2006	-0.24606	1.192241	0.473089	1.017036
FIRM SIZE	2002	722881	1772387	1247634	742112.8
	2003	704664	1736625	1220645	729706.6
	2004	571015	4872717	2721866	3041763
	2005	518804	5481883	3000344	3509427
	2006	522768	6595343	3559056	4293959
RISIKO SISTEMATIS	2002	0.000422	0.000568	0.000495	0.000104
	2003	1.99E-05	2.25E-05	2.12E-05	1.85E-06
	2004	1.6E-05	3.05E-05	2.33E-05	1.02E-05
	2005	-0.00031	7.84E-05	-0.00011	0.000273
	2006	-1.1E-06	4.41E-07	-3.1E-07	1.07E-06
KAPITALISASI PASAR	2002	419048	925763	672405.5	358301.6
	2003	412413	467269	439841	38789.05
	2004	214143	1361619	787881	811388.1
	2005	493211	1107155	800183	434124

2006	246341	275823	261082	20846.92
------	--------	--------	--------	----------

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Operating leverage rata-rata kelompok perusahaan elektronik tahun 2003 bernilai negatif, dan tahun berikutnya semakin membaik dan mencapai nilai positif, hal ini berarti menunjukkan perusahaan telah mampu mengelola aktiva dan mencapai margin kontribusi yang melebihi biaya tetapnya.

Tahun 2003 dan 2004 secara umum perusahaan belum mampu memberikan nilai tambah bagi pemegang saham. Namun tahun berikutnya mencapai kondisi yang semakin membaik dengan nilai *financial leverage* yang positif. Dan mampu memberikan kenaikan EPS bagi pemegang saham.

Total aktiva terendah dicapai pada tahun 2005 sebesar Rp. 518.804.000.000,00 dan tertinggi dicapai pada tahun 2006 sebesar Rp. 6.595.343.000.000,00.

Secara umum, rata-rata beta saham kelompok ini adalah positif, hal ini memperlihatkan pola pergerakan *return* saham yang searah dengan pergerakan *return* pasar. Beta saham tertinggi terjadi pada tahun 2002 yang mengindikasikan terdapat risiko yang relatif besar dan terendah pada tahun 2005 yang berarti memiliki risiko yang rendah.

Nilai kapitalisasi pasar mengalami trend yang naik turun, hal ini mencerminkan kondisi investasi yang kurang stabil dan kurang menarik minat investor.

Tabel 10.17

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko
Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Peralatan
Fotografi

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-87.8011	4.573618	-41.6137	65.31877
	2003	-121.82	1.263461	-60.2784	87.03334
	2004	-65.5494	-29.4396	-47.4945	25.53347
	2005	-88.0629	-15.2424	-51.6527	51.49189
	2006	11.01249	148.4119	79.71218	97.15605
FINANCIAL LEVERAGE	2002	4.027621	7.544422	5.786022	2.486754
	2003	-16.6504	2.799759	-6.92534	13.75337
	2004	0.074334	0.169084	0.121709	0.066998
	2005	-1.74589	4.238424	1.246269	4.231546
	2006	-0.23576	0.805805	0.285023	0.736496
FIRM SIZE	2002	40716	63438	52077	16066.88
	2003	35136	60786	47961	18137.29
	2004	33435	66850	50142.5	23627.97
	2005	31328	66232	48780	24680.86
	2006	35506	62842	49174	19329.47
RISIKO SISTEMATIS	2002	-8.8E-06	-7.4E-06	-8.1E-06	1.05E-06
	2003	-2.6E-05	-7.3E-06	-1.7E-05	1.33E-05
	2004	-4.9E-06	4.51E-06	-1.7E-07	6.62E-06
	2005	-0.00033	-6E-05	-0.0002	0.000193
	2006	-1.1E-06	0	-5.3E-07	7.49E-07
KAPITALISASI PASAR	2002	327	797	562	332.3402
	2003	61	2378	1219.5	1638.366
	2004	28	181	104.5	108.1873
	2005	109	118	113.5	6.363961
	2006	0	159	79.5	112.43

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Secara umum rata-rata *operating leverage* perusahaan fotografi bernilai negatif, hal tersebut mengindikasikan

ketidakmampuan perusahaan dalam mengelola aktiva, sehingga pendapatan operasinya tidak mampu menutupi kenaikan biaya tetap atas penggunaan aktiva. Kondisi membaik terjadi pada tahun 2006 dimana telah mencapai nilai positif.

Berbeda dengan nilai *operating leverage*, *financial leverage* secara rata-rata justru menunjukkan nilai positif. Berarti secara umum perusahaan dalam kelompok ini mampu memberikan nilai lebih bagi pemegang saham berupa kenaikan EPS. Hal tersebut juga menunjukkan bahwa perusahaan berusaha mengelola aset dan dana-nya untuk meminimalkan risiko dan memaksimalkan *return*. Dengan ketidak berhasilan perusahaan mengelola aktiva untuk memperoleh kenaikan penjualan diatas margin kontribusi, maka manajemen berusaha untuk mengelola sumber dananya yang berasal dari utang untuk memaksimalkan keuntungan, sehingga risiko yang dihadapi lebih stabil dan kecil. Dilihat dari nilai standar deviasi menunjukkan nilai yang relatif kecil, berarti kebijakan *leverage* secara umum relatif sama.

Dilihat dari nilai standar deviasi total aktiva yang kecil maka dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan dalam kelompok ini relatif sama besarnya. Ukuran perusahaan terkecil terjadi pada tahun 2005 senilai Rp.31.328.000.000,00.

Nilai beta saham secara umum bernilai negatif, hal ini berarti dengan adanya kenaikan *return* pasar menyebabkan turunnya *return* saham individu, dan sebaliknya. Atau arah pergerakan *return* saham individu berlawanan dengan pergerakan *return* pasar.

Nilai kapitalisasi pasar dari tahun ke tahun mengalami trend yang kurang stabil, mencerminkan kondisi investasi yang

kurang diminati para investor. Hal tersebut terlihat jelas pada tahun 2006 ada perusahaan yang nilai kapitalisasinya nol, atau dengan kata lain nilai investasi tidak bertambah.

Tabel 10.18

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Barang-barang Konsumen

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	2.129947	2.370925	2.250436	0.170397
	2003	1.180064	5.246304	3.213184	2.875266
	2004	1.236514	5.860904	3.548709	3.269937
	2005	0.970184	3.069355	2.019769	1.484338
	2006	0.371031	0.407211	0.389121	0.025583
FINANCIAL LEVERAGE	2002	1.086423	2.13123	1.608826	0.73879
	2003	-2.08521	0.984499	-0.55035	2.17061
	2004	0.237983	0.616911	0.427447	0.267943
	2005	0.784025	2.535319	1.659672	1.238352
	2006	-1.70827	1.610177	-0.04905	2.346498
FIRM SIZE	2002	291549	356007	323778	45578.69
	2003	274634	386344	330489	78990.9
	2004	294415	472364	383389.5	125828.9
	2005	290646	545695	418170.5	180346.9
	2006	293940	703399	498669.5	289531.2
RISIKO SISTEMATIS	2002	0.002283	0.006761	0.004522	0.003166
	2003	-2.8E-05	0.000351	0.000161	0.000268
	2004	-4.6E-06	0.000637	0.000316	0.000454
	2005	-0.00123	-8.3E-05	-0.00065	0.000808
	2006	2.36E-06	4.33E-06	3.34E-06	1.4E-06
KAPITALISASI PASAR	2002	4220	30045	17132.5	18261.03
	2003	17426	35894	26660	13058.85
	2004	35251	68840	52045.5	23751.01
	2005	20734	37550	29142	11890.71
	2006	28226	32094	30160	2735.089

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Operating leverage rata-rata pada kelompok perusahaan barang konsumen menunjukkan kondisi yang baik. Secara umum bernilai positif yang berarti perusahaan telah mampu mengelola aktiva dan menutupi biaya tetapnya dari kelebihan pendapatan operasinya.

Financial leverage menunjukkan trend yang berubah-ubah. Tahun 2003 bernilai rata-rata negatif dan tahun berikutnya semakin membaik dengan mencapai nilai positif. Namun pada tahun 2006 ternyata mencapai kondisi yang memburuk dengan mencapai angka yang negatif.

Ukuran perusahaan dalam kelompok ini relatif sama besarnya, hal tersebut dapat dilihat dari nilai standar deviasi yang relatif kecil. Ukuran perusahaan terkecil dicapai pada tahun 2003 senilai Rp. 274.634.000,00, dan tertinggi dicapai pada tahun 2006 senilai Rp.703.399.000.000,00.

Beta saham secara umum bernilai positif. yang menunjukkan bahwa kenaikan return pasar akan mengakibatkan kenaikan return saham secara individu atau terjadi pergerakan searah antara *return* saham individual dengan *return* pasar.

Nilai kapitalisasi pasar kelompok barang konsumen berfluktuasi, mencerminkan iklim investasi yang kurang kondusif dan menarik minat investor. Nilai terendah dan nilai tertinggi tidak terlalu jauh berbeda, hal tersebut menunjukkan daya tarik perusahaan kelompok ini relatif sama satu dengan yang lain.

Tabel 10.19

Operating Leverage, Firm Size, Financial Leverage, Risiko Sistematis Saham dan Kapitalisasi Pasar Kelompok Logam Pabrik

VARIABEL	TAHUN	MINIMUM	MAXIMUM	RATA-RATA	STD.DEVIASI
OPERATING LEVERAGE	2002	-5.96013	10.70444	2.372155	11.78363
	2003	-1127.66	-41.8217	-584.741	767.8035
	2004	0.487683	17.95315	9.220416	12.34995
	2005	-7.82727	-4.95612	-6.39169	2.030214
	2006	-0.23446	10.37379	5.069668	7.501165
FINANCIAL LEVERAGE	2002	0.780005	1.258394	1.0192	0.338272
	2003	0.152925	0.376326	0.264626	0.157968
	2004	0.483812	4.277482	2.380647	2.68253
	2005	0.835736	0.94693	0.891333	0.078626
	2006	-1.22223	0.782764	-0.21973	1.417742
FIRM SIZE	2002	202955	410776	306865.5	146951.6
	2003	177457	372076	274766.5	137616.4
	2004	169918	379034	274476	147867.3
	2005	161454	384928	273191	158020
	2006	148193	384481	266337	167080.8
RISIKO SISTEMATIS	2002	0.000129	0.00027	0.000199	9.97E-05
	2003	-6.6E-05	6.25E-06	-3E-05	5.09E-05
	2004	-5.5E-06	9.58E-06	2.04E-06	1.07E-05
	2005	-7.5E-05	-2E-05	-4.7E-05	3.87E-05
	2006	-2.4E-06	2.5E-06	4.51E-08	3.47E-06
KAPITALISASI PASAR	2002	497	7120	3808.5	4683.168
	2003	39	4134	2086.5	2895.602
	2004	297	5988	3142.5	4024.145
	2005	37	757	397	509.1169
	2006	315	6989	3652	4719.231

Sumber: Data sekunder tahun 2008 (diolah)

Nilai *operating leverage* pada kelompok logam pabrikan berfluktuasi. Tahun 2003 dan 2005 nilai rata-rata adalah

unfavorable, yang mengindikasikan ketidakmampuan perusahaan menutupi biaya tetap dari hasil penjualannya. Berbeda dengan kondisi tersebut, tahun 2004 dan 2006 menunjukkan hal yang positif. Nilai standar deviasi adalah besar, menggambarkan bahwa terdapat perusahaan yang memiliki kemampuan menutupi biaya tetap dalam operasinya jauh dibawah atau diatas dari nilai rata-rata.kelompoknya.

Berbeda dengan nilai *operating leverage*, *financial leverage* secara rata-rata justru menunjukkan nilai positif. Berarti secara umum perusahaan dalam kelompok ini mampu memberikan nilai lebih bagi pemegang saham berupa kenaikan EPS. Hal tersebut juga menunjukkan bahwa perusahaan berusaha mengelola aset dan dana-nya untuk meminimalkan risiko dan memaksimalkan *return*.

Nilai terendah total aktiva terjadi pada tahun 2006 yaitu sebesar Rp. 148.193.000.000,00 dan nilai tertinggi terjadi pada tahun 2002 sebesar Rp. 410.776.000.000,00. Standar deviasi kelompok ini relatif besar, hal tersebut menunjukkan bahwa kondisi ukuran perusahaan tidak merata, dalam arti terdapat beberapa perusahaan yang masih jauh diatas atau dibawah rata-rata kelompoknya.

Secara umum, rata-rata beta saham kelompok ini adalah positif, hal ini memperlihatkan pola pergerakan *return* saham yang searah dengan pergerakan *return* pasar. Beta saham tertinggi terjadi pada tahun 2002 yang mengindikasikan terdapat risiko yang relatif besar.

Nilai kapitalisasi pasar kelompok logam pabrikan berfluktuasi, mencerminkan iklim investasi yang kurang

kondusif dan kurang menarik minat investor. Nilai terendah dan nilai tertinggi jauh berbeda, hal tersebut menunjukkan daya tarik perusahaan kelompok ini relatif bervariasi, dan ada perusahaan yang memiliki nilai kapitalisasi jauh dibawah atau diatas rata-rata kelompoknya.

BAB XI

KETERKAITAN LEVERAGE, FIRM SIZE, RISIKO SISITEMATIS SAHAM DAN KAPITALISASI PASAR

Untuk mengetahui ada tidaknya gejala autokorelasi dalam analisis pada persamaan $X_4 = \rho X_1 + \rho X_2 + \rho X_3 + \varepsilon_1$ dan $Y = \rho X_1 + \rho X_2 + \rho X_3 + \rho X_4 + \varepsilon_2$ dilakukan uji Durbin-Watson (DW test). Hasil perhitungan dengan menggunakan program SPSS versi 16.0 diperoleh nilai Durbin-Watson, sebagai berikut:

Tabel 11.1
Nilai Durbin-Watson

Persamaan	Durbin-Watson
$X_4 = \rho X_1 + \rho X_2 + \rho X_3 + \varepsilon_1$	1.947
$Y = \rho X_1 + \rho X_2 + \rho X_3 + \rho X_4 + \varepsilon_2$	2.142

Nilai Durbin-Watson pada persamaan $X_4 = \rho X_1 + \rho X_2 + \rho X_3 + \varepsilon_1$ sebesar 1.947 akan dibandingkan dengan nilai tabel dengan menggunakan nilai signifikansi 5%, jumlah sampel 106 (n) dan jumlah variabel independen 3 (k=3). Berdasarkan hal tersebut, diperoleh nilai $d_L = 1.482$ dan nilai $d_U = 1.604$. Oleh

karena, nilai $DW = 1,947$ lebih besar dari batas atas ($d_U = 1.604$) dan kurang dari ($4 - d_U = 4 - 1.604$), maka dapat disimpulkan bahwa tidak bisa menolak H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada autokorelasi positif atau negatif. Atau dapat disimpulkan pada persamaan $X_4 = \rho X_1 + \rho X_2 + \rho X_3 + \varepsilon_1$ tidak terdapat autokorelasi.

Nilai Durbin-Watson pada persamaan $Y = \rho X_1 + \rho X_2 + \rho X_3 + \rho X_4 + \varepsilon_2$ sebesar 2.142 akan dibandingkan dengan nilai tabel dengan menggunakan nilai signifikansi 5%, jumlah sampel 106 (n) dan jumlah variabel independen 4 ($k=4$). Berdasarkan hal tersebut, diperoleh nilai $d_L = 1.592$ dan nilai $d_U = 1.758$. Oleh karena, nilai $DW = 2.142$ lebih besar dari batas atas ($d_U = 1.758$) dan kurang dari ($4 - d_U = 4 - 1.758$), maka dapat disimpulkan bahwa tidak bisa menolak H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada autokorelasi positif atau negatif. Atau dapat disimpulkan pada persamaan

$Y = \rho X_1 + \rho X_2 + \rho X_3 + \rho X_4 + \varepsilon_2$ tidak terdapat autokorelasi.

Setelah model dinyatakan bebas dari gejala autokorelasi, maka pengujian hipotesis dapat dilakukan. Berikut ini akan dibahas mengenai masing-masing pengujian hipotesis penelitian disertai dengan langkah-langkah menghitung koefisien jalurnya.

Berdasarkan hasil perhitungan dengan program SPSS versi 16.0 diperoleh nilai koefisien F pada persamaan $X_4 = \rho X_1 + \rho X_2 + \rho X_3 + \varepsilon_1$ adalah sebagai berikut:

Tabel 11.2**ANOVA^b**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.053E-05	3	3.509E-06	.768	.512 ^a
	Residual	2.403E-03	526	4.568E-06		
	Total	2.413E-03	529			

a. Predictors: (Constant), X3, X1, X2

b. Dependent Variable: X4

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan tabel 4.21 diperoleh nilai F sebesar 0.768 lebih kecil dari F tabel pada taraf nyata 5%. Serta nilai signifikan 0.512 lebih besar dari 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama ditolak pada taraf nyata 5%. Atau dengan kata lain tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara *operating leverage*, *firm size* dan *financial leverage* terhadap risiko sistematis.

Hasil perhitungan SPSS versi 16.0 untuk melihat pengaruh secara individual (pengujian sub hipotesis pertama) dapat dilihat pada tabel 4.22, sebagai berikut:

Tabel 11.3**Coefficients^a**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.366E-04	.000		2.359	.019
	X1	1.634E-09	.000	.005	.124	.902
	X2	2.993E-11	.000	.065	1.503	.133
	X3	-4.91E-08	.000	-.006	-.141	.888

a. Dependent Variable: X4

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan tabel 4.22 diperoleh koefisien beta untuk *operating leverage* (X₁) sebesar 0.005. Nilai tersebut

menunjukkan bahwa arah hubungan *operating leverage* dengan risiko sistematis adalah positif. Nilai signifikan sebesar 0.902 lebih besar dari taraf nyata 5%, hal tersebut berarti H_0 diterima atau tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel *operating leverage* terhadap risiko sistematis.

Nilai beta untuk *firm size* (X_2) sebesar 0.065. Nilai tersebut menunjukkan bahwa arah hubungan *firm size* dengan risiko sistematis adalah positif. Nilai signifikan sebesar 0.113 lebih besar dari taraf nyata 5%, hal tersebut berarti H_0 diterima atau tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel *firm size* terhadap risiko sistematis.

Nilai beta untuk *financial leverage* (X_3) sebesar -0.006. Nilai tersebut menunjukkan bahwa arah hubungan *financial leverage* dengan risiko sistematis adalah negatif. Nilai signifikan sebesar 0.888 lebih besar dari taraf nyata 5%, hal tersebut berarti H_0 diterima atau tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel *financial leverage* terhadap risiko sistematis.

Pengujian hipotesis kedua dilakukan perhitungan menggunakan SPSS versi 16.0, diperoleh nilai F hitung seperti pada tabel 4.23 sebagai berikut:

Tabel 11.4

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.76E+15	4	4.405E+14	445.219	.000 ^a
	Residual	5.16E+14	522	9.893E+11		
	Total	2.28E+15	526			

a. Predictors: (Constant), X_4 , X_1 , X_3 , X_2

b. Dependent Variable: Y

Sumber: Hasil pengolahan data

Berdasarkan tabel 4.23 diperoleh nilai F sebesar 445.219 lebih besar dari F tabel pada taraf nyata 5%. Serta nilai signifikan 0.000 lebih kecil dari 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak pada taraf nyata 5%. Atau dengan kata lain hipotesis kedua diterima yang berarti terdapat pengaruh yang signifikan antara *operating leverage*, *firm size*, *financial leverage* dan risiko sistematis terhadap kapitalisasi pasar.

Hasil perhitungan SPSS versi 16.0 untuk melihat pengaruh secara individual (pengujian sub hipotesis kedua) dapat dilihat pada tabel 4.24, sebagai berikut:

Tabel 11.5

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-262182	47041.105		-5.573	.000
	X1	-.855	6.147	-.003	-.139	.889
	X2	.390	.009	.875	41.894	.000
	X3	-4.164	162.068	-.001	-.026	.980
	X4	4.6E+07	2.0E+07	.048	2.290	.022

a. Dependent Variable: Y

Sumber: Hasil Pengolahan Data

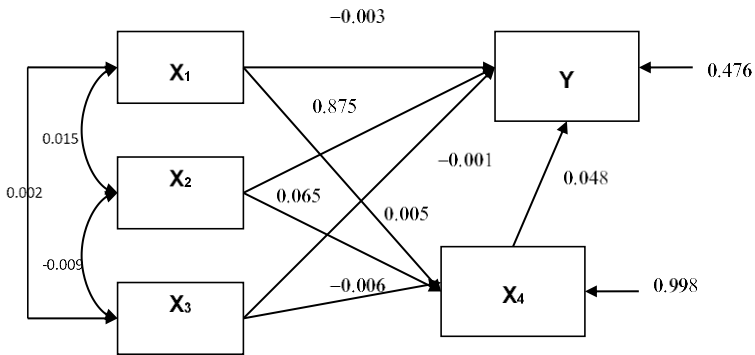
Berdasarkan tabel 4.24 diperoleh koefisien beta untuk *operating leverage* (X_1) sebesar -0.003. Nilai tersebut menunjukkan bahwa arah hubungan *operating leverage* dengan kapitalisasi pasar adalah negatif. Nilai signifikan sebesar 0.889 lebih besar dari taraf nyata 5%, hal tersebut berarti H_0 diterima atau tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel *operating leverage* terhadap kapitalisasi pasar.

Nilai beta untuk *firm size* (X_2) sebesar 0.875. Nilai tersebut menunjukkan bahwa arah hubungan *firm size* dengan kapitalisasi pasar adalah positif. Nilai signifikan sebesar 0.000 lebih kecil dari taraf nyata 5%, hal tersebut berarti H_0 ditolak atau sub hipotesis 2.2 diterima yang berarti terdapat pengaruh positif yang signifikan dari variabel *firm size* terhadap kapitalisasi pasar

Nilai beta untuk *financial leverage* (X_3) sebesar 0.001. Nilai tersebut menunjukkan bahwa arah hubungan *financial leverage* dengan kapitalisasi pasar adalah negatif. Nilai signifikan sebesar 0.980 lebih besar dari taraf nyata 5%, hal tersebut berarti H_0 diterima atau tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel *financial leverage* terhadap kapitalisasi pasar.

Nilai beta untuk risiko sistematis (X_4) besar 0.048. Nilai tersebut menunjukkan bahwa arah hubungan risiko sistematis dengan kapitalisasi pasar adalah positif. Nilai signifikan sebesar 0.022 lebih kecil dari taraf nyata 5%, hal tersebut berarti H_0 ditolak atau sub hipotesis 2.4 diterima yang berarti terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel risiko sistematis terhadap kapitalisasi pasar.

Nilai jalur dari struktur model penelitian yang diajukan seperti yang terlihat pada gambar 4.1, sebagai berikut:



Gambar 11.1

Nilai Jalur Struktur Model Penelitian

Persamaan struktural atas model pada gambar 4.1 dapat disusun sebagai berikut:

$$X_4 = 0.005 X_1 + 0.065 X_2 - 0.006 X_3 + 0.998\varepsilon_1 \quad R^2 = 0.004$$

$$Y = -0.003 X_1 + 0.875 X_2 - 0.001 X_3 + 0.048 X_4 + 0.476 \varepsilon_2 \quad R^2 = 0.773$$

Berdasarkan gambar 4.1, pengaruh langsung dan tidak langsung dari variabel eksogen terhadap variabel endogen dijelaskan sebagai berikut:

1. Pengaruh variabel *operating leverage* secara langsung terhadap risiko sistematis saham sebesar 0.005
2. Pengaruh variabel *operating leverage* secara langsung terhadap kapitalisasi pasar sebesar -0.003
3. Pengaruh variabel risiko sistematis secara langsung terhadap kapitalisasi pasar sebesar 0.048

4. Pengaruh total variabel *operating leverage* terhadap kapitalisasi pasar sebesar $-0.00276 \{-0.003 + (0.048 \times 0.005)\}$
5. Pengaruh variabel *firm size* secara langsung terhadap risiko sistematis saham sebesar 0.065
6. Pengaruh variabel *firm size* secara langsung terhadap kapitalisasi pasar sebesar 0.875
7. Pengaruh total variabel *firm size* terhadap kapitalisasi pasar sebesar $0.878 \{0.875 + (0.048 \times 0.065)\}$
8. Pengaruh variabel *financial leverage* secara langsung terhadap risiko sistematis saham sebesar -0.006
9. Pengaruh variabel *financial leverage* secara langsung terhadap kapitalisasi pasar sebesar -0.001
10. Pengaruh total variabel *financial leverage* terhadap kapitalisasi pasar sebesar $-0.00129 \{-0.001 + (0.048 \times 0.006)\}$

Pengaruh *Operating Leverage*, *Firm Size*, dan *Financial Leverage* terhadap Risiko Sistematis Saham.

Berdasarkan pengujian hipotesis menunjukkan secara simultan dan parsial variabel *operating leverage*, *firm size*, dan *financial leverage* berpengaruh tidak signifikan terhadap risiko sistematis saham. Risiko sistematis saham hanya mampu dijelaskan oleh *operating leverage*, *firm size*, dan *financial leverage* sebesar 0.4%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model, seperti cyclicity, kurs rupiah terhadap dollar dan Produk Domestik Bruto (PDB).

Adanya temuan *operating leverage*, *firm size*, dan *financial leverage* berpengaruh tidak signifikan terhadap risiko sistematis saham memperkuat hasil penelitian Hermawan (2005), Auliyah dan Hamzah (2006), serta Sodikin (2006) dan membantah hasil penelitian Sufiyati dan Ainun Nai'im (2002).

Penelitian ini tidak memberikan bukti empirik yang signifikan mengenai pengaruh *operating leverage* terhadap risiko sistematis saham, akan tetapi arah hubungan sesuai dengan yang diharapkan, yaitu positif. Arah hubungan positif antara *operating leverage* dengan risiko sistematis ini tidak berbeda dengan hasil penelitian Sufiyati dan Ainun Nai'im (2002), Hermawan (2005), dan Sodikin (2006), sedangkan penelitian Miswanto dan Husnan (2002) menemukan hubungan yang negatif. Ketidakkonsistenan hasil penelitian ini dapat disebabkan oleh masalah pengukuran *operating leverage* karena *operating leverage* tidak dapat diukur dari data laporan keuangan, tetapi harus diestimasi dengan memanipulasi data yang ada, seperti EBIT, NOI, dan hasil penjualan.

Arah hubungan *firm size* dengan risiko sistematis adalah positif. Pengaruh positif mengindikasikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan semakin besar risiko saham yang harus ditanggung oleh investor. Temuan ini memperkuat hasil penelitian Miswanto dan Husnan (2002), serta Sufiyati dan Ainun Nai'im (2002), akan tetapi berbeda dengan hasil penelitian Beaver, Kettler dan Scholes (1970).

Perbedaan hasil penelitian ini dapat disebabkan karena pasar modal Indonesia masih tergolong *thin market* dimana volume perdagangan kecil. Dalam kondisi seperti ini pasar lebih

banyak dipengaruhi oleh perdagangan saham perusahaan-perusahaan besar. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang dipakai sebagai dasar dalam penentuan risiko diperoleh dari gabungan indeks harga saham individu. Karena pasar lebih dipengaruhi oleh perusahaan besar, IHSG juga lebih dipengaruhi oleh indeks harga saham perusahaan besar, sehingga risiko memiliki hubungan positif dengan ukuran perusahaan.

Financial leverage menunjukkan pengaruh negatif terhadap risiko sistematis saham, artinya semakin tinggi *financial leverage* perusahaan semakin rendah risiko yang ditanggung investor atau pemegang saham. Pengaruh *financial leverage* terhadap risiko sistematis saham juga menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Sufiyati dan Ainun Nai'im (2002), Hermawan (2005), dan Sodikin (2006) menyimpulkan adanya pengaruh negatif, akan tetapi Mandelker dan Rhee (1984) serta Huffman (1987) menyimpulkan adanya pengaruh positif yang signifikan. Perbedaan hasil penelitian ini dapat disebabkan oleh adanya perusahaan-perusahaan yang memiliki jumlah utang yang tinggi, mendapatkan proteksi regulator.

Pengaruh *Operating Leverage*, *Firm Size*, *Financial Leverage* dan Risiko Sistematis Saham terhadap Kapitalisasi Pasar.

Berdasarkan hasil analisis data diperoleh informasi bahwa *operating leverage*, *firm size*, *financial leverage* dan risiko sistematis saham berpengaruh signifikan terhadap kapitalisasi pasar. Kapitalisasi pasar dapat dijelaskan oleh *operating leverage*, *firm size*, *financial leverage* dan risiko sistematis saham sebesar 77,3% dan sisanya sebesar 22.7% dipengaruhi oleh faktor lain

yang tidak dimasukkan ke dalam model, seperti: kebijakan pemerintah dalam investasi dan perdagangan, kepastian hukum, kebijakan dividen yang ditetapkan perusahaan dan lain sebagainya.

Firm size merupakan variabel yang berpengaruh dominan terhadap minat investor untuk membeli saham yang dicerminkan oleh nilai kapitalisasi pasar. Pengaruh *firm size* terhadap kapitalisasi pasar adalah positif dan signifikan. Nilai koefisien jalur sebesar 0.878 yang berarti setiap kenaikan Rp.100,00 asset perusahaan akan menyebabkan reaksi investor untuk membeli saham yang dicerminkan dengan kenaikan kapitalisasi pasar sebesar Rp. 87,80. Dominannya pengaruh *firm size* terhadap kapitalisasi pasar membuktikan bahwa investor lebih cenderung memilih *firm size* sebagai daya tarik mereka untuk berinvestasi. Hal tersebut dapat disebabkan oleh landasan berfikir mereka bahwa perusahaan besar memiliki pangsa pasar besar sehingga akan berkorelasi positif terhadap return yang akan mereka peroleh. Namun demikian, kemungkinan return tinggi juga berkorelasi positif dengan risiko (*high risk, high return*), dan hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian ini dan penelitian sebelumnya pada pasar modal Indonesia yang tergolong *thin market*, yang menemukan hubungan positif antara *firm size* dengan risiko saham.

Risiko sistematis saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap kapitalisasi pasar. Nilai koefisien jalur sebesar 0,048 yang berarti setiap kenaikan 1 point risiko sistematis akan menyebabkan kenaikan kapitalisasi pasar sebesar 0,048. Penemuan ini dimungkinkan terjadi karena

perilaku investor bervariasi ada yang *risk lover* dan *risk averse*. Investor yang *risk lover* lebih menyukai saham yang berisiko tinggi karena akan berkorelasi positif dengan return yang mereka peroleh.

Operating leverage dan *financial leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kapitalisasi pasar. Hal tersebut kemungkinan terjadi karena perilaku investor yang lebih cenderung menjadi *risk lover*, sehingga aspek biaya tetap yang ditanggung perusahaan karena beban operasi dan beban pendanaan kurang begitu diperhatikan dan tidak menjadi landasan dasar yang penting dalam analisis investasi mereka.



BAB XII PENUTUP

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dan analisis data, dapat disimpulkan beberapa hal pokok, sebagai berikut:

1. *Operating leverage, firm size, dan financial leverage* secara simultan berpengaruh tidak signifikan terhadap risiko sistematis saham, namun demikian arah hubungan *operating leverage* dengan risiko sistematis saham sesuai dengan yang diharapkan yaitu positif.
2. *Operating leverage, firm size, dan financial leverage* secara parsial berpengaruh tidak signifikan terhadap risiko sistematis saham. Tidak adanya pengaruh yang signifikan dapat disebabkan oleh faktor lain yang belum masuk ke dalam model, seperti tingkat inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar rupiah yang belum stabil, stabilitas keamanan Indonesia yang belum terjamin serta kepastian hukum aspek bisnis dan sosial, dan lain sebagainya.
3. *Operating leverage, firm size, financial leverage, dan risiko sistematis saham* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kapitalisasi pasar. Kapitalisasi pasar mampu dijelaskan oleh variabel independen tersebut sebesar 77.3%.

4. Faktor dominan yang mempengaruhi kapitalisasi pasar adalah *firm size*. *Firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kapitalisasi pasar, temuan ini membuktikan bahwa investor lebih cenderung memilih *firm size* sebagai daya tarik mereka untuk berinvestasi. Faktor lain yang berpengaruh positif dan signifikan adalah risiko sistematis saham, hal tersebut dimungkinkan terjadi karena perilaku investor yang menyukai risiko, dengan alasan akan berkorelasi positif dengan return (*high risk high return*). Sedangkan faktor *operating leverage* dan *financial leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kapitalisasi pasar.

Beberapa saran yang dapat disampaikan berdasarkan hasil penelitian adalah sebagai berikut:

1. Analisis risiko oleh para investor dan calon investor dapat dilakukan dengan menggunakan variabel lain yang secara signifikan menjadi faktor determinan risiko sistematis saham, seperti faktor fundamental ekonomi.
2. Analisis dan penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan lebih tajam, dan akurat, dengan cara memperluas lingkup analisis bukan hanya aspek finansial, namun aspek makro ekonomi dan aspek kualitatif, seperti: psikologi pasar, politik, sosial budaya, kelembagaan di bursa, ketersediaan informasi bagi investor, serta kebijakan pemerintah dalam investasi dan perdagangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aczel, Amir D. & P.J.Souder. 2006. *Complete Business Statistics*. New York: Mc.Graw Hill
- Akhmad, Sodikin. 2006. *Pengaruh Operating Leverage dan Financial Leverage terhadap Beta Saham Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Jakarta*. Tesis- Universitas Padjadjaran Bandung
- Ardi, Hamzah. 2005. *Analisa Ekonomi Makro, Industri dan Karakteristik Perusahaan terhadap Beta Saham Syariah*. Solo: Simposium Nasional Akuntansi VIII
- Bambang, Riyanto. 2002. *Dasar-Dasar Pembelian Perusaahaan*. Yogyakarta: BPFE
- Beaver, William.,Kettler, Paul.& Scholes, Myron. 1970. *The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures*. *Accounting review*. Vol 45. 654-682
- Bernstein, A,Leopard & Wild John. 1998. *Financial Statement Analysis: Theory, Aplication, and Interpretation*. New York: Irwin Mc. Graw Hill
- Bodie, Kane & Marcus. 2008. *Investments*. (Edisi Indonesia). Jakarta: Salemba Empat
- Brigham, Eugene & Houston, F.,Joel. 2004 *Fundamentals of Financial Management. Tenth Edition*. South Western Thomson Learning
- Brealey, Richard & Myers Stewart. 1995. *Principle of Corporate Finance*. Mc Graw Hill.Co
- Corrado, J.,Charles & Jordan,D.,Bradford. 2002. *Fundamentals of Investments, Valuation & Management*. Mc Graw Hill.Co
- Eduardus, Tandelilin. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio.Edisi pertama*. Yogyakarta: BPFE
- Eduardus, Tandelilin. 2002. *Determinants of Systematic Risk: the Experience of Some Indonesian Common Stock*. UGM:Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan, 561-574

- Elton, Edwin, J. & Gruber, Martin, J. 2003. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley and Sons Inc.
- Erwin, Hernawan. 2005. *Hubungan antara Degree of Operating Leverage dan Degree of Financial Leverage dan Leverage Ratio dengan Risiko Saham Pada Industri Barang Konsumsi di Indonesia*". Tesis- Universitas Padjadjaran Bandung.
- Foster, G. 1998. *Financial Statement Analysis*. New York: Prentice Hall, Inc.
- Harun, Al-Rasjid. (2005). *Analisis Jalur*. Bandung: Jurusan Statistika Unpad
- Helfert, Erich A. 2000. *Techniques of Financial Analysis, a Modern Analysis*. Chicago: Richard D. Irwin, Inc.
- Higgins, Robert, C. 1990. *Analysis for Financial Management*. Illinois: Richard D Irwin, Inc.
- Huffman, Stephen P. 1987. *The Impact of the Degree of Operating and Financial Leverage on the Systematic Risk of Common Stock*. *Quarterly Journal of Business and Economic*
- Husen, Umar. 2003. *Metode Penelitian*. Bandung: Tarsito
- Jones, Charles P. 2007. *Investments Analysis and Management*. Tenth Edition. John Wiley and Sons, Inc.
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE
- Lev, Baruch. 1974. *On the Association between Operating Leverage and Risk*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Levy, Haim & Sarnat Marshal. 1998. *Capital Investment and Financial Decision*. New York: Prentice Hall
- Mandelker, Gershon N & Rhee S. Ghon. 1984. *The Impact of the Degree of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Miller, Merton & Kevin Rock. 1985. *Dividend Policy Under Asymmetric Information*. *Journal of Finance* 4: 1031-1052.

- Miswanto & Suad Husnan. 2002. *The Effect of Operating Leverage, Cyclicity, and Firm Size on Business Risk*. UGM: Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan, 589-604
- Nirwana, Sitepu. 1994. *Analisis Jalur*. Bandung: Jurusan Statistika Unpad
- Reese, Jr. William. 1990. *IPO under pricing, trading volume, and investor interest*. <http://www.ssrn.com>
- Robiatul Auliyah & Ardi Hamzah. 2006. *Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro terhadap Return dan Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta*. Padang: Simposium Nasional Akuntansi IX
- Ross Westerfield & Bradford D. Jordan. 1998. *Fundamentals Of Corporate Finance. Fourth Edition*. Mc Graw Hill.Co
- Sharpe, F., William & Alexander J. Gordon. 1999. *Investment*. Prentice-Hall
- Suad, Husnan. 1998. *Dasar-dasar Teori Potrofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Sugiyono. 2002. *Metode Penelitian Administrasi*. Bandung: Alfabeta.
- Suharsimi, Arikunto. 1998. *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktek*. Jakarta: PT Rineka Cipta.
- Sufiyati & Ainun Na'im. 2002. *Pengaruh Leverage Operasi dan Leverage Finansial terhadap Risiko Sistematis Saham: Studi pada Perusahaan Publik di Indonesia*. UGM: Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan, 497-509
- Stickney, Clyde,P. 1996. *Financial Reporting and Statement Analysis, a Strategic Perspective*. The Driden Press Harcourt Brace College Publisher
- Van Horne, et al. 1998. *Fundamentals of Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall International.Inc
- White, S., Sondhi & D. Fried. 1997. *The Analysis and Use of Financial Statements*. New York: John Wiley and Sons.Inc

TENTANG PENULIS



Elis Mediawati merupakan dosen pada program studi Akuntansi, FPEB, Universitas Pendidikan Indonesia (UPI). Pada tahun 2019 - 2023 penulis mendapatkan amanah menjadi ketua Program Studi Akuntansi, FPEB UPI.

Penulis menyelesaikan studi S1 di program studi Pendidikan Akuntansi UPI pada tahun 2004, selanjutnya pendidikan S2 pada program studi Ilmu Ekonomi dengan Bidang Kajian Utama Akuntansi, Universitas Padjadjaran pada tahun 2008 dan Penulis menyelesaikan studi program doktor pada tahun 2017, pada program studi Doktor Ilmu Akuntansi, Universitas Padjadjaran. dengan disertasi akuntansi keuangan syariah.

Karya tulisnya berupa artikel telah dimuat di beberapa jurnal dan prosiding bereputasi baik nasional maupun internasional dengan tema akuntansi dan keuangan syariah.