

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI RISIKO SISTEMATIS SAHAM

(Studi Kasus Pada Emiten Manufaktur Bursa Efek Indonesia)

Oleh:

Elis Mediawati

(Dosen Program Studi Akuntansi Fakultas Pendidikan Ekonomi & Bisnis UPI)

Abstrak

Hampir semua investasi mengandung unsur risiko. Oleh karena itu, 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. Perilaku investor erat kaitannya dengan hasil analisis investasi mengenai risiko. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi risiko sistematis saham. Penelitian ini dilaksanakan dengan menggunakan metode deskriptif-verifikatif. Analisis data dilakukan dengan menggunakan analisis deskriptif untuk variabel yang bersifat kualitatif, dan analisis jalur untuk pengujian hipotesis. Hasil penelitian menunjukkan *operating leverage*, *firm size*, dan *financial leverage* berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis saham. Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa *operating leverage* dan *firm size* berpengaruh positif terhadap risiko sistematis saham, dan *financial leverage* berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis saham.

Kata kunci: *operating leverage*, *firm size*, *financial leverage*, risiko sistematis saham.

Latar Belakang

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 transaksi rata-rata harian saham di BEI tahun 2006 mengalami peningkatan sebesar 10,18%, dari Rp. 1,67 triliun/hari di tahun 2005 menjadi sebesar Rp. 1,84 triliun/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 2006. 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 yang menggambarkan tingkat keuntungan 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%. Hal ini mengindikasikan bahwa jumlah investasi disektor 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 investasi. Oleh karena itu, investor perlu memperkirakan berapa keuntungan 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 keuntungan yang diharapkan. Jika investor mengharapkan untuk memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi, maka harus bersedia menanggung risiko yang tinggi pula, dan jika investor dihadapkan pada dua alternatif investasi yang akan memberikan tingkat keuntungan yang sama tetapi mempunyai tingkat risiko yang berbeda, maka investor akan memilih investasi dengan risiko terkecil.

Dalam teori portofolio, risiko dinyatakan sebagai penyimpangan keuntungan 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 keuntungan saham terhadap perubahan-perubahan pasar disebut dengan beta investasi. Beta merupakan koefisien regresi antara dua variabel, yaitu kelebihan tingkat keuntungan portofolio pasar dan kelebihan keuntungan 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 (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 antar penelitian tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh Lev (1974) dengan sampel yang meliputi 122 perusahaan yang bergerak dalam tiga jenis produk, yaitu: elektronik, besi baja, dan minyak, 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) yang menemukan bahwa faktor ekonomi makro seperti tingkat pendapatan bruto (PDB), tingkat inflasi dan tingkat suku bunga pengaruhnya tidak signifikan dengan risiko sistematis, sedangkan variabel likuiditas, *leverage*, aktivitas, profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Dimana *operating leverage* dan *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Berbeda dengan Eduardus, Hasil penelitian Suad & Miswanto (2002) menemukan bahwa *operating leverage* berpengaruh negatif terhadap *business risk*. Dan *firm size* berpengaruh positif terhadap *business risk*. Sementara itu, hasil penelitian Erwin (2005) dan Akhmad (2006) yang melakukan penelitian terhadap saham

industri barang konsumsi di Bursa Efek Jakarta (BEJ) menemukan hasil yang sama yaitu *operating leverage* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap risiko sistematis sedangkan *financial leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap risiko sistematis.

Berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya, Sufiyati dan Ainun (2002) yang melakukan penelitian terhadap 60 perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan variabel yang secara konsisten berpengaruh secara positif terhadap risiko sistematis, sedangkan variabel *operating leverage* dan *financial leverage* memberikan hasil yang tidak konsisten antara satu skenario pengukuran dengan skenario pengukuran lain. Pada pengukuran *leverage* berdasarkan *net operating income* (NOI) dan perubahan penjualan, ditemukan bahwa variabel *operating leverage* dan *financial leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Sedangkan pada pengukuran *leverage* berdasarkan *Earning before Interest and Taxes* (EBIT) ditemukan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan untuk *financial leverage*, dan *operating leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut, terdapat faktor determinan risiko sistematis yang juga merupakan determinan *financial leverage*, yaitu *operating leverage* dan *firm size*. Beberapa penelitian telah menganalisis determinan *financial leverage*, antara lain yang dilakukan oleh Gupta (1969), Ferry dan Jones (1979), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *financial leverage* ditempatkan sebagai variabel dependen yang dipengaruhi oleh beberapa variabel independen seperti: *size*, *operating leverage*, *growth*, industri, dan lain-lain.

Penelitian Huffman (1987) juga menganalisis hubungan *financial leverage* dengan *operating leverage* dan menemukan kesimpulan yang berbeda dengan Mandelker dan Rhee (1984) mengenai hubungan *operating leverage* dan *financial leverage*. Huffman menemukan bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara *operating leverage* dengan *financial leverage*, sedangkan Mandelker dan Rhee menemukan bahwa hubungan tersebut adalah negatif. Hasil penelitian tersebut sama dengan hasil penelitian Sufiyati dan Ainun (2002), mereka menggunakan dua skenario pengukuran yaitu berdasarkan *net operating income* (NOI) dan *Earning before Interest and Taxes* (EBIT). Kedua skenario tersebut menghasilkan temuan yang sama yaitu terdapat hubungan negatif antara *operating leverage* dengan *financial leverage*.

Penelitian ini akan menganalisis hubungan langsung dan tidak langsung *operating leverage*, *firm size*, dengan *financial leverage* dan risiko sistematis saham. Dalam penelitian ini terdapat dua domain yaitu analisis determinan *financial leverage*, dan analisis determinan risiko sistematis saham. 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 *financial leverage* dan risiko sistematis belum dihipotesiskan. Oleh karena itu, penelitian ini dimaksudkan untuk menguji sejauh mana variabel *operating leverage*, *firm size* mempengaruhi *financial leverage* dan bagaimana ketiga variabel tersebut mempengaruhi risiko sistematis saham.

Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian pada latar belakang diatas, maka peneliti merumuskan masalah apa saja faktor-faktor yang mempengaruhi risiko sistematis saham pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Kerangka Pemikiran

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*. Houston dan Brigham (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 atau 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.

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 Tandelilin (1997) menunjukkan bahwa *operating leverage* berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hal tersebut berbeda dengan penelitian Huffman (1987) Suad dan Miswanto (2002), yang menemukan bahwa terdapat pengaruh yang negatif antara *operating leverage* terhadap risiko sistematis. Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Sufiyati dan Ainun (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 pengaruh *operating leverage* dengan risiko sistematis positif, atau dengan kata lain perusahaan yang mempunyai *operating leverage* tinggi akan cenderung mempunyai beta yang tinggi dan sebaliknya.

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 & Gruber, 2003:153).

Beberapa penelitian mengenai *firm size* telah dilakukan oleh Eduardus (1997), Suad (2002) dan Sufiyati & Ainun (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 positif. Atau dengan kata lain perusahaan besar memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil.

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 & Myers (1996:212) 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 & 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 negatif. 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.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk meneliti hubungan *operating leverage* dan *firm size* dengan *financial leverage*. Hasil penelitian tersebut masih ditemukan ketidakkonsistenan. Dimana Ferri dan Jones (1979) menemukan bahwa karakteristik perusahaan seperti *size* dan *operating leverage* secara signifikan mempengaruhi besar kecilnya *financial leverage*. Sementara itu Huffman (1987) menemukan bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara *operating leverage* dengan *financial leverage*. Sedangkan Mandelker dan Rhee (1984) menemukan bahwa hubungan tersebut adalah negatif. Hasil penelitian tersebut sama dengan hasil penelitian Sufiyati dan Ainun (2002) dimana mereka menggunakan dua skenario pengukuran yaitu berdasarkan *net operating income* (NOI) dan *Earning before Interest and Taxes* (EBIT). Kedua skenario tersebut menghasilkan temuan yang sama yaitu terdapat hubungan negatif antara *operating leverage* dengan *financial leverage*.

Berdasarkan uraian diatas, penulis menduga bahwa terdapat hubungan negatif antara *operating leverage* dengan *financial leverage*. Hal tersebut disebabkan karena manajemen akan berusaha menstabilkan tingkat risiko saham perusahaan dengan cara mengurangi biaya tetap, yaitu dengan menyeimbangkan keputusan *operating leverage* dengan keputusan *financial leverage*.

Menurut Elton dan Gruber (2003: 149), perusahaan yang *size*-nya besar akan menghadapi risiko lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *size* kecil. Perusahaan dengan skala besar lebih mudah mengakses ke pasar modal sedangkan perusahaan berskala kecil lebih sulit untuk akses ke pasar modal. Oleh sebab itu *size* yang berbeda-beda akan mempengaruhi sensitifitas hubungan antara *financial leverage* dengan risiko sistematis. Hal ini senada dengan Gupta (1969) yang menemukan bahwa *size* dan tingkat pertumbuhan berpengaruh positif terhadap *financial leverage*.

Penelitian ini akan berusaha menganalisis pengaruh *operating leverage*, dan *firm size*, secara langsung maupun tidak langsung terhadap *financial leverage* dan implikasinya terhadap risiko sistematis.

Metode Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk memperoleh informasi tentang bagaimana pengaruh *operating leverage*, dan *firm size* secara parsial dan simultan terhadap *financial leverage* dan risiko sistematis saham 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*. Populasi sasaran dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI periode tahun 2003–2007. 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 2003-2007; (2) Memiliki laporan keuangan lengkap selama tahun 2003 sampai dengan tahun 2007; (3) Sesuai dengan kriteria tersebut populasi penelitian ini adalah 143 perusahaan manufaktur.

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:

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

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

n = 106

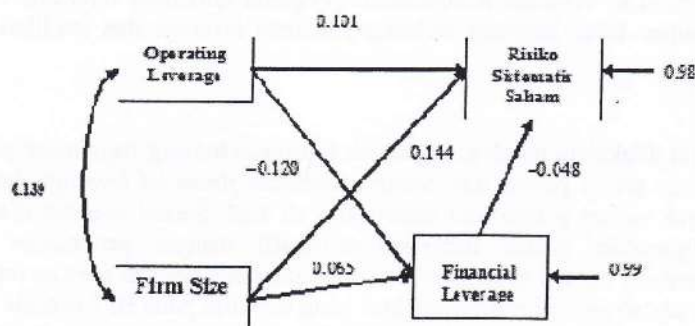
Metode Analisis Data

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*).

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan analisis jalur sehingga dari pengujian hipotesis dapat diketahui pengaruh dari setiap variabel terhadap variabel lainnya. Pengujian hipotesis menggunakan alat bantu berupa program SPSS versi 16.0

Nilai jalur dari struktur model penelitian yang diajukan seperti terlihat pada gambar 1 sebagai berikut:



Gambar 2
Nilai Jalur Struktur Model Penelitian

Berdasarkan gambar 2, pengaruh langsung dan tidak langsung dari variabel eksogen terhadap variabel endogen dijelaskan sebagai berikut:

1. Pengaruh variabel *operating leverage* secara langsung terhadap *financial leverage* sebesar -0.120

2. Pengaruh variabel *operating leverage* secara langsung terhadap risiko sistematis saham sebesar 0.101
3. Pengaruh total variabel *operating leverage* terhadap risiko sistematis saham sebesar 0.10676
4. Pengaruh variabel *firm size* secara langsung terhadap *financial leverage* sebesar 0.065
5. Pengaruh variabel *firm size* secara langsung terhadap risiko sistematis saham sebesar 0.144
6. Pengaruh total variabel *firm size* terhadap risiko sistematis saham sebesar 0.141
7. Pengaruh variabel *financial leverage* secara langsung terhadap risiko sistematis saham sebesar -0.048

1. Pengaruh *Operating Leverage* dan *Firm Size* terhadap *Financial Leverage*

Berdasarkan pengujian hipotesis menunjukkan secara simultan variabel *operating leverage* dan *firm size* berpengaruh signifikan terhadap *financial leverage*. *Financial leverage* mampu dijelaskan oleh *operating leverage* dan *firm size* sebesar 1.9%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain yang terhadap dimasukkan dalam model, seperti: *growth* dan industri.

Secara parsial *operating leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial leverage*. Hasil penelitian ini memperkuat hasil penelitian Mandelker & Rhee (1984), dan Sufiyati & Ainun (2002), dan membantah hasil penelitian Huffman (1987).

Adanya hubungan negatif antara *operating leverage* dengan *financial leverage* mengindikasikan bahwa semakin tinggi *operating leverage* semakin rendah *financial leverage*, dan sebaliknya. Hal tersebut dimungkinkan karena manajemen berusaha menstabilkan risiko 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 risiko (beta) minimal.

Secara parsial *firm size* berpengaruh positif terhadap *financial leverage*. Hasil penelitian ini memperkuat temuan Gupta (1969), Ferry dan Jones (1979). Pengaruh positif mengindikasikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan semakin besar jumlah pendanaan berupa utang (*financial leverage*). Hal tersebut dimungkinkan karena perusahaan dengan skala besar lebih mudah mengakses ke pasar modal dan perbankan dalam mendapatkan dana dibanding perusahaan berskala kecil.

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

Berdasarkan pengujian hipotesis menunjukkan secara simultan variabel *operating leverage*, *firm size*, dan *financial leverage* berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis saham. Risiko sistematis saham mampu dijelaskan oleh *operating leverage*, *firm size*, dan *financial leverage* sebesar 3.3%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model, seperti cyclicalit, kurs rupiah terhadap dollar dan Produk Domestik Bruto (PDB).

Adanya temuan *operating leverage*, *firm size*, dan *financial leverage* berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis saham membantah hasil penelitian Erwin (2005), Robiatul dan Ardi (2006), serta Akhmad (2006) dan memperkuat hasil penelitian Sufiyati dan Ainun (2002).

Penelitian ini memberikan bukti empirik yang signifikan mengenai pengaruh *operating leverage* terhadap risiko sistematis saham. Arah hubungan positif antara *operating leverage* dengan risiko sistematis ini tidak berbeda dengan hasil penelitian Sufiyati dan Ainun (2002), Erwin (2005), dan Akhmad (2006), sedangkan penelitian Miswanto dan Suad (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 Suad (2002), serta Sufiyati dan Ainun (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 (2002), Erwin (2005), dan Akhmad (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 besar yang memiliki jumlah utang yang tinggi, mendapatkan proteksi regulator dari pemerintah.

Simpulan

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

1. *Operating leverage*, dan *firm size* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *financial leverage*.
2. *Operating leverage* secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial leverage*. Sedangkan *firm size* berpengaruh positif terhadap *financial leverage*. Faktor dominan yang mempengaruhi *financial leverage* adalah *operating leverage*. Hal tersebut dimungkinkan karena manajemen berusaha menstabilkan beban tetap yang ditanggung 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. 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 risiko (beta) minimal.
3. *Operating leverage*, *firm size*, dan *financial leverage* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis saham. Risiko sistematis saham mampu dijelaskan oleh *operating leverage*, *firm size*, dan *financial leverage* sebesar 3.3%. Sisanya dijelaskan 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.
4. *Operating leverage* dan *firm size* secara parsial berpengaruh positif terhadap risiko sistematis saham, sedangkan *financial leverage* berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis saham.

Daftar Pustaka

- Akhmad, Sodikin. 2006. *Pengaruh Operating Leverage dan Financial Leverage terhadap Beta Saham Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Jakarta*. Tesis- Universitas Padjadjaran Bandung
- Beaver, William., Kettler, Paul. & Scholes, Myron. 1970. *The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures*. *Accounting review*. Vol 45. 654-682

- 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
- Eduardus, Tandelilin. 1997. *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.
- Ferri, Michael G, and Wesley H. Jones. 1979. *Determinants of Financial Structure: A new Methodological Approach*. Journal of Financial Vol. XXXIV. June. 631-644.
- Gupta, Manak C. 1969. *The Effect of Size, Growth, and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies*. Journal of Finance Vol XXIV June. 517-529
- 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
- Lev, Baruch. 1974. *On the Association between Operating Leverage and Risk*. Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- 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.
- Miswanto & Suad Husnan. 2002. *The Effect of Operating Leverage, Cyclicity, and Firm Size on Business Risk*. UGM: Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan, 589-604
- 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
- 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