

BAB II

KERANGKA TEORITIS DAN PENURUNAN HIPOTESIS

A. Risiko Sistemik Saham atau Beta Saham

Investor yang melakukan investasi pada beberapa sekuritas berusaha membentuk portofolio yang efisien. Portofolio efisien adalah portofolio yang memberikan *return* tertinggi dengan tingkat risiko tertentu atau portofolio yang memberikan tingkat *return* tertentu dengan risiko yang terendah. Dengan asumsi bahwa investor selalu berusaha mencapai portofolio optimal (portofolio yang terletak pada garis portofolio efisien), hampir dapat dipastikan bahwa investor dapat menghilangkan semua risiko tidak sistemik sehingga yang tersisa hanyalah risiko sistemik atau beta (Tandelilin, 2003).

Salah satu model untuk mengidentifikasi beta yaitu dengan model pasar. Asumsi utama dari model ini adalah kesalahan residu (*residual error*) masing-masing sekuritas dapat berkorelasi. Oleh karena asumsi inilah, model pasar dianggap lebih realistis (Hartono, 2008).

Bursa Efek Indonesia merupakan pasar modal yang sedang berkembang dan memiliki perdagangan yang tipis. Akibat perdagangan yang tipis ini, terjadilah perdagangan yang tidak sinkron sehingga menyebabkan beta sekuritas yang bias. Untuk itu beta saham perlu dikoreksi. Beta saham dapat dikoreksi dengan tiga metode yaitu metode Shcolas dan Wiliam, metode Dimson, dan metode Folwer

dan Rorke. Dari ketiga metode ini, metode yang paling mampu untuk mengoreksi bias yang terjadi adalah metode Folwer dan Rorke karena dapat digunakan untuk data *return* saham yang berdistribusi normal maupun data *return* yang tidak berdistribusi normal (Hartono, 2008).

Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return actual* yang diterima dengan *return* yang diharapkan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya, berarti semakin besar risiko investasi tersebut. Dalam manajemen investasi modern dikenal pembagian risiko total investasi ke dalam dua jenis risiko, yaitu risiko sistematis dan risiko nonsistematis. Risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat dieliminasi oleh diversifikasi (Brigham, 2001). Risiko sistematis merupakan risiko dari sekuritas atau portofolio yang relatif terhadap risiko pasar, dan dapat diukur dengan koefisien beta. Beta suatu sekuritas adalah kuantitatif yang mengukur sensitivitas keuntungan dari suatu sekuritas dalam merespon pergerakan harga pasar sekuritas. Semakin tinggi tingkat beta, semakin tinggi pula risiko sistematis yang tidak dapat dihilangkan karena diversifikasi.

Ada beberapa sumber risiko yang bisa memengaruhi besarnya risiko suatu investasi. Sumber-sumber tersebut antara lain adalah, risiko suku bunga, risiko pasar, risiko inflasi, risiko bisnis, risiko finansial, risiko likuiditas, risiko nilai tukar mata uang dan risiko negara (Tandelilin, 2001).

Di samping berbagai sumber risiko di atas, dalam manajemen investasi modern dikenal juga pembagian risiko total investasi ke dalam dua jenis risiko, yaitu risiko nonsistematis dan risiko sistematis. Risiko nonsistematis disebut juga

sebagai risiko spesifik, yaitu risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Dalam manajemen portofolio disebutkan bahwa risiko nonsistematis dapat diminimalkan dengan melakukan diversifikasi investasi. Risiko sistematis merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Risiko sistematis tidak dapat diminimalkan dengan diversifikasi. Perubahan pasar akan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi (Brigham, 2001).

Menurut Jones (2004),

“Systematic risk as is shown in part two on portfolio management an investor can construct a diversified portfolio and eliminate part of the total risk. The diversifiable or non market part. What is left is the diversifiable portion or the market risk variability in a securities total return that is directly associated with overall movements in the general market or economy”.

Risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio yang relatif terhadap risiko pasar dapat diukur dengan beta saham. Beta suatu sekuritas adalah kuantitatif yang mengukur sensitivitas keuntungan dari suatu sekuritas dalam merespon pergerakan keuntungan pasar. Semakin tinggi tingkat beta, semakin tinggi risiko sistematis yang tidak dapat dihilangkan karena diversifikasi. Untuk menghitung beta digunakan teknik regresi, yaitu mengestimasi beta suatu sekuritas dengan menggunakan *return-return* sekuritas sebagai variabel terikat dan *return-return* pasar sebagai variabel bebas.

Dalam penilaian saham, terdapat beberapa model teoritis yang dapat digunakan terkait dengan analisis fundamental dan analisis teknikal. Namun secara sederhana variabilitas harga saham tergantung pada *earnings* dan deviden suatu

perusahaan seperti yang dinyatakan Fuller and Farrell dalam Bram dan Lauw (2009), "*key determinant of security price is expectations concerning the firm's earning and dividends and their associated risk*". Model yang dikembangkan adalah pendekatan Gordon yaitu *Devidend Discount Model* (DDM) yang *constant growth*. Faktor-faktor tersebut sebagai variabel bebas yang didasarkan pada pemikiran bahwa faktor tersebut menggambarkan risiko dan *return* yang akan diterima para pemodal atas investasinya pada saham.

Rumus yang digunakan untuk mencari risiko sistematis (Beta) adalah

$$R_m = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

$$R_i = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

Dimana:

R_m = Return market

$IHS G_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan tahun t

$IHS G_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan tahun t-1

$P_{i,t}$ = Harga Saham i tahun t

$P_{i,t-1}$ = Harga Saham i tahun t-1

D_i = Deviden saham i

R_i = Return saham i

$$Beta = \frac{(n \sum R_m * R_i - \sum R_m \sum R_i)}{(n \sum R_m^2 - (\sum R_m)^2)}$$

B. *Leverage* dan Beta Saham

Leverage berkaitan dengan pengambilan keputusan tentang mendapatkan dana berkaitan dengan perusahaan untuk mempertahankan operasional usahanya. Weston dan Brigham dalam Bram dan Lauw (2009) mengemukakan bahwa modal adalah faktor penting dalam produksi. Menurut Gibson dalam Brigham (2001), kegunaan hutang yang disebut *leverage* sangat memengaruhi tingkat derajat perubahan laba secara umum. Jadi yang dimaksud dengan *leverage* adalah kemampuan perusahaan untuk menggunakan dana yang mempunyai beban tetap (utang) untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi perusahaan.

Secara prinsip, konsep *leverage* merupakan hasil dari penggunaan biaya tetap suatu aktiva atau dana untuk memperbesar pengembalian kekayaan pemilik perusahaan (Gitman, 2006) atau profitabilitas (Van Horne dan Wachowicz dalam Utami, 2003). Tujuan perusahaan menggunakan *leverage* yaitu agar keuntungan yang diperoleh lebih besar daripada biaya aset dan sumber dananya. Penggunaan *leverage* ini dapat saja berubah menjadi risiko jika perusahaan ternyata mendapat keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya sehingga menurunkan keuntungan pemegang saham (Sartono, 2001).

Menurut Gitman (2006) *leverage* dapat dibedakan menjadi tiga macam yaitu *operating leverage*, *financial leverage*, dan *combined leverage*. Namun menurut Penman (2007), *operating leverage* dan *financial leverage* merupakan alat prediksi risiko sistematis yang bersifat fundamental. Pengukuran *operating leverage*

menggunakan *Degree of Operating Leverage* (DOL), sedangkan pengukuran *financial leverage* menggunakan *Degree of Financial Leverage* (DFL).

DOL merupakan suatu ukuran struktur biaya perusahaan dan pada umumnya ditentukan oleh hubungan antara biaya tetap dan biaya total. Perusahaan dengan biaya tetap dan biaya totalnya yang relatif tinggi memiliki tingkat *operation leverage* yang tinggi. Pada tingkat DOL yang tinggi, EBIT atau *operating income* akan lebih sensitif terhadap perubahan penjualan. Tingginya sensitivitas *operating income* terhadap penjualan akan mengarah pada beta yang lebih tinggi. Jadi perusahaan dengan DOL yang tinggi cenderung memiliki beta yang tinggi (Sembel dan Permadi, 2005).

Operating leverage merupakan kepekaan EBIT terhadap penjualan perusahaan (Sembel, 2005). Menurut Gitosudarmo dalam Andriyanti (2007), *operating leverage* merupakan keadaan yang terjadi pada saat perusahaan memiliki biaya tetap yang harus ditanggung pada unit yang dihasilkan. *Operating leverage* terjadi pada saat perusahaan menanggung biaya tetap yang harus ditutup dari hasil operasinya (Husnan dalam Lisa, 2001). Weston dan Brigham dalam Bram dan Lauw (2009), menyatakan bahwa *operating leverage* menunjukkan seberapa besar biaya tetap operasi perusahaan merupakan bagian dari biaya total operasi suatu perusahaan seperti biaya tetap pabrikasi, biaya administrasi dan biaya penjualan.

Dari beberapa pengertian di atas, dapat disimpulkan bahwa *operating leverage* terjadi setiap waktu di mana suatu perusahaan mempunyai biaya tetap yang harus ditutup berapapun besar volume kegiatannya. Kunci penting dalam analisis ini

adalah pengakuan bahwa biaya-biaya yang ditanggung perusahaan dapat dipisahkan menjadi dua jenis biaya, yaitu biaya tetap dan biaya variabel. Biaya tetap adalah biaya yang jumlahnya tidak berubah dalam kisar produksi tertentu. Di luar kisar produksi tersebut, biaya tersebut dapat berubah. Contoh biaya tetap adalah gaji para pimpinan, penyusutan dan asuransi. Sedangkan biaya variabel adalah biaya yang secara total berubah apabila unit yang dihasilkan bertambah maka jumlah biaya variabel akan meningkat. Apabila unit yang dihasilkan bertambah maka jumlah biaya variabel akan meningkat, dan sebaliknya.

Untuk keperluan analisis seringkali biaya variabel per unit diasumsikan konstan, sehingga peningkatannya akan proporsional sesuai dengan unit yang dihasilkan. Analisis *operating leverage* dimaksudkan untuk mengetahui (1) seberapa peka laba operasi terhadap perubahan hasil penjualan, dan (2) berapa penjualan minimal yang harus diperoleh agar perusahaan minimal tidak menderita rugi. Semakin besar tingkat *operating leverage*, semakin peka laba operasi terhadap perubahan penjualan. Semakin besar proporsi biaya tetap, semakin besar *operating leverage*-nya (Husnan,2001).

Pertimbangan utama bagi pimpinan perusahaan untuk menggunakan *operating leverage* dalam operasinya adalah analisis untung ruginya apabila dalam berproduksi menggunakan mesin dengan biaya penyusutan yang besar, dibandingkan menggunakan tenaga kerja dengan biaya yang relatif lebih murah. Jika pimpinan perusahaan memutuskan untuk menggunakan mesin di dalam menghasilkan produksi, ini berarti biaya mempunyai pengaruh yang kuat dalam

perusahaan atau dengan kata lain biaya tetap merupakan *leverage* yang dapat mengakibatkan pendapatan akan menjadi lebih besar jika terjadi peningkatan dalam volume penjualan dan sebaliknya mengakibatkan pendapatan semakin berkurang bahkan merugi apabila pemasaran hasil produksi mengalami hambatan.

Secara teoritis *operating leverage* dapat berpengaruh secara positif maupun negatif terhadap risiko sistematis saham. Hal ini terjadi karena dengan menggunakan *operating leverage* yang tinggi, maka perubahan kecil dalam penjualan saham akan mengakibatkan perubahan pendapatan maupun kerugian perusahaan yang besar. Perubahan pendapatan yang besar ini terjadi kalau penggunaan *operating leverage* tersebut didukung oleh penjualan saham yang lancar (Weston dan Brigham dalam Bram dan Lauw, 2009).

Dari penjelasan tersebut dapat ditarik suatu hipotesis, yaitu:

H₁: *DOL* berpengaruh positif terhadap risiko sistematis saham.

Leverage keuangan mencerminkan tentang kondisi pinjaman yang didanai dari pihak luar dan jaminan pembayarannya berdasarkan keseluruhan aset yang dimiliki. Menurut Weston dan Brigham dalam Bram dan Lauw (2009), yang dimaksud dengan tingkat *leverage* keuangan adalah perubahan persentase laba yang tersedia bagi pemegang saham biasa yang terkait dengan perubahan persentase yang diberikan dalam laba sebelum bunga dan pajak. Sedangkan menurut Sanhiro dan Gibson dalam Almas (2007), pendekatan yang digunakan

untuk mengukur besarnya rasio *leverage* yaitu pendekatan dengan menggunakan data dari neraca.

Degree of Financial Leverage (DFL) mengukur besar perubahan pendapatan bersih akibat berubahnya laba operasi. *Leverage* keuangan yang tinggi akan meningkatkan pendapatan selama keadaan ekonomi baik dan menurunkan pendapatan pada keadaan ekonomi buruk. Semakin tinggi *Degree of Financial Leverage* suatu perusahaan cenderung akan semakin tinggi beta atau risiko sistematis perusahaan tersebut (Sembel dan Permadi dalam Bram dan Lauw, 2009). Semakin besar proporsi hutang, semakin tinggi pula *financial leverage*-nya. Hal ini akan menyebabkan semakin tinggi beta, karena dengan semakin besar proporsi hutang, akan menyebabkan proporsi modal semakin kecil, sehingga semakin tinggi risiko yang dihadapi oleh pemilik modal (Wira, 2009).

Dari penjelasan tersebut dapat ditarik suatu hipotesis, yaitu:

H₂: *DFL* berpengaruh positif terhadap risiko sistematis saham.

C. Harga Saham dan Beta Saham

Market Price merupakan harga pada pasar riil, dan merupakan harga yang paling mudah ditentukan karena merupakan harga dari suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung atau jika pasar sudah tutup, maka harga pasar adalah harga penutupannya atau *closing price* (Anoraga dan Pakarti, 2006). Harga ini terjadi setelah saham tersebut dicatatkan di bursa, baik bursa utama maupun *over the counter market* (OTC). Transaksi di sini sudah tidak lagi melibatkan emiten

dan penjamin emisi. Harga pasar ini merupakan harga jual dari investor yang satu dengan investor yang lain, dan disebut sebagai harga di pasar sekunder. Harga pasar inilah yang menyatakan naik-turunnya suatu saham dan setiap hari diumumkan di surat-surat kabar atau media-media lainnya.

Informasi dari rasio keuangan yang mengindikasikan profitabilitas dan tingkat risiko perusahaan akan direspon oleh investor, baik secara positif maupun negatif, sehingga mempengaruhi permintaan dan penawaran saham perusahaan. Hal ini tentunya akan memengaruhi harga saham perusahaan di pasar bursa. Chen, Roll dan Ross dalam Wira (2007) menyatakan bahwa terdapat empat faktor yang mendasari perubahan harga saham, seperti kegiatan industri, tingkat inflasi, perbedaan antara tingkat bunga jangka pendek dan jangka panjang, dan perbedaan antara tingkat keuntungan obligasi yang berisiko tinggi dan rendah.

Harga saham suatu perusahaan atau kelompok industri tertentu pada saat penutupan sangat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi. Kepekaan suatu industri terhadap pasar berbeda-beda yang mengindikasikan bahwa antara industri yang satu dengan yang lain memiliki risiko yang berbeda, demikian pula tingkat profitabilitas, peluang berkembang dan prospek masa depannya. Perbedaan harga saham antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh sesuai dengan satu dasar pembentukan harga saham, yang diyakini bahwa harga saham terjadi karena adanya aliran laba atau kas masa mendatang yang dinilai sekarang (Foster dalam

Reaksi pasar terhadap laporan keuangan yang informasinya dipublikasikan, mempengaruhi harga saham dan volume transaksi saham perusahaan yang bersangkutan. Jika publikasi tersebut mengandung informasi positif, maka investor diharapkan akan bereaksi positif pada saat informasi tersebut diterima pasar. Sebaliknya apabila publikasi mengandung informasi negatif, maka investor juga akan bereaksi secara negatif. Dengan demikian reaksi pasar akan tercermin dengan adanya perubahan harga dan volume transaksi saham perusahaan yang bersangkutan dan diukur dengan menggunakan harga saham pada saat penutupan (Almas, 2007).

Nilai perusahaan dicerminkan oleh harga saham, sehingga peningkatan nilai perusahaan akan berarti pula pada peningkatan harga saham. Jika terjadi peningkatan nilai perusahaan, maka risiko yang diambil oleh perusahaan pun akan semakin tinggi.

Berdasarkan tinjauan teori tersebut, maka dapat ditarik suatu hipotesis, yaitu:

H₁: Harga saham bernengaruh positif terhadap risiko sistematis saham.

D. Model Penelitian

Gambar 2.1.
Gambar Model Penelitian

