

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### A. Landasan Teori

##### 1. Konsep Risiko

Hanya menghitung *return* saja untuk suatu investasi tidaklah cukup. Risiko dari investasi juga perlu diperhitungkan. *Return* dan risiko merupakan dua hal yang tidak terpisah, karena pertimbangan suatu investasi merupakan *trade off* dari kedua faktor ini. *Return* dan risiko mempunyai hubungan yang positif, semakin besar risiko yang harus ditanggung, semakin besar *return* yang harus dikompensasikan. Banyak para manajer mengetahui risiko untuk dipertimbangkan dalam menilai dan mengambil keputusan investasi. Penilaian dan pemahaman *trade off* antara risiko dan *return* membentuk landasan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Perusahaan seharusnya mengenali apakah *return* yang diharapkan dapat dicapai atau tidak, yang berarti perusahaan harus mengenali elemen risiko dalam proses pengambilan keputusan. Secara umum investor enggan terhadap risiko. Jika risiko lebih besar, investor mengharapkan *return* dari suatu investasi yang lebih besar, *return* yang tinggi tidak selalu disertai investasi berisiko. Investasi berisiko tidak akan dilakukan oleh investor jika investasi tersebut tidak memberi harapan tingkat *return* yang tinggi.

Menurut (Hartono, 2008) risiko adalah kemungkinan menyimpangnya keuntungan yang sesungguhnya (*actual return*) dari tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). Risiko merupakan salah satu faktor penting yang harus diperhatikan dalam analisis investasi, karena setiap pilihan investasi selalu mengandung risiko dan risiko inilah yang mempengaruhi keuntungan yang akan diperoleh pemodal dari investasinya. Risiko merupakan variabilitas return realisasi terhadap *return* yang diharapkan. Risiko berhubungan dengan ketidakpastian, pemodal dalam berinvestasi akan mendapatkan *return* di masa datang dengan nilai yang belum diketahui. Pemodal dalam berinvestasi cenderung untuk menghindari dari kemungkinan menanggung risiko, tetapi pemodal tidak dapat terbebas dari risiko.

#### **a. Klasifikasi Risiko**

Risiko perusahaan dapat dikategorikan ke dalam empat jenis risiko: keuangan, operasional, strategis dan eksternalitas. Masing-masing kategori terdiri dari beberapa jenis risiko.

Berikut ini adalah pengertian secara singkat mengenai masing-masing risiko. Beberapa risiko, khususnya yang secara umum dominan dan penting di perusahaan (Bramantyo Djohanputro, 2004):

##### **1) Risiko Keuangan**

Risiko keuangan adalah fluktuasi target keuangan atau ukuran moneter perusahaan karena gejolak berbagai variabel makro. Ukuran keuangan dapat berupa arus kas (dan ini yang banyak

digunakan), laba perusahaan, *economic value added* (EVA), dan pertumbuhan penjualan.

Risiko keuangan terdiri dari tiga jenis risiko: risiko likuiditas, risiko kredit dan risiko permodalan,

a) Risiko Likuiditas

Ada dua pengertian risiko likuiditas. Pengertian pertama, risiko likuiditas adalah ketidakpastian atau kemungkinan perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban pembayaran jangka pendek atau pengeluaran tak terduga. Ini berkaitan dengan pengelolaan modal kerja perusahaan. Risiko ini terjadi bila perusahaan kekurangan uang tunai atau modal kerja bentuk lain yang bisa diuangkan dengan mudah untuk membayar utang dagang, utang pajak, utang bank yang jatuh tempo, commercial paper (CP), dan kewajiban jangka pendek lainnya.

Pengertian kedua, risiko likuiditas berarti kemungkinan penjualan suatu aset perusahaan dengan diskon yang tinggi karena sulitnya mencari pembeli. Ini terjadi bagi aset-aset yang jarang diperdagangkan. Perusahaan menghadapi risiko likuiditas jenis ini terutama bagi yang menanamkan uang di surat berharga.

Ciri dari risiko likuiditas yang kedua adalah besarnya spread yaitu selisih harga beli dan jual. Mata uang yang likuid,

seperti US\$, JPY, € memiliki spread yang rendah dibandingkan mata-mata uang yang lemah seperti Rupiah, Rupee dan Peso.

b) Risiko kredit

Risiko kredit adalah risiko bahwa debitur atau pembeli secara kredit tidak dapat membayar utang dan memenuhi kewajiban seperti tertuang dalam kesepakatan. Ini mengandung pengertian, risiko kredit suatu perusahaan berarti juga risiko turunnya kemampuan perusahaan debitur. Oleh karena itu, mengukur risiko kredit selalu dikaitkan dengan nilai nominal risiko dan kualitas dari risiko. Keduanya menentukan kebijakan perusahaan dalam memberi kredit.

c) Risiko permodalan

Risiko permodalan disebut juga risiko solvensi, yaitu risiko yang dihadapi perusahaan berupa kemungkinan tidak dapat menutup kerugian. Risiko ini merupakan risiko yang dihadapi perusahaan dan merupakan akumulasi berbagai risiko yang terjadi sebelumnya, antara lain risiko suku bunga, risiko likuiditas, risiko nilai tukar dan risiko operasional.

d) Risiko pasar

Risiko pasar berkaitan dengan potensi penyimpangan hasil keuangan karena pergerakan variabel pasar selama periode likuidasi dan perusahaan harus secara rutin melakukan

penyesuaian nilai terhadap pasar (*mark to market*). Hal-hal ini yang terkait dengan risiko pasar adalah transaksi dan instrumen keuangan.

Risiko pasar biasanya dikelompokkan menjadi empat jenis: risiko suku bunga, risiko nilai tukar, risiko komoditas dan risiko ekuitas. Risiko suku bunga berkaitan dengan transaksi pinjam-meminjam atau investasi dalam instrumen pinjaman. Risiko nilai tukar berkaitan dengan transaksi atau investasi yang melibatkan mata uang atau valuta asing. Risiko komoditas berkaitan dengan transaksi komoditas secara kredit atau melalui perdagangan *forward*, *futures* atau *derivatives* lainnya. Risiko ekuitas disebut juga risiko indeks saham, berkaitan dengan investasi dalam bentuk saham.

## 2) Risiko operasional

Risiko operasional adalah potensi penyimpangan dari hasil yang diharapkan karena tidak berfungsinya suatu sistem, SDM, teknologi, atau faktor lain. Risiko operasional bisa terjadi pada dua tingkatan: teknis dan organisasi. Pada tataran teknis risiko operasional bisa terjadi apabila sistem informasi, kesalahan mencatat, informasi yang tidak memadai. Pada tataran organisasi, risiko operasional bisa muncul karena sistem pemantauan dan pelaporan, sistem dan prosedur, serta kebijakan tidak berjalan sebagaimana seharusnya.

Risiko operasional bisa disebabkan oleh beberapa faktor, yaitu: manusia, teknologi, sistem dan prosedur, kebijakan, struktur organisasi.

### 3) Risiko Strategis

Risiko strategis adalah risiko yang dapat mempengaruhi eksposur korporat dan eksposur strategis (terutama eksposur keuangan) sebagai akibat keputusan strategis yang tidak sesuai dengan lingkungan eksternal dan internal usaha. Misalnya, direksi dengan persetujuan komisaris, memutuskan untuk mengembangkan usaha dengan melakukan diversifikasi. Ternyata usaha tersebut merupakan bentuk usaha yang tidak dikuasai oleh manajemen sehingga hasilnya tidak baik. Akibatnya banyak eksposur strategis mengalami penyimpangan dari hasil yang diharapkan.

### 4) Risiko eksternalitas

Risiko eksternalitas adalah potensi penyimpangan hasil pada eksposur korporat dan strategis, dan bisa berdampak pada potensi penutupan usaha, karena pengaruh dari faktor eksternal. Yang termasuk faktor eksternal, antara lain reputasi, lingkungan, sosial dan hukum.

Risiko sering dihubungkan dengan penyimpangan atau deviasi dari outcome yang diterima dengan yang diekspektasi. (Van Horne dan Wachowics, Jr (1992) (dalam Jogiyanto, 2008) mendefinisikan risiko

sebagai variabilitas return terhadap return yang diharapkan. Untuk menghitung resiko, metode yang digunakan adalah standar deviasi yang mengukur absolut penyimpangan nilai-nilai yang sudah terjadi dengan nilai ekspektasinya.

a. Risiko Portofolio

Tidak seperti halnya return portofolio yang merupakan rata-rata tertimbang dari seluruh return sekuritas tunggal, risiko portofolio tidak merupakan rata-rata tertimbang dari seluruh risiko sekuritas tunggal. Risiko portofolio mungkin dapat lebih kecil dari risiko rata-rata tertimbang masing-masing sekuritas tunggal.

Konsep dari risiko portofolio pertama kali diperkenalkan secara formal oleh Harry M. Markowitz di tahun 1950-an. Kemudian dia memenangkan hadiah nobel dibidang ekonomi di tahun 1990 untuk hasil karyanya tersebut. Dia menunjukkan bahwa secara umum risiko mungkin dapat dikurangi dengan menggabungkan beberapa sekuritas tunggal ke dalam bentuk portofolio. Persyaratan utama untuk dapat mengurangi risiko didalam portofolio ialah return untuk masing-masing sekuritas tidak berkorelasi secara positif dan sempurna (Jogiyanto, 2008).

## b. Risiko Total

Risiko total dapat dicari dengan pendekatan pasar modal. Berdasarkan pendekatan ini, risiko total terdiri dari dua komponen yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Dan menjadi pertimbangan manajer investasi dalam mengambil keputusan investasi. Hasil keputusan investasi yang baik adalah harapan tingkat pengembalian (*rate of return*) yang diharapkan besar dengan tingkat risiko yang diharapkan besar dengan tingkat risiko yang dapat diminimalisasi sekecil mungkin. Sedangkan hal mendasar dalam proses pengambilan keputusan investasi adalah pemahaman hubungan antara keuntungan yang diharapkan dan risiko suatu investasi. Apabila investor bertindak rasional, maka investor akan melakukan portofolio, yaitu melakukan investasi pada dua jenis sekuritas atau lebih. Oleh karena itu, risiko total sering disebut risiko total portofolio.

1) *Systematic risk* (risiko sistematis) mempengaruhi semua sekuritas walaupun dalam tingkat yang berbeda. *Systematic risk* adalah risiko yang terjadi karena pengaruh pasar secara keseluruhan misalnya perubahan keadaan perekonomian secara umum, pengaruh kebijakan fiskal dan moneter, inflasi dan perubahan situasi pasar minyak.

*Systematic risk* adalah bagian dari total risiko sekuritas-sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi

portofolio. Dengan dilakukan diversifikasi portofolio secara optimal maka risiko tersebut juga risiko pasar yang diukur dengan beta.

Risiko sistematis (*systematic risk*) juga disebut risiko yang tidak dapat didiversifikasi (*nondiversifiable risk*). Ciri-ciri risiko sistematis adalah tidak dapat dihilangkan atau dikurangi dengan cara penggabungan berbagai risiko.

Risiko spesifik (*specific risk*) atau risiko yang dapat didiversifikasi (*diversifiable risk*) dapat dihilangkan melalui proses penggabungan (*pooling*). Misalnya, anda memiliki bisnis produksi dan penjualan es krim. Pada mulanya, penjualan es krim meningkat pada saat musim kemarau dan menurun pada musim hujan. Gejala naik turun seperti ini mencerminkan tingginya risiko bisnis es krim. Untuk mengurangi risiko naik-turunnya penjualan, anda mengembangkan usaha berupa produksi dan penjualan payung. Bisnis payung sangat menarik pada saat musim hujan dan tidak menarik pada saat musim kemarau (sekalipun ada orang membeli payung di musim kemarau untuk melindungi diri dari sengatan matahari, namun jumlahnya tidak besar). Naik turunnya pendapatan dari bisnis payung juga mencerminkan risiko pada bisnis ini.

Menurut munawir (2002) risiko sistematis dibedakan menjadi empat, antara lain:

- a) Risiko ekonomi (*economic risk*), meliputi: risiko fluktuasi aktivitas bisni (*fluctuation in business activities*), risiko pasar modal (*capital market risk*) dan risiko daya beli (*purchasing power risk*)
  - b) Risiko bisnis (*business risk*) meliputi : faktor persaingan, kombinasi produk dan faktor kemampuan manajemen.
  - c) Risiko keuangan (*financial risk*)
  - d) Risiko akuntansi (*accounting risk*)
- 2) Risiko tidak sistematis

Risiko tidak sistematis merupakan risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan, dan terjadi karena karakteristik perusahaan atau institusi keuangan yang mengeluarkan sekuritas, misal dalam kemampuan manajemen, kebijakn investasi, kondisi dan lingkungan kerja. Risiko tidak sistematis disebut juga sebagai risiko didiversifikasikan atau risiko unik atau risiko spesifik (risiko perusahaan). menurut munawir (2002) risiko tidak sistematis dipengaruhi oleh beberapa faktor, antara lain :

- a) Risiko manajemen yaitu risiko kegagalan dari manajemen dalam menjalankan perusahaan yang disebabkan oleh ketidakmampuan dalam memperkirakan kemungkinan yang

akan terjadi di masa mendatang, sehingga perusahaan kehilangan *supplier*, pangsa pasar menurun, pemogokan buruh, dll.

- b) Risiko keuangan yaitu penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan. hal ini berakibat pada meningkatnya biaya tetap (bunga) dan efeknya akan meningkatkan laba per lembar saham. Apabila kondisi perekonomian mengalami peningkatan yang cukup pesat dan perusahaan dikelola dengan baik, tetapi terjadi resesi, maka hal ini akan menurunkan laba per saham.
- c) Risiko industri yaitu risiko yang disebabkan dari industri itu sendiri atau industri yang bersangkutan.

## 2. Beta

Investor yang melakukan investasi pada beberapa sekuritas berusaha membentuk portofolio yang efisien. Portofolio yang efisien adalah portofolio yang memberikan return tertinggi dengan tingkat risiko 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 sistematis sehingga yang tersisa hanyalah risiko sistematis atau beta (Tandelilin, 2003).

Beta merupakan suatu pengukur volatilitas (volatility) return suatu sekuritas atau return portofolio terhadap rerun pasar. Beta sekuritas

periode pertama mengukur volatilitas return sekuritas periode pertama dengan return pasar. Beta portofolio mengukur volatilitas return portofolio dengan return pasar. Dengan demikian beta merupakan pengukur resiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap resiko pasar (Jogiyanto, 2008).

Volatilitas dapat didefinisikan sebagai fluktuasi dari return-return suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Jika fluktuasi return-return sekuritas atau portofolio secara statistik mengikuti fluktuasi dari return-return pasar, maka beta dari suatu sekuritas atau portofolio tersebut dikatakan bernilai 1. Karena fluktuasi juga sebagai pengukur dari resiko (ingat bahwa varian return sebagai pengukur resiko merupakan pengukur fluktuasi dari return-return terhadap return ekspektasinya), maka beta bernilai 1 menunjukkan resiko sistematis suatu sekuritas atau portofolio sama dengan resiko pasar. Beta sama dengan 1 juga menunjukkan jika return pasar bergerak naik (turun), return sekuritas atau portofolio juga bergerak naik atau turun sama besarnya mengikuti return pasar. Beta bernilai 1 ini menunjukkan bahwa perubahan return pasar sebesar  $x\%$  secara rata-rata, return sekuritas atau portofolio akan berubah juga sebesar  $x\%$  (jogiyanto, 2008).

Setiap perusahaan memiliki resiko sistematis yang berbeda-beda. Menurut Jones (1991) beta merupakan suatu ukuran relatif dari resiko sistematis saham individu dalam hubungannya dengan pasar secara

keseluruhan yang diukur dari fluktuasi pendapatan (return). Masing-masing saham memiliki kepekaan yang berbeda-beda terhadap perubahan pasar. Saham dengan koefisien beta satu berarti memiliki resiko yang sama dengan resiko pasar rata-rata. Koefisien beta lebih besar dari satu menunjukkan bahwa saham tersebut sangat peka terhadap perubahan pasar atau memiliki resiko diatas resiko pasar, disebut sebagai saham yang agresif. Saham yang mempunyai beta kurang dari satu disebut saham defensif dimana saham tersebut kurang peka terhadap perubahan pasar.

a. Mengestimasi Beta

Mengetahui beta suatu sekuritas atau beta suatu portofolio merupakan hal yang penting untuk menganalisis sekuritas atau portofolio tersebut. Beta suatu sekuritas menunjukkan risiko sistematisnya yang tidak dapat dihilangkan karena diversifikasi. Untuk menghitung beta portofolio, maka beta masing-masing sekuritas perlu dihitung terlebih dahulu. Beta portofolio merupakan rata-rata tertimbang dari beta masing-masing sekuritas.

Beta suatu sekuritas dapat dihitung dengan teknik estimasi yang menggunakan data historis. Beta yang dihitung berdasarkan data historis ini selanjutnya dapat digunakan untuk mengestimasi beta masa datang. Bukti-bukti empiris menunjukkan bahwa beta historis mampu menyediakan informasi tentang beta masa depan (Elton dan Gruber, 1994).

Beta historis dapat dihitung dengan menggunakan data historis berupa data pasar (return-return sekuritas dan return pasar), data akuntansi (laba-laba perusahaan dan laba indeks pasar) atau data fundamental (menggunakan variabel-variabel fundamental). Beta yang dihitung dengan data pasar disebut dengan beta pasar. Beta yang dihitung dengan data akuntansi disebut beta akuntansi dan beta yang diihitung dengan data fundamental disebut dengan beta fundamental (Jogiyanto, 2008).

b. Beta Pasar

Beta pasar juga dihitung dengan menggunakan teknik regresi. Teknik regresi untuk mengestimasi beta suatu sekuritas dapat dilakukan dengan menggunakan return-return sekuritas sebagai variabel dependen dan return-return pasar sebagai variabel independen. Persamaan regresi yang dihasilkan dari data time series ini akan menghasilkan koefisien beta yang diasumsikan stabil dari waktu ke waktu selama masa periode observasi. Jika beta sifatnya stabil, semakin lama periode observasi yang digunakan di persamaan regresi, semakin baik (karena kesalahan pengukurannya semakin lebih kecil) hasil dari beta. Akan tetapi bila periode observasi terlalu lama, anggapan beta konstan dan stabil kurang tepat, karena sebenarnya beta berubah dari waktu ke waktu. (Bogue, 1972 dan Gonedes, 1973 dalam Jogiyanto, 2008)

menginvestigasikan hal ini dan menyimpulkan bahwa untuk data return bulanan, 60 bulan merupakan periode yang optimal

Beta pasar dapat diestimasi dengan mengumpulkan nilai-nilai historis return dari sekuritas dan return dari pasar selama periode tertentu, misalnya selama 60 bulan untuk return bulanan atau 200 hari untuk return harian. Dengan asumsi bahwa hubungan antara return-return sekuritas dan return-return pasar adalah linier, maka beta dapat diestimasi secara manual dengan memplot garis diantara titik-titik return atau dengan teknik regresi.

c. Beta Akuntansi

Data akuntansi seperti misalnya laba akuntansi (accounting earnings) dapat juga digunakan untuk mengestimasi beta. Beta akuntansi ini dapat dihitung secara sama dengan beta pasar (yang menggunakan data return) yaitu dengan mengganti data return dengan data laba akuntansi.

d. Beta Fundamental

Beaver, Kettler dan Scholes (1970) mengembangkan penelitian Ball dan Brown dengan menyajikan perhitungan beta menggunakan beberapa variabel fundamental. Variabel-variabel yang dipilih oleh mereka merupakan variabel-variabel yang dianggap berhubungan dengan risiko, karena beta merupakan pengukur dari risiko. Dengan argumentasi bahwa risiko dapat ditentukan menggunakan kombinasi karakteristik pasar dari

sekuritas akan nilai-nilai fundamental perusahaan, maka kombinasi ini akan banyak membantu mengerti beta dan untuk memprediksinya. Oleh karena itu Beaver, Ketler, dan Scholes menggunakan 7 macam variabel yang merupakan variabel-variabel fundamental. Sebagian besar dari variabel-variabel tersebut adalah variabel-variabel akuntansi. Walaupun variabel-variabel tersebut secara umum dianggap bervariasi dengan risiko, tetapi secara umum dianggap bervariasi dengan risiko, tetapi secara teori mungkin tidak semuanya berhubungan dengan risiko.

e. Beta Pasar dan Beta Fundamental

Beta return pasar dan beta fundamental masing-masing punya kelebihan dan kekurangannya. Kelebihan dari beta return pasar adalah beta ini mengukur respon dari masing-masing sekuritas terhadap pergerakan pasar. Ingat kembali rumus beta pasar di (11-1) dan (11-2) yang menunjukkan kovarian masing-masing return perusahaan ke- $i$  dengan return pasar. Kelemahannya dari beta return pasar adalah tidak langsung mencerminkan perubahan dari karakteristik perusahaan karena beta return pasar dihitung berdasarkan data pasar (return perusahaan yang merupakan perubahan dari harga saham dengan return pasar) dan tidak dihitung berdasarkan data karakteristik (fundamental) perusahaan, seperti misalnya data fundamental pembayaran dividen. Beta pasar mungkin mencerminkan pembayaran dividen secara tidak

langsung, yaitu lewat perubahan harga saham jika ada. Berbeda dengan beta fundamental yang mengukur perubahan pembayaran dividen secara langsung.

Dilain pihak, beta fundamental mempunyai kebaikan bahwa beta ini secara langsung berhubungan dengan perubahan karakteristik perusahaan, karena beta ini dihitung menggunakan data karakteristik tersebut. Beta fundamental juga mempunyai kelemahan, yaitu variabel-variabel karakteristik perusahaan mempunyai efek terhadap beta fundamental yang sama untuk semua perusahaan. Dari contoh didapat nilai  $a_1 = -1,2$  dan  $a_2 = 1,5$ . Ini berarti bahwa perubahan sebesar 1% dari dividend payout akan mempengaruhi beta fundamental sebesar -1,2% untuk beta semua perusahaan. Demikian juga perubahan sebesar 1% dari assets growth akan mempengaruhi secara sama sebesar 1,5% untuk beta perusahaan.

Rosenberg dan Marathe (1975) kemudian menggabungkan data return pasar dan data karakteristik perusahaan untuk menghitung beta. Dengan penggabungan ini diharapkan kelemahan masing-masing perhitungan beta tertutup dan semua kebaikannya tergabung, sehingga diharapkan daya prediksinya untuk menghitung beta di masa mendatang lebih akurat.

Rosenberg dan McKibben (1973) menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang kuat antara beta untuk industri-industri

yang berbeda. Karena hasil ini, maka Rosenberg dan McKibben menambahkan efek dari industri sebagai variabel-variabel didalam perhitungan beta yang sudah dilakukan Rosenberg dan Marathe sebelumnya. Hasil akhir dari perhitungan beta ini melibatkan 101 variabel sebagai berikut 14 variabel untuk variabilitas pasar (misalnya volume perdagangan dan range dari harga saham), 7 buah variabel variabilitas laba, 8 buah variabel untuk evaluasi kesuksesan (ratio dari nilai buku dengan nilai pasar, pertumbuhan laba dan lain sebagainya), 9 buah variabel pengukur besarnya perusahaan (misalnya logaritma dari total aktiva), 9 variabel yang berhubungan dengan orientasi pertumbuhan (misalnya dividend yield, P/E ratio), 9 variabel mengukur risiko keuangan (misalnya leverage dan likuiditas), 6 variabel karakteristik perusahaan (misalnya tipe dari bisnis) dan 39 variabel merupakan dummy variables. Variabel-variabel dummy menunjukkan sebanyak 40 industri yang ada di dalam sampel dan variabel lain ini bernilai 1 jika perusahaan yang diobservasi masuk ke dalam kategori industrinya dan bernilai 0 jika sebaliknya.

f. Beta portofolio

Beta portofolio umumnya lebih akurat dibandingkan dengan beta tiap-tiap individual sekuritas. Alasannya adalah sebagai berikut ini

- 1) Beta individual sekuritas diasumsikan konstan dari waktu ke waktu. Kenyataannya beta individual sekuritas dapat berubah dari waktu ke waktu. Perubahan beta individual sekuritas dapat berupa perubahan naik atau perubahan turun. Beta portofolio akan meniadakan perubahan beta individual sekuritas dengan perubahan beta individual sekuritas yang lainnya. Dengan demikian jika beta tidak konstan dari waktu ke waktu. Maka beta portofolio akan lebih tepat dibandingkan dengan beta individual sekuritas.
- 2) Perhitungan beta individual sekuritas juga tidak lepas dari kesalahan pengukuran (*measurement error*) atau kesalahan acak (*random error*). Pembentukan portofolio akan mengurangi kesalahan acak ini. Karena kesalahan acak satu sekuritas mungkin akan diiadakan oleh kesalahan acak sekuritas yang lainnya. Dengan demikian, beta portofolio juga diharapkan akan lebih tepat dibandingkan dengan beta individual sekuritas.

### 3. Beta untuk pasar modal berkembang

Menurut (Jogiyanto, 2008), beta untuk pasar modal yang berkembang perlu disesuaikan. Alasannya adalah beta yang belum disesuaikan masih merupakan beta yang bias disebabkan oleh perdagangan yang tidak sinkron (*non-synchronous trading*). Perdagangan tidak sinkron ini terjadi di pasar yang transaksi perdagangannya jarang terjadi atau disebut dengan pasar yang tipis (*thin market*). Pasar yang tipis merupakan ciri dari pasar modal yang sedang berkembang.

Beta sebagai pengukur volatilitas mengukur kovarian *return* suatu sekuritas dengan *return* pasar relatif terhadap risiko pasar. Kovarian dalam perhitungan beta ini menunjukkan hubungan *return* suatu sekuritas dengan *return* pasar pada periode yang sama, yaitu periode ke- $t$ . Perhitungan beta akan menjadi bias jika kedua periode tersebut tidak sinkron, yaitu periode *return* pasar adalah periode ke- $t$  dan periode *return* sekuritas bukan periode ke- $t$ .

Ketidak-samaan waktu antara *return* sekuritas dengan *return* pasar dalam perhitungan beta disebabkan karena perdagangan sekuritas-sekuritas yang tidak sinkron. Perdagangan tidak sinkron terjadi karena beberapa sekuritas tidak mengalami perdagangan untuk beberapa waktu. Akibatnya untuk sekuritas-sekuritas ini, harga-harganya pada periode ke- $t$  sebenarnya merupakan harga-harga terakhir kalinya diperdagangkan, bukan harga-harga perdagangan pada periode ke- $t$ .

Perdagangan tidak sinkron juga sering terjadi dalam satu hari perdagangan. Perdagangan tidak sinkron terjadi jika beberapa sekuritas hanya diperdagangkan pada pagi hari saja yang harganya kemudian dibawa sampai pasar ditutup yang kemudian harga-harga tersebut digunakan untuk menghitung indeks pasar pada hari itu. Bias ini terjadi karena anggapannya indeks pasar dihitung dari harga-harga sekuritas yang diperdagangkan sampai detik terakhir pasar ditutup pada hari itu. Karena masalah perdagangan tidak sinkron disebabkan oleh masalah periode waktu perdagangan dan masalah dalam interval waktu, maka masalah ini juga disebut dengan *periodicity problem* dan *intervalling problem*.

#### 4. Faktor-faktor yang mempengaruhi beta koreksi :

##### a. *Dividend payout*.

*Dividend payout* diukur sebagai dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum (Litner 1956 dalam Jogiyanto, 2008). Memberikan alasan rasional bahwa perusahaan-perusahaan enggan untuk menurunkan dividen. Jika perusahaan memotong dividen, maka akan dianggap sebagai sinyal yang buruk karena perusahaan membutuhkan dana. Oleh karena itu perusahaan yang mempunyai risiko yang tinggi cenderung untuk membayar *dividend payout* lebih kecil supaya nanti tidak memotong dividen jika laba yang diperoleh turun. Untuk perusahaan yang berisiko tinggi, probabilitas untuk mengalami laba

yang menurun adalah tinggi. Dari hasil pemikiran ini, maka dapat disimpulkan adanya hubungan yang negatif antara risiko dan *dividend payout*, yaitu risiko tinggi, *dividend payout* rendah. Karena beta pengukur rasio, maka dapat juga dinyatakan bahwa beta dan *dividend payout* mempunyai hubungan yang negatif.

Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana *intern* atau *internal financing*. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar. Dengan demikian kebijakan dividen ini harus di analisa dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan atau penentuan struktur modal secara keseluruhan.

Pertimbangan kebijakan deviden sejauh ini hanya dari aspek teoritisnya saja, tetapi belum melihat pertimbangan manajerial alam praktik yang sesungguhnya. Berikut ini faktor-faktor yang sesungguhnya terjadi dan harus dianalisis dalam kaitannya dengan kebijakan dividen ( Agus Sartono, 292) :

### 1) Kebutuhan dana perusahaan

Kebutuhan dana bagi perusahaan dalam kenyataannya merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan diambil. Aliran kas perusahaan yang diharapkan, pengeluaran modal di masa datang yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola (skedul) pengurangan utang dan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi posisi kas perusahaan harus dipertimbangkan dalam analisis kebijakan dividen.

### 2) Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka sebagian besar posisi kas dan likuiditas perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dan profitable akan memerlukan dana yang cukup besar guna membiayai investasinya, oleh karena itu mungkin akan kurang likuid karena yang diperoleh lebih banyak diinvestasikan pada aktiva tetap dan aktiva lancar yang permanen.

### 3) Kemampuan meminjam

Posisi likuiditas perusahaan dapat diatasi dengan kemampuan perusahaan untuk meminjam dalam jangka pendek. Kemampuan meminjam dalam jangka pendek tersebut

akan meningkatkan fleksibilitas likuiditas perusahaan. Selain itu fleksibilitas perusahaan juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk bergerak dipasar modal dengan mengeluarkan obligasi. Perusahaan yang semakin besar dan sudah establish akan memiliki akses yang lebih baik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar, fleksibilitas yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar dividen.

#### 4) Keadaan pemegang saham

Jika perusahaan itu kepemilikan sahamnya relatif tertutup, manajemen biasanya mengetahui dividen yang diharapkan oleh pemegang saham dan dapat bertindak dengan tepat. Jika hampir semua pemegang saham berada dalam golongan high tax dan lebih suka memperoleh capital gains, maka perusahaan dapat mempertahankan dividen payout yang rendah. Dengan dividen payout yang rendah tentunya dapat diperkirakan apakah perusahaan akan menahan laba untuk kesempatan investasi yang profitable. Untuk perusahaan yang jumlah pemegang sahamnya besar hanya dapat menilai dividen yang diharapkan pemegang saham dalam konteks pasar.

#### 5) Stabilitas dividen

Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik daripada dividen payout ratio yang tinggi. Stabilitas disini

dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Apabila faktor lain yang sama, saham yang memberikan dividen yang stabil selama periode tertentu akan mempunyai harga yang lebih tinggi daripada saham yang membayar dividennya dalam persentase yang tetap terhadap laba.

b. *Asset Growth*.

Variabel pertumbuhan aktiva (*assets growth*) didefinisikan sebagai perubahan (tingkat pertumbuhan) tahunan dari aktiva total. *Asset growth* adalah rata-rata pertumbuhan kekayaan perusahaan. Bila kekayaan awal suatu perusahaan adalah tetap jumlahnya, maka pada tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi berarti besarnya kekayaan akhir perusahaan tersebut semakin besar. Demikian pula sebaliknya, pada tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi, bila besarnya kekayaan akhir tinggi berarti kekayaan awalnya rendah.

c. *Leverage*.

*Leverage* didefinisikan sebagai nilai buku total hutang jangka panjang dibagi dengan total aktiva. *Leverage* diprediksi mempunyai hubungan positif dengan beta. (Bowman, 1980 dalam Jogiyanto, 2008). Menggunakan nilai pasar untuk total hutang dalam menghitung *leverage* dan mendapatkan hasil yang tidak berbeda jika digunakan dengan nilai buku.

Arti *leverage* secara harfiah (literal) adalah pengukit. Pengukit biasanya digunakan untuk membantu mengangkat beban yang berat. Dalam keuangan, *leverage* bisa digunakan untuk meningkatkan tingkat keuntungan yang diharapkan. Dua jenis *leverage* yaitu : *operating leverage* dan *financial leverage* (Mamduh, 2005).

#### 1) *Operating Leverage* (*Leverage* Operasi)

*Leverage* operasi bisa diartikan sebagai seberapa besar perusahaan menggunakan beban tetap operasional. Beban tetap operasional biasanya berasal dari biaya depresiasi, biaya produksi dan pemasaran yang bersifat tetap (misal gaji bulanan karyawan). Sebagai kebalikannya adalah beban (biaya) variabel operasional, contohnya biaya tenaga kerja yang dibayar berdasarkan produk yang dihasilkan.

Perusahaan yang menggunakan biaya tetap dalam proporsi yang tinggi (relatif terhadap biaya variabel) dikatakan menggunakan *operating leverage* yang tinggi. Dengan kata lain, *degree of operating leverage* (DOL) untuk perusahaan tersebut tinggi. Perubahan penjualan yang kecil akan mengakibatkan perubahan pendapatan yang tinggi (lebih sensitif). Jika perusahaan mempunyai *degree of operating leverage* (DOL) yang tinggi, tingkat penjualan yang tinggi akan menghasilkan pendapatan yang tinggi. Tetapi sebaliknya, jika tingkat penjualan turun secara

signifikan, perusahaan tersebut akan mengalami kerugian. Dengan demikian DOL seperti pisau dengan dua mata: bisa membawa manfaat, sebaliknya bisa merugikan.

Secara formal degree of operating leverage (DOL) bisa dituliskan sebagai berikut :

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

Jika persentase perubahan dalam menghasilkan EBIT yang disebabkan oleh suatu perubahan persentase tertentu dalam penjualan lebih besar daripada perubahan persentase penjualan, maka ada leverage operasi.

## 2) *Financial leverage (leverage keuangan)*

Leverage keuangan bisa diartikan sebagai besarnya beban tetap keuangan (*financial*) yang digunakan oleh perusahaan. Beban tetap keuangan tersebut biasanya berasal dari pembayaran bunga untuk utang yang digunakan oleh perusahaan. Karena itu pembicaraan leverage keuangan berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Perusahaan yang menggunakan beban tetap (bunga) yang tinggi berarti menggunakan utang yang tinggi. Perusahaan tersebut dikatakan mempunyai leverage keuangan yang tinggi, yang berarti *degree of financial leverage* (DFL) untuk perusahaan tersebut tinggi.

*Degree of financial leverage* mempunyai implikasi terhadap earning per-share perusahaan. Untuk perusahaan yang mempunyai

DFL yang tinggi, perusahaan EBIT (*earning before interest and taxes*) akan menyebabkan EPS yang tinggi. Sama seperti degree of operating leverage (DOL), DFL seperti pisau bermata dua, jika EBIT meningkat maka EPS akan meningkat secara signifikan. Sebaliknya, jika EBIT turun, maka EPS juga akan turun secara signifikan.

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

$$DFL = \frac{\text{Persentase perubahan EPS}}{\text{persentase perubahan EBIT}}$$

Jika persentase perubahan dalam menghasilkan EPS dari suatu perubahan persentase tertentu dalam EBIT lebih besar daripada perubahan persentase dalam EBIT, maka ada leverage finansial.

#### d. *Liquidity.*

Likuiditas (*liquidity*) diukur sebagai current ratio yaitu aktiva lancar dibagi dengan hutang lancar. Likuiditas diprediksi mempunyai hubungan yang negatif dengan beta, yaitu secara rasional diketahui bahwa semakin liquid perusahaan semakin kecil risikonya.

Likuiditas diprediksi mempunyai hubungan negatif dengan beta, yaitu secara rasional diketahui bahwa semakin liquid perusahaan, semakin kecil risikonya. Likuiditas yang tinggi akan memperkecil risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi

kewajiban jangka pendek kepada kreditur. Sebaliknya, tingkat likuiditas yang rendah berarti makin kecil total aktiva lancar yang dimiliki perusahaan. Hal ini akan meningkatkan risiko kegagalan perusahaan untuk dapat memenuhi semua kewajiban finansial yang segera harus dipenuhi (Hartono, 2000).

e. *Asset Size*.

Variabel ukuran aktiva (*asset size*) diukur sebagai logaritma dari total aktiva. Variabel ini diprediksi mempunyai hubungan yang negatif dengan risiko. Ukuran aktiva dipakai sebagai wakil pengukur (*proxy*) besarnya perusahaan. Perusahaan yang besar dianggap mempunyai risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil. Alasannya adalah karena perusahaan yang lebih besar dianggap lebih mempunyai akses ke pasar modal, sehingga dianggap mempunyai beta yang lebih kecil (Elton dan Gruber, 1994). Anggapan ini merupakan anggapan yang umum tidak didasarkan pada teori. Bagaimanapun juga Watts dan Zimmerman (1978) mencoba membuktikan hipotesis tentang hubungan ini untuk membentuk teori yang disebut teori akuntansi positif (*positive accounting theory*). Perusahaan yang besar merupakan subyek dari tekanan politik. Perusahaan besar yang melaporkan laba berlebihan menarik perhatian politikus dan akan diinvestigasi karena dicurigai melakukan monopoli (Na'im dan Hartono, 1996 ; Hartono dan Na'im, 1997). Watts dan Zimmerman

selanjutnya akan menghipotesiskan bahwa perusahaan besar cenderung menginvestasikan dananya ke proyek yang mempunyai varian yang rendah dengan beta yang rendah untuk menghindari laba yang berlebihan. dengan menginvestasikan ke proyek dengan beta yang rendah akan menurunkan resiko dari perusahaan. Dengan demikian dihipotesiskan hubungan antara ukuran perusahaan dengan beta adalah negatif (Jogiyanto, 2008).

Ukuran perusahaan merupakan salah satu variabel akuntansi yang mempengaruhi risiko saham. Tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan antara lain : Total penjualan, rata-rata tingkat penjualan dan rata-rata total aktiva.

Sehubungan dengan total penjualan, apabila perusahaan memiliki total penjualan yang besar menunjukkan bahwa perusahaan telah mencapai tahap kedewasaan (*maturity*). Pada tahap ini jumlah saldo kas yang ada dalam perusahaan akan meningkat karena bertambahnya aliran kas masuk perusahaan yang berasal dari penjualan. Menurut Bambang Riyanto (1999) jumlah kas dalam perusahaan dapat dihubungkan dengan jumlah penjualannya. Semakin besar total penjualan makin besar jumlah kas yang ada di dalam perusahaan, maka makin tinggi tingkat likuiditas perusahaan. Ini berarti perusahaan mempunyai tingkat risiko yang lebih kecil untuk tidak dapat memenuhi kewajiban keuangannya. Hal ini menyebabkan saham perusahaan tetap

menarik bagi investor dan akhirnya saham tersebut mampu bertahan pada harga yang tinggi. Dengan berkurangnya fluktuasi harga menunjukkan adanya kepastian dalam return saham sehingga akan memperkecil risiko yang akan ditanggung oleh investor. Sehingga untuk perusahaan besar dengan total penjualan yang besar memiliki risiko sistematis yang kecil.

f. *Earning Variability.*

Variabilitas laba (*earnings variability*) diukur dengan nilai deviasi standar dari PER (*price earnings ratio*) atau rasio P/E (harga saham dibagi dengan laba perusahaan). Variabilitas dari laba dianggap sebagai risiko perusahaan, sehingga hubungan antara variabel ini dengan beta adalah positif.

g. *Accounting beta*

Beta akuntansi (*accounting beta*) diperoleh dari koefisien regresi dengan variabel dependen perubahan laba akuntansi dan variabel independen adalah perubahan indeks laba pasar untuk laba akuntansi portofolio pasar. Beta akuntansi dan beta pasar diprediksi keduanya mempunyai hubungan yang positif.

## B. Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai pasar modal khususnya resiko investasi saham (beta) yang berhubungan dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini telah dilakukan baik di dalam maupun di luar negeri. Penelitian terdahulu mengenai resiko sistematis (beta), antara lain adalah:

1. Penelitian yang dilakukan oleh Wiwik Utami (2000) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan Terhadap Risiko Beta Saham” menyatakan bahwa faktor fundamental perusahaan yang terdiri dari *leverage*, *dividend payout*, *asset growth*, secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap risiko beta saham dan secara parsial faktor fundamental yang berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis terhadap risiko beta adalah *leverage*, *asset growth* dan *dividen payout*.
2. Sufiyati dan Ainun Na'im (2002) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Leverage Operasi dan Leverage Finansial terhadap risiko sistematis saham studi pada perusahaan publik di Indonesia. Berdasarkan hasil analisis, ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap beta saham. Berdasarkan analisis regresi berganda, variabel ini yang secara konsisten menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap beta.
3. Penelitian yang dilakukan oleh Doddy Setiawan, Irianto Warsito dan Y. Anni Aryani (2003) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh *Assets Growth*, Rasio Profitabilitas, Dan Beta akuntansi Terhadap Beta”

menyatakan bahwa secara parsial variabel pertumbuhan aktiva, ROA dan ROE, dan beta akuntansi tidak berpengaruh signifikan terhadap beta perusahaan-perusahaan dalam industri manufaktur pada tahun 1997-2001. Secara simultan *Assets Growth*, ROA, ROE dan beta akuntansi secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham.

4. Penelitian yang dilakukan oleh Doddy Setiawan (2004) dalam penelitiannya yang berjudul "Analisis Faktor-Faktor Fundamental yang Mempengaruhi Risiko Sistematis Sebelum dan Selama Krisis Moneter". Penelitian ini menguji pengaruh variabel fundamental terhadap beta saham pada periode sebelum krisis moneter (1992-1996) dan periode selama krisis moneter (1998-2001). Variabel fundamental yang digunakan adalah : *asset growth*, *leverage*, *likuiditas*, *total asset turn over* dan *return on investment*. Faktor fundamental yang berpengaruh terhadap beta pada periode sebelum krisis moneter adalah *asset growth*, *total asset turn over* dan *return on investment*. Sedangkan pada periode selama krisis moneter menunjukkan *leverage* berpengaruh signifikan terhadap beta. investor sebaiknya menggunakan faktor fundamental pada saat menilai risiko sistematis. Pada saat periode sebelum krisis moneter investor memperhatikan rasio *asset growth*, *total asset turn over* dan *return on investment*. Sedangkan pada periode selama krisis moneter investor menggunakan rasio *leverage* untuk menilai risiko

tidak signifikan pada saat kondisi perekonomian normal, pada saat perekonomian dalam kondisi krisis profitabilitas dan size berpengaruh negatif secara signifikan terhadap risiko sistematis. Namun pengujian hipotesis secara serempak menunjukkan bahwa leverage operasi, leverage keuangan, size dan profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap risiko sistematis pada saat perekonomian dalam kondisi normal maupun krisis.

### C. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan permasalahan dan kerangka teoritis di atas, hipotesis penelitian ini adalah :

*Dividend payout* diukur sebagai dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. (Lintner, 1956 dalam jogiyanto, 2008) memberikan alasan rasional bahwa perusahaan-perusahaan enggan untuk menurunkan dividen. Jika perusahaan membayar dividen nya rendah, maka akan dianggap sebagai sinyal yang buruk karena perusahaan membutuhkan dana. Sehingga akan membuat risiko perusahaan menjadi besar. Setiap ada penambahan laba yang ditahan berarti ada penambahan modal sendiri di dalam perusahaan. dividen dipakai sebagai signal oleh perusahaan. Jika perusahaan merasa bahwa prospek di masa mendatang baik, pendapatan aliran kas diharapkan meningkat atau diperoleh pada tingkat dimana dividen yang meningkat tersebut bisa dibayarkan, maka perusahaan akan meningkatkan dividen.

Pasar akan merespons positif pengumuman kenaikan dividen tersebut. Hal yang sebaliknya akan terjadi. Jika perusahaan merasa prospek dimasa mendatang menurun, perusahaan akan menurunkan pembayaran dividennya. Pasar akan merespon negatif pengumuman tersebut. Dividen mempunyai kandungan informasi, yaitu prospek perusahaan di masa mendatang (Mamduh Hanafi, 2005). Ketidakpastian keuntungan investor membuat risiko bagi investor semakin besar sehingga beta semakin besar.

Semakin rendah *dividend payout ratio* perusahaan semakin tinggi beta, dan sebaliknya semakin tinggi *dividend payout ratio* perusahaan semakin rendah beta.

Dari landasan teori tersebut diatas peneliti memformulasikan hipotesis alternatif kedua sebagai berikut ini :

**H1 : Dividend Payout berpengaruh negatif terhadap resiko sistematis.**

Variabel pertumbuhan aktiva (*assets growth*) didefinisikan sebagai perubahan (tingkat pertumbuhan) tahunan dari aktiva total. Variabel ini diprediksi mempunyai hubungan positif dengan beta. Artinya bahwa semakin bertumbuh total aktiva tahunan semakin tinggi beta dan sebaliknya semakin menurun total aktiva semakin tinggi beta. Dengan pertumbuhan aktiva yang tinggi mencerminkan perusahaan melakukan perluasan-perluasan usaha. Perluasan ini bisa berupa terobosan-terobosan baru perusahaan dan menggambarkan semakin tinggi pula tingkat

persaingan perusahaan. Semakin besar aset semakin besar ketidakpastian sehingga semakin besar risiko.

Semakin meningkat pertumbuhan aset perusahaan semakin besar risiko perusahaan dan semakin rendah pertumbuhan aset semakin risiko risiko yang dihadapi perusahaan.

Dari landasan teori tersebut diatas peneliti memformulasikan hipotesis alternatif kedua sebagai berikut ini :

**H2 : Asset Growth berpengaruh positif terhadap resiko sistematis**

*Leverage* adalah perbandingan antara total hutang dengan total aktiva, atau total hutang dengan ekuitasnya. *Leverage* diprediksi mempunyai hubungan positif dengan beta. Secara logika peneliti berpendapat bahwa semakin tinggi leverage semakin tinggi pula risiko perusahaan. Jika utang meningkat, maka kemungkinan bangkrut akan semakin meningkat. Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka manajer akan terhukum. Misal reputasi dia akan hancur dan tidak bisa dipercaya menjadi manajer lagi. Karena itu, perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Karena cukup yakin, maka manajer perusahaan tersebut berani menggunakan utang yang lebih besar. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dan Satu hal terpenting adalah semakin tingginya utang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas)

kebangkrutan. Sebagai contoh, semakin tinggi utang, semakin besar bunga yang harus dibayarkan. Kemungkinan tidak membayar bunga yang tinggi akan semakin besar. Pemberi pinjaman bisa membangkrutkan perusahaan jika perusahaan tidak bisa membayar utang (M Hanafi, 2005). Semakin tinggi tingkat leverage suatu perusahaan akan semakin tinggi beta. Dan begitu juga sebaliknya.

### **H3 : Leverage berpengaruh positif terhadap resiko sistemik**

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan melaksanakan operasi jangka pendek, seperti membayar biaya operasional, kewajiban jangka pendek, dan pembayaran dividen tunai serta kewajiban jangka pendek lain yang jatuh tempo. Alat pengukur tingkat likuiditas perusahaan sering digunakan dalam analisis adalah menggunakan rasio aset lancar (*current ratio*), yaitu kemampuan perusahaan yang ditunjukkan dengan membandingkan antara nisbah lancar (*current ratio*) tahun  $t$  dengan kewajiban lancar tahun  $t$ . Apabila  $CRT > CRT_{t-1}$  berarti kemampuan perusahaan untuk membayar dividen tunai pada tahun  $t$  lebih tinggi dibandingkan dengan sebelumnya. Dengan demikian maka *current ratio* berhubungan negatif dengan beta perusahaan, karena beta sebagai pengukur risiko perusahaan.

Sejak awal investor mempersiapkan investasinya di masa yang akan datang dengan analisa laporan keuangan dan laporan keuangan untuk mengantisipasi kondisi keuangan dimasa yang akan datang. Semakin

tinggi kemampuan perusahaan menutup kewajiban lancarnya termasuk membayar dividen adalah semakin rendah risiko yang dihadapi perusahaan (Soeratno, 2008).

Artinya bahwa semakin rendah *current ratio* perusahaan semakin tinggi beta fundamental, dan sebaliknya semakin tinggi *current ratio* perusahaan semakin rendah beta fundamental.

karena itu dapat diformulasikan hipotesis sebagai berikut :

**H4 : Liquidity berpengaruh negatif terhadap resiko sistemik**

Variabel ukuran aktiva (*asset size*) diukur sebagai logaritma dari total aktiva. Variabel ini diprediksi mempunyai hubungan yang negatif dengan resiko. Ukuran aktiva dipakai sebagai wakil pengukur (*proxy*) besarnya perusahaan. Perusahaan yang besar dianggap mempunyai resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil. Alasannya adalah karena perusahaan yang lebih besar dianggap lebih mempunyai akses ke pasar modal, sehingga dianggap mempunyai beta yang lebih kecil (Elton dan Gruber, 1994 dalam Jogiyanto, 2008). Anggapan ini merupakan anggapan yang umum tidak didasarkan pada teori. Ukuran (besar) perusahaan dapat merupakan kemampuan perusahaan dalam menghadapi ketidakpastian. Perusahaan besar (diprediksi) relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibandingkan dengan perusahaan kecil, dan perusahaan kecil pada umumnya mempunyai tingkat efisiensi yang lebih rendah dan leverage

finansial yang lebih tinggi (Chan dan Chen, 1991 dalam Sufiyati dan Ainun Na'im, 2002). Investor yang bersikap hati-hati (*risk-averse*) cenderung melakukan investasi saham pada perusahaan besar karena mempunyai tingkat risiko yang lebih kecil.

Artinya bahwa semakin tinggi *size* perusahaan semakin rendah beta fundamental, dan sebaliknya semakin rendah *size* perusahaan semakin tinggi beta fundamental.

**H5 : Size berpengaruh negatif terhadap resiko sistematis.**

#### **D. Model Penelitian**

Dengan demikian, kerangka konseptual dalam riset ini dapat digambarkan sebagai berikut :

