

FAKTOR FUNDAMENTAL DAN RISIKO SISTEMATIK: Analisis Perbandingan Antar Sektor

Rina Kurniawati¹, Harjum Muharam², Sugiono³
hardjum@gmail.com

¹Magister Manajemen Universitas Diponegoro

²Departemen Manajemen FEB UNDIP

³Magister Manajemen Universitas Diponegoro

ABSTRACT

This research was designed to analyse the effect of fundamental factors (financial leverage, company size, liquidity, profitability, and dividend payout ratio) on systematic risk at Primary Sector, Secondary Sector dan Tersary Sector in Indonesian Stock Exchange (BEI) from year 2010 to 2013. Data Panel regression applied in the research to analyze the effect of financial leverage, profitability, company size, liquidity, and dividend payout ratio on systematic risk. Furthermore, the result showed that fundamental factors have less effect on systematic risk in primary sector. In secondary sector, the result showed that financial leverage and company size have significant effect on systematic risk. In tersary sector, financial leverage and dividend payout ratio have significant effect on systematic risk. For all samples, financial leverage and dividend payout ratio have significant effect on systematic risk.

Keywords: Systematic Risk, Primary Sector, Secondary Sector, Tersary Sector, Panel Data Regression, financial leverage, company size, liquidity, profitability, dividend payout ratio

PENDAHULUAN

Investor harus memahami potensi return dan risiko investasi. Potensi keuntungan yang tinggi dari suatu investasi tentu memiliki potensi risiko yang tinggi pula (*high risk high return*), dan demikian pula sebaliknya potensi keuntungan yang rendah memiliki potensi risiko yang rendah pula. Investor yang baik sebaiknya lebih mencermati potensi risiko yang melekat pada investasinya. Dalam pasar modal, terdapat dua risiko yang dihadapi oleh investor yaitu risiko sistematis dan risiko non sistematis (Hartono, 2010:278). Risiko sistematis berasal dari faktor-faktor yang secara sistematis mempengaruhi sebagian besar perusahaan, seperti: perang, inflasi, resesi, perubahan kurs, dan suku bunga yang tinggi (Brigham dan Houston, 2007).

Beta (β) pasar digunakan sebagai pengukur risiko sistematis (*systematic risk*), yaitu *beta* dari suatu sekuritas relatif terhadap risiko pasar (Hartono, 2010). Penggunaan *beta* pasar sebagai pengukur risiko sistematis dikarenakan *beta* pasar mengukur respon dari masing-masing sekuritas terhadap pergerakan pasar. Pada dasarnya investor adalah takut dengan risiko, sehingga investor akan mempertimbangkan untuk melakukan investasi pada perusahaan yang sahamnya memiliki *beta* lebih kecil dari 1 atau *beta* yang nilainya lebih kecil dari *beta* saham lainnya, yang mana berarti tingkat risiko saham tersebut lebih rendah.

Tabel 1
Rata – Rata Return dan Risiko (*Beta*) Pada Sektor Primer, Sekunder, dan Tersier yang Terdaftar di BEI Periode 2010 s.d. 2013

TAHUN	RISK / RETURN	Sektor Primer		Sektor Sekunder			Sektor Tersier		
		Agri-culture	Mining	Basic Industry and Chemicals	Mischellaneous Industry	Consumer Goods Industry	Property, Real Estate and Building Construction	Infra-structure, Utilities & Transportation	Trade, Service, & Investment
2010	Return	0,317	0,188	0,577	0,923	0,720	0,500	0,347	0,716
	Risk (Beta)	1,000	1,242	0,901	0,420	1,761	1,130	0,660	1,048
2011	Return	0,023	-0,046	0,253	0,434	0,602	0,495	0,041	0,315
	Risk (Beta)	0,820	1,196	0,980	1,081	1,152	1,205	0,633	0,681
2012	Return	-0,039	-0,165	0,186	0,428	2,539	0,412	0,239	0,381
	Risk (Beta)	1,217	1,741	0,806	0,012	-3,543	1,044	0,981	0,959
2013	Return	0,007	0,031	0,122	0,042	0,397	-0,004	-0,043	0,262
	Risk (Beta)	-0,114	0,736	0,828	0,547	0,611	1,934	0,542	0,986

Sumber : yahoo.finance.com (diolah)

Berdasarkan Tabel 1, dapat dilihat fenomena yang terjadi antara *return* dan risiko (*beta*) saham pada sektor primer, sekunder dan tersier yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data pada Tabel 1 menunjukkan *return* yang tinggi tidak selalu diikuti oleh risiko pula, misalnya saja pada kelompok sektor primer (*agriculture*) dengan *return* sebesar 0,023 pada tahun 2011 menurun pada tahun 2012 menjadi sebesar -0,039, sementara risiko (*beta*) pada tahun 2011 sebesar 0,8198 justru berlawanan arah dengan *return*, yaitu menjadi 1,217. Nilai *beta* pada Tabel 1 secara umum relatif fluktuatif dengan nilai positif dan negatif, namun secara keseluruhan rata-rata *beta* dalam kurun waktu 2010 s.d. 2013 relatif sejalan dengan pasar. Namun demikian, selama tahun 2010 s.d. 2013 terdapat beberapa sektor yang memiliki *beta* negatif, yaitu pada kelompok sektor primer, dimana *beta* negatif terjadi pada tahun 2013 di sektor *agriculture* dan *beta* negatif juga terjadi pada kelompok sektor sekunder, yaitu pada tahun 2012 di sektor *consumer goods industry*. *Beta* yang negatif menunjukkan bahwa pergerakan harga saham pada sektor tersebut berlawanan dengan pasar.

Penelitian ini terbatas pada kondisi kelompok sektor primer, sekunder, dan tersier (agregat) sehingga interpretasi terhadap nilai *beta* perlu dilengkapi dengan analisis faktor yang mempengaruhi nilai *beta* tersebut. Hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa selain data pasar, data fundamental juga memiliki pengaruh terhadap risiko sistematis (*beta*). Hal ini disebabkan karena data fundamental perusahaan menjadi acuan bagi investor dalam mengetahui nilai perusahaan melalui rasio-rasio yang ada. Perubahan pada data fundamental perusahaan akan memberikan sinyal bagi investor yang mana akan mengakibatkan perubahan reaksi investor dalam mengambil keputusan investasinya.

Financial leverage pernah diteliti dalam penelitian yang berjudul “*Financial Leverage and Systematic Risk*” oleh Alaghi, K. (2011) dan “*Determinants of Systematic Risk of the Listed Companies in Tehran Stock Exchange*” oleh Alaghi (2013) di mana dari kedua penelitian ini diperoleh hasil bahwa leverage keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Kemudian Biase et al (2012) melakukan penelitian dengan judul “*The determinants of systematic risk in the italian banking system a cross sectional time*

series analysis” dengan hasil penelitian leverage keuangan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap risiko sistematis. Sedangkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Iqbal dan Shah (2012) yang berjudul “*Determinants of Systematic Risk*” mengatakan bahwa leverage keuangan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap risiko sistematis. *Company size* dalam penelitian dilakukan oleh oleh Muljono (2004) diperoleh hasil bahwa *company size* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Kemudian pada penelitian yang dilakukan oleh Iqbal dan Shah (2012) dan Biase et al (2012) diperoleh hasil bahwa *company size* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Pada tahun 2013, hasil penelitian yang dilakukan oleh Alaghi, K mengatakan bahwa *company size* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap risiko sistematis.

Profitability dalam penelitian Muljono (2004) dan Ahmad et al (2011) berpengaruh positif tidak signifikan terhadap risiko sistematis, sementara hasil penelitian yang dilakukan oleh Biase et al (2012) mengatakan bahwa *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Berbeda lagi dengan hasil penelitian oleh Iqbal dan Shah (2012) dan Alaghi, K. (2013) di mana *profitability* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. *Liquidity* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap risiko sistematis pada penelitian yang dilakukan oleh Suseno, Y.B. (2009). Kemudian hasil penelitian yang dilakukan oleh Biase et al (2012), Iqbal dan Shah (2012) dan Alaghi, K. (2013) adalah bahwa *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. *Dividend payout ratio* diteliti pada tahun 2012 oleh Iqbal dan Shah dan diperoleh hasil bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Hasil yang berbeda diperoleh pada penelitian yang dilakukan oleh Gu dan Kim (2002) dan Muljono (2004) di mana *dividend payout ratio* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap risiko sistematis.

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan, *fenomena gap* antara *return* dan risiko (*beta*), terdapatnya perbedaan hasil penelitian (*research gap*), dan belum adanya penelitian mengenai pengaruh faktor fundamental tersebut pada kelompok sektor primer, sekunder, dan tersier, maka penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *Financial Leverage*, *Company Size*, *Profitability*, *Liquidity*, dan *Dividend Payout Ratio* terhadap Risiko Sistematis pada sector primer, sekunder dan tersier di Bursa Efek Indonesia.

TELAAH PUSTAKA

Risiko Sistematis

Risiko sistematis atau lebih dikenal dengan risiko pasar merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Dengan kata lain risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasi. Contoh risiko sistematis adalah tingkat suku bunga, inflasi, dan lain-lain (Tandelilin, 2010:104). Tinggi rendahnya risiko sistematis bagi perusahaan sebagai dampak dari perubahan kondisi ekonomi makro sangat bergantung pada kondisi internal perusahaan. Perusahaan yang sehat secara finansial mungkin dampaknya tidak begitu besar, akan tetapi bagi perusahaan yang kurang sehat kondisi keuangannya dapat terjadi sebaliknya. Perusahaan yang kurang sehat kondisi keuangannya akan mengalami kesulitan untuk mengembangkan usahanya, sehingga kinerjanya menurun, yang pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan (Sudiyatno, 2010).

Risiko sistematis dalam penelitian ini diukur dengan beta (β). Menurut Hartono (2010) Beta merupakan pengukur volatilitas *return* sekuritas atau *return* portofolio terhadap pasar. Beta sekuritas ke-i mengukur volatilitas *return* sekuritas ke-i dengan *return* pasar. Dengan demikian Beta merupakan pengukur risiko sistematis dari sekuritas atau portofolio relatif terhadap pasar. Beta historis diukur 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 keuangan) (Hartono, 2010).

Faktor – Faktor yang berpengaruh terhadap Risiko Sistematis

Pengaruh Financial Leverage terhadap Risiko Sistematis

Menurut Husnan (1997:611) *financial leverage* terjadi pada saat perusahaan menggunakan hutang dan menimbulkan beban tetap (bunga) yang harus dibayar dari hasil operasi. Peningkatan penggunaan hutang akan dapat meningkatkan laba perusahaan sepanjang penambahan hutang tersebut mampu memberikan imbal hasil (*return*) yang melebihi biaya bunga atas hutang tersebut. *Financial leverage* pada penelitian ini diukur dengan *Debt to Total Asset Ratio (DAR)*. DAR digunakan untuk mengukur seberapa besar total aset perusahaan yang dibiayai dengan total hutang. Dari sisi pemegang saham, rasio DAR yang tinggi akan mengakibatkan pembayaran bunga yang tinggi yang pada akhirnya akan mengurangi pembayaran dividen, yang mana hal ini akan menurunkan minat investor untuk memiliki saham yang memberikan *dividend* kecil. Jadi, akan berisiko tinggi jika berinvestasi saham pada perusahaan yang memiliki *financial leverage* tinggi.

Hasil penelitian terdahulu oleh Lee dan Hooy (2010) dan Alaghi, K. (2011 dan 2013) menunjukkan *financial leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Sehingga berdasarkan hal tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H1 : *Financial Leverage* berpengaruh positif terhadap risiko sistematis (*beta*).

Pengaruh Company Size terhadap Risiko Sistematis

Perusahaan besar akan memberikan sinyal yang positif kepada investor, hal ini karena perusahaan dengan *total asset* yang besar cenderung memiliki kemampuan untuk mendiversifikasikan risiko perusahaan semakin tinggi, sehingga akan lebih stabil dalam menghadapi guncangan. Perusahaan besar dianggap memiliki komitmen yang tinggi untuk meningkatkan kinerjanya. Kinerja perusahaan yang tinggi akan mampu meningkatkan laba perusahaan, yang pada akhirnya mampu menarik minat investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut karena dianggap memiliki risiko yang lebih kecil. Penelitian Logue dan Merville (1972), Gu dan Kim (2002), Muljono (2004), dan Olibe et al (2008) memperoleh hasil negatif signifikan dalam melihat pengaruh *company size* terhadap risiko sistematis. Sehingga dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H2 : *Company size* berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis (*beta*).

Pengaruh Liquidity terhadap Risiko Sistematis

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Rasio likuiditas mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan dengan melihat aktiva lancar perusahaan relatif terhadap hutang lancarnya (hutang dalam hal ini merupakan kewajiban perusahaan) (Hanafi, 2003). Perusahaan yang semakin likuid, maka semakin kecil risiko investasinya untuk menghadapi kebangkrutan. Rasio likuiditas yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio lancar (*current ratio*). Likuiditas yang tinggi akan dinilai investor memiliki kemampuan membayarkan *dividend* yang tinggi pula, sehingga investasi pada saham perusahaan dengan likuiditas tinggi dinilai berisiko rendah. Hasil penelitian Logue dan Merville (1972), Biase et al (2012), Iqbal dan Shah (2012) dan Alaghi, K. (2013) menunjukkan *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Sehingga berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H3 : *Liquidity* berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis (*beta*).

Pengaruh Profitability terhadap Risiko Sistematis

Bagi investor, informasi laba yang diperoleh perusahaan bisa dijadikan dasar untuk menilai seberapa besar nilai pengembalian investasi yang dilakukan (Tandelilin, 2010). *Net Profit Margin* (NPM) digunakan sebagai indikator dari profitabilitas pada penelitian ini. NPM menggambarkan laba bersih setelah pajak yang diperoleh perusahaan pada setiap penjualan yang dilakukan. Nilai NPM yang tinggi akan memberikan sinyal positif bagi perusahaan dan berpengaruh terhadap kenaikan harga saham, di mana hal tersebut akan berdampak pada tingkat risiko yang rendah. Investor akan lebih tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan yang memiliki nilai NPM yang tinggi. Logue dan Merville (1972), Rowe dan Kim (2010), dan Biase et al (2012) dalam penelitiannya menyatakan bahwa semakin tinggi *profitability* perusahaan akan mampu mengurangi risiko sistematisnya. Sehingga berdasarkan hal tersebut, hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut.

H4 : *Profitability* berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis (beta).

Pengaruh Dividend Payout Ratio terhadap Risiko Sistematis

Perusahaan yang mempunyai laba berfluktuasi akan memilih membagikan *dividend* relatif kecil. *Dividend* yang rendah dapat digunakan untuk menghindari pemotongan *dividend* kemudian hari jika laba perusahaan mengalami penurunan sehingga pengalokasian sebagian keuntungan pada laba ditahan dapat digunakan untuk investasi lebih lanjut. Saham perusahaan yang mempunyai laba berfluktuasi pada umumnya akan dipandang investor sebagai saham yang mempunyai risiko lebih tinggi. Sehingga, dengan tingginya risiko bisnis yang dihadapi perusahaan, akan diantisipasi dengan pembayaran *dividend* yang rendah. Penelitian Jarvela et al (2009) membuktikan bahwa variabel *dividend payout ratio* mempunyai pengaruh yang negatif signifikan terhadap risiko sistematis pada perusahaan kecil (*small cap*) dan perusahaan menengah (*med cap*). Iqbal dan Shah (2012) juga menyatakan dalam penelitiannya bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Sehingga berdasarkan hal tersebut, dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H5 : *Dividend payout ratio* berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis (beta).

Kelompok Sektor pada Bursa Efek Indonesia

Pengelompokkan sektor menjadi sektor primer, sekunder, dan tersier pada Bursa Efek Indonesia bersumber dari data Jakarta Stock Industrial Classification (JASICA). Sektor primer adalah sektor ekonomi yang memanfaatkan sumber daya alam secara langsung. Sektor ini mencakup pertanian, kehutanan, perikanan, dan pertambangan. Sektor sekunder merupakan sektor ekonomi yang mengolah hasil sektor primer menjadi barang jadi, seperti pada manufaktur dan konstruksi. Sementara sektor tersier didefinisikan sebagai sektor yang menghasilkan jasa dari sektor sekunder. Sehingga jelas, terdapat perbedaan karakteristik di antara ketiga sektor tersebut. Polakitan (2015) dalam penelitiannya menyatakan terdapat perbedaan yang signifikan antara risiko saham LQ45 dan Non LQ45 jika dilihat dari sub sektor usaha (subsektor makanan dan minuman, subsektor jalan tol, bandara, pelabuhan dan sejenisnya, dan subsektor energi).

METODOLOGI PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan merupakan data sekunder, yaitu data perusahaan pada sektor primer, sekunder, dan tersier yang terdaftar di BEI periode 2010 s.d. 2013. Data pengelompokkan perusahaan pada sektor primer, sekunder, dan tersier diambil berdasarkan pada *Jakarta Stock Industrial Classification* (JASICA) yang terdapat pada *factbook* website

idx.co.id. Data *dividend* dan data frekuensi saham perusahaan diperoleh dari data ringkasan kinerja perusahaan tercatat website idx.co.id, data laporan keuangan diperoleh dari ICMD 2010 s.d. 2013, dan harga saham penutupan tahunan masing-masing emiten (*monthly*) dan indeks harga saham gabungan (*monthly*) selama tahun 2010 s.d. 2013 untuk perhitungan beta dan return saham diperoleh dari *yahoo finance*.

Populasi

Unit analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sektor primer, sekunder, dan tersier yang terdaftar di BEI. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan-perusahaan sektor primer, sekunder, dan tersier kecuali sektor keuangan, yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010 s.d. tahun 2013, dimana pada tahun 2010 berjumlah 345 perusahaan, tahun 2011 berjumlah 377 perusahaan, tahun 2012 berjumlah 403 perusahaan dan tahun 2013 berjumlah 415 perusahaan.

Sampel

Dari pemilihan sampel yang dilakukan dengan teknik *purposive sampling*, diperoleh sebanyak 47 perusahaan sampel selama 4 tahun, maka jumlah pengamatan adalah 188 perusahaan observasi. Dari 47 perusahaan perusahaan, 13 perusahaan termasuk dalam kelompok sektor primer, sektor sekunder 17 perusahaan, dan sektor tersier 17 perusahaan.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan regresi data panel (*panel data*) karena data dikumpulkan secara *time series* secara bulanan dengan periode tahun 2010 sampai dengan tahun 2013, dan diikuti sejumlah data individu (3 kelompok sektor) yang berada pada periode tersebut (*cross section*).

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Sektor Primer

Analisis yang dilakukan menggunakan pendekatan model data panel, model yang digunakan meliputi model *common effect*, *fixed effect* dan *random effect*. Pemilihan model dilakukan untuk mendapatkan model terbaik dari ketiga model tersebut untuk masing masing sektor. Tabel 3 berikut ini adalah hasil analisis untuk sector primer, dimana model terbaik dan fit dengan data adalah model *common effect*. Pada sektor primer tidak ada pengaruh perbedaan tahun pengamatan maupun factor random.

Hasil analisis menunjukkan bahwa *financial leverage* memiliki koefisien negatif, tetapi secara statistik tidak berpengaruh terhadap risiko sistematis (*beta*). Hasil ini berarti hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif terhadap risiko sistematis ditolak. Arah *Financial leverage* yang bergerak naik sepanjang tahun penelitian menunjukkan karakteristik sektor primer, terutama sektor pertambangan yang memiliki tingkat hutang yang besar untuk proses produksinya, namun tingkat hutang yang bergerak naik ini tidak diimbangi oleh *return*, sehingga harga saham sektor ini pun anjlok. Pada implikasinya turunnya harga saham pertambangan tidak signifikan dipengaruhi oleh jumlah hutang perusahaan, namun lebih karena faktor lain, yaitu kondisi makro seperti kebijakan pemerintah dan perlambatan ekonomi di negara tujuan ekspor. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Lee dan Hooy (2010) dan Alaghi, K. (2011 dan 2013). Hasil penelitian ini mendukung penelitian Alaghi (2013) di mana *financial leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap risiko sistematis.

Tabel 2: Hasil Analisis *Common Effect Model* Sektor Primer

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FL_P	-0.367344	0.977692	-0.375725	0.7088
SIZE_P	-0.184434	0.161939	-1.138909	0.2606
CR_P	0.165767	0.077943	2.126757	0.0388
NPM_P	0.056494	0.063207	0.893796	0.3761
DPR_P	-0.006066	0.004069	-1.491029	0.1428
C	3.751788	2.728643	1.374965	0.1758

Sumber : Output Eviews 9, data diolah, 2016

Company size menunjukkan hasil yang sama dengan *financial leverage*, dimana tidak ditemukan adanya pengaruh yang signifikan terhadap risiko sistematis. Jadi, berdasarkan hasil tersebut dapat dinyatakan bahwa hipotesis kedua juga ditolak. Terjadinya perlambatan ekonomi di negara tujuan ekspor pada saat periode penelitian ini memungkinkan terkenanya dampak risiko sistematis akibat kondisi makroekonomi yang terjadi pada seluruh perusahaan pertambangan, baik yang memiliki ukuran kecil maupun besar. Hasil penelitian ini bertentangan penelitian yang dilakukan oleh Logue dan Merville (1972), Gu dan Kim (2002), Muljono (2004), dan Olibe et al (2008) memperoleh hasil negatif signifikan dalam melihat pengaruh *company size* terhadap risiko sistematis.

Liquidity berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis (*beta*), tetapi memiliki arah berbeda dengan hipotesis. Semakin tinggi *liquidity* perusahaan pada sektor primer akan menyebabkan risiko sistematis meningkat. Fenomena ini memberikan pemahaman empiris bagi manajemen bahwa penurunan likuiditas perusahaan-perusahaan pada sektor primer selama periode 2010 sampai dengan 2013 berdampak pada risiko sistematis. Mengingat bahwa risiko sistematis merupakan volatilitas *return* saham terhadap *return* pasar, maka ketika *liquidity* sektor primer meningkat, maka *return* saham juga meningkat, karena perubahan risiko searah dengan perubahan *return*. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Kheder Alaghi (2013), Iqbal dan Shah (2012), dan Pasquale d.B. dan Elisabetta d'A. (2012) bahwa *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Jensen (1986), Borde (1998), dan Matic A. (2012) di mana *liquidity* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis.

Hasil analisis pada Tabel 2 juga menunjukkan bahwa *Profitability* memiliki koefisien positif, tetapi tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap risiko sistematis. Rendahnya harga saham pada sektor pertambangan disusul sektor pertanian pada periode penelitian, mengakibatkan laba perusahaan menurun, yang pada penelitian ini justru pada akhirnya menurunkan risiko sistematis namun karena secara statistik hasil penelitian ini tidak signifikan, maka dimungkinkan terdapat faktor lain, termasuk faktor makro yang berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Logue dan Merville (1972), Rowe dan Kim (2010), dan Biase et al (2012) yang dalam penelitiannya menyatakan bahwa semakin tinggi *profitability* perusahaan akan mampu mengurangi risiko sistematisnya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Ahmad et al (2011), dan Muljono (2004) bahwa *profitability* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap risiko sistematis. *Dividend payout ratio* juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap risiko sistematis. Arah hubungan antara beta dengan *dividend payout ratio* telah sesuai dengan hipotesis, namun tidak signifikan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Iqbal dan Shah (2012) yang menyatakan *dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Penelitian ini

mendukung penelitian Gu dan Kim (2002) dan Muljono (2004) bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap risiko sistematis.

Sektor Sekunder

Dari Tabel 3 merupakan hasil analisis untuk sektor sekunder. Model terbaik dan fit dengan data untuk sector sekunder ini adalah model *fixed effect*. Hasil analisis model *fixed effect* menunjukkan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Hasil ini mengkonfirmasi hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Sektor *consumer goods* merupakan sektor sekunder yang memiliki kinerja saham terbaik sepanjang periode penelitian. Produk dari sektor *consumer goods* selalu dikonsumsi oleh masyarakat karena sifatnya yang inelastis, mengakibatkan sektor ini terus mencari tambahan sumber dana, berupa hutang untuk dapat terus meningkatkan produksinya, yang pada akhirnya akan dapat meningkatkan *return* perusahaan karena selain karena laba yang berhasil diperoleh, sektor ini juga memiliki daya tarik yang kuat bagi investor untuk menanamkan sahamnya. Banyaknya investor yang berminat menanamkan saham pada akhirnya akan meningkatkan harga saham perusahaan. Namun perlu diingat bahwa hutang yang besar tentunya memiliki risiko yang besar pula jika beban tetap yang diakibatkan oleh hutang tersebut lebih besar dari keuntungan yang diperoleh. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Lee dan Hooy (2010) dan Alaghi, K. (2011 dan 2013).

Tabel 3: Hasil Analisis *Fixed Effect Model* Sektor Sekunder

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FL_S	0.485166	0.141169	3.436769	0.0015
SIZE_S	-0.950301	0.471287	-2.016395	0.0511
CR_S	-0.121431	0.243029	-0.499659	0.6203
NPM_S	-6.342247	7.537952	-0.841375	0.4055
DPR_S	-0.000803	0.005047	-0.159035	0.8745
C	17.45605	8.234272	2.119926	0.0408

Sumber : *Output Eviews 9, data diolah, 2016*

Company size berpengaruh negatif dan signifikan pada risiko sistematis. Pergerakan yang berlawanan arah ini berarti semakin besar ukuran perusahaan pada sektor sekunder akan menyebabkan risiko sistematis menurun. Perusahaan sektor sekunder yang memiliki *total asset* yang besar akan dianggap lebih mampu untuk mengatasi goncangan yang terjadi dibandingkan dengan perusahaan dengan total asset yang lebih kecil, sehingga dapat dikatakan risikonya lebih kecil. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Logue dan Merville (1972), Gu dan Kim (2002), Muljono (2004), dan Olibe et al (2008). *Liquidity* tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Logue dan Merville (1972), Biase et al (2012), Iqbal dan Shah (2012) dan Alaghi, K. (2013) menunjukkan *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Yustiantomo B.S (2009).

Hasil penelitian ini juga menemukan bahwa *profitability* memiliki koefisien negatif tetapi pengaruhnya tidak signifikan. Semakin tinggi *net profit margin* perusahaan pada sektor sekunder akan menyebabkan risiko sistematis menurun, namun secara statistik tidak signifikan. Hasil ini mendukung penelitian Logue dan Merville (1972), Rowe dan Kim (2010), dan Biase et al (2012) yang dalam penelitiannya menyatakan bahwa semakin tinggi *profitability*

perusahaan akan mampu mengurangi risiko sistematisnya. *Dividend payout ratio* memiliki koefisien negatif tetapi signifikan. Semakin tinggi *dividend payout ratio* perusahaan pada sektor sekunder akan menyebabkan risiko sistematis menurun, namun secara statistik hal ini tidak signifikan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Gu dan Kim (2002) dan Muljono (2004) di mana hasil penelitiannya menyatakan *dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis.

Sektor Tersier

Tabel 4 adalah hasil analisis untuk sector tersier, dimana model yang fit dengan data adalah model *common effect*. Pada alfa 10%, *financial leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. *Financial leverage* perusahaan pada sektor tersier mengalami peningkatan perlahan dari tahun 2010 ke tahun 2013. Selama tingkat hutang yang lebih tinggi menaikkan laba per saham yang diharapkan, *financial leverage* dapat mengungkit harga saham, namun tingkat hutang yang lebih tinggi juga dapat meningkatkan resiko perusahaan yang meningkatkan biaya ekuitas dan selanjutnya menurunkan harga saham (Brigham, 2007), yang pada akhirnya akan meningkatkan risiko. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Lee dan Hooy (2010) dan Alaghi, K. (2011 dan 2013) yang menyatakan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis.

Tabel 4: Hasil Analisis Common Effect Model Sektor Tersier

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FL_T	1.291008	0.755603	1.708579	0.0925
SIZE_T	0.248028	0.120894	2.051617	0.0444
CR_T	0.195594	0.128068	1.527265	0.1318
NPM_T	0.659973	0.951397	0.693689	0.4905
DPR_T	-0.034207	0.009061	-3.775273	0.0004
C	-2.674112	1.884709	-1.418846	0.1610

Sumber : Output Eviews 9, data diolah, 2016

Hasil analisis pada Tabel 4 menunjukkan bahwa *company size* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Meskipun secara statistik signifikan. Risiko sistematis menggambarkan risiko saham individu (Sugiyatno, 2010), maka jika *company size* bertambah besar, risiko investasi pada saham dalam sektor tersier juga meningkat. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Logue dan Merville (1972), Gu dan Kim (2002), Muljono (2004), dan Olibe et al (2008) yang memperoleh hasil negatif signifikan. Penelitian ini mendukung hasil penelitian Lee dan Hooy (2012).

Lliquidity memiliki koefisien positif tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis, artinya semakin besar ukuran perusahaan pada sektor tersier akan menyebabkan risiko sistematis meningkat pula, namun secara statistik tidak signifikan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Kheder Alaghi (2013), Iqbal dan Shah (2012), dan Pasquale d.B. dan Elisabetta d'A. (2012) bahwa *liquidity* berpengaruh negatif terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Lee dan Hooy (2012) pada saat melakukan pengujian pengaruh *liquidity* terhadap risiko sistematis pada kelompok sektor Eropa, Asia, dan pengujian *full sample* (Eropa, Asia dan Amerika).

Hasil analisis pada Tabel 4 menunjukkan *profitability* memiliki koefisien positif tetapi tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat keuntungan tidak berpengaruh terhadap risiko sistematis. Harga saham pada sektor properti yang semula naik pada tahun 2010, bergerak turun mulai tahun 2012 hingga 2013 karena adanya kebijakan kenaikan uang

muka dan suku bunga KPR sehingga meningkatkan risiko untuk berinvestasi pada sektor ini. Pada sektor perdagangan dan infrastruktur, kecenderungan yang terjadi adalah harga saham yang meningkat meskipun pergerakan harga saham infrastruktur masih di bawah harga pasar. Fluktuasi kinerja saham pada sektor dengan trend yang cenderung menurun di akhir 2013, mengakibatkan laba yang juga menurun yang justru menurunkan risiko, namun hasil ini secara statistik tidak signifikan. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Logue dan Merville (1972), Rowe dan Kim (2010), dan Biase et al (2012) yang menyatakan bahwa semakin tinggi *profitability* perusahaan akan mampu mengurangi risiko sistematisnya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Ahmad et al (2011), dan Muljono (2004) bahwa *profitability* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap risiko sistematis.

Hasil analisis pada Tabel 4 menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Jadi, berdasarkan hasil tersebut dapat dinyatakan bahwa hipotesis kelima diterima. Semakin tinggi *dividend payout ratio* perusahaan pada sektor tersier akan menyebabkan risiko sistematis menurun. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Jarvela et al (2009) dan Iqbal dan Shah (2012) di mana hasil penelitiannya menyatakan *dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis.

Sektor Gabungan (*full sample*)

Model terbaik dan fit dengan data untuk *full sample* adalah model common effect. Hasil analisis disajikan pada Tabel 5. Hasil analisis menunjukkan *financial leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. Jadi, berdasarkan hasil tersebut dapat dinyatakan bahwa hipotesis pertama diterima. Semakin tinggi *financial leverage* yang menunjukkan tingkat hutang perusahaan, akan meningkatkan pendanaan yang pada akhirnya diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan sehingga harga sahamnya meningkat, dan *return* yang dihasilkan meningkat pula. Karena *return* searah dengan risiko, maka dapat dikatakan *financial leverage* yang meningkat akan dapat meningkatkan risiko. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Lee dan Hooy (2010) dan Alaghi, K. (2011 dan 2013) yang menyatakan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis

Tabel 5: Hasil Analisis Hasil Common Effect Model Sektor Gabungan

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.584889	0.919995	0.635752	0.5258
FL_G	0.861753	0.376053	2.291572	0.0232
SIZE_G	0.015316	0.055985	0.273580	0.7847
CR_G	0.166998	0.047551	3.511975	0.0006
NPM_G	-0.018169	0.046212	-0.393166	0.6947
DPR_G	-0.012349	0.002746	-4.496495	0.0000

Sumber : Output Eviews 9, data diolah, 2016

Company size memiliki koefisien positif tetapi tidak signifikan, artinya tidak pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko sistematis. Semakin besar ukuran perusahaan akan menyebabkan risiko sistematis meningkat, namun secara statistik dinyatakan tidak signifikan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Logue dan Merville (1972), Gu dan Kim (2002), Muljono (2004), dan Olibe et al (2008) yang memperoleh hasil negatif signifikan dalam melihat pengaruh *company size* terhadap risiko sistematis. Sementara itu, penelitian ini mendukung hasil penelitian Lee dan Hooy (2012) dalam melihat pengaruh *company size* terhadap risiko sistematis pada kelompok sampel dari Amerika.

Pada Tabel 5 disajikan nilai t hitung untuk likuiditas sebesar 3,511975 dengan nilai signifikansi sebesar 0,0006. *Liquidity* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis. “*Too much liquidity implies that available sources are not being invested in operating assets that may create higher return than cash or near cash-assets thus increasing the risk of losing high-return opportunities*” (Border, 1998). Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Kheder Alaghi (2013), Iqbal dan Shah (2012), dan Pasquale d.B. dan Elisabetta d'A. (2012) bahwa *liquidity* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Jense (1986), Borde (1998), dan Matic A. (2012) di mana *liquidity* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis.

Profitability memiliki koefisien negatif tetapi tidak signifikan, artinya tidak ada pengaruh tingkat keuntungan terhadap risiko sistematis. *Net profit margin* yang turun dapat meningkatkan risiko karena rendahnya minat investor untuk berinvestasi pada saham yang kinerjanya rendah, yang pada akhirnya dapat menurunkan saham perusahaan, dan berarti risiko perusahaan pada sektor ini adalah tinggi, meskipun demikian hasil penelitian ini secara statistik tidak signifikan. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Logue dan Merville (1972), Rowe dan Kim (2010), dan Biase et al (2012) yang menyatakan bahwa semakin tinggi *profitability* perusahaan akan mengurangi risiko sistematisnya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Lee dan Hooy (2012) dalam melihat pengaruh *profitability* terhadap risiko sistematis pada kelompok sampel di Asia.

Dari Tabel 6 diperoleh nilai t hitung sebesar -4,496495 dengan nilai signifikansi/*p-value dividend payout ratio* sebesar 0,0000, yang berarti bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Berdasarkan hasil tersebut dapat dinyatakan bahwa hipotesis kelima diterima. *Dividend* yang dibayarkan kepada pemegang saham semakin tinggi akan mengakibatkan risikonya turun. Kondisi ini terjadi karena *dividend* yang tinggi akan meningkatkan minat investor untuk berinvestasi, sehingga akan meningkatkan harga saham pada sektor gabungan, yang pada akhirnya dapat menurunkan risiko. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Jarvela et al (2009) dan Iqbal dan Shah (2012) di mana *dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis.

Perbedaan Pengaruh Variabel *Financial Leverage, Company Size, Liquidity, Profitability, dan Dividend Payout Ratio* terhadap Risiko Sistematis pada Sektor Primer, Sekunder, dan Tersier

Berikut ini merupakan tabel ringkasan hasil penelitian masing-masing kelompok sektor serta kelompok sektor gabungan (*full sample*). Pada 7 dapat dilihat determinan risiko sistematis pada masing-masing kelompok sektor, baik sektor primer, sekunder, tersier, maupun dengan menggunakan data gabungan (*full sample*). Pada kelompok sektor primer, variabel *liquidity* berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis, namun hasil penelitian berlawanan arah (negatif) tidak sesuai dengan hipotesis penelitian, sehingga hipotesis ditolak. Pada kelompok sektor sekunder terdapat 2 variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis dan sesuai dengan hipotesis penelitian, yaitu *financial leverage* dan *company size*. Pada sektor tersier, hanya variabel *financial leverage* dan *dividend payout ratio* yang sesuai dengan hipotesis penelitian. Pada hasil olah data sektor gabungan (*full sample*), terdapat 3 variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis, yaitu variabel *financial leverage, liquidity, dan dividend payout ratio*, namun hanya *financial leverage dan dividend payout ratio* yang sesuai dengan hipotesis penelitian.

Tabel 6
Perbedaan Pengaruh Variabel Independen terhadap Risiko Sistematis
pada Sektor Primer, Sekunder, dan Tersier

Variabel Independen	Sektor			
	Primer	Sekunder	Tersier	Gabungan
<i>Financial Leverage</i>	-0.36734	0.48517*	1.29101**	0.86175*
<i>Company Size</i>	-0.18443	-0.95030*	0.24803*	0.01532
<i>Liquidity</i>	0.16577*	-0.12143	0.19559	0.16700*
<i>Profitability</i>	0.05649	-6.34225	0.65997	-0.01817
<i>Dividend Payout Ratio</i>	-0,00607	-0.00080	-0.03421*	-0.01235*

*signifikan pada level 5% **signifikan pada level 10%

Determinan risiko sistematis berbeda pada masing-masing sektor dimungkinkan oleh berbedanya karakteristik pada ketiga sektor tersebut. Selain itu, pada sektor primer di mana di dalamnya termasuk sektor pertambangan, harga saham perusahaan-perusahaan pada sektor pertambangan memang terus menurun, di bawah dan menekan IHSG pada periode tahun penelitian (2010 – 2013). Kondisi *undervalued* yang dialami oleh saham-saham pada sektor primer mencerminkan nilai saham lebih rendah dari nilai pasar, sehingga investor akan mengambil sikap untuk melepaskan saham tersebut (Fahmi, 2015). Pada pertambangan batubara, permintaan pasar berkurang, sementara stok hasil produksi melimpah yang mengakibatkan harga turun. Kondisi ini mengakibatkan terjadinya penurunan laba. Mineral lain, terutama timah yang sangat tergantung dengan negara tujuan ekspor pun pada periode penelitian ini, terjadi perlambatan ekonomi di negara tujuan ekspornya yang berimbas pada penurunan kinerja perusahaan. Karena hal inilah, tidak ada determinan risiko sistematis yang dapat dibuktikan berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis pada sektor primer.

Hasil penelitian pada sektor sekunder menunjukkan bahwa nilai koefisien variabel *financial leverage*, *company size*, *liquidity*, *profitability*, dan *dividend payout ratio* yang menunjukkan arah pengaruh masing-masing variabel independen terhadap risiko sistematis, mendukung argumentasi pada hipotesis yang ada pada penelitian ini, namun hanya dua variabel yang berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis, yaitu *financial leverage* dan *company size*, sementara hasil penelitian sektor sekunder untuk variabel *liquidity*, *profitability*, *dividend payout ratio* meskipun arah koefisien dari setiap variabelnya sesuai dengan hipotesis, namun pengaruhnya tidak signifikan terhadap risiko sistematis, sehingga hipotesis ditolak. Sektor sekunder selama periode penelitian memiliki grafik pergerakan harga saham yang cenderung sama, atau bahkan jauh melebihi di atas harga pasar (IHSG) terutama pada sektor *consumer goods industry*, yang mampu bertahan dan hampir tidak terpengaruh goncangan ekonomi. Keunggulan sektor *consumer goods industry* adalah produk yang dihasilkan sektor ini adalah produk yang akan selalu dibutuhkan masyarakat sekalipun terjadi kenaikan harga.

Sektor tersier pada penelitian ini memiliki 3 variabel yang berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis, yaitu *financial leverage*, *company size*, dan *dividend payout ratio*, namun hanya *financial leverage* dan *dividend payout ratio* saja yang hipotesisnya diterima, karena pada *company size* arah koefisiennya berlawanan arah dengan hipotesis. Sektor *property*, *real estate and building construction*, sektor *infrastructure*, *utilities*, and *transportation*, dan sektor *trade*, *service and investment* merupakan 3 sektor yang ada pada kelompok sektor tersier. Pada sektor *property*, *real estate and building construction* meskipun sempat menyentuh harga saham tertingginya dan bergerak di atas harga pasar,

namun pergerakan harga sahamnya sangat fluktuatif, sehingga menurunkan daya minat saham tersebut. Kebijakan suku bunga properti mempengaruhi harga saham di sektor ini, baik pada perusahaan beraset besar maupun pada perusahaan kecil di sektor ini.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Kesimpulan

Berdasarkan pembahasan yang sudah disajikan sebelumnya dapat disimpulkan beberapa hal berikut ini. Pada kelompok sektor primer tidak ada variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis, sedangkan pada kelompok sektor sekunder, variabel *financial leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis, sementara *company size* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Pada kelompok sektor tersier, variabel *financial leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis, dan *dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis. Pada kelompok sektor gabungan (*full sample*), secara parsial variabel *financial leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis, sementara *dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis.

Terdapat perbedaan determinan risiko sistematis antara sektor primer, sekunder, dan tersier. Pada kelompok sektor primer, hanya variabel *liquidity* yang berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Namun, hasil penelitian yang berlawanan arah (negatif) tidak sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa variabel *liquidity* berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Pada sektor sekunder hanya *financial leverage* dan *company size* yang sesuai dengan hipotesis penelitian. Pada sektor tersier, meskipun terdapat 3 variabel yang berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis, yaitu variabel *financial leverage*, *company size*, dan *dividend payout ratio*, namun hanya variabel *financial leverage*, dan *dividend payout ratio* yang sesuai dengan hipotesis penelitian. Hasil penelitian *full sample* menunjukkan terdapat 3 variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis, yaitu variabel *financial leverage*, *liquidity*, dan *dividend payout ratio*, namun hanya *financial leverage* dan *dividend payout ratio* yang sesuai dengan hipotesis penelitian.

Implikasi Manajerial

Financial leverage berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis pada sektor sekunder, sektor tersier, dan sektor gabungan. Perusahaan yang ada harus berhati-hati dalam penggunaan hutang, karena walaupun penggunaan hutang dapat menghemat pajak serta memperoleh manfaat berupa *leverage*, namun semakin besar hutang berarti semakin besar risiko hutang tersebut tidak terbayarkan. Akibatnya perusahaan akan menanggung beban hutang yang besar, di mana hal tersebut akan mempengaruhi laba perusahaan. Laba perusahaan yang menurun akan ditangkap oleh investor sebagai sinyal negatif yang menandakan kinerja perusahaan tersebut menurun. Investor akan beranggapan bahwa investasi terhadap perusahaan tersebut tidak memberikan keuntungan, sehingga kemungkinan yang terjadi adalah investor akan beralih ke saham perusahaan lain.

Company size berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis pada sektor sekunder. Hasil penelitian ini memberikan implikasi bahwa perusahaan besar dianggap mempunyai risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil, karena perusahaan yang besar dianggap lebih mempunyai akses ke pasar modal sehingga dianggap mempunyai beta yang kecil. *Liquidity* berpengaruh positif signifikan terhadap risiko sistematis pada sektor primer dan sektor gabungan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis, namun dapat memberikan implikasi bahwa pada sektor primer dan sektor

gabungan, *liquidity* yang tinggi yang berarti tingkat pengembalian kewajiban jangka pendek yang tinggi, justru meningkatkan risiko sistematis.

Profitability, baik pada sektor primer, sektor sekunder, maupun sektor tersier tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Hal ini dimungkinkan karena data *net profit margin* sepanjang tahun penelitian tidak mencerminkan *profitability* untuk sektor primer, sekunder, maupun sektor tersier. *Dividend payout ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap risiko sistematis pada sektor tersier dan pada sektor gabungan. Kenaikan pembayaran *Dividend* dipandang sebagai sinyal yang baik atas prediksi laba masa depan manajemen, sehingga akan menurunkan risiko sistematis. Hanya perusahaan dengan tingkat kemampuan laba yang tinggi dan prospek ke depan yang cerah, yang mampu untuk membagikan *dividend*. *Dividend* yang besar dapat memberikan sinyal positif, menarik investor untuk berinvestasi pada perusahaan.

REFERENSI

- Ahmad F., Mohsin A., M. Usman A. dan Syed Zulfikar A.S., 2011, "Corporate Tax Rate As a Determinant of Systematic Risk: Evidence from Pakistani Cement Sector". *African Journal of Business Management*, Vol. 5 (33), pp. 12762-12767.
- Alaghi, K., 2011, "Financial Leverage and Systematic Risk", *African Journal of Business Management*, Vol. 5 (15), pp. 6648-6650.
- _____, 2013, "Determinants of Systematic Risk of the Listed Companies in Tehran Stock Exchange", *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3 (1) 596-600.
- Anoraga, P. dan Piji P., 2001, *Pengantar Pasar Modal*, Penerbit Rineka Cipta, Jakarta.
- Baltagi, B.H., 2005. *Econometric Analysis of Panel Data* Third Edition, John Wiley dan Sons Ltd, Chichester.
- Biase, P.d. dan Elisabetta D.A., "The Determinants of Systematic Risk in the Italian Banking System: A Cross-sectional Time Series Analysis", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No. 11.
- Borde, S.F., 1998, "Risk Diversity Across Restaurants. *The Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, Vol. 39 (6), 64-69
- Brealey R.A., Stewart C.M., dan Alan J.M., 2008, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan* Jilid 1 Edisi kelima, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Brigham, E.F dan Joel F.H., 2007, *Fundamentals of Financial management*, Eleventh Edition, Thomson South-western, USA.
- Eldomiaty, T.I. Al Dhahery M.H., dan Muna A.S., 2009, "The Fundamental Determinants of Systematic Risk and Financial Transparency in the DFM General Index", *Middle Eastern Finance and Economics*, Issue 5.
- Fahmi, I, 2015, *Manajemen Investasi Teori dan Tanya Jawab* Edisi Kedua, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Fatma L.A., 2008, *Pasar Modal*, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi UI, Jakarta.
- Green, S.B., 1991, "How many subjects does it take to do a regression analysis", *Multivariate Behavioral Research*, Vol. 26, Issue 3, 499-510.
- Gu, Z. dan Kim H., 1998. "Casino Firms' Risk Features and Their Beta Determinants", *Progress in Tourism and Hospitality Research*, Vol. 4: 357-365.
- _____, 2002, "Determinants of Restaurant Systematic Risk : A Reexamination", *Journal of Hospitality Financial Management*, Vol. 10: Issue I, Article 2.
- Gujarati D.J., 2006. *Dasar-Dasar Ekonometrika* Jilid 1, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Hadianto B. dan Tjun T.L., 2009, "Pengaruh Leverage Operasi, Leverage Keuangan dan Karakteristik Perusahaan terhadap Risiko Sistematis Saham : Studi Empirik pada

- Emiten Sektor Pertambangan di Bursa Efek Indonesia”, *Jurnal Akuntansi*, Vol. 1 No. 1: 1-16.
- Hanafi, M.M. dan Abdul H., 2003, *Analisis Laporan Keuangan* Edisi Revisi, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta.
- Hartono, J., 2010, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* Edisi Keenam, Penerbit BPFE, Yogyakarta.
- Hooy, C.W. dan Lee C.H., 2010, “The Determinants of Systematic Risk Exposures of Airline Industry in East Asia”, *World Applied Sciences Journal 10 (Special Issue of Tourism dan Hospitality)*, 91-98.
- Husnan, S., 1996, *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas* Edisi Kedua, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta
- Iqbal, M., 2015, Regresi Data Panel (2) “Tahap Analisis”, <http://dosen.perbanas.id/regresi-data-panel-2-tahap-analisis/>, (20 Januari 2015).
- Iqbal, M.J. dan Syed Zulfikar A.S., 2012, “Determinants of Systematic Risk”, *The Journal of Commerce*, Vol. 4, No. 1, Hailey College of Commerce, University of the Punjab, Pakistan.
- Jarvela, M., James K. dan Carla P., 2009, “The Relationship Between Market And Accounting Determined Risk Measures: Reviewing And Updating The Beaver, Kettler, Scholes (1970) study”, *College Teaching Methods dan Styles Journal – Special Edition*, Vol. 5, No. 1.
- Jiao, Di, 2013, “*Demand Volatility, Operating Leverage and Systematic Risk in Hospitality Industry*”, *Master Theses Finance*, Tilburg University.
- Jensen, M.C. dan Meckling W.H., 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, Issue 4.
- Knight, Frank H., 1964, “*Risk, Uncertainty and Profit*”, *Reprints of Economic Classics*, Sentry Press, New York
- Kuncoro, M., 2009, *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi* Edisi Ketiga, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Lee, C.H. dan Hooy C.W., 2012, “Determinants of Systematic Financial Risk Exposures of Airlines in North America, Europe and Asia”, *Journal of Air Transport Management 24*, 31-35.
- Li, W. dan Mingxing Li, 2004, “Was There a Portfolio Effect of the Micro-economic Leverage? Some Empirical Evidence from the Chinese Stock Market”, *Chinese Business Review*, Vol. 3, No. 1 (Serial No. 7).
- Logue, D.E. dan Merville, L.J., 1972, “Financial Policy and Market Expectations”, *Financial Management*, Vol. 1(2), pp 37-44.
- Matic, Andrej, 2012, “The Systematic Risk Determinants of the Worldwide Airline Industry”, *Master Thesis Finance*, University of Tilburg.
- Muljono, 2004, “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Risiko Sistematis Saham Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta”, *Prosiding Seminar Nasional Hasil-hasil Penelitian*, Universitas Muhammadiyah, Semarang.
- Olibe, K.O., Franklin A.M. dan Jerry T., 2008, “Systematic Risk and International Diversification: An Empirical Perspective” *International Review of Financial Analysis*, Vol. 17, Issue 4, pp 681-698.
- Polakitan, C.D., 2015, “Analisis Komparasi Risiko Saham LQ 45 dan Non LQ 45 Pada Beberapa Sub Sektor Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)”, *Jurnal Riset Bisnis dan Manajemen*, Vol. 3, No.1, 61-72, Universitas Sam Ratulangi, Manado.

- Rowe, T. dan Kim J., 2010, "Analyzing the Relationship Between Systematic Risk and Financial Variables in the Casino Industry", UNLV Gaming dan Research Journal, Vol. 12 No. 2.
- Schoenzzetter, R.H., 2012, The Determinants of Systematic Risk in the Global Airline Industry", Master Thesis MSc Finance, Tilburg School of Economic and Management.
- Sudiyatno, B., 2010, Peran Kinerja Perusahaan dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, dan Kebijakan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan, Disertasi, Program Doktor Ilmu Ekonomi, Universitas Diponegoro.
- Suseno, Y.B., 2009, Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Beta Saham (Studi Kasus Perbandingan Perusahaan Finance dan Manufaktur yang Listing di BEI Pada Tahun 2005-2007, Tesis, Program Pascasarjana, Universitas Diponegoro.
- Tandelilin, E., 2003, Risiko Sistematis (Beta): Berbagai Isu Pengestimasi dan Keterterapannya dalam Penelitian dan Praktik. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- _____, 2010, Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi Edisi Pertama, Penerbit Kanisius, Yogyakarta.
- Wahyu, W.W., 2011, Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews Edisi Ketiga, Penerbit UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Widarjono A., 2007, Ekonometrika Teori dan Aplikasi untuk Ekonomi dan Bisnis Edisi Kedua, Ekonisia, Yogyakarta.
- www.finance.yahoo.com
- www.idx.co.id
- www.wikipedia.com

Lampiran 1: Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi	Pengukuran	Skala
Risiko Sistematis (β)	Beta dengan metode CAPM merupakan koefisien yang mengukur perubahan return saham (R_i) akibat dari perubahan return pasar (R_m)	$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$ $\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$	Rasio
<i>Financial Leverage Debt To Total Asset Ratio (DAR)</i>	Perubahan total hutang dengan total aset perusahaan.	$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$	Rasio
<i>Company Size Total asset (TA)</i>	Logaritma natural dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan meliputi aset lancar, aset tetap, aset tidak berwujud dan aset lain-lain, sampai dengan tahun pelaporan keuangan	Ln total asset	Rasio
<i>Profitability Net Profit Margin (NPM)</i>	Besarnya laba bersih dibagi dengan penjualan bersih	$\frac{\text{Net Income}}{\text{Net Sales}}$	Rasio
<i>Liquidity Current Ratio (CR)</i>	Perbandingan aktiva lancar dengan hutang lancar	$\frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$	Rasio
<i>Dividend Payout Ratio (DPR)</i>	perbandingan antara <i>dividend</i> per lembar saham yang dibayarkan (<i>dividend per share</i>) dengan laba bersih (EAT) yang didapatkan untuk pemegang saham per lembar saham (<i>Earning per share</i>)	$\frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$	Rasio