

332.6  
WIB

2 c.1

ANALISIS RESIKO SISTEMATIK SAHAM BIASA TERHADAP PERUSAHAAN  
YANG DIKELUARKAN DARI LANTAI BURSA : STUDI EMPIRIS  
DI BURSA EFEK JAKARTA

TESIS

*Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro  
Untuk memenuhi sebagian syarat guna memperoleh  
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen*



Diajukan oleh :

Nama : Dodie Setio Wibowo, SE.  
N I M : C4A099346

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
TAHUN 2001



## SERTIFIKAT

Saya, *Dodie Setio Wibowo*, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Dodie Setio Wibowo  
15 Juni 2001

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang berjudul :

**ANALISIS RESIKO SISTEMATIK SAHAM BIASA TERHADAP PERUSAHAAN  
YANG DIKELUARKAN DARI LANTAI BURSA :  
*Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta***

yang disusun oleh **Dodie Setio Wibowo**, NIM : C4A099346  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 29 Juni 2001  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



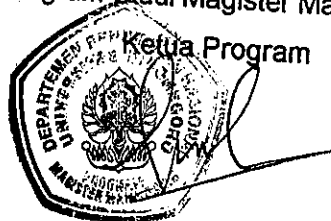
Drs. Imam Ghozali, M. Com, Ph.D.

Pembimbing Anggota



Drs. Waridin, MS, Ph.D

Semarang, 29 Juni 2001  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

*Tesis ini kupersembahkan  
kepada kedua orang tuaku  
sebagai hadiah ulang tahun  
perkawinan ke-30*

## ABSTRAKSI

Tujuan penelitian ini adalah untuk memberikan tambahan bukti empiris mengenai pengaruh resiko sistematis saham biasa terhadap perusahaan yang dikeluarkan dari lantai buesa di Bursa Efek Jakarta. Dengan menganalisis pengaruh leverage keuangan, standar deviasi return saham dan korelasi return saham terhadap return pasar terhadap resiko sistematis saham biasa, serta menganalisis perbedaan resiko sistematis saham biasa, leverage keuangan, standar deviasi return saham dan korelasi return saham dengan return pasar antara perusahaan delisting (gagal) dengan perusahaan sehat.

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu berupa data harga saham bulanan, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan, total asset dan total hutang. Periode waktu dalam penelitian ini adalah 24 bulan sebelum emiten tersebut dikeluarkan dari lantai bursa. Populasi dalam penelitian ini adalah semua emiten yang listing dan yang delisting di Bursa Efek Jakarta, terhitung 1 Januari 1994 sampai 31 Desember 2000 yaitu sebanyak 291 emiten yang *listing* dan 33 emiten yang *delisting*. Pemilihan sampelnya dilakukan dengan purposive sampling, dan menghasilkan 31 emiten delisting dan 31 emiten sehat yang digunakan sebagai pembandingan.

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, dan uji beda dua rata-rata (*independent sample t-test*) yang digunakan untuk menganalisis beda antara perusahaan sehat dengan perusahaan delisting.

Berdasarkan hasil penelitian ditemukan bahwa standar deviasi return saham dan korelasi return saham dengan return pasar berpengaruh positif dan signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa, dan leverage keuangan serta resiko sistematis saham biasa berbeda secara signifikan antara perusahaan sehat dengan perusahaan delisting.

## ABSTRACT

The aim of this research is to provide an additional empirical evidence to the companies concerning systematical risk effect of general stock issued from the stock exchange at the Jakarta Stock Exchange. It was done by analyzing the financial leverage effect, the stock return standard deviation and the stock return correlation against the market return against the general stock systematical risk, the financial risk, as well as analyzing differences among the general stock systematical risk, the financial risk, stock return standard deviation, the stock return correlation and the market return of the delisting company as well as the sound company in between.

This research used the secondary data, i.e. data relating to monthly stock price (closing price), monthly Composite Stock Price Index, Total Asset and Total Debt. This time period of the research was 24 months before the emittens removed from the stock exchange. Population of the study consisted of all emittens at the Jakarta Stock Exchange since 1 January 1994 up to 31 December 2000 included 291 listing and 33 delisting emittens. Sample selection was conducted by utilizing purposive sampling method, and yielding 31 delisting and 31 sound emittens as a standard of comparison.

This research's analytical device was a multiple regression to analyze the influence of independent variables toward dependent variable. Independent sample t-test was used to analyze the differences between the sound and the delisting companies.

Based on the research result there was found that the stock return deviation standard and the stock return correlation and the market return affecting the general stock systematical risk significantly. Apart from that there was a significant difference between the sound company's financial leverage as well as the general stock systematical risk and the delisting company's..

## KATA PENGANTAR

Dengan segala kerendahan hati, penulis panjatkan puji syukur ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa atas kasih karunia yang telah dilimpahkan-Nya sehingga memungkinkan terselesaikannya penulisan tesis ini.

Penulis menyadari bahwa tesis ini dapat selesai bukan semata-mata oleh kemampuan penulis saja, melainkan adanya bimbingan serta bantuan dari berbagai pihak penulis tidak mungkin melunasi hutang budi penulis kepada mereka semua. Hanyalah perasaan syukur dan terima kasih yang tidak terhingga yang sekarang mampu penulis persembahkan kepada mereka semua.

Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada berbagai pihak yang telah membantu, mendorong dan membimbing penulis sehingga terselesaikannya tesis ini.

Terima kasih ini penulis tunjukkan kepada:

1. Bapak dan Ibu yang telah memberikan andil besar, baik dalam doa, nasehat, maupun dorongan kepada penulis baik selama perkuliahan maupun selama penulisan tesis ini.
2. Bapak Drs. Imam Ghozali M.Com, Ph.D., selaku dosen pembimbing I dan wali studi yang telah merelakan tenaga, waktu dan pikiran untuk memberikan ide, saran dan kritik dalam penulisan tesis ini.
3. Bapak Drs. Waridin, MS. Ph.D., selaku dosen pembimbing II yang dengan segala kesabaran dan keramahannya membantu penulis

apabila penulis menemui kesulitan dan memberikan jalan keluar yang mudah dipahami.

4. Seluruh staf pengajar MM-UNDIP yang telah membekali penulis dengan pengetahuan akademis.
5. Seluruh staf tata usaha MM-UNDIP yang telah membantu segala urusan administrasi.
6. Seluruh staf perpustakaan MM-UNDIP serta Pengelola Pojok BEJ UNDIP yang telah banyak membantu di dalam menyediakan buku-buku sebagai penunjang studi maupun dalam pembuatan tesis penulis.
7. Kedua kakakku, mbak Erwin dan mbak Heni yang telah banyak memberikan nasehat, doa, dorongan dan hiburan kepada penulis selama menempuh studi maupun selama pembuatan tesis ini.
8. Dik Rio yang telah banyak membantu penulis dalam pengumpulan data tesis ini.
9. Roby yang telah banyak membantu dalam memberikan saran, kritik dan nasehat dalam pembuatan tesis ini.
10. Teman-teman seangkatan yang telah banyak membantu penulis selama studi maupun dalam penulisan tesis ini.
11. Terima kasih juga kepada semua sahabat dan teman-temanku yang telah banyak membantu penulis dalam studi maupun dalam penulisan studi ini.

Kiranya Tuhan melimpahkan kasih dan karunia-Nya kepada semua pihak yang telah membantu penulis dan semoga penulisan tesis ini dapat bermanfaat bagi mereka yang memerlukan dan berminat terhadap masalah yang penulis bahas meskipun penulis mengakui dan menyadari sepenuhnya bahwa penulisan tesis ini masih jauh dari sempurna.

Salatiga, Pertengahan Juni 2001

Penulis

## DAFTAR ISI

	<b>Halaman</b>
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN SERTIFIKAT.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	iv
ABSTRAKSI.....	v
ABSTRACT.....	vi
KATA PENGANTAR.....	vii
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
<b>BAB I: PENDAHULUAN</b>	
1.1. Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	7
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	7
1.3.1. Tujuan Penelitian.....	7
1.3.2. Kegunaan Penelitian.....	8
<b>BAB II: TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN</b>	
2.1. Telaah Pustaka.....	9
2.1.1. Resiko Sistematis.....	9
2.1.2. Saham Biasa.....	12
2.1.3. Delisting.....	13
2.1.4. Leverage Keuangan.....	16
2.1.5. Return Saham.....	18
2.1.6. Return Pasar.....	18
2.2. Penelitian Terdahulu.....	21
2.3. Pengembangan Model Penelitian dan Hipotesis.....	24
2.3.1. Pengembangan Model Penelitian.....	24
2.3.2. Hipotesis.....	26

<b>BAB III: METODE PENELITIAN</b>	
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	27
3.2. Populasi dan Sampel.....	27
3.3. Metode Pengumpulan Data.....	28
3.4. Definisi Operasional Variabel.....	29
3.5. Teknik Analisis.....	32
<b>BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN</b>	
4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	37
4.1.1. Perkembangan Pasar Modal di Indonesia.....	37
4.1.2. Profil Perusahaan.....	40
4.1.2.1. Perusahaan Delisting.....	40
4.1.2.2. Perusahaan Sehat.....	47
4.2. Hasil Penelitian dan Pembahasan.....	53
4.2.1. Asumsi Model Klasik.....	55
4.2.1.1. Uji Multikolinearitas.....	57
4.2.1.2. Uji Heteroskedastisitas.....	60
4.2.1.3. Uji Autokorelasi.....	61
4.2.1.4. Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah.....	63
4.2.2. Pengujian Hipotesis.....	64
4.2.2.1. Pengujian Hipotesis Pertama, Kedua dan Ketiga.....	64
4.2.2.2. Pengujian Hipotesis Keempat.....	70
<b>BAB V: KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN</b>	
5.1. Kesimpulan.....	77
5.2. Implikasi Kebijakan.....	79
5.3. Saran.....	80
DAFTAR PUSTAKA.....	82
<b>LAMPIRAN</b>	
<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP PENYUSUN</b>	

## DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
I.1. Daftar Emiten Yang Delisting Dari Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 1994 Sampai Tahun 2000.....	6
IV.1. Jumlah Total Asset Perusahaan Yang Delisting Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	41
IV.2. Jumlah Total Asset Masing-Masing Perusahaan Yang Delisting Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	42
IV.3. Jenis Perusahaan Yang Mengalami Delisting Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	43
IV.4. Masing-Masing Jenis Perusahaan Mengalami Delisting Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	44
IV.5. Status Perusahaan Yang Mengalami Delisting Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	45
IV.6. Status Masing-Masing Perusahaan Yang Mengalami Delisting Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	46
IV.7. Jumlah Total Asset Perusahaan Sehat Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	47
IV.8. Jumlah Total Asset Masing-Masing Perusahaan Sehat Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	48
IV.9. Jenis Perusahaan Sehat Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	49
IV.10. Masing-Masing Jenis Perusahaan Sehat Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	50
IV.11. Status Perusahaan Sehat Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	51
IV.12. Status Masing-Masing Perusahaan Sehat Periode Tahun 1994 Sampai 2000.....	52
IV.13. Nilai Beta Dan Probabilitas Perusahaan Sehat dan Perusahaan Delisting.....	54
IV.14. Hasil Uji Multikolinearitas Untuk Perusahaan Sehat.....	58
IV.15. Hasil Uji Multikolinearitas Untuk Perusahaan Delisting.....	58

IV.16. Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Untuk Perusahaan Sehat.....	59
IV.17. Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel Untuk Perusahaan Delisting.....	59
IV.18. Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah Perusahaan Sehat.....	63
IV.19. Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah Perusahaan Delisting...	63
IV.20. Hasil Analisis Regresi Berganda Perusahaan Delisting.....	64
IV.21. Hasil Analisis Regresi Berganda Perusahaan Sehat.....	65
IV.22. Hasil Uji Beda Dua Mean Resiko Sistematis Saham Biasa.....	70
IV.23. Hasil Uji Beda Dua Mean Leverage Keuangan.....	72
IV.24. Hasil Uji Beda Dua Mean Deviasi Standar Return Saham.....	73
IV.25. Hasil Uji Beda Dua Mean Korelasi Return Saham Dengan Return Pasar.....	75

## DAFTAR GAMBAR

<b>Gambar</b>	<b>Halaman</b>
II.1. Resiko Sistemik.....	10
II.1. Pengembangan Model Penelitian.....	25

## DAFTAR LAMPIRAN

### Lampiran

1. Hasil Pengujian Perusahaan Delisting
2. Hasil Pengujian Perusahaan Sehat
3. Uji Beda Dua Rata-Rata (*Independent Sample T-Test*)

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Penelitian

Dana merupakan salah satu faktor penting dalam pengembangan suatu usaha. Dalam usaha untuk mencapai pertumbuhan yang tinggi maka dibutuhkan adanya sumber dana yang cukup besar. Karena sebagian besar perusahaan dihadapkan pada permasalahan dana yang akan digunakan untuk memperluas usahanya. Sumber dana ini tidak bisa hanya mengandalkan pada satu sumber saja, yaitu hutang. Karena dengan berhutang perusahaan akan menanggung beban tetap yang justru akan menyulitkan posisinya, sehingga perlu mencari sumber dana lain. Pasar modal merupakan salah satu alternatif untuk mendapatkan dana. Dilihat dari sisi pemodal, dengan adanya pasar modal investor dapat menanamkan dananya pada surat berharga (*financial assets*) disamping pada *real assets* (Husnan,1998). Dengan demikian pasar modal dapat diartikan sebagai sarana untuk mempertemukan permintaan dan penawaran jangka panjang baik dalam bentuk saham maupun obligasi. Pasar modal sebagai salah satu kekuatan dalam memobilisasi dana masyarakat, diharapkan akan dapat berperan aktif dalam menunjang keberhasilan pengerahan dana untuk memenuhi kebutuhan dunia usaha.

Pada penanaman dana pada surat berharga, pemodal akan dihadapkan pada resiko yang berhubungan dengan tingkat keuntungan

yang diharapkan. Sehingga investor akan selalu mencari portofolio optimum yang menawarkan *expected return* maksimum pada tingkat resiko tertentu, atau portofolio yang menawarkan resiko minimum pada tingkat *expected return* tertentu. Menurut Husnan dan Pudjiastuti (1993) hubungan antara resiko dan return yang disyaratkan bisa dijelaskan dengan *Capital Assets Pricing Model* (CAPM), yang menyatakan bahwa semakin besar resiko suatu investasi, semakin besar pula *return* yang disyaratkan investor. Sehingga hubungan antara resiko dan return yang diharapkan investor bersifat positif dan linier. Menurut Husnan (1998), resiko dapat dikelompokkan menjadi dua bagian, yaitu:

1. *systematic risk*, yang merupakan resiko yang mempengaruhi semua (banyak) perusahaan, dan
2. *unsystematic risk*, yang merupakan resiko yang mempengaruhi satu (sekelompok kecil) perusahaan.

Resiko sistematis ini juga disebut sebagai resiko pasar (Husnan, 1998). Disebut resiko pasar (*market risk*) karena fluktuasi yang terjadi disebabkan oleh faktor-faktor yang mempengaruhi semua perusahaan yang beroperasi. Faktor-faktor tersebut misalnya, kondisi perekonomian, kebijaksanaan pajak, dan lain sebagainya. Faktor-faktor tersebut menyebabkan ada kecenderungan semua saham mempengaruhi secara luas dan selalu ada dalam setiap saham. Untuk mengetahui peran suatu saham terhadap resiko portofolio yang didiversifikasi dengan baik, tidak dapat dengan melihat seberapa resiko saham tersebut apabila dimiliki

secara terpisah, tetapi harus dengan mengukur resiko pasarnya dan ini akan mendorong untuk mengukur kepekaan saham tersebut terhadap perubahan pasar.

Ukuran relatif resiko sistematis dikenal sebagai koefisien beta yang menunjukkan ukuran resiko relatif suatu saham terhadap portofolio pasar. Hartono (1998) beta merupakan ukuran *volatilitas return* saham terhadap return pasar. Semakin besar fluktuasi return suatu saham terhadap return pasar, semakin besar pula beta saham tersebut. Demikian sebaliknya, semakin kecil fluktuasi return suatu saham terhadap return pasar, akan semakin kecil pula beta saham tersebut. Menurut Ro et al. (1992) beta didefinisikan sebagai rasio deviasi standar return saham dengan return pasar dikalikan korelasi return saham dengan return pasar. Oleh karena itu, suatu kenaikan beta berarti suatu kenaikan rasio deviasi standar return saham dengan return pasar dan/atau pada korelasi return saham dengan return pasar. Penelitian yang dilakukan oleh Rubinstein (1973) memperlihatkan bahwa korelasi return saham dengan return pasar adalah *invariant* dengan perubahan leverage keuangan, sehingga pengaruh resiko keuangan pada beta akan diserap melalui deviasi standar return saham.

Disamping menggunakan pasar modal untuk mendapatkan dana perusahaan juga dapat menggunakan bank untuk memperoleh dana lewat hutang. Husnan (1998) mengatakan bahwa perusahaan yang menggunakan hutang adalah perusahaan yang mempunyai *financial leverage*. Semakin besar proposi hutang yang digunakan, maka semakin besar *financial*

*leverage*-nya. Berarti bahwa semakin besar proporsi hutang yang digunakan oleh perusahaan, pemilik modal akan menanggung resiko yang semakin besar pula. Dengan menggunakan hutang yang besar dalam struktur modalnya, maka resiko kegagalan dalam perusahaan akan besar pula. Hamada (1972) yang meneliti hubungan analisis portofolio dengan *corporate finance* menunjukkan hasil bahwa beta saham perusahaan mempunyai hubungan yang positif dengan leverage perusahaan yang ditunjukkan oleh besarnya hutang dalam struktur modalnya. Castagna dan Matolcsy (1981) mengatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang gagal beta rata-ratanya tinggi (1,78). Sedangkan Ahorny, Jones dan Swary (1980) melaporkan bahwa beta perusahaan-perusahaan yang potensial gagal (*delisting*) menurun selama periode yang mereka teliti. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ro et al. (1992) menunjukkan bahwa resiko sistematis perusahaan-perusahaan yang gagal adalah jauh lebih tinggi daripada resiko sistematis perusahaan-perusahaan yang sehat, dan meningkat selama periode enam hingga sembilan bulan kegagalan. Peningkatan ini karena deviasi standar return saham perusahaan-perusahaan yang gagal, dan return saham perusahaan-perusahaan yang gagal tidak berkorelasi dengan return portofolio pasar.

Berdasarkan hal tersebut maka calon investor apabila akan melakukan investasi harus mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi return dan resiko terhadap investasi yang dipilih. Untuk mengetahui (memperkirakan) resiko terhadap suatu saham, maka calon

investor tersebut dapat melihat resiko sistematis (beta) dari saham tersebut selama beberapa pengamatan.

Isu pengaruh kegagalan (delisting) emiten terhadap resiko sistematis saham biasa yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya, kiranya menarik untuk diterapkan di pasar modal Indonesia. Selama periode tahun 1994 sampai 2000 tercatat 33 emiten yang mengalami (kegagalan) delisting, seperti yang terdapat pada Tabel I.1. berikut:

Tabel I.1.  
Daftar Emiten Yang Delisting Dari Bursa Efek Jakarta Periode  
Tahun 1994 Sampai Tahun 2000

Tahun	Jumlah Emiten
1994	3
1995	1
1996	1
1997	1
1998	0
1999	20
2000	7

Sumber: Bursa Efek Jakarta yang telah diolah

Resiko sistematis merupakan hal penting yang dipertimbangkan oleh investor sebelum melakukan keputusan investasi, sehingga dibutuhkan informasi akurat mengenai resiko sistematis. Hal ini sangat penting karena merupakan dasar untuk memperkirakan besarnya resiko maupun return investasi di masa depan. Dengan melihat perilaku koefisien beta dari waktu ke waktu, maka investor dapat memperkirakan besarnya resiko sistematis di

masa depan (Hartono,1998). Oleh karena itu secara implisit dapat diartikan bahwa beta saham merupakan parameter kondisi keuangan suatu perusahaan, apakah perusahaan itu sehat atautkah perusahaan itu mendekati kegagalan di bursa (delisting). Karena apabila emiten di-delist dari bursa, maka investor akan menjadi pihak yang paling dirugikan. Investor akan menanggung resiko bila dalam menyusun portofolio investasinya melibatkan saham yang berpotensi gagal (delisting), sebab investor tidak dapat lagi memperjualbelikan sahamnya. Dengan kata lain akan timbul kerugian akibat investasi yang salah. Sedangkan bagi emiten, dengan dikeluarkannya dari lantai bursa tentu saja hal ini akan sangat merugikan bagi dirinya, selain kerugian materiil juga kerugian moral yang sangat penting, yaitu kepercayaan masyarakat terhadap perusahaannya. Weston dan Copeland (1996) mengatakan bahwa kebangkrutan merupakan proses yang mahal dan memakan waktu yang lama.

Penelitian yang dilakukan oleh Ro et al. (1992) memperlihatkan bahwa resiko sistematis perusahaan-perusahaan yang gagal akan meningkat ketika kondisi keuangan mereka memburuk, meningkat pada enam hingga sembilan bulan kegagalan. Sebaliknya, beta perusahaan-perusahaan yang sehat tidak memperlihatkan kenaikan selama periode yang sama. Deviasi standar return saham perusahaan-perusahaan yang gagal meningkat secara drastis sampai tanggal kegagalan. Tapi, korelasi return saham perusahaan-perusahaan yang gagal dengan pergerakan pasar relatif memiliki sedikit pengaruh pada kenaikan beta-nya.

## **1.2. Rumusan Masalah**

Berdasarkan hal tersebut di atas, maka rumusan masalah yang muncul dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah leverage keuangan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa?
2. Apakah deviasi standar return saham berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa?
3. Apakah korelasi return saham dengan return pasar berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa?
4. Apakah ada perbedaan yang signifikan antara resiko sistematis, leverage keuangan, deviasi standar return saham, dan korelasi return saham dengan return pasar pada perusahaan yang sehat dan yang gagal (*delisting*)?

## **1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

### **1.3.1. Tujuan Penelitian**

Sehubungan dengan masalah yang telah dirumuskan terdahulu, secara umum penelitian ini bertujuan untuk memberikan tambahan bukti empiris mengenai pengaruh resiko sistematis saham biasa terhadap perusahaan yang dikeluarkan dari lantai bursa di Bursa Efek Jakarta. Secara lebih spesifik, tujuan penelitian ini adalah untuk:

1. Menganalisis pengaruh leverage keuangan terhadap resiko sistematis saham biasa.

2. Menganalisis pengaruh deviasi standar return saham terhadap resiko sistematis saham biasa
3. Menganalisis pengaruh korelasi return saham dengan return pasar terhadap resiko sistematis saham biasa.
4. Menganalisis perbedaan resiko sistematis, leverage keuangan, deviasi standar return saham, dan korelasi return saham dengan return pasar antara perusahaan yang sehat dan yang gagal (*delisting*).

### **1.3.2. Kegunaan Penelitian**

Adapun kegunaan yang dapat diperoleh dari hasil penelitian ini adalah

1. Bagi akademisi : memberikan kontribusi berupa tambahan bukti empiris mengenai pengaruh resiko sistematis saham biasa terhadap perusahaan yang dikeluarkan dari lantai bursa .
2. Bagi investor : diharapkan hasil dari penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan investasi khususnya dalam melakukan analisis fundamental.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

Dalam bab ini akan dikemukakan telaah pustaka, kerangka pemikiran teoritis, dan hipotesis yang merupakan dasar dari pembahasan, analisis, dan evaluasi atas kenyataan-kenyataan yang diperoleh dari hasil penelitian yang akan diuraikan dalam bab selanjutnya. Tujuan dari telaah pustaka dan pengembangan model penelitian ini adalah sebagai titik pijak penulisan agar penelitian yang dilakukan bersifat ilmiah

#### 2.1. Telaah Pustaka

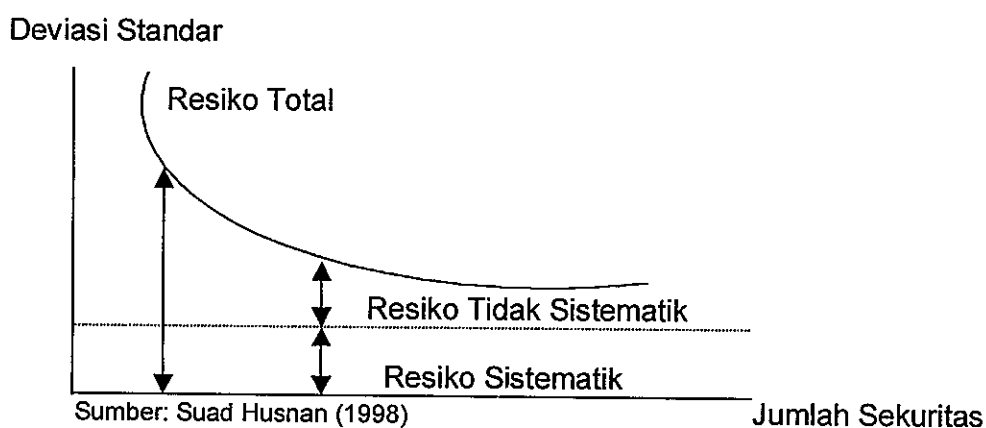
##### 2.1.1. Resiko Sistemik

Pada penanaman dana di *financial assets* (surat berharga), pemodal dihadapkan dengan resiko sehubungan tingkat keuntungan yang diharapkan. Dua kemungkinan yang dihadapi pemodal adalah perolehan tingkat keuntungan yang terbesar dengan resiko tertentu atau tingkat keuntungan tertentu dengan resiko terkecil. Apabila pemodal dihadapkan pada dua alternatif investasi yang akan memberikan tingkat keuntungan yang sama, maka pemodal akan memilih investasi dengan resiko terkecil, karena resiko merupakan faktor penting dalam keputusan investasi (Sufiyati dan Ainun Na'im, 1998).

Menurut Sufiyati dan Ainun Na'im (1998), dalam literatur keuangan ada dua jenis resiko yaitu resiko tidak sistemik dan resiko sistemik.

Resiko tidak sistematis adalah resiko yang dapat dihilangkan melalui diversifikasi dalam portofolio. Sedangkan resiko sistematis merupakan *inherent risk*, yaitu resiko yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi dalam portofolio. Penjumlahan kedua jenis resiko tersebut disebut sebagai resiko total. Keadaan ini ditunjukkan oleh Gambar 2.1. berikut:

Gambar 2.1.  
Resiko Saham



Menurut Husnan dan Pudjiastuti (1993) beta ( $\beta$ ) merupakan ukuran dari resiko sistematis. Sementara Hartono (1998) mengatakan, beta adalah pengukur resiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap resiko pasar. Ro et al. (1992) mengatakan bahwa beta adalah rasio deviasi standar return saham dengan return pasar dikalikan korelasi return saham dengan return pasar.

Karena beta mengukur tingkat kepekaan saham terhadap perubahan pasar, maka setiap saham perusahaan memiliki tingkat risiko yang berbeda-beda. Koefisien beta ( $\beta$ ) diukur dengan slope dari garis karakteristik saham

yang diperoleh dengan meregresikan return saham dengan return pasar seperti persamaan sebagai berikut (Sufiati dan Ainun Na'im, 1998):

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + V_{jt} \quad (2.1)$$

dimana:

$R_{jt}$  = return bulanan dari saham perusahaan j dalam bulan t.

$\alpha_j$  = interception point

$\beta_j$  = koefisien beta

$R_{mt}$  = return pasar dalam bulan t

$V_{jt}$  = kesalahan random

Return pasar bulanan dihitung dengan  $IHSG_t$  (Indeks Harga Saham Gabungan) dikurangi dengan  $IHSG_{t-1}$  dibagi dengan  $IHSG_{t-1}$ . sedangkan return saham perusahaan j ditentukan dengan harga saham pada bulan t dikurangi dengan harga saham pada bulan t-1 dibagi dengan harga saham pada bulan t-1.

Beta ( $\beta$ ) juga dapat dihitung dengan teknik regresi dengan menggunakan *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) dengan persamaan sebagai berikut (Hartono, 1999):

$$R_i = R_{BR} + \beta_i (R_M - R_{BR}) \quad (2.2)$$

dimana:

$R_i$  = return sekuritas ke-i

$R_{BR}$  = return aktiva bebas risiko

$R_m$  = return portofolio pasar

$\beta_i$  = beta sekuritas ke-i

### 2.1.2. Saham Biasa

Salah satu komoditas pasar modal yang paling populer adalah saham biasa atau *common stocks*. Saham biasa ini secara umum hanya disebut dengan saham. Atribut investasi yang paling mendasar atas saham adalah membuat investor dapat menikmati keuntungan yang dicapai oleh perusahaan. Namun keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham adalah setelah memenuhi kewajiban perusahaan lainnya. Dan saham sebagai salah satu alat investasi tentunya juga mengandung suatu resiko.

Definisi saham biasa itu sendiri menurut Ang (1997) adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan. Sedangkan Hartono (1998) mengatakan bahwa pemegang saham adalah pemilik dari perusahaan yang mewakilkan kepada manajemen untuk menjalankan operasi perusahaan. Sebagai pemilik dari perusahaan, maka pemegang saham biasa memiliki beberapa hak.

Beberapa hak yang dimiliki oleh pemegang saham biasa menurut Hartono (1998) adalah hak kontrol, hak menerima pembagian keuntungan, hak preemptive, dan hak klaim sisa. Hak kontrol saham biasa adalah suatu hak pemegang saham biasa untuk memilih pimpinan perusahaan.

Hak menerima pembagian keuntungan, sebagai pemegang saham maka berhak untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Tetapi tidak semua keuntungan dibagikan, sebagian keuntungan akan ditanam kembali ke dalam perusahaan. Keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan yang telah dikurangi dengan kewajiban perusahaan lainnya.

Hak preemptive adalah hak untuk mendapatkan persentasi kepemilikan yang sama jika perusahaan mengeluarkan tambahan lembar saham untuk tujuan melindungi hak kontrol dari pemegang saham lama atau melindungi harga saham lama dari kemerosotan nilai.

Sedangkan hak klaim atas sisa adalah apabila perusahaan dikatakan pailit, maka sisa kekayaan setelah hasil likuidasi dikurangi dengan pembayaran kepada para kreditur dapat dibagikan kepada pemegang saham. Hal ini secara jelas dinyatakan pada UUPT No.1/1995 pasal 124 ayat (2) yang berbunyi sebagai berikut "sisa kekayaan hasil likuidasi dipergunakan bagi para pemegang saham".

### **2.1.3. Delisting**

Delisting menurut Ang (1997) adalah suatu tindakan mengeluarkan saham yang tercatat di bursa efek karena memenuhi kriteria yang ditentukan oleh manajemen bursa atau atas permintaan emiten, sehingga saham tersebut tidak dapat diperdagangkan lagi di bursa efek tersebut. Sebelum suatu saham di delisting biasanya manajemen bursa efek memanggil emiten

untuk melakukan dengar pendapat (*sharing*) dengan komite pencatatan dari bursa efek tersebut. Bursa efek juga melakukan penelitian tentang dampak dari tindakan delisting terhadap saham bersangkutan. Karena delisting suatu saham akan menimbulkan kerugian bagi investor maupun perusahaan publik yang bersangkutan, dengan tidak dapat lagi saham perusahaan tersebut diperdagangkan di bursa.

Dengar pendapat tersebut biasanya, perusahaan yang terancam delisting diberi saran dan kesempatan untuk memperbaiki kinerja likuiditas saham, melalui rencana aksi. Tetapi jika nantinya tidak ada aksi, maka terpaksa harus di delisting. Perusahaan yang terkena tindakan delisting ini dapat melakukan banding ke Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal), dan Bapepam akan menilai apakah tindakan delisting tersebut adil atau tidak.

Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebagai suatu bursa efek tentunya memiliki kriteria dalam melakukan delisting terhadap saham yang tercatat di BEJ. Dan kriteria delisting di Bursa Efek Jakarta adalah sebagai berikut (Ang, 1997):

1. Selama empat bulan berturut-turut sahamnya tidak terjadi transaksi.
2. Jumlah pemegang saham kurang dari 200 selama tiga bulan berturut-turut berdasarkan laporan dari Biro Administrasi Efek (BAE) dari emiten yang bersangkutan.
3. Jumlah modal sendiri kurang dari Rp 7,5 miliar.

4. Selama tiga tahun berturut-turut tidak membayar deviden tunai bagi emisi saham, atau bagi obligasi terjadi cidera janji sebanyak dua kali berturut-turut.
5. Selama tiga tahun berturut-turut menderita kerugian atau terdapat kerugian akumulatif (saldo rugi) sebesar 25% atau lebih dari modal disetor penuh sebagaimana tercantum dalam neraca emiten pada tahun terakhir.
6. Mengalami kehilangan kepercayaan dari perbankan.
7. Laporan kerugian disusun tidak sesuai dengan SAK (Standar Akuntansi Keuangan) yang berlaku umum di Indonesia.
8. Kegiatan usaha pokoknya terhenti (*not going-concern*) selama enam bulan berturut-turut.
9. Emiten mengajukan permohonan pailit atau dinyatakan pailit oleh pengadilan atau dilikuidasi karena alasan merger, penggabungan usaha atau bagi perseroan Reksadana karena dibubarkan.
10. Emiten mengalami gugatan yang secara material diperkirakan dapat mempengaruhi kondisi dan kelangsungan hidup (*going concern*) perusahaan. Dalam hal ini bursa efek dapat menunjuk *appraiser independent* untuk melakukan penilaian terhadap kondisi emiten tersebut.
11. Khusus untuk emiten Reksadana tertutup yang berbentuk perseroan, nilai kekayaan bersih (*Net Asset Value*) turun menjadi kurang dari 50% dari nilai perdana yang disebabkan oleh kerugian operasi.

12. Hal-hal lain yang menurut pertimbangan bursa efek perlu dikenakan sanksi delisting dalam perlindungan terhadap kepentingan umum khususnya para investor.

#### **2.1.4. Leverage Keuangan**

Leverage keuangan, merupakan rasio yang dimaksudkan untuk mengukur sampai seberapa jauh aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang (Husnan, 1998). Apabila perusahaan menggunakan hutang semakin banyak, maka semakin besar beban tetap yang berupa bunga dan angsuran pokok pinjaman yang harus dibayar. Pada dasarnya perusahaan yang menggunakan leverage keuangan tujuannya adalah agar keuntungan yang diperoleh lebih besar dari biaya tetapnya. Jika perusahaan ternyata mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya, maka akibatnya dividen yang akan diterima pemegang saham akan semakin kecil.

Riyanto (1992) mendefinisikan leverage sebagai penggunaan aktiva atau dana dimana untuk penggunaannya perusahaan harus membayar biaya tetap. Leverage menguntungkan (*favorable financial leverage*) kalau pendapatan yang diterima dari penggunaan dana tersebut lebih besar daripada beban tetapnya. Leverage keuangan merugikan (*unfavorable financial leverage*) apabila perusahaan tidak dapat memperoleh pendapatan sebanyak beban tetap yang harus dibayar.

Dari uraian diatas, dapat dikatakan bahwa semakin besar tingkat *financial leverage* perusahaan, akan makin tinggi resiko keuangannya. Hal

ini dapat mengakibatkan prospek perusahaan menurun. Prospek perusahaan akan mempengaruhi harga saham, sehingga apabila propek diperkirakan meningkat (menurun), maka harga saham akan naik atau turun (Husnan,1998). Perubahan harga saham berarti perubahan return saham. Makin besar perubahan return maka makin besar beta saham perusahaan, yang berarti makin besar pula resiko yang akan ditanggung oleh investor.

Menurut Bowman (1979) hubungan antara leverage keuangan dengan resiko saham biasa dapat dirumuskan sebaga berikut:

$$\beta_L = \beta_U \left[ 1 + \frac{D}{E} (1 - t) \right] \quad (2.3)$$

Dimana  $\beta$  adalah resiko sistematis saham biasa, D nilai hutang, E nilai ekuitas dan t adalah tingkat pajak perusahaan. Persamaan ini menunjukkan bahwa beta  $\beta_L$  perusahaan yang di/ever lebih besar dari pada  $\beta_U$  perusahaan yang tidak di/ever. Hal ini berarti bahwa beta meningkat ketika leverage finansial yang diukur dengan rasio hutang-ekuitas, meningkat. Karena penghasilan kena pajak perusahaan dapat mendekati nol ketika kegagalan mendekat, sehingga pengaruh tingkat pajak terhadap beta menjadi minimal. Oleh karenanya, leverage keuangan menjadi semakin penting dalam menentukan beta suatu perusahaan yang gagal.

### 2.1.5. Return Saham

Ang (1997) mengemukakan bahwa return (kembali) adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. Tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi tentunya investor tidak akan mau berinvestasi, jika pada akhirnya tidak ada hasilnya. Lebih lanjut Ang (1997) menjelaskan bahwa, setiap investasi baik jangka panjang maupun jangka pendek mempunyai tujuan utama untuk mendapatkan keuntungan.

Menurut Ang (1997) return dapat berupa return realisasi ataupun return ekspektasi yang belum terjadi, akan tetapi diharapkan akan terjadi dimasa yang akan datang. Return realisasi (*realized return*) merupakan return yang telah terjadi. Return realisasi ini dihitung berdasarkan data historis. Return realisasi dapat digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan dan dapat juga digunakan sebagai dasar penentu return ekspektasi (*expected return*) dan resiko di masa yang akan datang.

Return ekspektasi (*expected return*) adalah return yang diharapkan akan diperoleh investor di masa yang akan datang. Return ekspektasi ini muncul karena adanya ketidakpastian (*uncertainty*) perolehan return di masa yang akan datang yang akan diperoleh investor.

### 2.1.6. Return Pasar

Return pasar adalah tingkat keuntungan pasar yang dilihat atau dihitung berdasarkan indeks harga saham gabungan (IHSG). Indeks harga

saham gabungan (*composite stocks price index*) merupakan suatu nilai yang digunakan untuk mengukur kinerja saham yang tercatat di suatu bursa efek (Ang,1997). Indeks harga saham gabungan ini ada yang dikeluarkan oleh bursa efek yang bersangkutan secara resmi dan ada yang dikeluarkan oleh institusi swasta tertentu seperti media masa keuangan, institusi keuangan dan lain-lain.

Ada dua metode penghitungan indeks harga saham gabungan yang umum, yaitu (Ang,1997):

1. metode rata-rata (*averaga method*), yaitu metode dimana harga pasar saham-saham yang masuk dalam indeks tersebut dijumlahkan kemudian dibagi dengan suatu faktor pembagi tertentu (*divisor*)

$$\text{IHSG} = \frac{\sum P_s}{\text{Divisor}} \quad (2.4)$$

*Divisor* merupakan total dari seluruh harga dasar (*base price*) saham-saham yang tergabung dalam indeks yang bersangkutan. IHSG ditentukan sebesar 100% pada suatu tanggal tertentu, tanggal tersebut merupakan hari dasar perhitungan harga dasar IHSG.

2. metode tertimbang (*weighted average method*), yaitu merupakan suatu metode yang menambahkan bobot dalam perhitungan indeks disamping harga pasar saham dan harga dasar saham. Pembobotan yang dilakukan dalam perhitungan indeks pada umumnya adalah jumlah saham yang dikeluarkan. Terdapat 2 metode perhitungan indeks secara tertimbang, yaitu:

a. Metode Paasche

Menurut Paasche jumlah saham yang dikeluarkan oleh emiten yang bersangkutan pada saat perhitungan indeks akan memberikan hitungan yang lebih mencerminkan keadaan yang sebenarnya, sebab banyaknya saham yang dikeluarkan (*outstanding shares*) sangat berpengaruh terhadap likuiditas suatu saham. Karena suatu saham yang likuid akan memberikan pengaruh besar terhadap pasar bursa efek secara keseluruhan. Adapun rumus Paasche adalah sebagai berikut:

$$IHSG = \frac{\sum(P_s \times S_s)}{\sum(P_{base} \times S_s)} \quad (2.5)$$

dimana:

IHSG = indeks harga saham gabungan

$S_s$  = jumlah saham yang dikeluarkan (*outstanding shares*)

$P_{base}$  = harga dasar saham

b. Metode Laspeyres

Metode ini menggunakan jumlah saham yang dikeluarkan pada hari dasar dan tidak berubah selamanya, walaupun ada pengeluaran saham baru. Ini berbeda dengan Paasche yang menggunakan jumlah saham yang berubah atau bertambah jika terdapat pengeluaran saham baru. Rumus Laspeyres adalah sebagai berikut:

$$IHSG = \frac{\sum(P_s \times S_o)}{\sum(P_{base} \times S_o)} \quad (2.6)$$

dimana  $S_o$  adalah jumlah saham yang dikeluarkan pada hari dasar.

## 2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai resiko sistemik atau beta saham telah banyak dilakukan di luar negeri. Resiko sistemik merupakan hal penting yang dipertimbangkan oleh investor sebelum melakukan keputusan investasi. Dalam melakukan keputusan ini dibutuhkan informasi mengenai resiko sistemik yang akurat dan tidak bias. Hal ini sangat penting karena merupakan dasar untuk memperkirakan besarnya resiko maupun return investasi di masa depan. Dengan melihat perilaku koefisien beta dari waktu ke waktu, maka investor bisa memperkirakan besarnya resiko sistemik di masa depan. Oleh karena itu secara implisit bisa diartikan bahwa beta saham merupakan parameter kondisi keuangan suatu perusahaan, apakah perusahaan itu sehat ataukah perusahaan itu mendekati kegagalan (delisting).

Ro et al. (1992) melakukan pengujian mengenai hubungan antara resiko sistemik saham biasa (beta) dengan resiko finansial perusahaan yang gagal. Dalam penelitian ini digunakan sampel perusahaan yang sehat dan yang gagal (delisting) di New York Stock Exchange (NYSE) antara tahun 1972-1981. Hasil dari peneliian ini menunjukkan bahwa resiko

sistematik perusahaan yang gagal, kondisi keuangannya akan mengalami penurunan yang meningkat selama enam sampai sembilan bulan menjelang kegagalan (delisting). Beta saham untuk perusahaan yang sehat menunjukkan tidak adanya peningkatan yang berarti selama periode yang sama dengan perusahaan yang gagal. Deviasi standar saham perusahaan yang gagal akan meningkat mendekati tanggal delisting. Sedangkan korelasi antara return saham dengan return portofolio pasar hanya sedikit pengaruhnya terhadap kenaikan beta saham.

Bowman (1979), melakukan uji teoritis untuk melihat pengaruh variabel keuangan dan akuntansi terhadap pasar yang didasarkan pada ukuran resiko. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa perhitungan leverage dapat menggunakan nilai pasar dan nilai buku, sehingga diharapkan bahwa resiko sistematik saham biasa berhubungan positif dengan leverage keuangan. Hal ini didukung oleh Hamada (1972) dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa leverage perusahaan mempunyai pengaruh terhadap resiko sistematik saham (beta). Rubinstein (1973) mengemukakan suatu model teoritis untuk menganalisis hubungan antara tingkat *return on equity* yang diharapkan, resiko sistematik, dan leverage keuangan. Dimana pertama-tama mendekomposisikan resiko sistematik ke dalam resiko keuangan dan resiko operasi, kemudian memperlihatkan tingkat *return on equity* yang diharapkan, dan menunjukkan bahwa beta ekuitas berhubungan dengan leverage keuangan. Bowman (1979) juga memperoleh hubungan yang sama antara resiko saham biasa dan leverage keuangan. De Jong dan

Collins (1985) secara empiris meneliti bagaimana perubahan tingkat bebas resiko dan leverage keuangan mempengaruhi beta ekuitas. Dengan membandingkan beta yang *dilever* tinggi dengan perusahaan yang *dilever* lebih rendah, mereka menemukan bahwa beta ekuitas tidak stabil sepanjang waktu dan berhubungan positif dengan leverage keuangan tetapi berhubungan negatif dengan tingkat bebas resiko.

Castagna dan Matolcsy (1981) melaporkan bahwa beta rata-rata perusahaan yang gagal adalah tinggi (1,78), konsisten dengan teori-teori. Sedangkan McEnally dan Todd (1973) melakukan pengujian teori yang mengatakan bahwa resiko sistematis akan menurun dengan dimulainya kesulitan keuangan di suatu perusahaan. Dalam penelitian tersebut menunjukkan bahwa resiko sistematis (beta) perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan pada awalnya lebih besar dari rata-rata, tetapi cenderung mendekati rata-rata. Penurunan beta ini tidak begitu besar signifikansinya dan bervariasi antara perusahaan yang satu dengan yang lain. Penelitian yang dilakukan oleh Altman dan Brenner (1981) menunjukkan bahwa resiko sistematis (beta) perusahaan-perusahaan yang potensial gagal, secara signifikan menurun selama periode yang diuji. Temuan ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Sufiati dan Ainun Na'im (1998) dengan menggunakan data yang ada di Indonesia, dan hasilnya menunjukkan bahwa leverage keuangan dan leverage operasi berpengaruh negatif terhadap resiko sistematis.

## 2.3. Pengembangan Model Penelitian dan Hipotesis

### 2.3.1. Pengembangan Model Penelitian

Dalam melakukan suatu investasi, maka investor akan memperhitungkan sisi return dan resikonya. Dalam pasar modal itu sendiri resiko dibagi menjadi dua, yaitu resiko sistematis dan resiko tidak sistematis. Resiko sistematis merupakan resiko yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi portofolio, dan mempengaruhi semua (banyak) perusahaan. Resiko sistematis disebut juga dengan resiko pasar, karena fluktuasi yang terjadi disebabkan oleh faktor-faktor yang mempengaruhi semua perusahaan yang beroperasi. Dalam penelitian ini resiko sistematis disebut dengan beta ( $\beta$ ). Beta ini sendiri dipengaruhi oleh banyak faktor, diantaranya adalah leverage keuangan, deviasi standar, dan korelasi return saham biasa dengan return pasar.

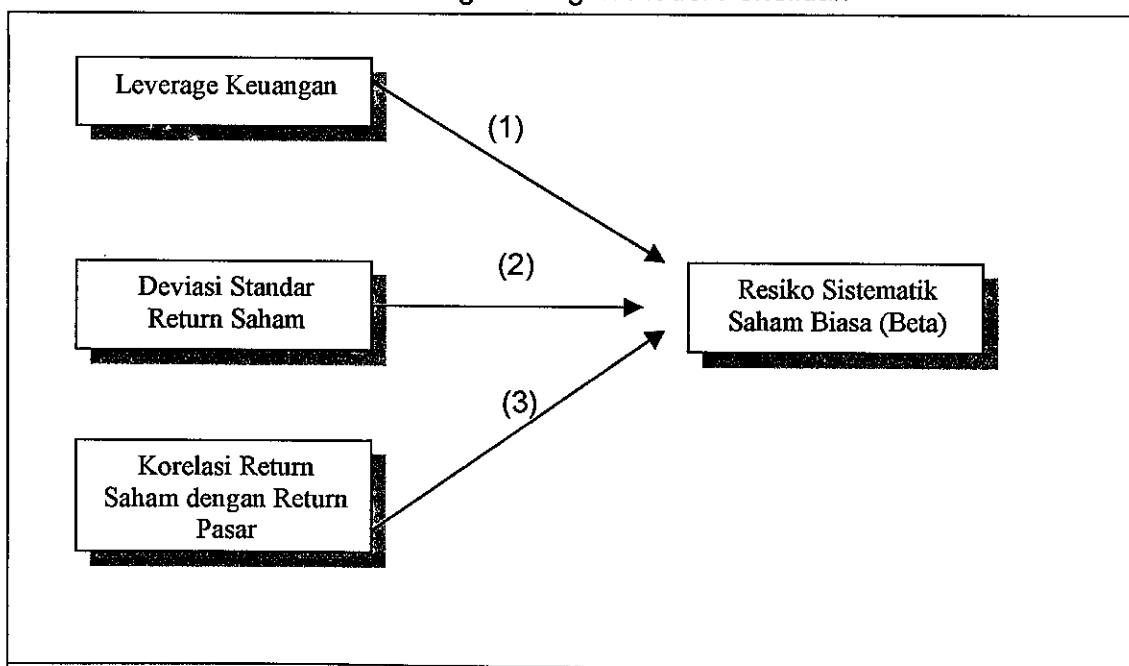
Menurut Beaver (1966) mengatakan bahwa resiko sistematis saham biasa memiliki hubungan positif dengan resiko keuangan. Karena ketika suatu perusahaan mendekati kegagalan (delisting), leverage keuangannya kemungkinan besar meningkat, karena nilai ekuitasnya menurun, sementara hutangnya meningkat sesuai dengan kebutuhan akan pembiayaan tambahan dari luar. Sehingga leverage keuangan yang meningkat akan menyebabkan resiko saham biasa yang meningkat pula.

Ro et al.(1992) mendefinisikan beta sebagai rasio deviasi standar return saham dengan return pasar kali korelasi return saham dengan return pasar. Oleh karena itu, suatu kenaikan beta berarti suatu kenaikan rasio ini

dan/atau pada korelasi return saham dengan return pasar. Rubinstein (1973) memperlihatkan bahwa korelasi return saham dengan return pasar adalah *invariant* dengan perubahan leverage keuangan, dan pengaruh resiko keuangan akan diserap pada beta melalui deviasi standar return saham. Jadi kenaikan beta perusahaan-perusahaan yang gagal didorong dengan naiknya deviasi standar return saham.

Beta juga merupakan suatu fungsi korelasi return saham dengan return pasar, tetapi kemungkinan korelasi ini akan menurun ketika kebangkrutan semakin dekat. Hal ini karena return saham perusahaan yang gagal lebih mungkin menjadi subyek faktor-faktor istimewa ketika kegagalan semakin dekat.

Gambar.II.1.  
Pengembangan Model Penelitian



### II.3.2. Hipotesis

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah

H<sub>1</sub> : Leverage keuangan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa.

H<sub>2</sub> : Deviasi standar return saham berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa.

H<sub>3</sub> : Korelasi return saham dengan return pasar berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa.

H<sub>4</sub> : Ada perbedaan yang signifikan antara resiko sistematis, deviasi standar return saham, dan korelasi return saham dengan return pasar perusahaan yang sehat dengan yang gagal (*delisting*).

## BAB III

### METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan untuk menguji hipotesis yang diajukan dengan menggunakan metode penelitian yang telah dirancang sesuai dengan variabel-variabel yang diteliti agar mendapatkan hasil penelitian yang akurat. Pembahasan yang ada dalam metode penelitian mencakup jenis dan sumber data, populasi dan sampel, metode pengumpulan data, definisi operasional variabel, dan teknik analisis data.

#### **3.1. Jenis dan Sumber Data**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data harga saham bulanan, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan, Total Assets, dan Total Debt, yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory, JSX Statistic Monthly, dan [WWW.jsx.co.id](http://WWW.jsx.co.id)

Berdasarkan klasifikasi pengumpulannya, jenis data penelitian adalah *time series*, yaitu data yang dikumpulkan dari beberapa tahapan waktu (kronologis) berupa data harga saham bulanan, Indeks Harga Saham Gabungan bulanan, Total Assets, dan Total Debt.

#### **3.2. Populasi dan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah semua emiten yang listing dan delisting di Bursa Efek Jakarta, terhitung 1 Januari 1994 sampai 31

Desember 2000, yaitu sebanyak 291 emiten yang *listing* dan 33 emiten yang *delisting*.

Sampel dalam penelitian ini ada dua, yaitu sampel emiten yang gagal (*delisting*) dan sampel emiten yang sehat. Pengambilan sampelnya dilakukan dengan *purposive sampling*, yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria. Kriteria sampel emiten yang *delisting* adalah emiten tersebut terdaftar di Bursa efek Jakarta minimal 2 tahun (24 bulan) sebelum mengalami *delisting*. Dari kriteria tersebut diperoleh 31 emiten sebagai sampel emiten yang gagal (*delisting*). Sedangkan kriteria untuk emiten yang sehat adalah emiten tersebut minimal 2 tahun (24 Bulan) sahamnya diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta, dan sampai 31 Desember 2000 minimal masih terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Emiten tersebut berfungsi sebagai pembanding bagi emiten yang gagal, maka emiten tersebut harus mempunyai keanggotaan dan ukuran industri (nilai buku total aset) yang sama dengan emiten yang gagal. Dari kriteria tersebut diperoleh 31 emiten sehat sebagai pembanding emiten *delisting*.

### **3.3. Metode Pengumpulan Data**

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi, dengan mendapatkan data yang tertulis baik dari dokumen-dokumen yang sudah ada maupun dari koran, majalah dan jurnal

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah dalam bulanan. Karena penelitian ini ingin melihat perilaku resiko sistematis selama 24

bulan menjelang tanggal kegagalan (delisting). Alasan digunakannya data bulanan harga saham dan Indeks Harga Saham Gabungan, karena apabila menggunakan data harian atau mingguan dikawatirkan dapat menimbulkan dampak *thin trading* yang akan membiaskan. Sedangkan menggunakan data selama 24 bulan, karena berdasarkan penelitian yang dilakukan Altman dan Brenner (1981), Aharony et al.(1980), dan Ro et al. (1992) mengindikasikan bahwa penurunan propek keuanganan mulai terlihat sekitar 24 bulan menjelang delisting.

### 3.4. Definisi Operasional Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Beta adalah pengukur resiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap resiko pasar (Hartono,1998). Beta menurut Ro et al. (1992) adalah rasio deviasi standar return saham dengan deviasi standar return pasar dikalikan korelasi return saham dengan return pasar. Beta setiap emiten dalam penelitian ini adalah beta saham didasarkan pada model indeks tunggal (*single index model*). Dimana beta untuk masing-masing emiten dalam penelitian ini diperoleh dari persamaan regresi OLS (*Ordinary Least Square*) sebagai berikut (Hartono dan Suriyanto, 1999) yang rumusnya serupa dengan rumus (2.1)

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2.7)$$

dimana:

$i$  = perusahaan ke- $i$

$t$  = bulan ke- $t$

$R_{it}$  = return bulanan dari saham perusahaan  $i$  dalam bulan  $t$ .

$$= \frac{\text{harga saham pada bulan } t - \text{harga saham pada bulan } t-1}{\text{harga saham pada bulan } t-1}$$

$\alpha_i$  = *intercept* dari regresi unuk masing-masing perusahaan ke- $i$

$\beta_i$  = koefisien beta untuk masing-masing perusahaan ke- $i$

$R_{mt}$  = return pasar dalam bulan  $t$

$$= \frac{IHS\text{G}_t - IHS\text{G}_{t-1}}{IHS\text{G}_{t-1}}$$

$\varepsilon_{it}$  = kesalahan random

Umumnya return saham terdiri dari perubahan harga saham dan deviden. Dalam penelitian ini deviden tidak diperhitungkan sebagai bagian dari return saham karena pembagian deviden merupakan kebijakan manajemen atau intervensi manajemen (Sufiati dan Na'im, 1998). Ini menunjukkan bahwa deviden tidak dipengaruhi oleh kondisi pasar.

2. Deviasi standar ( $\sigma$ ) menunjukkan seberapa jauh kemungkinan nilai yang diperoleh menyimpang dari nilai yang diharapkan (*expected return*). Karena semakin besar nilai deviasi standar, maka semakin besar kemungkinan nilai riil menyimpang dari yang diharapkan yang berarti semakin tinggi resikonya (Harianto dan Sudomo, 1998). Dan

deviasi standar ini dihitung dengan rumus sebagai berikut (Husnan,1998):

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^M P_{ij} [(R_{ij} - E(R_i))]^2 \quad (2.8)$$

dimana :

$\sigma_i^2$  = Variance

$\sigma_i$  = deviasi standar

$P_{ij}$  = harga saham I pada bulan j

$R_{ij}$  = return bulanan dari saham perusahaan I dalam bulan j

$E(R_i)$  = tingkat keuntungan yang diharapkan dari saham i

3. Korelasi adalah besaran statistik yang mengukur keeratan hubungan linier dua variabel (Harianto dan Sudomo,1998). Dalam penelitian ini adalah korelasi antara return saham dengan return pasar. Menurut Charles P. Jones (1996) rumusnya dapat ditulis sebagai berikut :

$$\rho_{i,m} = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\sigma(R_i) \sigma(R_m)} \quad (2.9)$$

dimana:

$\rho_{i,m}$  = korelasi return saham dengan return portofolio pasar

$\sigma R_i$  = deviasi standar return saham

$\sigma R_m$  = deviasi standar return portofolio pasar

$Cov (R_i , R_m)$ = koefisien kovarian return saham dengan return pasar

4. Leverage Keuangan adalah suatu ukuran mengenai resiko keuangan dan pembiayaan sebagian aktiva perusahaan, ditujukan pada pembiayaan bagian aktiva tetap yang menanggung beban pembiayaan tetap (hutang) dengan harapan akan membantu meningkatkan keuntungan bagi pemiliknya (Siegel, 1994)

Untuk melihat apakah leverage keuangan perusahaan yang mendekati delisting akan meningkat, maka dalam penelitian ini digunakan ukuran leverage rasio Total Kewajiban - Total Asset (TK-TA). Perbandingan rasio ini dihitung untuk tiap perusahaan yang gagal dan yang sehat. Menurut Arifin dan Fakhrudin (1999) rasio Total Kewajiban - Total Asset (TK-TA) menggambarkan struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan, sehingga dapat dilihat struktur resiko tidak tertagihnya hutang. Semakin kecil angka rasio ini maka semakin baik, demikian sebaliknya. Rasio ini menggambarkan aktiva yang oleh perusahaan digunakan untuk menutup hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang.

### **3.5. Teknik Analisis**

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis kuantitatif. Dalam upaya membahas permasalahan digunakan alat analisis

regresi berganda dan uji beda dua rata-rata (*independent sample t-test*).

Model yang digunakan dalam menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah model regresi berganda sebagai berikut:

$$\text{BETA} = b_0 + b_1 \text{LR} + b_2 \text{STDDEV} + b_3 \text{KORELASI} + e$$

dimana:

BETA = Resiko Sistematis Saham Biasa

$b_0$  = Intersep

$b_1, b_2, b_3$  = Koefisien Variabel Independent

LR = Leverage Keuangan

STDDEV = Deviasi Standar Return Saham

KORELASI = Korelasi Return Saham Dengan Return Pasar

e = Tingkat Pengganggu

Sesuai dengan hipotesis di depan, maka pengujian hipotesis pertama, kedua dan ketiga dalam penelitian ini dilakukan dalam dua tahap, yaitu:

1. Pengujian hipotesis secara parsial

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji statistik t dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- a. Merumuskan hipotesis

$H_0 : b_1 = 0$ , berarti secara parsial tidak ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

$H_a : b_1 \neq 0$ , berarti secara parsial ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

b. Menentukan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ), yaitu 5% dan *degree of freedom* (df) =  $n - k$ , untuk menentukan nilai  $t_{\text{tabel}}$  sebagai batas daerah penerimaan dan penolakan hipotesis.

c. Menghitung nilai  $t_{\text{hitung}}$  dengan rumus:

$$t_{\text{hitung}} = \frac{b}{\sigma_b}$$

dimana:

$b$  = koefisien variabel independen

$\sigma_b$  = deviasi standar koefisien variabel independen

## 2. Pengujian hipotesis secara bersama-sama (simultan)

Pengujian ini menggunakan uji statistik F dengan langkah-langkah sebagai berikut:

a. Merumuskan hipotesis

$H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = 0$ , berarti secara bersama-sama tidak ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

$H_a : b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq 0$ , berarti secara bersama-sama ada pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

- b. Menentukan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ), yaitu 5% dan *degree of freedom* ( $df$ ) =  $n - k$ , untuk menentukan nilai  $F_{\text{tabel}}$  sebagai batas daerah penerimaan dan penolakan hipotesis.
- b. Menghitung nilai  $F_{\text{hitung}}$  dengan rumus:

$$F_{\text{hitung}} = \frac{R^2 / (K - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)}$$

$$= \frac{\text{ESS} / (k - 1)}{\text{RSS} / (k - 1)}$$

dimana:

$R^2$  = explained sum of squares (ESS)

$1 - R^2$  = residual sum of squares (RSS)

$n$  = jumlah sampel

$k$  = jumlah variabel

$R^2$  dihitung dengan rumus:

$$R^2 = \frac{\text{Explained sum of squares (ESS)}}{\text{Total sum of squares (TSS)}}$$

Semakin besar nilai  $R^2$  berarti semakin besar variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen.

Pengujian hipotesis keempat dilakukan dengan uji beda dua rata-rata (*independent sample t-test*) yang menurut Wannacot dan Wannacot (1985) dirumuskan sebagai berikut:

$$t - \text{hitung} = \frac{x_1 - x_2}{t_{0.025sp} \sqrt{\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}}}$$

$$sp = \sqrt{\frac{\sum (x_{i1} - x_1)^2 + \sum (x_{i2} - x_2)^2}{n_1 + n_2 - 2}}$$

dimana:

$n$  = jumlah sampel

$sp^2$  = varians gabungan sampel

$x_1 - x_2$  = selisih antara nilai rata-rata perusahaan sehat dan nilai rata-rata perusahaan delisting.

$X_i$  = sampel ke- $i$

$X_1$  = nilai rata-rata perusahaan sehat

$X_2$  = nilai rata-rata perusahaan delisting

Setelah diperoleh t-hitung hasilnya lalu dibandingkan dengan t-tabel, bila t-hitung lebih besar t-tabel maka  $H_0$  ditolak.

## BAB IV

### HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam Bab IV ini akan disajikan profil sampel dan proses pengolahan data serta analisis dalam menjawab hipotesis yang telah diajukan di Bab II.

#### 4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

##### 4.1.1. Perkembangan Pasar Modal di Indonesia

Munculnya pasar modal di Indonesia secara resmi diawali dengan didirikannya *Vereniging Voor de Effectenhandel* di Batavia (Jakarta) pada tanggal 19 Desember 1912 oleh pemerintah Hindia Belanda. Dengan tujuan untuk menghimpun dana guna menunjang ekspansi usaha perkebunan di Indonesia.

Tahun 1939 terjadi gejolak politik di Eropa yang mempengaruhi perdagangan efek di Indonesia sehingga Pemerintah Hindia Belanda mengambil kebijakan untuk menutup bursa efek di Batavia pada tanggal 10 Mei 1940. Pada tanggal 11 Juni 1952 bursa efek dibuka kembali oleh pemerintah Republik Indonesia, yang didasarkan pada undang-undang No.15 tahun 1952. Penyelenggaraannya diserahkan kepada Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE) yang terdiri dari 3 bank negara dan beberapa makelar efek lainnya dengan Bank Indonesia sebagai penasehat. Sejak saat itu bursa efek berkembang dengan pesat, tetapi kondisi ini hanya bertahan sampai tahun 1958. Hal ini disebabkan karena konfrontasi yang

dilancarkan pemerintah Republik Indonesia dengan pemerintah Belanda, dan disusul dengan nasionalisasi perusahaan Belanda di Indonesia serta larangan untuk memperdagangkan semua efek dalam bentuk uang Nf. Inflasi yang cukup tinggi pada awal 1960-an dan puncaknya pada tahun 1966 telah mengakibatkan iklim pasar modal mengalami penurunan yang drastis sehingga kepercayaan para investor menjadi sangat rendah.

Awal pemerintahan orde baru, pemerintah telah mengambil berbagai kebijakan untuk memperbaiki keadaan perekonomian yaitu, kebijakan tingkat suku bunga untuk menghambat inflasi, menjalankan Repelita dan meningkatkan peranan sektor swasta. Usaha tersebut memberikan hasil yang menggembirakan dengan berhasilnya pemerintah menekan laju inflasi hingga 12% yang berakibat pada pulihnya kepercayaan masyarakat terhadap mata uang rupiah. Tanggal 10 Agustus 1977 Presiden secara resmi membuka Pasar Modal Indonesia yang ditandai dengan *go public*-nya PT. Semen Cibinong. Perkembangan Bursa Efek Jakarta selama sepuluh tahun pertama sejak diaktifkan kembali oleh pemerintah Indonesia tahun 1977 relatif lambat. Hal ini tercermin dari nilai keseluruhan sebesar Rp 1.102,4 milyar dengan jumlah anggota emiten sebanyak 34 perusahaan yang menerbitkan saham dengan nilai Rp 166,7 milyar dan 9 perusahaan yang menerbitkan obligasi dengan nilai Rp 937,5 milyar.

Usaha dalam mendorong perkembangan pasar modal di Indonesia, pemerintah mengeluarkan serangkaian kebijakan dalam bentuk paket deregulasi. Pada tahun 1987, pemerintah mengeluarkan deregulasi

mengenai penghapusan batas fluktuasi 4% harga saham per hari (Oktober 1987) dan memberi kelonggaran persyaratan bagi perusahaan yang ingin *Go Public* (Desember 1987). Sedangkan tahun 1988, pemerintah menetapkan pajak yang sama atas bunga deposito dan deviden sebesar 15% (Oktober 1988) dan memperbolehkan setiap perusahaan untuk mencatatkan sahamnya di bursa efek tanpa melalui penjamin efek (Desember 1988). Pada tahun 1990, pemerintah mengeluarkan peraturan mengenai swastanisasi bursa efek yang kemudian pada tanggal 4 Desember 1991 didirikan Perseroan Terbatas (PT) Bursa Efek Jakarta.

Pada tanggal 22 Mei 1995 Bursa efek Jakarta mulai mengoperasikan sistem operasi perdagangan efek yang dikenal dengan JATS (*Jakarta Automated Trading System*) yang dirancang untuk mengotomatisasikan perdagangan yang selama ini dilakukan secara manual. Dengan diterapkannya JATS maka ini menandai lompatan jauh kedepan dalam kemampuan BEJ menangani transaksi, yang semula maksimum 3800 transaksi per hari menjadi 500.000 transaksi per hari. Tahun 1996 Bursa Efek Jakarta memulai sisi perdagangan jarak jauh (*remote trading*). Diberlakukannya sistem ini memungkinkan perusahaan efek untuk melakukan perdagangan dari luar Jakarta.

Gejolak krisis moneter yang melanda kawasan Asia pada pertengahan tahun 1997 telah membawa dampak bagi Indonesia. Hal ini dapat dilihat dari menurunnya nilai kapitalisasi di BEJ yang menurun sampai 25,62% disamping harga saham yang menurun tajam, IHSG jatuh pada

posisi terendah 339,53 point (Hartono,1998). Untuk mencegah permintaan dolar Amerika yang berlebihan yang mengakibatkan menurunnya nilai Rupiah, maka Bank Indonesia menaikkan suku bunga Setifikat Bank Indonesia (SBI). Tingkat suku bunga deposito yang tinggi diharapkan pemilik modal akan menanamkan modalnya di deposito untuk mengurangi permintan terhadap dolar. Tingginya suku bunga deposito maka akan berpengaruh negatif terhadap pasar modal. Investor tidak tertarik lagi di pasar modal, karena total return yang diterima lebih kecil dibanding dengan pendapatan dari bunga deposito. Untuk mengurangi lesunya permintan sekuritas di pasar modal Indonesia, pemerintah berusaha meningkatkan aktivitas perdagangan lewat transaksi investor asing. Pada tanggal 3 September 1997 pemerintah tidak lagi memberlakukan pembatasan 49% pemilik asing. Ini berarti bahwa investor asing boleh memiliki saham-saham yang jumlahnya tidak terbatas.

#### **4.1.2. Profil Perusahaan**

##### **4.1.2.1. Perusahaan Delisting**

Pada bagian ini akan diuraikan secara garis besar mengenai profil perusahaan yang menjadi sampel dari tahun 1994 sampai tahun 2000. Dari 31 sampel perusahaan yang delisting akan dibagi dalam 3 bagian, yaitu dilihat dari jumlah asset, jenis perusahaan dan status perusahaan. Pada bagian pertama, akan dilihat besarnya jumlah total asset perusahaan yang dapat dilihat pada tabel IV.1. berikut ini:

**Tabel IV.1.**  
**Jumlah Total Asset Perusahaan Yang Delisting**  
**Periode Tahun 1994 sampai 2000**

Total Asset ( Jutaan Rupiah )	Jumlah Perusahaan (Unit)	Prosentase (%)
500.000 <	2	6.5
500.000 – 1.000.000	12	38.7
>1.000.000	17	54.9
Jumlah	31	100

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

Apabila dilihat jumlah total asset dari 31 perusahaan yang delisting dapat dibagi dalam 3 kelompok, yaitu total asset yang kurang dari 500 miliar, antara 500 miliar sampai 1 triliun, dan lebih dari 1 triliun akan terlihat bahwa dari 31 perusahaan yang mempunyai total asset kurang dari 500 miliar sebanyak 2 perusahaan atau sebesar 6,5 % dari seluruh jumlah perusahaan. Sedangkan total asset antara 500 miliar sampai 1 triliun sebanyak 12 perusahaan atau sebesar 38,7% dari seluruh perusahaan, dan total asset lebih besar dari 1 triliun adalah sebanyak 17 perusahaan atau sebesar 54,9% dari seluruh jumlah perusahaan. Dari Tabel IV.1. diatas dapat disimpulkan bahwa besarnya total asset perusahaan yang mengalami delisting dari tahun 1994 sampai 2000 sebagian besar adalah adalah perusahaan yang mempunyai total asset lebih dari Rp 1 triliun.

**Tabel IV.2.**  
**Jumlah Total Asset Masing-Masing Perusahaan Yang Delisting**  
**Periode Tahun 1994 sampai 2000**

No.	Kode	Nama Perusahaan	Total Aset ( jutaan rupiah)
1	PRDT	Prodenta Indonesia	20.618
2	PBRX	Pan Brothers Tex.	120.010
3	PFIN	Pfizer Indonesia	25.490
4	TEXT	Textronic Permai Electronic	54.835
5	SSGS	Praxair Indonesia	60.231
6	UNTX	Unitex Indonesia	104.077
7	BNSY	Bank Surya	1.711.657
8	BNUM	Bank Umum Nasional Indonesia	10.973.327
9	BDNI	Bank Dagang Nasional Indonesia	33.345.761
10	MDBN	Bank Modern	3.185.234
11	PSFM	Perdana Inti Investama	326.105
12	GGST	Great Golden Star	81.507
13	DMAD	Dharmindo Adhiduta	261.631
14	TPFC	Dharmala Agrifood	886.170
15	OMTR	Ometraco Corp.	4.669.259
16	INSA	Intinusa Selareksa	75.019
17	BNPS	Bank Papan Sejahtera	1.859.699
18	BIRA	Bank Bira	9.821.271
19	BUSV	Bank Umum Servitia	4.176.393
20	BHBM	Bank Mashil Utama	2.205.549
21	FCOR	Bank Ficorinvest	1.859.470
22	IDVS	Bank Indovest	1.610.897
23	SKBM	Sekar Bumi	465.350
24	ASTR	Aster Dharma Industri	210.277
25	PDFC	Bank PDFCI	1.808.000
26	FISK	Fiskaragung	622.000
27	PSMD	Putra Surya Multidana	2.184.000
28	BDTA	Bank Duta	2.835.000
29	RAMA	Bank Rama	1.039.000
30	BNTA	Bank Tiara	4.389.000
31	TMBN	Bank Tamara	4.953.000

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

Dalam Tabel IV.2. diatas disajikan jumlah total asset masing-masing perusahaan yang mengalami delisting. Disamping dilihat dari total assetnya,

pada bagian kedua akan dilihat dari jenis perusahaan yang disajikan dalam Tabel IV.3.

**Tabel IV.3.**  
**Jenis Perusahaan Yang Mengalami Delisting**  
**Periode Tahun 1994 sampai 2000**

Jenis Perusahaan	Jumlah Perusahaan (Unit)	Prosentase (%)
Animal Feed and Husbandry	1	3,23
Mining and Mining Service	1	3,23
Manufacturing	11	35,48
Banking, Credit Agencies Other Than Bank	17	54,83
Other	1	3,23
Jumlah	31	100

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

Dari Tabel IV.3. diatas, dapat dibagi dalam 5 jenis perusahaan yang mengalami delisting pada tahun 1994 sampai 2000, dimana hanya ada 1 perusahaan yang termasuk dalam jenis *Animal Feed and Husbandry*, *Mining and Mining Service*, dan *other*. Atau masing-masing sebesar 3,23% dari seluruh jumlah perusahaan. Sebelas perusahaan termasuk jenis *Manufacturing* atau sebesar 35,48% dari jumlah perusahaan. Sedangkan ada 17 perusahaan yang termasuk jenis *Banking, Credit Agencies Other Than Bank* atau sebesar 54,83% dari jumlah perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa jenis perusahaan yang paling besar atau paling banyak mengalami delisting pada tahun 1994 sampai 2000 adalah yang berjenis

*Banking, Credit Agencies Other Than Bank* ada sebanyak 17 perusahaan atau sebesar 54,83% dari seluruh perusahaan yang mengalami delisting selama tahun 1994 sampai 2000.

Berikut ini disajikan Tabel IV.4., yang memperlihatkan masing-masing jenis perusahaan yang mengalami delisting selama tahun 1994 sampai 2000.

**Tabel IV.4.**  
**Masing-Masing Jenis Perusahaan Yang Mengalami Delisting**  
**Periode Tahun 1994 sampai 2000**

No.	Kode	Nama Perusahaan	Jenis Perusahaan
1	PRDT	Prodenta Indonesia	Manufacturing
2	PBRX	Pan Brothers Tex.	Manufacturing
3	PFIN	Pfizer Indonesia	Manufacturing
4	TEXT	Textronic Permai Electr.	Manufacturing
5	SSGS	Praxair Indonesia	Manufacturing
6	UNTX	Unitex Indonesia	Manufacturing
7	BNSY	Bank Surya	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
8	BNUM	Bank Umum Nasional Ind.	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
9	BDNI	Bank Dagang Nasional Ind.	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
10	MDBN	Bank Modern	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
11	PSFM	Perdana Inti Investama	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
12	GGST	Great Golden Star	Manufacturing
13	DMAD	Dharmindo Adhiduta	Mining and Mining Services
14	TPFC	Dharmala Agrifood	Animal Feed and Husbandry
15	OMTR	Ometraco Corp.	Other
16	INSA	Intinusa Selareksa	Manufacturing
17	BNPS	Bank Papan Sejahtera	Banking Credit Agencies Other Than Bank
18	BIRA	Bank Bira	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
19	BUSV	Bank Umum Servitia	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
20	BHBM	Bank Mashil Utama	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
21	FCOR	Bank Ficorinvest	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
22	IDVS	Bank Indovest	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
23	SKBM	Sekar Bumi	Manufacturing
24	ASTR	Aster Dharma Industri	Manufacturing
25	PDFC	Bank PDFCI	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
26	FISK	Fiskaragung	Manufacturing
27	PSMD	Putra Surya Multidana	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
28	BDTA	Bank Duta	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
29	RAMA	Bank Rama	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
30	BNTA	Bank Tiara	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
31	TMBN	Bank Tamara	Banking, Credit Agencies Other Than Bank

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

Selanjutnya pada profil perusahaan ini akan dilihat dari status perusahaan. Apabila dilihat dari status perusahaan, maka akan terlihat pada Tabel IV.5. berikut ini.

**Tabel IV.5.**  
**Status Perusahaan Yang Mengalami Delisting**  
**Periode Tahun 1994 sampai 2000**

<b>Status Perusahaan</b>	<b>Jumlah Perusahaan (Unit)</b>	<b>Prosentase (%)</b>
PMDN	25	80.6
PMA	5	16.1
Joint Venture Bank	1	3.3
Jumlah	31	100

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

Dari Tabel IV.5. dapat status perusahaan dapat dibagi menjadi 3 yaitu Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN), Penanaman Modal Asing (PMA) dan Joint Venture Bank. Ada 14 perusahaan yang termasuk PMDN atau sebesar 80,6% dari jumlah perusahaan, sedangkan yang termasuk dalam PMA ada 5 perusahaan atau sebesar 16,1% dari jumlah perusahaan dan yang masuk dalam *Joint Venture Bank* hanya ada 1 perusahaan atau sebesar 3,3% dari jumlah perusahaan. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan yang mengalami delisting pada tahun 1994 sampai 2000 adalah perusahaan dengan status perusahaan PMDN, ada sebanyak 14 perusahaan atau 80,6% dari seluruh perusahaan yang mengalami delisting pada tahun 1994 sampai 2000. Untuk memperjelas maka Tabel IV.6.

memperlihatkan status masing-masing perusahaan yang mengalami delisting.

**Tabel IV.6.**  
**Status Masing-Masing Perusahaan Yang Mengalami Delisting**  
**Periode Tahun 1994 sampai 2000**

No.	Kode	Nama Perusahaan	Status Kepemilikan
1	PRDT	Prodenta Indonesia	PMA
2	PBRX	Pan Brothers Tex	PMA
3	PFIN	Pfizer Indonesia	PMA
4	TEXT	Textronic Permai Electronic	PMDN
5	SSGS	Praxair Indonesia	PMDN
6	UNTX	Unitex Indonesia	PMA
7	BNSY	Bank Surya	PMDN
8	BNUM	Bank Umum Nasional Indonesia	PMDN
9	BDNI	Bank Dagang Nasional Indonesia	PMDN
10	MDBN	Bank Modern	PMDN
11	PSFM	Perdana Inti Investama	PMDN
12	GGST	Great Golden Star	PMDN
13	DMAD	Dharmindo Adhiduta	PMDN
14	TPFC	Dharmala Agrifood	PMDN
15	OMTR	Ometraco Corp.	PMDN
16	INSA	Intinusa Selareksa	PMDN
17	BNPS	Bank Papan Sejahtera	PMDN
18	BIRA	Bank Bira	PMDN
19	BUSV	Bank Umum Servitia	PMDN
20	BHBM	Bank Mashil Utama	PMDN
21	FCOR	Bank Ficorinvest	PMDN
22	IDVS	Bank Indovest	Joint Venture Bank
23	SKBM	Sekar Bumi	PMDN
24	ASTR	Aster Dharma Industri	PMDN
25	PDFC	Bank PDFCI	PMA
26	FISK	Fiskaragung	PMDN
27	PSMD	Putra Surya Multidana	PMDN
28	BDTA	Bank Duta	PMDN
29	RAMA	Bank Rama	PMDN
30	BNTA	Bank Tiara	PMDN
31	TMBN	Bank Tamara	PMDN

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

#### 4.1.2.2. Perusahaan Sehat

Seperti halnya dengan perusahaan yang delisting, maka profil perusahaan yang sehat juga dalam 3 bagian, yaitu dilihat dari jumlah asset, jenis perusahaan dan status perusahaan. Pada bagian pertama, akan dilihat besarnya jumlah total asset perusahaan yang dapat dilihat pada tabel IV.7. berikut ini:

**Tabel IV.7.**  
**Jumlah Total Asset Perusahaan Sehat**  
**Periode Tahun 1994 sampai 2000**

<b>Total Asset ( Jutaan Rupiah )</b>	<b>Jumlah Perusahaan (Unit)</b>	<b>Prosentase (%)</b>
500.000 <	2	6.5
500.000 – 1.000.000	12	38.7
>1.000.000	17	54.9
<b>Jumlah</b>	<b>31</b>	<b>100</b>

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

Seperti halnya dengan perusahaan yang delisting, maka jumlah total asset perusahaan yang sehat adalah sama dengan perusahaan yang delisting. Hal ini dikarenakan perusahaan sehat digunakan sebagai pembandingan perusahaan yang delisting. Apabila dilihat jumlah total asset dari 31 perusahaan yang delisting dapat dibagi dalam 3 kelompok, yaitu total asset yang kurang dari 500 miliar, antara 500 miliar sampai 1 trilliun, dan lebih dari 1 trilliun akan terlihat bahwa dari 31 perusahaan yang mempunyai total asset kurang dari 500 miliar sebanyak 2 perusahaan atau sebesar 6,5 % dari seluruh jumlah perusahaan. Sedangkan total asset antara 500 miliar

sampai 1 triliun sebanyak 12 perusahaan atau sebesar 38,7% dari seluruh perusahaan, dan total asset lebih besar dari 1 triliun adalah sebanyak 17 perusahaan atau sebesar 54,9% dari seluruh jumlah perusahaan.

**Tabel IV.8.**

**Jumlah Total Asset Masing-Masing Perusahaan Sehat  
Periode Tahun 1994 sampai 2000**

<b>No.</b>	<b>Kode</b>	<b>Nama Perusahaan</b>	<b>Total Aset ( jutaan rupiah)</b>
1	PGIN	Procter & Gambler Indonesia	47.670
2	CNTX	Century Textile Industry	74.552
3	SQBI	Squibb Indonesia	37.853
4	MLPL	Multipolar	84.933
5	UNIC	Unggul Indah Corporation	746.486
6	ERTX	Eratex Djaja Limited	107.472
7	BNPK	Bank Pikko	1.002.343
8	PNBN	Pan Indonesia Bank	10.403.208
9	BNII	Bank International Indonesia	34.846.899
10	NISP	Bank NISP	2.669.216
11	POFI	Panca Overseas Finance	325.387
12	SSTM	Sunson Textile Manufacture	170.185
13	TINS	Tambang Timah	1.696.984
14	ANSI	Anwar Sierad	929.962
15	BNBR	Bakrie & Brothers	10.806.429
16	ASIA	Asiana Multi Kreasi	131.181
17	INPC	Interpacific Bank	2.669.216
18	BNLI	Bank Bali	10.015.839
19	BUNI	Bank Universal	3.944.914
20	BDPC	Bank Danpac	2.287.189
21	MAYA	Bank Mayapada	1.425.023
22	BNGA	Bank Niaga	1.479.365
23	MLBI	Multi Bintang Indonesia	461.567
24	DYNA	Dynaplast	292.393
25	UNBN	Unitetd City Bank	2.001.766
26	DAVO	Davomas Abadi	577.464
27	MTFN	Bakrie Finance corporation	2.450.272
28	BCIC	Bank CIC	2.231.401
29	BGIN	Bank Global International	1.002.343
30	BVIC	Bank Victoria Int.	4.034.325
31	LPBN	Bank Lippo	2.010.760

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

Disamping dilihat dari total assetnya, pada bagian kedua akan dilihat dari jenis perusahaan yang disajikan dalam Tabel IV.9.

**Tabel IV.9.**  
**Jenis Perusahaan Sehat**  
**Periode Tahun 1994 sampai 2000**

Jenis Perusahaan	Jumlah Perusahaan (Unit)	Prosentase (%)
Animal Feed and Husbandry	1	3,23
Mining and Mining Service	1	3,23
Manufacturing	11	35,48
Banking, Credit Agencies Other Than Bank	17	54,83
Other	1	3,23
Jumlah	31	100

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

Dari Tabel IV.9. diatas, dapat dibagi dalam 5 jenis perusahaan sampel yang *listing* pada tahun 1994 sampai 2000, dimana hanya ada 1 perusahaan yang termasuk dalam jenis *Animal Feed and Husbandry*, *Mining and Mining Service*, dan *other*. Atau masing-masing sebesar 3,23% dari seluruh jumlah perusahaan. Sebelas perusahaan termasuk jenis *Manufacturing* atau sebesar 35,48% dari jumlah perusahaan. Sedangkan ada 17 perusahaan yang termasuk jenis *Banking, Credit Agencies Other Than Bank* atau sebesar 54,83% dari jumlah perusahaan. Berikut ini

disajikan Tabel IV.10., yang memperlihatkan masing-masing jenis perusahaan sampel yang *listing* selama tahun 1994 sampai 2000.

**Tabel IV.10.**  
**Masing-Masing Jenis Perusahaan Sehat**  
**Periode Tahun 1994 sampai 2000**

No.	Kode	Nama Perusahaan	Jenis Perusahaan
1	PGIN	Procter & Gambler Ind.	Manufacturing
2	CNTX	Century Textile Industry	Manufacturing
3	SQBI	Squibb Indonesia	Manufacturing
4	MLPL	Multipolar	Manufacturing
5	UNIC	Unggul Indah Corporation	Manufacturing
6	ERTX	Eratex Djaja Limited	Manufacturing
7	BNPK	Bank Pikko	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
8	PNBN	Pan Indonesia Bank	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
9	BNII	Bank International Ind.	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
10	NISP	Bank NISP	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
11	POFI	Panca Overseas Finance	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
12	SSTM	Sunson Textile Manufac.	Manufacturing
13	TINS	Tambang Timah	Mining and Mining Services
14	ANSI	Anwar Sierad	Animal Feed and Husbandry
15	BNBR	Bakrie & Brothers	Other
16	ASIA	Asiana Multi Kreasi	Manufacturing
17	INPC	Interpacific Bank	Banking Credit Agencies Other Than Bank
18	BNLI	Bank Bali	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
19	BUNI	Bank Universal	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
20	BDPC	Bank Danpac	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
21	MAYA	Bank Mayapada	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
22	BNGA	Bank Niaga	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
23	MLBI	Multi Bintang Indonesia	Manufacturing
24	DYNA	Dynaplast	Manufacturing
25	UNBN	Unitetd City Bank	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
26	DAVO	Davomas Abadi	Manufacturing
27	MTFN	Bakrie Finance corporation	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
28	BCIC	Bank CIC	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
29	BGIN	Bank Global International	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
30	BVIC	Bank Victoria Int.	Banking, Credit Agencies Other Than Bank
31	LPBN	Bank Lippo	Banking, Credit Agencies Other Than Bank

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

UPI-POSTAK-INDIP

Selanjutnya pada profil perusahaan ini akan dilihat dari status perusahaan. Apabila dilihat dari status perusahaan, maka akan terlihat pada Tabel IV.11. berikut ini.

**Tabel IV.11.**  
**Status Perusahaan Yang Sehat**  
**Periode Tahun 1994 sampai 2000**

<b>Status Perusahaan</b>	<b>Jumlah Perusahaan (Unit)</b>	<b>Prosentase (%)</b>
PMDN	24	77,4
PMA	6	19,4
Joint Venture Bank	1	3,2
Jumlah	31	100

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

Dari Tabel IV.11. dapat status perusahaan dapat dibagi menjadi 3 yaitu Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN), Penanaman Modal Asing (PMA) dan Joint Venture Bank. Ada 24 perusahaan yang termasuk PMDN atau sebesar 77,4% dari jumlah perusahaan, sedangkan yang termasuk dalam PMA ada 6 perusahaan atau sebesar 19,4% dari jumlah perusahaan dan yang masuk dalam *Joint Venture Bank* hanya ada 1 perusahaan atau sebesar 3,2% dari jumlah perusahaan. Untuk memperjelas maka Tabel IV.12. memperlihatkan status masing-masing perusahaan sehat yang digunakan sebagai pembandingan perusahaan yang delisting.

**Tabel IV.12.**  
**Status Masing-Masing Perusahaan Yang Sehat**  
**Periode Tahun 1994 sampai 2000**

No.	Kode	Nama Perusahaan	Status Kepemilikan
1	PGIN	Procter & Gambler Indonesia	PMA
2	CNTX	Century Textile Industry	PMA
3	SQBI	Squibb Indonesia	PMA
4	MLPL	Multipolar	PMDN
5	UNIC	Unggul Indah Corporation	PMA
6	ERTX	Eratex Djaja Limited	PMDN
7	BNPK	Bank Pikko	PMDN
8	PNBN	Pan Indonesia Bank	PMDN
9	BNII	Bank International Indonesia	PMDN
10	NISP	Bank NISP	PMDN
11	POFI	Panca Overseas Finance	PMDN
12	SSTM	Sunson Textile Manufacture	PMA
13	TINS	Tambang Timah	PMDN
14	ANSI	Anwar Sierad	PMDN
15	BNBR	Bakrie & Brothers	PMDN
16	ASIA	Asiana Multi Kreasi	PMDN
17	INPC	Interpacific Bank	Joint Venture Bank
18	BNLI	Bank Bali	PMDN
19	BUNI	Bank Universal	PMDN
20	BDPC	Bank Danpac	PMDN
21	MAYA	Bank Mayapada	PMDN
22	BNGA	Bank Niaga	PMDN
23	MLBI	Multi Bintang Indonesia	PMA
24	DYNA	Dynaplast	PMDN
25	UNBN	Unitetd City Bank	PMDN
26	DAVO	Davomas Abadi	PMDN
27	MTFN	Bakrie Finance corporation	PMDN
28	BCIC	Bank CIC	PMDN
29	BGIN	Bank Global International	PMDN
30	BVIC	Bank Victoria Int.	PMDN
31	LPBN	Bank Lippo	PMDN

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1994 sampai 2000, diolah

#### 4.2. Hasil Penelitian Dan Pembahasan

Analisis data yang dilakukan dalam model penelitian ini adalah melalui empat langkah pengujian. Langkah pertama adalah mencari beta saham dengan analisis regresi *time series*, dengan meregresikan antara tingkat keuntungan suatu saham dengan tingkat keuntungan portofolio pasar. Langkah kedua adalah uji asumsi model klasik, serta langkah ketiga melakukan pengujian terhadap hipotesis pertama, kedua dan ketiga. Sedangkan langkah keempat adalah melakukan pengujian terhadap hipotesis empat.

Pada langkah pertama, pengujian dilakukan terhadap 31 sampel perusahaan delisting dan 31 perusahaan sehat. Dimana pengujian ini dilakukan untuk mendapatkan beta saham yang dianalisis dengan regresi *time series* dengan menggunakan bantuan program SPSS *release 10* dan hasil pengujian dari analisis regresi *time series* ini adalah seperti yang disajikan pada Tabel IV.13.

Tabel IV.13.  
 Nilai Beta dan Probabilitas

Perusahaan Delisting				Perusahaan Sehat			
No.	Saham	Beta	Prob.	No.	Saham	Beta	Prob.
1	PRDT	0.923**	0.046	1	PGIN	0.127	0.788
2	PBRX	-0.324	0.312	2	CNTX	-0.103	0.867
3	PFIN	0.293	0.144	3	SQBI	0.473*	0.063
4	TEXT	0.007	0.763	4	MLPL	1.274***	0.00
5	SSGS	0.032	0.725	5	UNIC	0.026	0.707
6	UNTX	0.035	0.691	6	ERTX	-0.036	0.796
7	BNSY	0.120	0.610	7	BNPK	0.577	0.359
8	BNUM	0.095	0.723	8	PNBN	1.541***	0.004
9	BDNI	0.517**	0.037	9	BNII	1.906***	0.000
10	MDBN	0.904**	0.011	10	NISP	0.380*	0.068
11	PSFM	0.824*	0.065	11	POFI	0.719*	0.062
12	GGST	0.451	0.126	12	SSTM	0.311	0.462
13	DMAD	0.431	0.333	13	TINS	0.821**	0.017
14	TPFC	1.148***	0.005	14	ANSI	0.537	0.412
15	OMTR	0.011	0.841	15	BNBR	1.649***	0.000
16	INSA	-0.137	0.634	16	ASIA	0.563	0.131
17	BNPS	1.271*	0.096	17	INPC	-0.167	0.600
18	BIRA	1.724***	0.000	18	BNLI	0.931**	0.039
19	BUSV	-0.039	0.884	19	BUNI	0.379*	0.075
20	BHBM	1.192***	0.003	20	BDPC	-0.167	0.600
21	FCOR	0.582	0.122	21	MAYA	0.645**	0.020
22	IDVS	1.334***	0.003	22	BNGA	0.476	0.452
23	SKBM	2.552**	0.037	23	MLBI	-0.089	0.717
24	ASTR	-0.147	0.360	24	DYNA	0.653	0.164
25	PDFC	1.661***	0.010	25	UNBN	1.243**	0.025
26	FISK	1.404***	0.000	26	DAVO	1.039**	0.016
27	PSMD	3.459**	0.035	27	MTFN	-0.211	0.549
28	BDTA	0.745***	0.007	28	BCIC	0.167	0.843
29	RAMA	0.185	0.579	29	BGIN	0.178	0.639
30	BNTA	2.186	0.104	30	BVIC	0.793	0.240
31	TMBN	0.756***	0.000	31	LPBN	1.403***	0.008

\*Significant pada tingkat kepercayaan 10%

\*\*Significant pada tingkat kepercayaan 5%

\*\*\*Significant pada tingkat kepercayaan 1%

Sumber: Data sekunder, diolah

Dari tabel tersebut terlihat bahwa ke-31 perusahaan yang sehat maupun ke-31 perusahaan yang delisting beta saham tidak semuanya signifikan. Nilai beta saham tertinggi untuk perusahaan yang delisting, dimiliki oleh Putra Surya Multidana (PSMD) dengan nilai beta saham sebesar 3,459 sedangkan nilai beta saham terendah dimiliki oleh Textronic Permai Electronic (TEXT) dengan nilai beta saham sebesar 0,007. Dan untuk perusahaan yang sehat, nilai beta saham tertinggi dimiliki oleh Bank International Indonesia (BNII) dengan nilai beta saham 1,906 sedangkan nilai beta saham terendah dimiliki oleh Unggul Indah Corporation (UNIC) dengan nilai beta saham sebesar 0,026.

Berdasarkan uji signifikansi yang dilakukan, maka pada perusahaan yang sehat terdapat 4 perusahaan yang signifikan pada tingkat kepercayaan 10%, 5 perusahaan yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5%, dan 5 perusahaan yang signifikan pada tingkat kepercayaan 1%. Sedangkan uji signifikansi yang dilakukan pada perusahaan yang delisting, ditemukan 2 perusahaan yang signifikan pada tingkat kepercayaan 10%, 5 perusahaan yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5%, dan 8 perusahaan yang signifikan pada tingkat kepercayaan 1%.

#### **4.2.1. Asumsi Klasik**

Menurut Algifari (1997) suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *Best, Linearity, Unbiased, Estimated*

(BLUE). Kondisi ini akan terjadi jika dipenuhi beberapa asumsi, yang disebut dengan asumsi klasik, sebagai berikut:

1. Non Multikolinearitas. Artinya, antara variabel independen yang satu dengan independen yang lain dalam model regresi tidak saling berhubungan secara sempurna atau mendekati sempurna.
2. Homoskedastisitas. Artinya, varian variabel independen adalah konstan (sama) untuk setiap nilai tertentu variabel independen.
3. Non-Autokorelasi. Artinya, tidak terdapat pengaruh dari variabel dalam model melalui tenggang waktu (*time lag*). Misalnya, nilai suatu variabel saat ini akan berpengaruh terhadap nilai variabel pada masa yang akan datang. Menurut model klasik ini tidak mungkin terjadi.
4. Nilai rata-rata kesalahan (*error*) populasi pada model stokastiknya sama dengan nol.
5. Variabel independen adalah non stokastik (nilainya konstan pada setiap percobaan yang dilakukan secara berulang).
6. Distribusi kesalahan (*error*) adalah normal.

Kesalahan spesifik model dapat menyebabkan tidak terpenuhinya asumsi-asumsi diatas. Kesalahan spesifik model akan menyebabkan nilai residual menjadi tidak informatif dan estimasi parameter akan cenderung bias. Untuk menghindari masalah tersebut diperlukan pertimbangan yang mendalam untuk membuat suatu bentuk hubungan antara variabel dependen dan independen.

Teori-teori yang mendasari hubungan antar variabel dan hasil penelitian empirik terdahulu dapat dijadikan pertimbangan untuk meminimalkan kesalahan spesifik model (Wittink, 1988).

Dalam penelitian yang menggunakan data sekunder, dimana peneliti tidak dapat mengontrol datanya, maka asumsi terhadap variabel yang harus non stokastik (asumsi ke empat) tidak mutlak harus dipenuhi. Analisis regresi masih dapat dilakukan sepanjang masih dapat diberikan alasan, pembatasan dan persyaratan.

Pelanggaran asumsi ke empat dapat diabaikan karena hanya akan berpengaruh pada nilai intersep regresi yang dalam penelitian ini tidak dipertimbangkan.

Dengan demikian hanya tinggal asumsi pertama (non-multikolinearitas), asumsi kedua (homoskedastisitas), asumsi ketiga (non-autokorelasi), dan asumsi ke enam (normalitas) yang akan dipertimbangkan dalam penelitian ini.

#### **4.2.1.1. Uji Multikolinearitas**

Uji multikolinearitas ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel independen saling berhubungan secara linier. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan korelasi antar variabel-variabel independen yang akan digunakan dalam persamaan regresi, apabila sebagian atau seluruh variabel independen berkorelasi kuat berarti terjadi multikolinearitas. Metode lain yang dapat digunakan untuk menguji adanya multikolinearitas

ini dapat dilihat pada *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Hair et al.,1995). Jika nilai *tolerance value* dibawah 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di atas 10 maka terjadi multikolinearitas. Untuk mendeteksi multikolinearitas ini dapat pula dilihat *condition index*. Nilai teoritis *condition index* adalah sebesar 20, jika lebih besar dari nilai tersebut maka diindikasikan terjadi multikolinearitas.

**Tabel.IV.14.**  
**Hasil Uji Multikolinearitas Untuk Perusahaan Sehat**

<b>Nama Variabel</b>	<b>Tolerance</b>	<b>VIF</b>
Leverage Keuangan (LR)	0,755	1,324
Deviasi Standar Return Saham (STDDEV)	0,754	1,326
Korelasi Return Saham dengan Return Pasar (KORELASI)	0,998	1,002
<b>Condition index : 8,090</b>		

Sumber : Data Sekunder, diolah

**Tabel.IV.15.**  
**Hasil Uji Multikolinearitas Untuk Perusahaan Delisting**

<b>Nama Variabel</b>	<b>Tolerance</b>	<b>VIF</b>
Leverage Keuangan (LR)	0,899	1,112
Deviasi Standar Return Saham (STDDEV)	0,849	1,178
Korelasi Return Saham dengan Return Pasar (KORELASI)	0,869	1,151
<b>Condition index : 7,862</b>		

Sumber : Data Sekunder, diolah

Dari Tabel.IV.14. dan Tabel.IV.15. dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel berada diatas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors* (VIF) di bawah 10 serta koefisien *condition index* berada di bawah nilai 20. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan regresi berganda.

Untuk memperkuat kesimpulan tersebut, dilakukan analisis korelasi untuk menggambarkan hubungan antar variabel independen. Sekaran (1992) menyebutkan bahwa terjadi hubungan yang kuat antara dua variabel apabila koefisien korelasinya melebihi 0,56. Pada Tabel.IV.16. dan Tabel.IV.17. ditampilkan korelasi antar masing-masing variabel independen.

**Tabel.IV.16.**  
**Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel independen**  
**Untuk Perusahaan Sehat**

Variabel	LR	STDDEV	KORELASI
LR	1,000		
STDDEV	0,395*	1,000	
KORELASI	0,015	0,040	1,000

\*Significant pada tingkat kepercayaan 1%  
Sumber: Data Sekunder, diolah

**Tabel IV.17.**  
**Koefisien Korelasi Masing-Masing Variabel independen**  
**Untuk Perusahaan Delisting**

Variabel	LR	STDDEV	KORELASI
LR	1,000		
STDDEV	0,278	1,000	
KORELASI	0,236	0,329	1,000

Sumber: Data Sekunder, diolah

Dari tabel di atas, tampak bahwa korelasi antara variabel-variabel independen menunjukkan tidak adanya korelasi yang mempunyai nilai lebih besar dari 0,56. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas pada variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini.

#### 4.2.1.2. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini adalah untuk mengetahui varian variabel dalam model sama (konstan) atau tidak. Jika tidak konstan maka terdapat heteroskedastisitas. Gejala heteroskedastisitas dalam penelitian ini dideteksi dengan menggunakan Uji Glesjer. Adapun persamaan regresinya adalah sebagai berikut:  $e_i = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3$

Dari persamaan tersebut  $e_i$  merupakan nilai residual absolut. Gejala heteroskedastisitas akan nampak apabila nilai  $t$  statistik variabel independen lebih besar daripada nilai  $t$  tabelnya ( $t$  hitung  $>$   $t$  tabel) atau apabila nilai sig.  $t$  lebih kecil dari taraf signifikansinya (nilai sig  $t < 0,05$ ).

Persamaan regresi residual untuk perusahaan delisting adalah sebagai berikut:

$$\text{RESIDU1} = 0,101 - 0,020\text{LR} + 0,055\text{STDDEV} - 0,166\text{KORELASI}$$

t Stat.	(-0,257)	(0,527)	(-1,356)
Prob.	(0,799)	(0,602)	(0,186)

Untuk perusahaan sehat, persamaan regresi residualnya adalah sebagai berikut:

$$\text{RESIDU2} = -0,131 + 0,194\text{LR} + 0,443\text{STDDEV} + 0,112\text{KORELASI}$$

t Stat.	(1,415)	(1,374)	(0,801)
Prob.	(0,169)	(0,181)	(0,430)

Dari hasil uji Glesjer tersebut diketahui tidak terdapat nilai t hitung yang lebih besar dari t tabel (+ / - 1,697). Juga nilai probabilitas tidak ada yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Jadi pada perusahaan delisting maupun perusahaan sehat tidak terdapat heteroskedastisitas.

#### 4.2.1.3. Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah adanya korelasi antar anggota sampel yang diurutkan berdasarkan waktu. Penyimpangan asumsi ini biasanya muncul pada observasi yang menggunakan data *time series*.

Konsekuensi dari adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Salah satu cara untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah dengan menggunakan metode *Durbin-Watson*. Secara kronologis pengujian gejala autokorelasi dapat dilakukan melalui langkah-langkah berikut:

1. Merumuskan hipotesis:  
Ho: Tidak ada autokorelasi  
Ha: Ada autokorelasi
2. Menentukan nilai  $d$  hitung atau nilai *Durbin Watson test* untuk tiap-tiap sampel perusahaan. Untuk perusahaan delisting diperoleh nilai *Durbin Watson test* 2,287 dan untuk perusahaan sehat nilai *Durbin Watson test* sebesar 2,082.
3. Dari jumlah observasi ( $n$ ) dan jumlah variabel independen ( $k$ ) ditentukan nilai batas atas ( $dU$ ) dan batas bawah ( $dL$ ) dari tabel. Nilai  $d$  tabel untuk  $n$  sebesar 31 dan  $k$  sebanyak 3 adalah  $dL = 1,23$  dan  $dU = 1,65$  serta  $4-dU = 2,35$  dan  $4-dL = 2,77$
4. Mengambil keputusan dengan kriteria sebagai berikut:  
A =  $d < dL$ , Ho ditolak, ada autokorelasi positif  
B =  $dU < d < dL$ , tanpa kesimpulan  
C =  $dU < d < (4-dU)$ , Ho diterima, tidak ada autokorelasi  
D =  $(4-dU) < d < (4-dL)$ , tanpa kesimpulan  
E =  $d > (4-dL)$ , Ho ditolak, ada autokorelasi negatif
5. Kesimpulan: dari hasil *Durbin Watson test*, pada perusahaan delisting  $d$  hitung sebesar 2,287 yang masuk pada daerah tidak ada autokorelasi. Sedangkan pada perusahaan sehat  $d$  hitung sebesar 2,082 yang masuk pada daerah tidak ada autokorelasi. Kedua nilai *Durbin Watson test* tersebut berada di daerah tidak ada autokorelasi, sehingga dapat disimpulkan bahwa pada persamaan regresi tidak terdapat autokorelasi.

#### 4.2.1.4. Uji Kolmogorov Smirnov satu arah

Uji Kolmogorov Smirnov satu arah dilakukan untuk mengetahui apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik. Uji ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Pada tabel berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov satu arah.

**Tabel IV.18.**  
**Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah Untuk Perusahaan Sehat**

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
Leverage Keuangan (LR)	1,055	0,215
Deviasi Standar Return Saham (STDDEV)	0,553	0,920
Korelasi Return Saham dengan Return Pasar (KORELASI)	0,807	0,532
Resiko Sistemik (BETA)	0,530	0,942

Sumber : Data Sekunder, diolah

**Tabel.IV.19.**  
**Hasil Uji Kolmogorov Smirnov Satu Arah Untuk Perusahaan Delisting**

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
Leverage Keuangan (LR)	0,925	0,359
Deviasi Standar Return Saham (STDDEV)	1,338	0,560
Korelasi Return Saham dengan Return Pasar (KORELASI)	0,765	0,602
Resiko Sistemik (BETA)	0,628	0,826

Sumber : Data Sekunder, diolah

Dari tabel tersebut diatas dapat disimpulkan bahwa semua data yang ada terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat pada nilai Kolmogorov Smirnov Z yang tidak signifikan.

#### 4.2.2. Pengujian Hipotesis

Dari uji asumsi model klasik dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas, bebas heteroskedastisitas dan bebas autokorelasi sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda dengan baik.

##### 4.2.2.1. Pengujian Hipotesis Pertama, Kedua dan Ketiga

Dalam melakukan pengujian hipotesis pertama, kedua dan ketiga ini, digunakan alat analisis regresi berganda untuk menganalisis pengaruh variable independen terhadap variable dependen. Adapun hasil dari analisis regresi berganda yang telah dilakukan adalah sebagai berikut:

**Tabel IV.20.**  
**Hasil Analisis Regresi Berganda Perusahaan Delisting**

Variabel	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstanta	-0,464	-3,969*	0,000
LR	-0,106	-0,862	0,396
STDDEV	2,768	16,911*	0,000
KORELASI	1,610	8,448*	0,000

\* *significant* pada tingkat kepercayaan 1 %  
 nilai F sebesar 172,069 *significant* pada tingkat kepercayaan 1 %  
 R Square sebesar 0,950  
 Sumber: data sekunder, diolah

Dari Tabel IV.19. tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi berganda untuk perusahaan delisting sebagai berikut:

$$\text{BETA} = -0,464 - 0,106\text{LR} + 2,768\text{STDDEV} + 1,610\text{KORELASI}$$

Sedangkan hasil analisis regresi berganda yang dilakukan terhadap perusahaan yang sehat, adalah sebagai berikut:

**Tabel IV.21.**  
**Hasil Analisis Regresi Berganda Perusahaan Sehat**

Variabel	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstanta	-0,359	-2,149**	0,041
LR	-0,120	-0,567	0,576
STDDEV	1,127	2,266**	0,032
KORELASI	2,137	9,872*	0,000

\* *significant* pada tingkat kepercayaan 1 %

\*\**significant* pada tingkat kepercayaan 5 %

nilai F sebesar 35,012 pada tingkat kepercayaan 1%

R Square sebesar 0,796

Sumber: data sekunder, diolah

Berdasarkan Tabel IV.20. , maka persamaan regresi untuk perusahaan yang sehat adalah sebagai berikut:

$$\text{BETA} = -0,359 - 0,120\text{LR} + 1,127\text{STDDEV} + 2,137\text{KORELASI}$$

Dari Tabel IV.19. dan Tabel IV.20. dapat dilihat bahwa tidak semua variable bebas yang diteliti baik pada perusahaan delisting maupun perusahaan sehat berpengaruh secara signifikan terhadap variable terikat.

Variabel LR (Leverage Keuangan) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Resiko Sistematis. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda perusahaan delisting yang menyatakan bahwa nilai t hitung sebesar 0,862 yang lebih kecil daripada nilai t tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 30 sebesar 2,457. Sedangkan hasil analisis regresi berganda pada perusahaan sehat menyatakan bahwa nilai t hitung adalah sebesar 0,567 yang lebih kecil dari nilai t tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 30 sebesar 2,457. Sehingga disimpulkan untuk menerima  $H_0$  yang menyatakan bahwa leverage keuangan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa dan menolak  $H_a$  yang menyatakan bahwa leverage keuangan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa. Tanda pada koefisien leverage keuangan perusahaan ini adalah negatif, yang konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sufiyati dan Ainun Na'im (1998) yang meneliti mengenai pengaruh leverage operasi dan leverage keuangan terhadap resiko sistematis saham, dimana hasilnya menunjukkan bahwa leverage keuangan dan leverage operasi berpengaruh negatif terhadap resiko sistematis saham. Penelitian yang dilakukan oleh Budiarti (1996) menunjukkan bahwa leverage keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham. Sedangkan temuan yang dilakukan oleh Ro et al. (1992), Bowman (1979), dan Hamada (1972) yang melakukan pengujian pada pasar modal yang mapan menunjukkan hasil bahwa leverage keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap resiko

sistematik (beta). Hasil ini berbeda karena pasar modal di Indonesia adalah pasar modal yang berkembang dan adanya perusahaan yang memiliki hutang besar tetapi mendapatkan proteksi regulator.

Variabel STDDEV (deviasi standar return saham) berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap resiko sistematik baik itu perusahaan delisting maupun perusahaan sehat. Hal ini dapat dilihat dari nilai  $t$  hitung perusahaan delisting sebesar 16,911 yang lebih besar dari  $t$  tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 30 sebesar 2,457 dengan tingkat kepercayaan 1%.  $t$  hitung untuk perusahaan sehat adalah sebesar 2,266 yang lebih besar daripada nilai  $t$  tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 30 sebesar 1,697 dengan tingkat kepercayaan 5%. Sehingga disimpulkan untuk menerima  $H_a$  yang menyatakan bahwa deviasi standar return saham berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematik saham biasa, dan menolak  $H_o$  yang menyatakan bahwa deviasi standar return saham tidak berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematik saham biasa.

Simbol / tanda variabel STDDEV ini bertanda seperti yang diharapkan yaitu positif. Temuan ini konsisten dengan temuan Ro, *et. al* (1992) yang melakukan penelitian mengenai hubungan antara resiko sistematik saham biasa dengan resiko keuangan perusahaan, yang memperlihatkan bahwa standar deviasi return saham akan meningkat seiring dengan meningkatnya resiko sistematik saham biasa. Temuan ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Rubinstein (1975) yang menunjukkan bahwa pengaruh resiko keuangan pada resiko sistematik diserap melalui deviasi standar. Lebih

lanjut disimpulkan bahwa semakin tinggi fluktuasi return suatu saham, maka semakin besar pula beta saham tersebut dan begitu sebaliknya. Karena resiko sistematik atau beta saham itu menggambarkan kepekaan saham terhadap perubahan pasar. Dengan semakin pekanya suatu saham maka akan menaikkan deviasi standar return saham, karena deviasi standar return saham menggambarkan resiko total dari return saham. Pada perusahaan delisting, para pemegang saham akan menjual sahamnya dan hal ini akan meningkatkan deviasi standar return saham yang diikuti dengan meningkatnya resiko sistematiknya. Sedangkan pada perusahaan yang sehat, investor berbondong-bondong untuk membeli saham dan hal ini akan meningkatkan deviasi standar return saham yang diikuti dengan meningkatnya resiko sistematiknya.

Variabel KORELASI (korelasi return saham dengan return pasar) berpengaruh secara signifikan terhadap resiko sistematik saham biasa. Hal ini dapat dilihat pada nilai  $t$  hitung perusahaan delisting sebesar 8,448 dan  $t$  hitung perusahaan sehat sebesar 9,872 yang lebih besar daripada  $t$  tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 30 sebesar 2,457. Sehingga disimpulkan untuk menerima  $H_a$  yang menyatakan bahwa korelasi return saham dengan return pasar berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa dan menolak  $H_o$  yang menyatakan bahwa korelasi return saham dengan return pasar tidak berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa. Temuan ini konsisten dengan temuan Ro, et. al (1992). Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi korelasi return

saham dengan return pasar, maka resiko saham biasa semakin tinggi pula. Hal ini dapat terjadi karena dengan semakin tingginya return suatu saham maka ini menunjukkan bahwa saham tersebut disukai oleh investor, sehingga resiko sistematiknya juga akan tinggi sebab resiko sistematik (beta saham) menggambarkan kepekaan saham terhadap perubahan pasar.

Persamaan regresi berganda untuk perusahaan sehat maupun perusahaan delisting adalah signifikan, artinya variabel-variabel independen merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel dependen karena nilai F perusahaan delisting sebesar 172,069 dan nilai F perusahaan sehat sebesar 35,012 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 1%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.

Sementara itu kemampuan persamaan regresi berganda perusahaan delisting untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel dependen adalah sebesar 95%, sementara 5% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

Sedangkan kemampuan persamaan regresi berganda perusahaan sehat untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel dependen adalah sebesar 79,6%, sementara 20,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini

#### 4.2.2.2. Pengujian Hipotesis Keempat

Pengujian hipotesis keempat ini dilakukan dengan menggunakan alat analisis uji beda dua rata-rata (*independent sample t-test*). Pada pengujian hipotesis keempat ini ada empat pengujian uji beda dua rata-rata, yaitu pengujian uji beda rata-rata resiko sistematis saham biasa, leverage keuangan, deviasi standar return saham, dan korelasi return saham dengan return pasar.

**Tabel.IV.22.**  
**Hasil Uji Beda Dua Mean Resiko Sistematis Saham Biasa**

	Mean	Variance
Resiko Sistematis Saham Delisting	0,78052	0,76564
Resiko Sistematis Saham sehat	0,52623	0,31678
t-value	= -1,36087	
df	= 60	
Prob.	= 0,08932	

Sumber: Data sekunder, diolah

Hasil uji beda dua rata-rata menunjukkan hasil rata-rata nilai resiko sistematis saham biasa perusahaan delisting adalah sebesar 0,78052 dan rata-rata nilai resiko sistematis saham biasa perusahaan sehat sebesar 0,52623. Hal ini menunjukkan bahwa nilai resiko sistematis saham biasa perusahaan delisting lebih besar daripada nilai resiko sistematis saham biasa perusahaan sehat. Dari hasil uji beda dua rata-rata resiko sistematis saham biasa menunjukkan perbedaan yang signifikan, karena nilai t hitung

sebesar  $-1,36087$  yang lebih besar daripada nilai  $t$  tabel dengan derajat bebas (DF) sebanyak 60 sebesar 1,296 dengan tingkat kepercayaan 10%. Sehingga disimpulkan untuk menerima  $H_a$  yang menyatakan bahwa ada perbedaan yang signifikan antara resiko sistematis saham biasa perusahaan delisting dengan resiko sistematis saham biasa perusahaan sehat. Dan menolak  $H_o$  yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara resiko sistematis saham biasa perusahaan delisting dengan resiko sistematis saham biasa perusahaan sehat.

Hasil ini konsisten dengan hasil temuan Ro et al. (1992), yang mengatakan bahwa resiko sistematis pada perusahaan delisting terjadi perbedaan yang signifikan dimana resiko sistematis perusahaan delisting mengalami resiko sistematis yang lebih besar dari pada resiko sistematis perusahaan sehat. Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Catagna dan Matolcsy (1981) yang menemukan bahwa pada perusahaan yang gagal (delisting) rata-rata resiko sistematisnya tinggi (1,78), sedangkan Aharony, Jones dan Swary (1980) melaporkan bahwa resiko sistematis saham biasa perusahaan-perusahaan yang gagal memperlihatkan perbedaan yang kecil dari resiko sistematis perusahaan-perusahaan yang sehat. Hal ini terjadi karena para pemegang saham perusahaan delisting melakukan penjualan sahamnya untuk mengurangi kerugian yang lebih besar di kemudian hari karena adanya ketidakpastian akan aliran kas masa depan perusahaan, sehingga resiko sistematis sahamnya tinggi. Resiko sistematis ini menggambarkan kepekaan suatu saham terhadap pasar.

Sehingga semakin besar fluktuasi suatu saham maka akan semakin besar pula resiko sistematis saham tersebut. Pada perusahaan yang sehat tidak terlalu terpengaruh, karena perdagangan sahamnya relatif stabil.

**Tabel.IV.23.**  
**Hasil Uji Beda Dua Mean Leverage Keuangan**

	Mean	Variance
Leverage Keuangan Delisting	0,89490	0,10294
Leverage Keuangan Sehat	0,73213	0,07139
t-value	= -2,17043	
df	= 60	
Prob.	= 0,01697	

Sumber: Data sekunder, diolah

Berdasarkan hasil uji beda dua rata-rata leverage keuangan menunjukkan rata-rata nilai leverage keuangan perusahaan delisting adalah sebesar 0,8949 dan rata-rata nilai leverage keuangan perusahaan sehat sebesar 0,73213. Hal ini menunjukkan bahwa nilai leverage keuangan perusahaan delisting lebih besar daripada nilai leverage keuangan perusahaan sehat. Dari hasil uji beda dua rata-rata leverage keuangan menunjukkan perbedaan yang signifikan, karena nilai t hitung sebesar - 2,17043 yang lebih besar daripada nilai t tabel dengan derajat bebas (*DF*) sebanyak 60 sebesar 1,296 dengan tingkat kepercayaan 10%. Sehingga disimpulkan untuk menerima  $H_a$  yang menyatakan bahwa ada perbedaan yang signifikan antara leverage keuangan perusahaan delisting dengan

leverage keuangan perusahaan sehat. Menolak  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara leverage keuangan perusahaan delisting dengan leverage keuangan perusahaan sehat.

Temuan ini konsisten dengan temuan Ro et al. (1992), yang mengatakan bahwa leverage keuangan akan meningkat ketika resiko kegagalan perusahaan meningkat. Hal ini terjadi karena perusahaan delisting cenderung untuk mencari tambahan dana lewat hutang untuk kegiatan perusahaan. Semakin besar proposi hutang yang digunakan perusahaan, maka semakin besar leverage keuangannya. Yang berarti bahwa semakin besar proposi hutang yang digunakan oleh perusahaan, pemilik modal akan menanggung resiko yang semakin besar pula. Sehingga dengan menggunakan hutang yang besar dalam struktur modalnya, maka resiko kegagalan dalam perusahaan akan besar pula.

**Tabel.IV.24.**  
**Hasil Uji Beda Dua Mean Deviasi Standar Return Saham**

	Mean	Variance
Deviasi Standar Return Saham Delisting	0,28869	0,06195
Deviasi Standar Return Saham Sehat	0,27431	0,01286
t-value	= -0,29265	
df	= 60	
Prob.	= 0,38540	

Sumber: Data sekunder, diolah

Sedangkan hasil uji beda dua rata-rata deviasi standar return saham menunjukkan rata-rata nilai deviasi standar return saham delisting adalah sebesar 0,28869 dan rata-rata nilai deviasi standar return saham perusahaan sehat sebesar 0,27431. Hal ini menunjukkan bahwa nilai deviasi standar return saham perusahaan delisting lebih besar daripada nilai deviasi standar return saham perusahaan sehat. Dari hasil uji beda dua rata-rata deviasi standar return saham menunjukkan perbedaan yang tidak signifikan, karena nilai  $t$  hitung sebesar  $-0,29265$  yang lebih kecil daripada nilai  $t$  tabel dengan derajat bebas ( $DF$ ) sebanyak 60 sebesar 1,296 dengan tingkat kepercayaan 10%. Sehingga disimpulkan untuk menolak  $H_a$  yang menyatakan bahwa ada perbedaan yang signifikan antara deviasi standar return saham perusahaan delisting dengan leverage keuangan perusahaan sehat. Dan menerima  $H_o$  yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara deviasi standar return saham perusahaan delisting dengan deviasi standar return saham perusahaan sehat. Hasil ini berbeda dengan temuan Ro et al. (1992), yang mengatakan bahwa deviasi standar return saham berbeda signifikan antara perusahaan sehat dengan perusahaan delisting. Hal ini terjadi karena sebagian besar sampel yang digunakan, baik yang delisting maupun yang sehat terpengaruh oleh faktor kondisi perekonomian yang buruk akibat krisis moneter yang melanda Indonesia. Sehingga hal ini menyebabkan kecenderungan semua perusahaan terpengaruh secara luas. Yang berbeda dengan sampel yang digunakan

oleh Ro et al, dimana sampel tersebut berada pada kondisi perekonomian yang stabil.

**Tabel.IV.25.**  
**Hasil Uji Beda Dua Mean Korelasi Return Saham Dengan Return Pasar**

	Mean	Variance
Korelasi Delisting	0,33539	0,04465
Korelasi Sehat	0,31046	0,05128
t-value	= -0,44808	
df	= 60	
Prob.	= 0,32786	

Sumber: Data sekunder, diolah

Hasil uji beda dua rata-rata korelasi return saham dengan return pasar menunjukkan rata-rata nilai korelasi return saham dengan return pasar perusahaan delisting adalah sebesar 0,33539 dan rata-rata nilai korelasi return saham dengan return pasar perusahaan sehat sebesar 0,31046. Hal ini menunjukkan bahwa nilai korelasi return saham dengan return pasar perusahaan delisting lebih besar daripada nilai korelasi return saham dengan return pasar perusahaan sehat. Dari hasil uji beda dua rata-rata korelasi return saham dengan return pasar menunjukkan perbedaan yang tidak signifikan, karena nilai t hitung sebesar  $-0,44808$  yang lebih kecil daripada nilai t tabel dengan derajat bebas (*DF*) sebanyak 60 sebesar 1,296 dengan tingkat kepercayaan 10%. Sehingga disimpulkan untuk menerima  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara

korelasi return saham dengan return pasar perusahaan delisting dengan korelasi return saham dengan return pasar perusahaan sehat. Dan menolak  $H_0$  yang menyatakan bahwa ada perbedaan yang signifikan antara korelasi return saham dengan return pasar perusahaan delisting dengan korelasi return saham dengan return pasar perusahaan sehat. Hal ini terjadi karena korelasi antara return saham dengan return pasar pada perusahaan delisting dengan perusahaan sehat pada sampel yang digunakan pada penelitian ini dipengaruhi oleh faktor istimewa yaitu krisis moneter yang mempengaruhi semua perusahaan.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Pada Bab V ini akan dibahas kesimpulan keseluruhan hasil analisis yang telah dilakukan pada Bab IV, dan implikasi kebijakan serta saran untuk penelitian yang akan datang.

#### 5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan pada Bab IV, dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Data yang dipergunakan dalam penelitian ini tidak terdapat multikolinearitas, bebas heteroskedistisitas dan bebas autokorelasi.
2. Hasil analisis berganda menunjukkan bahwa tidak semua variabel independen yang diteliti berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Hanya ada dua variabel independen saja yang berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa. Pada perusahaan delisting variabel deviasi standar return saham dan variabel korelasi return saham terhadap return pasar berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan 1% terhadap resiko sistematis saham biasa. Sedangkan untuk perusahaan sehat variabel standar deviasi return saham berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan 5% terhadap resiko sistematis saham biasa, dan variabel korelasi return saham terhadap

return pasar berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan 1% terhadap resiko sistematis saham biasa. Temuan bahwa deviasi standar return saham dan korelasi return saham terhadap return pasar berpengaruh signifikan, ini konsisten dengan temuan Ro et al. (1992) dan Rubinstein (1975). Hal ini terjadi karena semakin tinggi fluktuasi return saham, maka semakin tinggi pula beta sahamnya dengan makin pekanya return saham terhadap return pasar maka akan menaikkan deviasi standar return saham dan korelasi return saham terhadap return pasar.

3. Persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini nilai F untuk perusahaan delisting adalah sebesar 172,069 dan nilai F perusahaan sehat sebesar 35,012 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 1%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel independen merupakan faktor penjelas nyata bagi variasi dalam variabel dependen. Hal diperkuat pula oleh nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) perusahaan delisting sebesar 95% yang menunjukkan bahwa kemampuan untuk menjelaskan besarnya variasi dalam variabel dependen adalah 95 %, sementara 5% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam persamaan regresi ini. Sedangkan koefisien determinasi ( $R^2$ ) perusahaan sehat sebesar 79,6% yang menunjukkan bahwa kemampuan untuk menjelaskan besarnya variasi dalam variabel dependen adalah 79,6%, sementara 20,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam persamaan regresi ini.

4. Pada uji beda dua rata-rata (*independen sampel t-test*) menunjukkan bahwa tidak semua variabel berbeda signifikan, hanya ada dua variabel saja yang berbeda secara signifikan yaitu variabel resiko sistematis saham biasa dan variabel leverage keuangan. Hasil pengujian rata-rata nilai resiko sistematis saham biasa, diperoleh rata-rata nilai resiko sistematis saham biasa perusahaan delisting adalah sebesar 0,78052 dan nilai rata-rata resiko sistematis saham biasa perusahaan sehat sebesar 0,52623. Hal ini mengindikasikan bahwa saham perusahaan delisting cenderung lebih peka terhadap perubahan pasar dibanding dengan resiko sistematis perusahaan sehat, dan dapat dikatakan sebagai saham agresif (*agresif stock*). Dari pengujian tersebut menunjukkan ada perbedaan yang signifikan antara resiko sistematis saham biasa perusahaan delisting dengan perusahaan sehat. Sedangkan untuk pengujian rata-rata nilai leverage keuangan, nilai rata-rata leverage keuangan perusahaan delisting adalah sebesar 0,8949 dan nilai rata-rata leverage keuangan perusahaan sehat sebesar 0,73213. hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan delisting cenderung untuk mencari dana lewat hutang. Dengan semakin besarnya proporsi hutang yang digunakan, maka semakin besar pula leverage keuangannya.

## **5.2. Implikasi Kebijakan**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel deviasi standar return saham dan variabel korelasi return saham dengan return pasar berpengaruh

potip dan signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa. Oleh karena itu sebelum mengambil suatu keputusan untuk melakukan investasi, maka investor hendaknya memperhatikan pergerakan deviasi standar return saham dan korelasi return saham dengan return pasar karena hal ini mencerminkan prospek dari surat berharga tersebut.

Leverage keuangan dan resiko sistematis saham biasa mempunyai perbedaan signifikan antara perusahaan delisting dengan perusahaan sehat. Dimana leverage keuangan dan resiko sistematis saham biasa pada perusahaan delisting menunjukkan nilai rata-rata yang lebih besar daripada nilai rata-rata perusahaan sehat. Sehingga investor dalam melakukan investasi sebaiknya memperhatikan faktor-faktor tersebut. Karena leverage keuangan menggambarkan kondisi keuangan yang sebenarnya apakah perusahaan itu benar-benar *liquid* apa tidak. Sedangkan resiko sistematis saham biasa menggambarkan kepekaan suatu saham terhadap return pasar. Karena resiko sistematis saham biasa yang tinggi, menggambarkan bahwa saham tersebut aktif diperdagangkan dan merespon perubahan pasar.

### 5.3. Saran

Adapun saran-saran yang dapat diberikan melalui hasil temuan ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk penelitian lebih lanjut, disarankan untuk menggunakan data sektoral dengan jangka waktu yang lebih panjang dan pada periode

waktu kondisi perekonomian yang stabil serta melakukan koreksi bias beta sehingga keakuratan pengujian dapat ditingkatkan.

2. bagi pemodal yang akan menanamkan dananya, hendaknya memperhatikan faktor deviasi standar return saham, korelasi return saham dengan return pasar, resiko sistematik saham biasa, dan leverage keuangan perusahaan, karena merupakan parameter pasar bagi saham.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J.C., P. Jones and I. Swary (1980), "An Analysis of Risk and Return Characteristics of Corporate Bankruptcy Using Market Data", *Journal of Finance*, Vol.35, September, Hal. 1001-1016.
- Algifari. (1997), *Analisis Regresi: Teori, Kasus dan Solusi*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Altman and M. Brenner (1981), "Information Effects and Stock Market Response to Signs of Firms Deterioration", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, XVI, Hal. 35-51.
- Ang, Robert. (1997), *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Arifin, J. dan Fakhruddin, M. (1999), *Kamus Istilah Pasar Modal, Akuntansi, Keuangan, dan Perbankan*, Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Avianti, I.(2000), "Melacak Kepailitan", *Kontan*, Edisi 23/IV, 6 Maret, Hal. 24.
- Beaver, W.H. (1966), "Market Prices, Financial Ratios, and the Prediction of Failure", *Journal of Accounting Research*, Vo.6, Hal.179-199.
- Blume, M. (1971), "On The Assessment Of Risk", *The Journal Of Finance*, Vol.XXVI, March, Hal. 1-10.
- Bowman, G. (1979), "The Theoretical Relationship Between Systematic Risk And Financial (Accounting) Variabels", *The Journal Of Finance*, Vol.XXXIV, No.3, Juni, Hal.617-630.
- Budiarti, E. (1996). "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Beta Saham di Bursa Efek Jakarta Periode Juli 1992-Desember 1994", Program Pasca Sarjana, UGM, Yogyakarta.
- Castagna, A.D. and Z.P. Matolcsy (1981), "The Market Characteristics of Failed Companies: Extension and Further Evidence", *Journal of Business & accounting*, Vol.8, Hal. 467-484.
- DeJong, O.V. and D.W. Collins (1985), "Explanations for The Instability of Equity Beta: Risk Free Rate Changes and Leverage Effects", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.20, Hal. 73-94.
- Djarwanto (1982), *Statistik Induktif*, Erlangga, Jakarta.
- Emory, C. William and Donald R Cooper, (1995), *Business Research Method*, 5<sup>th</sup> Edition, Homewood Illionis, Richard D Irwin, Inc.

- Gunawan Sumodiningrat (1995), *Ekonometrika Pengantar*, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Hair, JR., R.E. Anderson, R. Tatham dan Balck W. (1995), *Multivariate Data Analysis with Readings*, Prentice Hall, Englewood Cliff, New Jersey.
- Hamada, R.S.(1972), "The Effect Of The Firm's Capital Structure On The Systematic Risk Of Common Stock", *Financial Management*, Vol. 27, May, Hal. 435-452.
- Hariato, F. dan Sudomo, S. (1998), *Perangkat Dan Tehnik Analisis Investasi Di Pasar Modal Indonesia*, PT. Bursa Efek Jakarta, Jakarta.
- Hartono, J. (1998), *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, BPFE, Yogyakarta.
- Hartoto, M. dan Basamalah, A. (1995), " Meramalkan 'Kebangkrutan' Perusahaan Publik", *Manajemen*, November-Desember, Hal.67-81.
- Husnan, S.(1998), *Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, UUP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Mardiyah, A.A. dan Indriantoro (1999)," Penaruh Variabel Akuntansi Dan Beta Pasar Untuk Memprediksi Persepsi Resiko Saham Pada Perusahaan Go Publik Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta", *Simposium Nasional Akuntansi II*, Ikatan Akuntan Indonesia Kompartemen Akuntan Pendidik.
- McEnally, R.W., dan Todd, R.B.(1993), " Systematic Risk Behavior Of Financially Distressed Firms", *Quarterly Journal Of Business And Economics*, Vol.32, No.3, Hal.3-19.
- Miswanto dan Husnan, S.(1999), "The Effect Of Operating Leverage, Cyclicalit, And Firm Size On Business Risk", *Gadjah Mada International Journal Of Busines*, Vol.1, No.1, May, Hal.29-43.
- Pudjiantuti, E. dan Husnan, S. (1993), "Konsistensi Beta: Pengamatan Di Bursa Efek Jakarta", *Usahawan*, No.12, Th. XXII, Desember, Hal.2-5.
- Riyanto,B (1994), *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Ketiga, Yayasan Penerbit Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Ro, B.T., Zavgren, C.V., dan Hsieh, S.J. (1992)," The Effect Of Bunkruptcy On Systematic Risk Of Common Stock An Empirical Assesment", *Journal Of Business Finance & Accounting*, April, Hal.309-328.

- Rubinstein, M.E.(1973), "A Mean-Variance Synthesis Of Corporate Financial Theory", *Journal Of Finance*, Vol. 28, March, Hal. 167-181.
- Sekaran, Uma (1992), *Research Methods For Business: Skill-Buliding Approach*, 2<sup>nd</sup> Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Setyorini dan Halim, A. (1999)," Studi Potensi Kebangkrutan Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta Tahun 1996-1998", *Simposium Nasional Akuntansi II*, September, Ikatan Akuntan Indonesia Kompartemen Akuntan Pendidik.
- Sharpe, W., Alexander, G., dan Bailey, J. (1997), *Investasi*, PT Prenhallindo, Jakarta.
- Sufiati dan Na'im, A. (1998)," Pengaruh Leverage Operasi dan Leverage Finansial Terhadap Resiko Sistemik Saham: Studi Pada Perusahaan Publik Di Indonesia", *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia*, Vol.13, No.3, Hal.57-69.
- Suwandi (1997),"Analisis Hubungan Perubahan Harga Saham Dengan Suku Bunga dan Nilai Tukar Mata Uang", *Laporan Internship Program Studi Magister Manajemen UGM*, Yogyakarta.
- Tandelilin, E. (1997), "Determinant Of Systematic Risk: The Experience Of Some Indonesian Common Stock", *Kelola*, Vol.16, Hal.101-123.
- Wannacot, Ronald J. & Wannacot, Thomas H. (1985). *Introductory Statistics*, 4<sup>th</sup> Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Wittink, Dick R. (1988),*The Application of Regression Analysis*, Allyn and Bacon, Inc. Massachusetts.