

ANALISIS RESIKO SISTEMATIK SAHAM BIASA YANG DIKELUARKAN DARI LANTAI BURSA:

Studi Empiris Di Bursa Efek Jakarta

Dodie Setio Wibowo
Imam Ghozali
Waridin
Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro

4

Abstrak

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.

Key words : beta, delisting, financial leverage, standard deviation of stock returns and correlation with market portfolio returns.

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan sarana untuk mempertemukan permintaan dan penawaran jangka panjang baik dalam bentuk saham maupun obligasi. Sebagai salah satu kekuatan dalam memobilisasi dana masyarakat, diharapkan akan dapat berperan aktif dalam menunjang keberhasilan pengeralahan dana untuk memenuhi kebutuhan dunia usaha. Dalam 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 Pudjiastuti dan Husnan (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, 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. Hasil penelitiannya 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. Penelitian yang dilakukan oleh Rubinstein (1973) memperlihatkan bahwa korelasi

etern saham dengan return pasar adalah *invariant* dengan perubahan leverage keuangan, sehingga pengaruh resiko keuangan pada beta akan diserap melalui leviiasi standar return saham.

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. Oleh karena itu secara implisit dapat diartikan bahwa beta saham merupakan parameter kondisi keuangan suatu perusahaan, apakah perusahaan itu sehat ataukah 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 matriil 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.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Tinjauan Pustaka

Penelitian mengenai resiko sistematis atau beta saham telah banyak dilakukan di luar negeri. Resiko sistematis merupakan hal penting yang dipertimbangkan oleh investor sebelum melakukan keputusan investasi. Dalam melakukan keputusan ini dibutuhkan informasi mengenai resiko sistematis 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 sistematis 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 sistematis 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 penelitian ini menunjukkan bahwa resiko sistematis 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 sistematis saham biasa berhubungan positif dengan leverage keuangan. Hal ini didukung oleh Hamada (1972) dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa leverage perusahaan mempunyai pengaruh terhadap resiko sistematis saham (beta). Rubinstein (1973) mengemukakan suatu model teoritis untuk menganalisis hubungan antara tingkat *return on equity* yang diharapkan, resiko sistematis, dan leverage keuangan. Dimana pertama-tama mendekomposisikan resiko sistematis 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.

Perumusan Hipotesis

Dalam penelitian ini dikemukakan empat hipotesis tentang resiko sistematis

saham biasa yang dikemukakan dalam bentuk hipotesis alternatif sebagai berikut:

- H_1 : Leverage keuangan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa.
- H_2 : Deviasi standar return saham berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa.
- H_3 : Korelasi return saham dengan return pasar berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa.
- H_4 : 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*).

METODE PENELITIAN

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*.

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 Independen
- LR = Leverage Keuangan
- STDDEV = Deviasi Standar Return Saham
- KORELASI = Korelasi Return Saham Dengan Return Pasar
- e = Tingkat Pengganggu

PENGUJIAN HIPOTESIS DAN ANALISIS

Hipotesis Pertama, Kedua, dan Ketiga

Dalam melakukan pengujian hipotesis pertama, kedua dan ketiga ini, digunakan alat analisis regresi berganda untuk menganalisis pengaruh variable

persamaan regresi untuk perusahaan yang sehat adalah sebagai berikut:

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

Dari Tabel.1. dan Tabel.2. dapat dilihat bahwa tidak semua variable bebas

Tabel.1. 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

independen terhadap variable dependen. Adapun hasil dari analisis regresi berganda yang telah dilakukan dapat dilihat pada tabel 1.

Dari Tabel.1. tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi berganda untuk perusahaan delisting sebagai berikut:

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

Sedangkan hasil analisis regresi berganda yang dilakukan terhadap perusahaan yang sehat, dapat dilihat pada tabel 2.

Berdasarkan Tabel.2., maka

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 Sistemik. Tanda pada koefisien leverage keuangan perusahaan ini adalah negatif, yang konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sufiyati dan Ainun Na'im (1998) dimana leverage keuangan berpengaruh negatif terhadap resiko sistemik saham biasa, serta Budiarti (1996) yang menunjukkan bahwa leverage keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap resiko sistemik 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 sistematis (beta). Hasil ini berbeda karena pasar modal di Indonesia adalah pasar modal

pada resiko sistematis diserap melalui deviasi standar. Ini memperlihatkan bahwa semakin tinggi fluktuasi return suatu saham, maka semakin besar pula beta saham tersebut. Karena resiko sistematis atau beta saham menggambarkan kepekaan saham terhadap perubahan pasar. Semakin pekanya suatu

Tabel 2. 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

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 sistematis baik itu perusahaan delisting maupun perusahaan sehat. Simbol / tanda variabel STDDEV ini bertanda seperti yang diharapkan yaitu positif. Konsisten temuan Ro, et. al (1992) yang memperlihatkan bahwa standar deviasi return saham akan meningkat seiring meningkatnya resiko sistematis saham biasa. Penelitian Rubinstein (1975) menunjukkan pengaruh resiko keuangan

saham akan menaikkan deviasi standar return saham, karena deviasi standar return saham menggambarkan resiko total dari return saham.

Variabel KORELASI (korelasi return saham dengan return pasar) berpengaruh positif dan signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa. 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 sistematisnya juga akan tinggi sebab

resiko sistematis (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

dalam variabel dependen adalah sebesar 79,6%, sementara 20,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini

Hipotesis Keempat

Pengujian hipotesis keempat ini

Tabel 3. Hasil Uji Beda Dua Mean Resiko Sistematis Saham Biasa

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

Sumber: Data sekunder, diolah

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

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.

Hasil uji beda dua rata-rata menunjukkan bahwa nilai resiko sistematis saham biasa perusahaan delisting lebih besar daripada nilai resiko sistematis saham biasa perusahaan sehat, dan hasil uji beda dua rata-rata resiko sistematis saham biasa tersebut menunjukkan perbedaan yang signifikan.

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

pasar. Sehingga semakin besar fluktuasi suatu saham maka akan semakin besar pula resiko sistematis saham tersebut.

Berdasarkan hasil uji beda dua rata-rata leverage keuangan menunjukkan perbedaan yang signifikan. Konsisten dengan temuan Ro et al. (1992), yang mengatakan bahwa leverage

Tabel 4. 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

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 ketidak pastian aliran kas perusahaan di kemudian hari (*going concern*), sehingga resiko sistematis sahamnya tinggi. Resiko sistematis ini menggambarkan kepekaan suatu saham terhadap

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.

Sedangkan hasil uji beda dua rata-rata deviasi standar return saham menunjukkan perbedaan yang tidak

signifikan. Hasil ini berbeda dengan temuan Ro et al. (1992), yang mengatakan deviasi standar return saham berbeda signifikan antara perusahaan sehat dengan perusahaan delisting. Ini terjadi karena sebagian besar sampel yang digunakan, baik yang delisting maupun yang sehat terpengaruh oleh faktor

politik yang mempengaruhi keadaan pasar.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan, dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai

Tabel 5. 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

kondisi perekonomian yang buruk akibat krisis moneter yang melanda Indonesia. Sehingga hal ini menyebabkan kecenderungan semua perusahaan terpengaruh secara luas. Serta sampel yang digunakan oleh Ro et al, adalah sampel pada kondisi perekonomian yang stabil dan pasar modal yang mapan.

Uji beda dua rata-rata korelasi return saham dengan return pasar menunjukkan perbedaan yang tidak begitu besar, dan perbedaan ini tidak signifikan. 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 dan gejolak

berikut:

1. Hanya ada dua variabel independen saja yang berpengaruh signifikan terhadap resiko sistematis saham biasa. Deviasi standar return saham dan korelasi return saham terhadap return pasar berpengaruh signifikan, 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.
2. 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%. Dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel independen merupakan faktor penjas nyata bagi variasi dalam

sampel t-test) menunjukkan bahwa tidak semua variabel berbeda signifikan, hanya ada dua variabel saja yang berbeda secara signifikan yaitu resiko sistematis saham biasa dan leverage keuangan. Perbedaan resiko sistematis ini mengindikasikan bahwa saham perusahaan delisting cenderung

Tabel 6. Hasil Uji Beda Dua Mean Korelasi Return Saham Dengan Return Pasar

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

Sumber: Data sekunder, diolah

variabel dependen. Diperkuat 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.

3. Pada uji beda dua rata-rata (*independen*

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 terdapat perbedaan yang signifikan, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan delisting cenderung mencari dana lewat hutang untuk kegiatan operasinya. Dengan semakin besarnya proporsi hutang yang digunakan, maka semakin besar pula leverage keuangannya.

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
2. melakukan koreksi bias beta sehingga keakuratan pengujian dapat ditingkatkan.
3. bagi pemodal yang akan menanamkan dananya, hendaknya memperhatikan faktor deviasi standar return saham, korelasi return saham dengan return pasar, resiko sistematis saham biasa, dan leverage keuangan perusahaan, karena merupakan parameter pasar bagi saham.

DAFTAR PUTAKA

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- Pudjiantuti, E. dan Husnan, S. 1993, "Konsistensi Beta: Pengamatan Di Bursa Efek Jakarta", *Usahawan*, No.12, Th. XXII, Desember, Hal. 2-5.
- Ro, B.T., Zavgren, C.V., dan Hsieh, S.J. 1992, "The Effect Of Bankruptcy 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.
- Sufiati dan Na'im, A. 1998, "Pengaruh Leverage Operasi dan Leverage Finansial Terhadap Resiko Sistematis Saham: Studi Pada Perusahaan Publik Di Indonesia", *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia*, Vol.13, No.3, Hal. 57-69.
- Wittink, Dick R. 1988, *The Application of Regression Analysis*, Allyn and Bacon, Inc. Massachusetts.