

FINANCIAL LEVERAGE, RISIKO SISTEMATIS, SIZE, LIKUIDITAS DAN RETURN ON INVESTMENT PADA EMITEN LQ45 DI BURSA EFEK INDONESIA

Indah Masri

Salis Musta Ani

Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Pancasila

E-mail: indah_masri@yahoo.com, salismusta@yahoo.co.id

Abstract

The aims of these research is to examine the extent which the variables are identified (size, liquidity, and return on investment) influence the sensitivity of the relationship between financial leverage with systematic risk (beta) using data pool balance panel. This study used a sample LQ45 companies selected by certain criteria. Data taken from information the annual financial statements and annual reports LQ45 2010 to 2013 with a total of 92 firm-year observations. Through the test model 1, the result that size a significant positive effect on the level of 5%. While testing the model 2 showed significant positive results at the level of 1% for financial leverage and liquidity variable. Testing model 3 shows that the leverage significant positive effect on the level of 1%. When tested together in the fourth model, the significant variable is the incremental variable on moderation financial leverage with liquidity, and moderation financial leverage with ROI. Results of model 4 explains that the liquidity and investment levels can affect the level of risk. the higher the level of investment, it will weaken the effect of financial leverage on a systematic risk, due to the higher level of investment led to financial leverage will be decreased so that the inherent systematic risk will also be reduced.

Kata Kunci: investasi, laporan keuangan, inkremental, variabel moderasi

PENDAHULUAN

Financial Leverage biasanya dianggap sebagai suatu proksi risiko yang bersumber dari data keuangan perusahaan yang dianggap sebagai suatu domain yang memiliki determinan yang terpisah. Sementara itu, *beta* dianggap sebagai suatu proksi risiko yang bersumber dari pasar dan memiliki determinan tersendiri.

Informasi laporan keuangan memberikan bantuan kepada investor dan kreditor untuk mengambil keputusan investasi. Investasi selalu terkait dengan *return* dan risiko. Risiko dapat dibagi dua, yaitu risiko tidak sistematis

dan risiko unsistematis (Elton dan Gruber, 1995; Jones, 1999; Hartono, 2000). Risiko tidak sistematis merupakan risiko yang dapat dihilangkan dengan diversifikasi, sedangkan risiko sistematis adalah risiko yang melekat dan tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi.

Risiko sistematis ini digambarkan dengan *beta*. Jika informasi laporan keuangan diharapkan berguna untuk pengambilan keputusan investasi, maka informasi laporan keuangan juga diharapkan berguna untuk menilai risiko investasi. Dengan kata lain, informasi laporan keuangan dalam bentuk variabel akuntansi (variabel fundamental, yaitu

financial leverage, size, likuiditas, dan *return on investment*) dapat digunakan untuk menilai risiko sistematis saham (β).

Penelitian yang menguji hubungan faktor fundamental dengan β telah dilakukan oleh Beaver, Kettler, dan Scholes (1970). Variabel akuntansi yang digunakan adalah *dividend payout, growth, leverage, liquidity, asset size, variability in earnings*, dan β akuntansi. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa *dividend payout, leverage, earning variability*, dan β akuntansi mempunyai hubungan yang signifikan dengan β .

Selain itu, terdapat juga analisis determinan *financial leverage* yang dilakukan oleh Gupta (1969), Ferry dan Jones (1979) Kale, Noe dan Ramirez (1991) dan lain-lain. Dalam temuan mereka, *financial leverage* ditempatkan sebagai variabel dependen yang dipengaruhi oleh berbagai variabel independen, seperti *size, growth, industri, risiko bisnis* dan lain-lain. Sedangkan riset-riset yang berkaitan dengan determinan risiko sistematis dan sekaligus yang mencoba menghubungkan antara kedua domain tersebut bisa lihat kembali pada temuan-temuan Hamada (1972), Ben-Zion and Shalit (1975), Mandelker and Rhee (1984), Bowman (1979, 1981), Robichek and Cohn (1974), Melicher and Rush (1974), dan lain-lain atau literatur keuangan, seperti pada Foster (1986). Meskipun secara umum dapat disimpulkan bahwa risiko sistematis (β saham) dapat dipengaruhi oleh *leverage*, namun masih menemukan hasil yang beragam, terutama mengenai pengaruh positif atau negatif antarbeberapa variabel terhadap β .

Di samping alasan di atas, penulis melihat bahwa di Indonesia, beberapa riset yang berkenaan dengan ini juga masih menunjukkan bahwa: *pertama*, hasilnya tidak seragam sebagaimana tergambar dalam Budiarti (1996), Retnaning dan Diah (1998), dan Sufiyati (1997); *kedua*, analisis yang dilakukan juga masih terfokus pada *main effect* variabel-variabel yang memengaruhi β , termasuk di dalamnya *financial leverage*. Akan tetapi, interaksi di antara variabel independen dalam

memengaruhi risiko sistematis belum mampu dihipotesiskan. Oleh sebab itu, riset ini dimaksudkan untuk menguji secara seksama sejauh mana variabel-variabel yang diidentifikasi (*size, likuiditas, dan return on investment*) memengaruhi sensitivitas hubungan antara *financial leverage* dengan risiko sistematis (β) dengan menggunakan data *pool panel balance*.

TUJUAN PENELITIAN

Kondisi pasar modal di Indonesia sampai saat ini kurang stabil karena dipengaruhi banyak faktor seperti pengaruh eksternal atau globalisasi ekonomi dan keuangan terkait investasi efek oleh investor di pasar modal, pengaruh sosial dan politik sehingga harga saham dari hari ke hari terus berfluktuasi, bahkan setiap minggunya selama beberapa tahun terakhir ini tidak dapat diprediksi. Oleh karena itu, penelitian ini dibatasi hanya untuk melihat risiko sistematis pada perusahaan Emiten LQ 45 tahun 2010-2013.

Perusahaan LQ45 merupakan nilai kapitalisasi pasar dari 45 saham yang paling likuid dan memiliki nilai kapitalisasi yang paling besar sehingga menjadi indikator likuiditas. Indeks LQ 45, menggunakan 45 saham yang terpilih berdasarkan likuiditas perdagangan saham dan disesuaikan setiap enam bulan (setiap awal bulan Februari dan Agustus). Dengan demikian saham yang terdapat dalam indeks tersebut akan selalu berubah. Sampel perusahaan LQ 45 diekspektasikan bahwa pergerakan saham akan lebih likuid dan dilihat bagaimana risiko sistematis yang melekat pada perusahaan tersebut. Oleh karena indeks LQ 45 berubah-ubah setiap 6 bulan, maka objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan tergabung dalam LQ 45 dan konsisten terdaftar di LQ 45 selama tahun 2010- 2013 berdasarkan informasi *website* Bursa Efek Indonesia (BEI) pada laman www.idx.co.id.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris sensitivitas pengaruh antara

financial leverage dengan risiko sistematis (*beta*) berdasarkan ketiga variabel *dummy* sebagai pemoderasi, yaitu *size* (besar dan kecil), *liquiditas* (lancar atau tidak lancar), dan *return on investment* (tinggi atau rendah).

Penelitian ini diharapkan dapat membantu para investor dan kreditor dalam melakukan investasi (pembuatan keputusan), terutama dalam menganalisis risiko-risiko sistematis saham yang akan dibeli atau dijual. Selain itu, manajer juga terbantu dalam mengelola risiko sistematis yang ada dalam perusahaan, terutama yang berkaitan dengan keputusan struktur modal, optimalisasi nilai perusahaan, dan analisis profitabilitas perusahaan ke depan.

Beberapa studi yang konsisten dengan masalah *financial leverage* ini, antara lain menunjukkan adanya hubungan yang signifikan dan positif antara *financial leverage* dan *beta*, serta *financial leveraged* dan varians. Semakin tinggi *financial leverage*, akan semakin tinggi teori tersebut memprediksi, baik *beta* maupun varians. Hamada (1972) menemukan bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara *financial leveraged* dan *beta*. *Leverage* dapat menjelaskan kira-kira 21%-24% nilai rata-rata *beta*. Mandelker dan Rhee (1984) juga melaporkan hubungan positif yang signifikan antara *beta* dan ukuran *financial leverage*.

Terdapat hasil penelitian yang beragam antara pengaruh ukuran perusahaan dengan risiko sistematis yang melekat di perusahaan tersebut. Menurut Francis (1986), Elton dan Gruber (1995: 149), perusahaan yang *size*-nya besar akan menghadapi risiko lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *size* kecil. Perusahaan yang berskala besar lebih mudah mengakses ke pasar modal, sedangkan perusahaan berskala kecil lebih sulit untuk mengakses ke pasar modal. Oleh sebab itu, *size* yang berbeda-beda akan memengaruhi sensitivitas hubungan antara *financial leverage* dengan *beta* sehingga hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut.

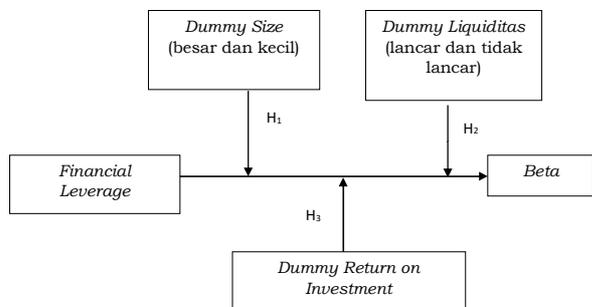
Sebaliknya penelitian yang dilakukan Beaver, Kettler, dan Scholes (1970) mem-

prediksi pertumbuhan aset berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin besar total aset suatu perusahaan, akan semakin memperbesar risiko sistematis perusahaan tersebut. Melihat kondisi pere-konomian dan tingkat stabilitas pasar modal di Indonesia, maka penulis lebih condong dengan hasil penelitian sebelumnya bahwa ukuran perusahaan akan berpengaruh positif terhadap risiko sistematis yang melekat di perusahaan tersebut. Sehingga ketika ukuran perusahaan diintergrasikan dengan *financial leverage*, maka akan makin memperkuat pengaruh positif antara *financial leverage* dengan *beta*. Hipotesis yang diungkapkan adalah sebagai berikut.

- H₁ : Pengaruh antara *financial leverage* dengan risiko sistematis akan lebih kuat ketika *size* perusahaan adalah relatif lebih besar dari perusahaan lain; dan sebaliknya, pengaruh antara *financial leverage* dengan risiko sistematis akan lemah ketika *size* perusahaan relatif lebih kecil dari perusahaan lain
- H₂ : Pengaruh antara *financial leverage* dengan risiko sistematis akan lebih kuat ketika *liquiditas* perusahaan relatif lebih lancar; dan sebaliknya, pengaruh antara *financial leverage* dengan risiko sistematis akan lemah ketika *liquiditas* perusahaan relatif tidak lancar
- H₃ : Pengaruh antara *financial leverage* dengan risiko sistematis akan lebih kuat ketika *ROI* perusahaan rendah; dan sebaliknya, pengaruh antara *financial leverage* dengan risiko sistematis akan lemah ketika *ROI* perusahaan tinggi

METODE

Kerangka konseptual untuk analisis dalam penelitian ini sebagai berikut.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Untuk menguji hipotesis 1, 2 dan 3 data sampel yang telah memenuhi kriteria akan dianalisis dengan menggunakan model-model regresi dengan interaksi sebagai berikut.

Model/hipotesis 1:

$$\text{Beta} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Lev} + \alpha_2 \text{DSize} + \alpha_3 \text{Lev} * \text{DSize} + \varepsilon_{it}$$

Model/hipotesis2:

$$\text{Beta} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Lev} + \alpha_2 \text{DLiq} + \alpha_3 \text{Lev} * \text{DLiq} + \varepsilon_{it}$$

Model/hipotesis3:

$$\text{Beta} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Lev} + \alpha_2 \text{DROI} + \alpha_3 \text{Lev} * \text{DROI} + \varepsilon_{it}$$

Untuk menguji hipotesis 1, 2 dan 3 secara bersamaan, maka model regresinya adalah sebagai berikut.

$$\text{Beta} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Lev} + \alpha_2 \text{DSize} + \alpha_3 \text{DLiq} + \alpha_4 \text{DROI} + \alpha_5 \text{Lev} * \text{Dsize} + \alpha_6 \text{Lev} * \text{DLiq} + \alpha_7 \text{Lev} * \text{DROI} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

Beta : Risiko sistematis dari pengukur volatilitas *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar. Menggunakan *beta* saham dari *datastream*

Lev : *Financial leverage* yang diukur dengan *debt to equity ratio*

DSize : *Dummy size*, ukuran perusahaan dengan menlog-kan nilai total *asset*,

dengan mengklasifikasikan 1 untuk ukuran perusahaan besar (natural logaritma total *asset* di atas nilai rata-rata), dan 0 sebaliknya

DLiq : *Dummy* rasio likuiditas, yaitu solvabilitas jangka pendek perusahaan, dengan mengklasifikasikan 1 untuk perusahaan yang mempunyai likuiditas lancar (likuiditas di atas nilai rata-rata), dan 0 sebaliknya. Diukur dari nilai *Current Ratio*.

DROI : *Dummy return on investment*, yaitu pendapatan sesudah pajak (*EAT*) dibagi dengan total *asset*, dengan mengklasifikasikan 1 untuk perusahaan yang mempunyai ROI tinggi (ROI di atas nilai rata-rata), dan 0 sebaliknya

ε : *Error*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif dari variabel yang digunakan dalam penelitian ini disajikan dalam Tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1. Analisis Deskriptif

| Variabel | Rerata | Median | Max | Mini | Std. Dev. |
|----------|----------------|---------|----------|----------|-----------|
| BETA | 0,91087 | 0,90000 | 2,380000 | -0,40000 | 0,6592 |
| LEV | 0,51853 | 0,38729 | 3,259601 | 0,00209 | 0,5975 |
| DSIZE | 0,44565 | 0,00000 | 1,000000 | 0,00000 | 0,4997 |
| DLIQ | 0,38043 | 0,00000 | 1,000000 | 0,00000 | 0,4881 |
| N | 92 perusahaan. | | | | |
| t | 2010-2013. | | | | |

Sumber: data diolah, 2014

Dari data pada Tabel 1 terlihat bahwa rata-rata *beta* dari perusahaan sampel sebesar 0,91087 lebih besar dari median 0,90 menunjukkan bahwa nilai *beta* yang relatif lebih besar, yang berarti tingkat risiko sistematis yang melekat pada perusahaan LQ 45 relatif lebih besar. Dengan minimum *beta* sebesar -0,4 dan maksimum *beta* 2,38 menunjukkan bahwa pada perusahaan LQ 45 memiliki tingkat perubahan (*volatility*) di atas pasar, atau dapat terpengaruh atas perubahan pasar. Tingkat

volatilitas ini tercermin dengan nilai standar deviasi sebesar 0,65923.

Perusahaan LQ 45 pada tahun 2010-2013 memiliki rata-rata *leverage* sebesar 0.518533 dan median 0,387294, hal ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan LQ 45 memiliki 51,85% modal yang dapat digunakan untuk melunasi hutangnya. Perusahaan paling rendah memiliki nilai *leverage* sebesar 0,00209 dan paling tinggi memiliki *leverage* sebesar 3,259601. Variabel *dummy* atas *size*, likuiditas, dan ROI, ketiganya menunjukkan rata-rata 0,445652, 0,380435, dan 0,413043. Ketiga variabel tersebut menunjukkan nilai rata-rata di bawah 0,5 yang berarti bahwa kurang dari setengah sampel untuk perusahaan yang berukuran besar, likuiditas yang lancar dan, tingkat investasi yang tinggi.

Model menggunakan data panel tidak relevan untuk melakukan pengujian asumsi klasik. Akan tetapi, pengujian *multikolinieritas* tetap perlu dilakukan untuk mengidentifikasi pengaruh partial antarvariabel independen. Dari matriks *pearson correlation* menunjukkan bahwa korelasi variabel yang diuji lebih kecil dan kurang dari 0,8 sehingga dapat disimpulkan tidak ada masalah *multikolinieritas* yang serius. Berikut terlampir Tabel 2 korelasi untuk setiap variabel.

Tabel 2. Analisis Korelasi

| | BETA | LEV | DSIZE | DLIQ | DROI |
|-------|----------|----------|----------|----------|----------|
| BETA | 1.00000 | 0.38468 | 0.44810 | 0.27419 | -0.36913 |
| LEV | 0.38468 | 1.00000 | 0.35587 | -0.33621 | -0.45812 |
| DSIZE | 0.44810 | 0.35587 | 1.00000 | 0.01812 | -0.48566 |
| DLIQ | 0.27419 | -0.33621 | 0.01812 | 1.00000 | 0.16112 |
| DROI | -0.36913 | -0.45812 | -0.48566 | 0.16112 | 1.00000 |

Sumber: data diolah, 2014

Selain itu, Tabel 2 di atas menunjukkan arah hubungan yang positif antara *financial leverage*, ukuran perusahaan dan tingkat likuiditas dengan risiko sistematis sesuai dengan penelitian sebelumnya dan prediksi penulis atas penelitian ini. Sebaliknya untuk hubungan tingkat investasi dengan risiko sistematis menunjukkan arah yang negatif, yang dapat diartikan bahwa semakin tinggi tingkat risiko sistematis akan semakin rendah tingkat investasi, sesuai dengan prediksi awal.

Setelah dilakukan analisis statistik deskriptif dan uji korelasi, maka pengujian berikutnya adalah pengujian regresi linear. Hasil pengujian dapat dilihat pada masing-masing uraian berikut ini.

Hasil Pengujian Model 1

Hasil pengujian F untuk model 1 yang tergambar dalam tabel 3 menunjukkan bahwa *adjusted R²* adalah sebesar 0,256180 dengan tingkat signifikan 1%. Hal ini dapat diartikan bahwa *leverage* dan ukuran perusahaan dapat menjadi penjelas *beta* sebesar 25,62%, sedangkan sisanya 74,38%, *beta* dijelaskan oleh variabel lain. Standar *error* juga memperlihatkan hasil yang kecil, yaitu di bawah 1 (yaitu 0,568553). Hal ini sesuai dengan pernyataan Ghozali (2013) bahwa nilai *standard error* yang kecil membuat regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

Tabel 3. Hasil Pengujian Model 1

| | Prediksi | Koefisien | t-statistic | p-value |
|-------------------------------|----------|-----------|-------------|-----------|
| Konstanta | | 0,660534 | 0,06990 | 0,000000 |
| <i>Leverage</i> | + | - 0,0398 | - 0,176 | 0,860 |
| <i>Dummy Size</i> | + | 0,2924** | 1,744767 | 0,084500 |
| <i>Leverage*Dummy Size</i> | >+ | 0,418414* | 1,634202 | 0,105800 |
| <i>Adjusted R²</i> | | | | 0,256180 |
| <i>SE of regression</i> | | | | 0,568553 |
| <i>F statistic</i> | | | | 11,447150 |
| <i>Prob (F-statistic)</i> | | | | 0,000002 |

Sumber: data diolah, 2014

Hasil uji t dari Tabel 3 di atas menunjukkan bahwa *size* berpengaruh positif signifikan pada tingkat 5%, dilihat dari nilai *p-value* 0,0845 dibagi dua karena pengujian satu arah menjadi 0,4225. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Beaver, Kettler, dan Scholes (1970) yang memprediksi pertumbuhan aset berpengaruh positif terhadap risiko sistematis. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin besar ukuran suatu perusahaan akan semakin memperbesar risiko sistematis perusahaan tersebut.

Walaupun *financial leverage* menunjukkan tidak berpengaruh signifikan terhadap *beta*, akan tetapi ketika diintegrasikan dengan *dummy size* menunjukkan hasil signifikan positif pada tingkat 10% (*p-value* 0,1058 / 2 = 0,0529). Hasil ini membuktikan hipotesis 1 dapat diterima bahwa pengaruh *financial leverage*

terhadap risiko sistematis akan semakin kuat ketika *size* perusahaan relatif lebih besar dari perusahaan lain.

Analisis hasil penelitian ini menjelaskan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka kemampuan perusahaan akan lebih baik untuk mengakses pasar modal sehingga secara otomatis risiko sistematis yang melekat di perusahaan tersebut tentu akan semakin meningkat. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka akan semakin memperkuat pengaruh positif *financial leverage* dengan risiko sistematis yang melekat di perusahaan tersebut.

Hasil Pengujian Model 2

Hasil pengujian F untuk model 2 seperti yang terlihat di tabel 4 menunjukkan bahwa adjusted R² adalah sebesar 0,3103 dengan tingkat signifikan 1%. Hal ini dapat diartikan bahwa leverage dan tingkat likuiditas dapat menjadi penjelas beta sebesar 31,03%, sedangkan sisanya 68,97%, beta dijelaskan oleh variabel lain. Standar error juga memperlihatkan hasil yang kecil, yaitu 05474730, hasil ini sama seperti model 1 bahwa nilai *standard error* yang kecil, yaitu kurang dari 1 membuat regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

Hasil dari tabel 4 atas pengujian *t-test* menunjukkan bahwa *financial leverage* dan *dummy* likuiditas menunjukkan hasil yang signifikan positif pada tingkat 1%. Hasil ini sesuai dengan penelitian sebelumnya bahwa semakin tinggi nilai *financial leverage* dapat meningkatkan risiko sistematis yang melekat di perusahaan. Demikian juga untuk tingkat likuiditas, variabel *dummy* likuiditas menunjukkan bahwa untuk perusahaan yang mempunyai likuiditas yang lancar cenderung untuk memiliki risiko sistematis yang lebih besar daripada perusahaan yang mempunyai risiko tidak lancar. Hal ini dikarenakan, jika rasio likuiditas tinggi maka perusahaan akan semakin diminati investor dan mengakibatkan harga saham naik serta risiko investasi menjadi tinggi. Sebaliknya, jika rasio likuiditas rendah,

maka perusahaan akan kurang diminati investor.

Tabel 4. Hasil Pengujian Model 2

| | Prediksi | Koefisien | t-statistic | p-value |
|--------------------|----------|-------------|-------------|------------|
| Konstanta | | 0.377733 | 3.710422 | 0.000400 |
| Leverage | + | 0.581212*** | 5.489855 | 0.000000 |
| Dummy ROI | + | 0.562746*** | 3.293122 | 0.001400 |
| Leverage*Dummy ROI | >+ | 0.176453 | 0.442596 | 0.659100 |
| Adjusted R2 | | | | 0.3103140 |
| SE of regression | | | | 0.5474730 |
| F statistic | | | | 14.6480200 |
| Prob (F-statistic) | | | | 0.0000000 |

Catatan: *Signifikan 10%; ** 5%; *** 1%: Signifikan satu arah (*p value*/2); Sumber: data diolah, 2014

Untuk menguji hipotesis 2 secara parsial yang melihat pengaruh integrasi variabel *financial leverage* dengan *dummy* likuiditas menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Dengan demikian, dari hasil penelitian ini, pengujian hipotesis 2 secara parsial ditolak, walaupun arah koefisien menunjukkan hasil yang positif sesuai prediksi. Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa tingkat *financial leverage* dan perusahaan yang mempunyai likuiditas yang lancar belum dapat memengaruhi risiko sistematis yang melekat di perusahaan. Hal ini mungkin karena terdapat beberapa variabel lain yang mungkin dapat berpengaruh ke dalam model.

Hasil Pengujian Model 3

Hasil pengujian F untuk model 3 seperti yang terlihat pada tabel 5 menunjukkan bahwa adjusted R² adalah sebesar 0.2429 dengan tingkat signifikan 1%. Hal ini dapat diartikan bahwa leverage dan tingkat likuiditas dapat menjadi penjelas beta sebesar 24,29%, sedangkan sisanya 75,71%, beta dijelaskan oleh variabel lain. Standar error juga memperlihatkan hasil yang kecil yaitu 0,573580, hasil ini sama seperti model 1 dan 2 bahwa nilai *standard error* yang kecil, yaitu kurang dari 1 membuat regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

Tabel 5. Hasil Pengujian Model 3

| | Prediksi | Koefisien | t-statistic | p-value |
|--------------------|----------|--------------|-------------|----------|
| Konstanta | | 0.822964 | 7.019207 | 0.000000 |
| Konstanta | + | 0.389631*** | 3.325380 | 0.001300 |
| Leverage | - | -0.012049 | -0.06973 | 0.944600 |
| Dummy ROI | <+ | -1.360469*** | -2.95926 | 0.004000 |
| Leverage*Dummy ROI | | 0.822964 | 7.019207 | 0.000000 |

| | |
|--------------------|-----------|
| Adjusted R2 | 0.242968 |
| SE of regression | 0.573580 |
| F statistic | 10.735430 |
| Prob (F-statistic) | 0.000004 |

Catatan: *Signifikan 10%; ** 5%; *** 1%: Signifikan satu arah (*p value*/2); Sumber: data diolah, 2014

Hasil uji *t* dari tabel 5 di atas menunjukkan *leverage* berpengaruh positif signifikan pada tingkat 1%, sesuai dengan prediksi dan penelitian sebelumnya. Hasil uji pengaruh *dummy* ROI tidak menunjukkan hasil yang signifikan, walaupun arah koefisien sesuai dengan prediksi. Terakhir, untuk variabel yang di-moderasi atas *financial leverage* dan *dummy* ROI atas pengujian secara parsial untuk hipotesis 3 menunjukkan hasil yang signifikan negatif pada tingkat 1%, sehingga hipotesis 3 dapat diterima. Koefisien *incremental* atas variabel moderasi yang menunjukkan arah negatif, dapat diartikan bahwa semakin tinggi tingkat investasi perusahaan, maka akan semakin memperlemah pengaruh positif atas *financial leverage* dengan risiko sistematis yang melekat di perusahaan tersebut.

Hasil Pengujian Model 4

Tabel 6. Hasil Pengujian Model 4

| | Prediksi | Koefisien | t-statistic | p-value |
|---------------------|----------|-----------|-------------|-----------|
| Konstanta | | 0.476797 | 2.963151 | 0.004000 |
| Leverage | + | 0.222553 | 0.909199 | 0.365800 |
| Dummy Size | + | 0.145300 | 0.862346 | 0.391000 |
| Leverage*Dummy Size | - | 0.083635 | 0.438231 | 0.662300 |
| | + | 0.326851 | 1.534742 | 0.128600 |
| | >+ | 0.304658 | 1.198465 | 0.234100 |
| Adjusted R2 | | | | 0.487982 |
| SE of regression | | | | 0.471715 |
| F statistic | | | | 13.389730 |
| Prob (F-statistic) | | | | 0.000000 |

Catatan: *Signifikan 10%; ** 5%; *** 1%: Signifikan satu arah (*p value*/2); Sumber: data diolah, 2014

Hasil pengujian F untuk model 4 seperti yang terlihat di tabel 6 menunjukkan bahwa *adjusted R²* adalah sebesar 0.487982 dengan tingkat signifikan 1%. Hal ini dapat diartikan bahwa ketika diuji secara bersama-sama dalam satu model dapat menjelaskan beta sebesar 48,79%, sedangkan sisanya 51,21%, *beta* dijelaskan oleh variabel lain. Standar *error* juga memperlihatkan hasil yang lebih kecil, yaitu 0.471715, hasil ini sama seperti model 1, 2, dan 3 bahwa nilai standar *error* yang kecil, yaitu kurang dari 1 membuat regresi semakin tepat

dalam memprediksi variabel dependen, sesuai Ghozali (2013).

Untuk uji *t*, ketika diuji secara bersama-sama, variabel yang signifikan adalah variabel *incremental* atas moderasi *financial leverage* dengan *dummy* likuiditas, dan moderasi *financial leverage* dengan *dummy* ROI. Hasil ini menunjukkan bahwa untuk hipotesis 2 dan 3 dapat diterima. Sedangkan untuk hipotesis 1 yang menunjukkan moderasi *financial leverage* dengan *dummy size* menunjukkan hasil yang tidak signifikan sehingga hipotesis 1 ketika diuji secara bersama-sama tidak dapat diterima atau ditolak.

Hasil model 4 ini menjelaskan bahwa likuiditas dan tingkat investasi dapat memengaruhi tingkat risiko. Likuiditas menunjukkan arah yang positif sesuai prediksi, yaitu pengaruhnya semakin lancar likuiditas suatu perusahaan, maka akan semakin tinggi tingkat risiko yang melekat di perusahaan dengan adanya *financial leverage*, karena perusahaan yang mempunyai likuiditas yang lancar tentu akan mempunyai *financial leverage* yang tinggi, sehingga secara otomatis risiko yang melekat di perusahaan akan bertambah. Sebaliknya untuk tingkat investasi menunjukkan arah yang negatif sesuai prediksi, yaitu pengaruhnya semakin tinggi investasi dari suatu perusahaan akan semakin mengurangi risiko sistematis yang melekat di perusahaan karena adanya *financial leverage*, karena perusahaan yang melakukan investasi akan mempunyai *financial leverage* yang kecil, sehingga secara otomatis risiko yang melekat juga akan berkurang.

KESIMPULAN

Hasil pengujian secara parsial untuk menguji hipotesis 1, 2, dan 3 yang ditunjukkan pada model 1, 2, dan 3 menjelaskan bahwa hipotesis 1 dan 3 dapat diterima pada tingkat 10% dan 1% dengan arah prediksi yang sama, yang berarti pada pengujian parsial hipotesis 1 dan 3 dapat diterima. Sedangkan untuk hipotesis 2 pada model 2 menunjukkan arah

postif, tetapi tidak signifikan, yang berarti untuk hipotesis 2 belum dapat diterima. Untuk pengujian secara bersama yang diperlihatkan pada model 4 menunjukkan hipotesis 2 dan 3 signifikan 1% dengan arah prediksi yang sesuai, sedangkan untuk hipotesis 1 menunjukkan hasil yang tidak signifikan.

Hasil pengujian hipotesis 1 dan 2 menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Untuk hipotesis 1 di mana ketika dilakukan pengujian secara parsial hasilnya dapat diterima dengan arah prediksi yang sama walaupun dengan tingkat signifikan hanya 10%, sedangkan ketika diuji secara bersamaan hipotesis 1 menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hal ini berarti dalam model 4 untuk mengukur hipotesis 1 ada beberapa variabel yang tidak sesuai dan perlu ditambahkan variabel lain yang mungkin bisa menjelaskan model dan pengaruh ukuran perusahaan terhadap risiko sistematis yang melekat. Sebaliknya untuk hipotesis 2 ketika dilakukan pengujian secara parsial menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sedangkan ketika diuji secara bersamaan menunjukkan hasil yang signifikan dengan arah prediksi yang sama pada tingkat 10%. Hal ini berarti dalam model 2 perlu beberapa variabel yang ditambahkan untuk bisa menjelaskan model dan pengaruh likuiditas terhadap risiko sistematis yang melekat.

Akhir variabel yang menunjukkan hasil yang konsisten atas pengaruh *financial leverage* dan risiko sistematis adalah tingkat investasi, baik di pengujian parsial dan secara bersamaan menunjukkan hasil yang signifikan negatif pada tingkat 1%. Hasil penelitian ini menegaskan bahwa variabel yang sangat berpengaruh terhadap hubungan *financial leverage* dan risiko sistematis adalah tingkat investasi. Di mana semakin tinggi tingkat investasi, maka akan memperlemah pengaruh *financial leverage* terhadap risiko sistematis, karena dengan semakin tinggi tingkat investasi menyebabkan *financial leverage* akan menurun sehingga risiko sistematis yang melekat juga akan berkurang.

Penelitian ini masih terdapat keterbatasan atas hasil yang tidak konsisten untuk pengujian secara parsial dan bersamaan, yaitu pada hipotesis 1 dan 2 yang melihat pengaruh ukuran perusahaan dan tingkat likuiditas terhadap hubungan *financial leverage* dan risiko sistematis. Dengan demikian terdapat beberapa saran yang dapat dilakukan untuk penelitian ke depan, yaitu:

1. Menambahkan atau mungkin mengurangi variabel lain dalam model 4 yang mungkin dapat menjelaskan pengaruh ukuran perusahaan (*size*) terhadap hubungan *financial leverage* dengan risiko sistematis.
2. Menambahkan variabel lain dalam model 2, yaitu model parsial atas pengaruh likuiditas dalam hubungan *financial leverage* dan risiko sistematis, yang mungkin lebih dapat menjelaskan pengaruh tingkat likuiditas perusahaan terhadap hubungan *financial leverage* dengan risiko sistematis.
3. Dapat menambah periode tahun pengamatan, terutama dilihat pada saat krisis ekonomi 2008, apakah menunjukkan hasil yang berbeda pada perusahaan yang konsisten ditetapkan sebagai perusahaan LQ 45.

DAFTAR PUSTAKA

- BeaverW, Kettler P, Scholes M, 1970, "The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures", *The Accounting Review* 45 (Oktober):654-682.
- Ben-Zion, Uri and Sol S. Shalit, 1975, "Size, Leverage and Dividend Record as Determinants of Equity Risk", *The Journal of Finance*, Vol. XXX, September, hal. 63-73.
- Bowman, R.G., 1981, "The Theoretical Relationship Between Systematic Risk and Financial (Accounting) Variables: Reply," *The Journal of Finance*, hal. 749-750.

- Budiarti, Endah, 1996, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Beta Saham di Bursa Efek Jakarta Periode Juli 1992-Desember 1994, Tesis Tidak Dipublikasikan, Program Pasca Sarjana UGM, Yogyakarta.
- Elton, Edwin J., dan Martin J. Gruber, 1995, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* 5th ed. New York: John Wiley & Sons.
- Ferri, Michael G. and Wesley H. Jones, 1979, "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach," *Journal of Finance*, Vol. XXXIV, June, Hal. 631-644.
- Francis, D., 1986, *Who Owns Canada Now: Old Money, New Money and The Future of Canadian Business*. HarperCollins.
- Ghozali, Imam dan Ratmono, Dwi, 2013, *Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 8*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gupta, Manak C., 1969, "The Effect of Size, Growth, and Industry on the Financial Structure of Manufacturing Companies," *Journal of Finance*, Vol. XXIV, June, hal. 517-529.
- Hanafi, M.M., dan Halim, A., 2003, *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Hamada, Robert S., 1972, "The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk on Common Stocks," *Journal of Finance*, Vol. XXVII, May, hal. 435-462.
- Hartono, Jogiyanto, 1998, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Cetakan Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Hartono, Jogiyanto dan Suriyanto, 2000, "Bias in Beta Values and Its Correction: Empirical Evidence from the Jakarta Stock Exchange", *GadjahMada International Journal of Business* 2 (September): 337 - 350.
- Jones, Charles. P, 1999, *Investment: Analysis and Management*, Seventh Edition, John Willey and Sons, Inc.
- Kale, Jayant R., Thomas H. Noe, and Gabriel G. Ramirez, 1991, "The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence," *Journal of Finance*, Vol. XLVI, NO. 5, December, hal. 1693-1715.
- Mandelker, Gershon N. and S. Ghon Rhee, 1984, "The Impact of the Degree of Operating and Financial leverage on the Systematic Risk on Common Stock," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, march, hal. 45-57.
- Melicher and David F. Rush, 1974, "Systematic Risk, Financial Data, and Bond Rating Relationships in A Regulated Industry Environment," *Journal of Finance*, Vol. XXIX, May, hal 537-544.
- Retnaningdiah, Dian, 1998, "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Risiko Ekuitas," Tesis Tidak Dipublikasikan, Program Pasca Sarjana UGM, Yogyakarta.
- Richard N. Foster, 1986, "Innovation: The Attacker's Advantage". Summit Books.
- Robichek, Alexander A. and Richard A. Cohn, 1974, "The Economic Determinants of Systematic Risk," *Journal of Finance*, Vol. XXIX, May, hal. 439-447.
- Setiawan, Dodi, 2004, "Analisis Faktor-Faktor Fundamental yang Mempengaruhi Risiko Sistematis Sebelum dan Selama Krisis Moneter", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.19, No.3, Hal 224-237
- Sufiyati, 1997, "Pengaruh Leverage Operasi dan Financial dan Jenis Industri terhadap Risiko Sistematis," Tesis Tidak Dipublikasikan, Program Pasca Sarjana UGM, Yogyakarta.
- Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi kesembilan Jilid 1, Binarupa Aksara, Jakarta
- Ulupui, I G. K.A, 2004, *Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Aktivitas, dan Profitabilitas terhadap Return Saham (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman dengan Kategori Industri Barang Konsumsi di BEJ)*. Universitas Udayana, Denpasar Bali. (Online)