

PENGARUH BETA, FINANCIAL LEVERAGE DAN OPERATING LEVERAGE TERHADAP EXPECTED RETURN SAHAM DENGAN PENDEKATAN REGRESI BERGANDA

Oleh :

Hj. Immas Nurhayati, S.E., M.S.M
Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Ibn Khaldun Bogor

ABSTRAKSI

Sifat ketidakpastian dari keputusan investasi di masa mendatang, disebabkan adanya risiko yang dihadapi investor dalam upaya mendapatkan return (imbal hasil) yang diharapkannya. Penulis mencoba melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi expected return saham seperti buta, operating leverage dan financial leverage dari beberapa perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Dari hasil pengujian dengan menggunakan model regresi linier berganda, dijumpai bahwa faktor atau variabel yang paling signifikan dan konsisten adalah beta dan DER. Sementara pengaruh dari variabel operating leverage masih bersifat sementara (temporer). Dalam keadaan tertentu, variabel ini dapat mempengaruhi expected return, namun, pada keadaan lain pengaruh tersebut tidak signifikan.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pada umumnya ukuran keberhasilan setiap bentuk investasi, baik jangka pendek maupun jangka panjang, terlihat pada imbal hasil (*return*) yang tinggi. Untuk mencapai keberhasilan tidaklah mudah didalamnya mengandung risiko. Dalam teori portofolio, risiko didefinisikan sebagai standar deviasi tingkat keuntungan, menunjukkan seberapa jauh keuntungan yang diperoleh itu menyimpang dari nilai yang diharapkan atau *expected value*-nya. Pada hakikatnya, investor akan berusaha meminimalkan risiko untuk mendapatkan tingkat hasil tertentu. Oleh karena itu, dalam merencanakan suatu investasi perlu dibuat prediksi tentang masa yang akan datang, berdasarkan hal-hal yang terjadi pada masa kini dan masa lampau.

Model keseimbangan yang dikenal dengan CAPM merupakan perangkat untuk menentukan harga suatu asset. Model ini berdasarkan pada kondisi equilibrium dimana tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal suatu saham akan dipengaruhi oleh resiko saham tersebut. Resiko yang dimaksud adalah resiko sistematis dan resiko unsistematis yang tidak dapat dihilangkan atau yang disebut dengan beta.

Beberapa peneliti mencoba merumuskan variabel-variabel akuntansi yang akan mempengaruhi expected return diantaranya *beta*, *operating leverage* dan *financial leverage*. Hasil penelitian Chan and Chen (1991) menyatakan bahwa variabel-variabel yang mempengaruhi expected return seperti value weighted NYSE index, leverage, dividen dan size. Hasil yang diperoleh, size berhubungan negatif dengan return saham dan yang lainnya berhubungan positif.

Model CAPM telah membuktikan adanya hubungan positif antara beta saham dengan cross section return saham, atau dengan kata lain ada hubungan yang bersifat linier. Selain itu terdapat pula hasil penelitian oleh Fama and French (1992) yang menyimpulkan bahwa variabel yang secara significant mempengaruhi expected return adalah size dan rasio ME/BE (dimana ME merupakan jumlah saham yang beredar dikalikan dengan harga saham, sedangkan BE adalah nilai buku /equity). Pada kesempatan ini penulis mencoba melakukan penelitian untuk *mengetahui*. apakah *beta*, *financial leverage* dan *operating leverage* mempengaruhi *expected return* saham perusahaan yang terdaftar di BEJ.

1.2. Identifikasi Masalah

Berdasarkan pada judul dan uraian latar belakang, maka penulis mengidentifikasi permasalahan sebagai berikut :

1. Bagaimana hubungan antara beta, financial leverage dan operating leverage dengan expected return saham.
2. Sejauh mana variabel beta, financial leverage dan operating leverage mampu menjelaskan expected return saham.

1.3. Maksud dan Tujuan Penelitian

Maksud dan tujuan diadakannya penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui bagaimana hubungan antara beta, financial leverage dan operating leverage dengan expected return saham.
2. Untuk mengetahui sejauh mana variabel beta, financial leverage dan operating leverage mampu menjelaskan expected return saham.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Pasar Modal

Pengertian pasar modal secara umum telah tercantum pada pasal 1 ayat 13 undang-Undang pasar Modal No.8 tahun 1995, yaitu kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan Perdagangan Efek pihak-pihak lain, dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka. Pasar modal adalah pasar dalam pengertian abstrak, yang mempertemukan pihak yang membutuhkan dana jangka menengah dan jangka panjang dengan pihak yang memiliki kelebihan dana. Melalui mekanisme kegiatan pasar modal diharapkan dana yang berada ditangan masyarakat bisa disalurkan untuk membiayai kegiatan-kegiatan yang bersifat produktif yang dilaksanakan oleh dunia usaha.

Kegiatan pasar modal mencakup pasar perdana, yaitu pasar bagi sekuritas yang untuk pertama kali ditawarkan kepada masyarakat, dan pasar sekunder yaitu pasar bagi sekuritas yang telah ada ditangan masyarakat dan diperjual belikan diantara mereka melalui pedagang perantara sekuritas. Dengan semakin berkembangnya pasar modal Indonesia, maka semakin banyak pula saham yang terdaftar (listed) didalamnya. Untuk itu diperlukan strategi tertentu dalam membeli saham agar bisa mendatangkan keuntungan.

Masing-masing jenis saham memiliki karakteristik dan resiko tersendiri bagi investor dalam mencapai tujuan investasinya. Harian bisnis Indonesia pada edisi 17 November 1993 mencatumkan beberapa lasifikasi jenis saham yang beredar di pasar modal, antara lain :

1. *Blue Chip Stock*, adalah saham dari perusahaan yang memenuhi persyaratan memiliki reputasi baik. Disamping itu, dalam sejarahnya emitennya mampu menghasilkan pendapatan tinggi dan konsisten membayar dividen tunai.

2. *Income stock*, yaitu saham yang mampu membayar dividen lebih tinggi dari rata-rata dividen yang dibayarkan tahun-tahun sebelumnya. Emiten yang mampu melakukan hal demikian adalah mereka yang mampu menghasilkan pendapatan tinggi dan dengan teratur memberikan dividen tunai.
3. *Growth Stock (well known)*, yaitu saham yang emitennya merupakan pemimpin didalam industri, dan secara berturut-turut beberapa tahun terakhir mampu mendapatkan hasil diatas rata-rata.
4. *Saham Spekulasi (Speculative Stock)* adalah saham yang emitennya tidak bisa secara konsisten mendapatkan penghasilan dari tahun ke tahun. Namun demikian emiten ini mempunyai potensi untuk mendapatkan penghasilan yang baik dimasa yang akan datang, meskipun menghasilkan belum tentu dapat direalisasikan.
5. Saham Bersiklus (*cyclical Stock*). Perkembangan saham jenis ini mengikuti pergerakan situasi ekonomi makro atau kondisi bisnis secara umum.
- 6.

a. Return dan Risiko Saham

Return saham merupakan penghasilan yang diterima dari investasi ditambah perubahan harga pasar yang biasanya dinyatakan sebagai dinyatakan sebagai persentase dari harga pasar investasi awal.

$$R = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Dimana ;

- R = *return* saham aktual yang diharapkan
- D_t = dividen pada periode t .
- P_{t-1} = harga saham pada waktu $t-1$.

Return tidak akan terlepas dari risiko. "High Risk, High Return" . Dalam teori portfolio resiko terdiri dari dua yaitu risiko yang selalu ada dan tidak bisa dihilangkan *dengan*

diversifikasi disebut sebagai risiko sistematis (beta) dan risiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi disebut sebagai risiko tidak sistematis. Penjumlahan kedua jenis risiko tersebut disebut sebagai risiko total.

Teori CAPM menetapkan bahwa tingkat *return* yang diharapkan adalah sebesar pendapatan dari investasi pada aktiva yang bebas risiko (*risk free asset*) ditambah dengan premi risiko dikalikan dengan risiko pasar yang disebut *beta*. Sedangkan premi risiko adalah selisih antara tingkat return portofolio pasar terhadap tingkat bunga bebas risiko. Persamaannya adalah sebagai berikut:

$$E(R_i) = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

dimana;

- $E(R_i)$ = *expected return* saham
- r_f = *risk free rate*
- $E(r_m)$ = *expected return* dari portofolio pasar
- β = *beta* saham atau risiko sistematis saham

Beta merupakan ukuran resiko yang berasal dari hubungan antara tingkat keuntungan suatu saham dengan pasar. Oleh karena itu, perkiraan *beta* diperoleh dari *covariance* antara *return* saham yang bersangkutan dengan *return* IHSG yang dianggap mewakili *return* pasar

$$\beta_i = \frac{COV(R_m, R_i)}{VAR(R_m)}$$

dimana;

- β_i = *beta* saham *i*.
- R_m = *return market*.
- R_i = *return* saham *i*

Bagi investor semakin tinggi tingkat risiko bagi suatu investasi semakin tinggi pula tingkat imbal hasil yang diinginkan dari investasi tersebut. Hubungan antara tingkat risiko dan tingkat *return* yang diharapkan ini merupakan inti dari CAPM, dimana terdapat hubungan linear dan positif antara beta saham dan *return* saham.

b. Operating dan Financial Leverage

❖ **Operating Leverage**

Analisis *Operating Leverage* dimaksudkan untuk mengetahui seberapa peka laba operasi terhadap perubahan hasil penjualan, dan berapa tingkat penjualan minimal yang harus diupayakan agar perusahaan tidak menderita rugi. Semakin besar tingkat

operating leverage, semakin peka laba operasi terhadap perubahan penjualan. Dengan demikian semakin besar proporsi biaya tetap, semakin besar *operating leverage*-nya.

$$OL = \frac{\% \text{ COP}}{\% \text{ CS}}$$

Dimana ; OL = Operating Leverage ,

COP = Change in Operating Profit

CS = Change in Sale

❖ **Financial Leverage**

Financial Leverage dapat dilihat pada saat perusahaan menggunakan sumber dana yang menimbulkan beban tetap. Apabila perusahaan menggunakan utang, maka perusahaan harus membayar bunganya. Perusahaan bersangkutan tentu berharap agar bisa memperoleh laba operasi yang lebih besar daripada biaya bunga utangnya. Oleh karena itu, *Degree of financial leverage* menunjukkan perbandingan antara perubahan laba setelah pajak dengan perubahan laba operasi (Suad Husnan, 1997);

$$DFL = \frac{OP}{OP - I}$$

dimana - DFL = Degree of financial leverage

- OP = Laba operasi

- I = Bunga

Semakin besar proporsi hutang di dalam struktur permodalan perusahaan, akan semakin besar pula kemungkinan perusahaan tidak mampu untuk membayar kembali hutang beserta bunganya pada saat jatuh tempo. kerugian. Bagi para pemilik, khususnya para pemegang saham, adanya hutang di dalam perusahaan menimbulkan risiko tersendiri berupa kemungkinan rugi yang mungkin akan dihadapi oleh dana yang mereka tanamkan. Tetapi risiko itu juga diimbangi adanya harapan untuk mendapatkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi, sebagai akibat dari penggunaan hutang untuk menunjang permodalan perusahaan. Hutang yang berlebihan dapat membatasi inisiatif dan fleksibilitas manajemen dalam melaksanakan aktifitasnya untuk meningkatkan perolehan perusahaan.

III. METODOLOGI PENELITIAN

a. Model Penelitian

Menurut model CPAM, resiko sistimatik atau *beta* merupakan variabel yang menentukan *expected return* dari suatu saham. Namun demikian, dalam penelitian ini, akan diuji juga variabel lain yang ikut menentukan *return* saham seperti *Debt Equity Ratio* (DER) dan *Operating Leverage* (OL). Untuk itu, kami menggunakan metode regresi berganda, yang persamaannya adalah sebagai berikut:

$$\bar{R}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Beta}_i + \alpha_2 \text{DER}_i + \alpha_3 \text{OL}_i + e_i$$

dimana;

\bar{R}_i = rata-rata return saham i

Beta_i = beta saham i

OL_i = operating leverage saham i

DER_i = debt equity ratio saham i

α_0 = intercept

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = koefisien regresi

e_i = kesalahan acak saham i

Penyelesaian persamaan regresi diatas memakai pendekatan *cross-sectional*. *Return* dari tiap saham, yang merupakan rata-rata *return* pada akhir tahun 2004 (tahun *t*), diregresikan pada seluruh variable hipotesis untuk melihat konsistensi antar masing-masing koefisien regresi (*slope*). Sedangkan periode pengujian variabel bebas-nya adalah akhir tahun 2003 (tahun *t-1*).

b. Metode Pengambilan Populasi dan Sampel

Perusahaan yang menjadi populasi penelitian adalah perusahaan *go-public* yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Pengambilan sampel dilakukan terhadap 31 perusahaan yang sahamnya termasuk dalam LQ45 (45 perusahaan yang memiliki transaksi saham teraktif di BEJ) selama periode penelitian, mulai dari 1 Januari 2004 sampai 31 Desember 2004, dimana sample merupakan saham individual.

Pengujian dilakukan terhadap perusahaan sampel yang memiliki beta yang signifikan dan positif pada tahun 2004. Hasil pengujian ini akan mempengaruhi jumlah sampel yang akan diuji pada pengujian berikutnya.

c. Analisis Data

Data yang sudah diperoleh kemudian diolah dengan menggunakan paket statistik **Statgraphics Plus for Windows 3.0.**, lalu hasilnya dianalisis dengan *descriptive statistics*.

Terdapat empat hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini. Pengajuan keempat hipotesis tersebut didasarkan pada hasil penelitian beberapa ahli manajemen keuangan dan statistik yang menyatakan bahwa, selain *beta*, terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi *expected return* dari suatu saham yaitu *operating leverage* dan *financial leverage*. Adapun keempat hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1 : *Beta*, *debt equity ratio*, dan *operating leverage* mempengaruhi *expected return* dari saham.

Hipotesis 2 : *Beta* memiliki hubungan yang signifikan dan positif dengan *Expected Return*, dimana;

H₀ : $\gamma_1 \leq 0$, artinya tidak terdapat hubungan antara *expected return* dengan *beta*

H₁ : $\gamma_1 > 0$, artinya terdapat hubungan yang signifikan dan positif antara *expected return* dengan *beta*

Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan memakai Statistik Uji-t. Jika t-statistik lebih besar dari t-tabel, maka H₀ ditolak.

Hipotesis 3 : *Debt equity ratio*, memiliki hubungan yang signifikan dan positif dengan *expected return*, dimana;

H₀ : $\gamma_2 \leq 0$, artinya tidak terdapat hubungan antara *expected return* dengan *debt equity ratio*

H₁ : $\gamma_2 > 0$, artinya terdapat hubungan yang signifikan dan positif antara *expected return* dengan *debt equity ratio*

Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan memakai Statistik Uji-t. Jika t-statistik lebih besar dari t-tabel, maka H₀ ditolak.

Hipotesis 4 : *Operating leverage* memiliki hubungan yang signifikan dan positif dengan *expected return*, dimana;

H₀ : $\gamma_3 \leq 0$, artinya tidak terdapat hubungan antara *expected return* dengan *operating leverage*

H₁ : $\gamma_3 > 0$, artinya terdapat hubungan yang signifikan dan positif antara *expected return* dengan *operating leverage*

Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan memakai Statistik Uji-t. Jika t-statistik lebih besar dari t-tabel, maka H₀ ditolak.

IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

a. Analisis Deskriptif

Jumlah perusahaan yang akan dianalisis adalah sebanyak 31 perusahaan, dimana perusahaan-perusahaan tersebut terdaftar di BEJ dan masuk dalam kelompok LQ45 pada akhir tahun 2003 dan akhir tahun 2004. Perusahaan-perusahaan tersebut juga memiliki *beta* yang signifikan dan positif.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel terikat (*dependent variable*) dan variabel bebas (*independent variable*). Variabel terikat adalah *expected return* dalam setahun yang dihitung berdasarkan data harga saham setiap perusahaan yang masuk dalam sampel pada akhir tahun 2003 dan akhir tahun 2004. Sedangkan variabel bebas terdiri dari *beta*, *debt equity ratio* dan *operating leverage*.

Nilai *beta* tiap perusahaan diperoleh dari pengolahan data harga saham bulanan dan indeks harga saham gabungan (IHSG) bulanan. Sementara *debt equity ratio* diperoleh dari data laporan keuangan tahun 2004 tiap perusahaan. *Operating leverage* diambil dari data laporan keuangan tahun 2003 dan 2004 tiap perusahaan. Data-data variabel bebas dan terikat dapat dilihat pada Lampiran 1.

b. Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan yang antar variabel bebas dalam fungsi regresi. Tabel 1 merupakan matriks koefisien korelasi antar variabel bebas yang diteliti. Matriks ini dapat digunakan untuk mendeteksi kehadiran multikolinearitas yang kuat diantara variabel-variabel bebas.

Tabel 1 Matriks Koefisien Korelasi

Correlation matrix for coefficient estimates				
	CONSTANST	OL	DER	Beta
CONSTANST	1.0000	-0.1913	-0.5143	-0.8346
OL	-0.1913	1.0000	0.2343	-0.0643
DER	-0.5143	0.2343	1.0000	0.2055
Beta	-0.8346	-0.0643	0.2055	1.0000

Dari Tabel 1 diketahui bahwa koefisien korelasi antara variabel *operating leverage* (OL) dengan *debt equity ratio* (DER) adalah sebesar 0.2343. Angka ini masih lebih kecil dari 0.5, sehingga menunjukkan tidak adanya hubungan atau korelasi yang signifikan. Sementara koefisien korelasi antara variabel *operating leverage* (OL) dan *Beta* adalah sebesar -0.0643. Nilai absolut tersebut masih lebih kecil dari 0.5 sehingga menunjukkan tidak adanya

hubungan atau korelasi yang signifikan. Koefisien korelasi antara *debt equity ratio* (DER) dengan *Beta* sebesar 0.2055, juga menunjukkan tidak adanya hubungan atau korelasi yang signifikan antar keduanya.

c. Analisis Regresi Berganda

Pada penelitian ini digunakan analisis regresi berganda karena jumlah variabel bebas lebih dari satu. Analisis ini dipakai untuk menguji hubungan variabel bebas secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel terikat. Variabel bebas terdiri dari *beta*, *debt equity ratio* (DER), dan *operating leverage* (OL), sedangkan variabel terikat-nya adalah *expected return*.

❖ Regresi Berganda Tahap 1

Hasil pengujian tahap 1 (seluruh variabel bebas masuk dalam regresi dan belum ada variabel yang dieliminasi) dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2 Hasil Uji Regresi Berganda Tahap 1

Multiple Regression Analysis

Dependent variable: <i>Expected return</i>				
Parameter	Estimate	Standard Error	T Statistic	P-value
CONSTANT	0.059579	0.247858	0.240376	0.8119
OL	0.000578681	0.00586151	0.0098726	0.9221
DER	0.0761143	0.0413719	1.83976	0.0768
<i>Beta</i>	0.273483	0.151148	1.80938	0.0815

Analysis of Variance

Source	Sum of Squares	Df	Mean Square	F-Ratio	P-value
Model	1.63401	3	0.54467	1.85	0.1618
Residual	7.94536	27	0.294273		
Total (Corr.)	9.57937	30			

R-squared = 17.0576

R-squared (Adjusted for d.f.) = 7.84176 percent

Standard Error of Est. = 0.542469

Mean absolute error = 0.366014

Durbin-Watson statistic = 2.20903

Output pengolahan data yang menghasilkan model regresi *linear*, menggambarkan hubungan antara *expected return* dengan tiga variabel bebasnya, yaitu:

$$\text{Expected Return} = 0.059579 + 0.000578681 \cdot \text{OL} + 0.0761143 \cdot \text{DER} + 0.273483 \cdot \text{Beta}$$

Karena *P-value* untuk model dalam tabel ANOVA (0.1618) lebih besar dari 0.1, maka secara statistik tidak terdapat hubungan yang signifikan antar variabel bebas, secara simultan, terhadap variabel terikat pada tingkat kepercayaan 90% atau lebih. Dengan kata lain, model persamaan di atas tidak signifikan dalam menggambarkan hubungan *beta*, *debt equity ratio* (DER), dan *operating leverage* (OL) dengan *expected return*.

Dari statistik uji-t, diketahui bahwa *P-value* untuk setiap variabel bebas, adalah 0.9221 untuk *operating leverage*, 0.0768 untuk *debt equity ratio*, dan 0.0815 untuk *beta*. *P-value* untuk *operating leverage* yang lebih besar dari 0.1 diduga memberi kontribusi terbesar sehingga model yang dihasilkan tidak signifikan untuk memprediksi *expected return*.

R-Squared secara statistik memperlihatkan adanya 17.0576% variabilitas dari *expected return*. Sementara statistik Durbin-Watson (DW), menunjukkan nilai yang lebih besar dari 1.4. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi yang kuat pada residual.

Untuk menentukan apakah model yang dihasilkan di atas masih bisa disempurnakan, dilihat variabel bebas yang memiliki *P-value* tertinggi (0.9221), yaitu *operating leverage* (OL). Angka *P-value* yang lebih besar dari 0.10, menunjukkan bahwa secara statistik variabel tersebut tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 90% atau lebih. Konsekuensinya, variabel tersebut dapat dipertimbangkan untuk dikeluarkan dari model, sehingga perlu dibuat model yang baru.

❖ Regresi Berganda Tahap 2

Model yang dihasilkan dari regresi berganda tahap 1 memberikan hasil yang tidak signifikan dalam menggambarkan hubungan variabel bebas terhadap variabel terikat. Untuk itu, dibutuhkan metode *backward elimination* guna mengeliminasi satu variabel bebas dengan *P-value* tertinggi (*operating leverage*), sehingga dihasilkan model baru yang hanya memasukkan dua variabel bebas, yaitu *beta* dan *debt equity ratio* (DER).

Tabel 3 Hasil Uji Regresi Berganda Tahap 2

Multiple Regression Analysis				
Dependent variable: <i>Expected return</i>				
Parameter	Estimate	Standard Error	T Statistic	P-value
CONSTANT	0.0642606	0.238938	0.268942	0.7899
DER	0.0751574	0.0395029	1.90258	0.0674
<i>Beta</i>	0.27443	0.148143	1.85255	0.0745

Analysis of Variance

Source	Sum of Squares	Df	Mean Square	F-Ratio	P-value
Model	1.63114	2	0.81557	2.87	0.0733
Residual	7.94823	28	0.283865		
Total (Corr.)	9.57937	30			

R-squared = 17.0276 percent
R-squared (Adjusted for d.f.) = 11.101 percent
Standard Error of Est. = 0.53279
Mean absolute error = 0.36538
Durbin-Watson statistic = 2.21278

Output pengolahan data diatas menghasilkan model regresi *linear* yang menggambarkan hubungan antara *expected return* dan dua variabel bebas. Persamaan dari model yang dihasilkan pada regresi berganda tahap 2 adalah:

$$\text{Expected Return} = 0.0642606 + 0.0751574 \cdot \text{DER} + 0.274443 \cdot \text{Beta}$$

Karena *P-value* dalam tabel ANOVA (0.0733) lebih kecil dari 0.10, maka dapat disimpulkan bahwa, secara statistik, terdapat hubungan yang signifikan antar variabel pada tingkat kepercayaan 90%. Dengan kata lain model persamaan di atas secara signifikan menggambarkan hubungan *beta* dan *debt equity ratio* (DER) dengan *expected return* (variabel terikat). Dari statistik uji-t untuk setiap variabel bebas diperoleh *P-value* untuk setiap variabel bebas yang lebih kecil dari 0.1, yaitu *debt equity ratio*: 0.0674, dan *beta*: 0.0745.

R-Squared mengindikasikan adanya 17.0276% variabilitas dari *expected return*. Sedangkan Statistik Durbin-Watson (DW), menunjukkan hasil yang lebih besar dari 1.4, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi yang kuat pada residual.

Perlunya penyempurnaan terhadap model yang dihasilkan di atas, dapat dilihat pada variabel bebas yang memiliki *P-value* tertinggi sebesar 0.0745, yakni *beta*. Namun, angka *P-value* ini lebih kecil dari 0.10, maka secara statistik variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap model pada tingkat kepercayaan 90%. Dengan demikian, variabel *beta* tersebut tidak perlu dikeluarkan dari model.

Hasil regresi berganda tahap 1 dan 2 kemudian dihubungkan dengan hipotesis yang telah dibuat sebelumnya yaitu:

1. Faktor *beta*, *debt equity ratio* (*financial leverage*) dan *operating leverage* mempengaruhi *expected return* secara signifikan.
2. *Beta* mempunyai hubungan signifikan dan positif dengan *expected return*.
3. *Debt equity ratio* (*financial leverage*) mempunyai hubungan signifikan dan positif dengan *expected return*.
4. *Operating leverage* mempunyai hubungan signifikan dan positif dengan *expected return*.

Adapun hasilnya dapat diuraikan sebagai berikut:

Hipotesis 1: Dari regresi berganda tahap 1, dijumpai bahwa faktor *beta*, *debt equity ratio*, dan *operating leverage* secara simultan tidak mempengaruhi *expected return* secara signifikan. Dari regresi berganda tahap dua, setelah mengeluarkan variabel *operating leverage*, ternyata faktor *beta* dan *debt equity ratio* secara simultan mempengaruhi *expected return* secara signifikan.

Hipotesis 2: Dari regresi berganda tahap 2, diketahui bahwa faktor *beta* mempunyai hubungan yang signifikan dan positif terhadap *expected return* dengan koefisien regresi +0.27443. Hal ini sesuai dengan hipotesis 2 yaitu *beta* mempunyai hubungan signifikan dan positif dengan *expected return*.

Hipotesis 3: Dari regresi berganda tahap 2, ditemukan bahwa *debt equity ratio* mempunyai hubungan yang signifikan dan positif terhadap *expected return* dengan koefisien regresi +0.0751574. Hal ini sesuai dengan hipotesis 3 yaitu *debt equity ratio* mempunyai hubungan signifikan dan positif dengan *expected return*.

Hipotesis 4: Dari regresi berganda tahap 1, ternyata *operating leverage* tidak mempunyai hubungan yang signifikan terhadap *expected return* dengan koefisien regresi +0.000578681. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis 4, karena, walaupun mempunyai hubungan positif, variabel *operating leverage* secara statistik tidak signifikan.

V. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, dijumpai adanya dua variabel yang dapat digunakan untuk menjelaskan *expected return*. Kedua variabel tersebut adalah *beta* dan *debt equity ratio*, karena secara simultan keduanya memberikan pengaruh positif terhadap *expected return*. Sedangkan pengaruh satu variabel lainnya yaitu *operating leverage* terhadap *return*, secara statistik, tidak signifikan.

Dengan demikian, hasil yang diperoleh dalam penelitian ini tidak sesuai dengan yang diharapkan dalam model CAPM yang menyatakan bahwa *beta* merupakan satu-satunya faktor yang dapat menjelaskan *expected return*.

Oleh sebab itu, dapat dikatakan bahwa, *beta* dan *debt equity ratio* merupakan faktor pengukur risiko, dimana saham yang mempunyai *beta* lebih besar, *expected return*-nya menjadi lebih tinggi. Selain itu, saham dengan *debt equity ratio* yang lebih besar akan mempunyai risiko yang lebih tinggi, sehingga *expected return* juga menjadi lebih tinggi.

DAFTAR PUSTAKA

- Banz, R.F. 1981, The Relation Between Return and Market Value of Common Stocks, *Journal of Finance*, 9
- Bhandari, Laxmi Chand, 1988, Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns, Empirical Evidence, *Journal of Finance* 2
- Bisnis Indonesia, Harian, 17 November 1993
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J., 2005, Investment, *McGraw Hill 6th Edition*.
- Chan, K.C. and N. Chen, 1991, Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms, *Journal of Finance*, 46 : 1467 – 1484
- Damodaran, Aswath, 1996, Investment Valuation (Tools and Techniques for Determining The Value of Any Asset), John Wiley & Sons, Inc., New York
- Damodaran, Aswath, 1997, Corporate Finance : Theory and Practice, John Wiley & Sons, Inc., New York
- Fama, E.F., and K.R. French, 1992, The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, 47 : 427 – 466
- Husnan, Suad, 1997, Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas, edisi 2, YKPN, Yogyakarta
- Jaffe, Keim and Westerfield, 1989, Earning Yields, Market Value, and Stock Returns, *Journal of Finance* (March)
- Mamduh, Purwanto dan Halim, Abdul, 1995, Cross-Section Return Saham di BEJ, *Manajemen Usahawan Indonesia* (Mei)
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, Jeffrey, 1999, Corporate Finance, *McGraw Hill 1st Edition*.
- Utama, Siddharta, dan Rini Fitriany, 2001, The Performance Evaluation of Stock Portfolios Formed Based on Accounting and Market Data in The Jakarta Stock Exchange, Working Paper