

HUBUNGAN ANTARA VARIABEL AKUNTANSI DAN RETURN SAHAM DENGAN BETA SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

AGUSTIN PALUPI

STIE Trisakti
poppy.ae78@gmail.com

Abstract : *The purpose of this research is to analyze Beta (systematic risk) as an intervening variable between accounting variables (Dividend Payout Ratio, Assets Growth, Firm Size, Liquidity, Financial Leverage, Earnings Variability and Accounting Beta) and share return of companies listed at the Indonesia Stock Exchange. Data employed in this study was pooled data during the period of 2001 till 2005 which consist of 624 firm-years. The analysis tools used in this research is structural equation model (SEM). The results of this research show that Beta acts as an intervening variable between Dividend Payout Ratio, Firm Size and Financial Leverage and share return. Whilst the other accounting variables (assets growth and earnings variability) have direct effect on the stock return. Evidence in small firms indicates that certain factors have direct influence to investing decision such as firm size, earnings variability and accounting Beta. The test also suggests that Beta affect relation between dividend payout ratio, firm size and leverage and share return. This research finds no support for the role of liquidity and accounting Beta neither directly to return no intervened by Beta. The whole result is consistent with the proposition that Beta has important role in investing decision besides accounting information.*

Keywords : Share return, assets growth, firm size, financial leverage, earnings variability, beta.

Abstrak : Tujuan penelitian adalah untuk menganalisis Beta (risiko sistematis) sebagai variabel *intervening* antara variabel akuntansi (*Dividend Payout Ratio*, Pertumbuhan Aset, Ukuran, Likuiditas, *Leverage* Keuangan, Variabilitas Laba dan Beta Akuntansi) dan *return* saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian selama periode 2001 sampai 2005 yang terdiri dari 624 perusahaan-tahun. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian adalah model persamaan struktural (SEM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa Beta sebagai variabel *intervening* antara *Dividend Payout Ratio*, Ukuran Perusahaan dan *Financial Leverage* dan *return* saham. Sementara, variabel akuntansi lainnya (pertumbuhan aset dan variabilitas laba) memiliki efek langsung pada *return* saham. Bukti di perusahaan kecil menunjukkan bahwa faktor-faktor tertentu memiliki pengaruh langsung terhadap investasi keputusan seperti ukuran perusahaan, variabilitas laba dan Beta akuntansi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Beta mempengaruhi hubungan antara *dividend payout ratio*, ukuran perusahaan dan *leverage* dengan *return* saham. Penelitian ini tidak menemukan dukungan untuk likuiditas dan Beta akuntansi berpengaruh

langsung terhadap *return* saham maupun tidak langsung melalui Beta. Seluruh hasil konsisten dengan proposisi bahwa Beta memiliki peran penting dalam investasi keputusan selain informasi akuntansi.

Kata kunci : *Return* saham, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, *leverage* keuangan, variabilitas laba, beta.

PENDAHULUAN

Pasar di Indonesia adalah *emerging market*, dimana sumber informasi utama yang dapat digunakan dalam proses pengambilan keputusan investasi adalah berasal dari angka pada laporan keuangan. Oleh karena itu, laporan keuangan merupakan hal yang sangat penting dalam analisis keputusan investasi. Informasi akuntansi dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham, karena informasi akuntansi yang tercermin dalam laporan keuangan dapat dipergunakan untuk menilai kinerja perusahaan. Informasi akuntansi dalam bentuk rasio keuangan dikatakan mempunyai kandungan informasi, jika informasi akuntansi dalam bentuk rasio keuangan memiliki kemampuan prediksi ketika diasosiasikan dengan *return*. Oleh karena itu, dengan mendeteksi manfaat informasi akuntansi dengan memprediksi *return* saham yang dihubungkan dengan karakteristik industri tertentu dapat memberi acuan bagi investor dalam pembuatan keputusan bisnis (Tuasikal 2002).

Penelitian tentang hubungan antara informasi akuntansi dan risiko pasar diawali oleh Beaver *et al.* (1970) secara empiris dan dilanjutkan oleh Bowman (1979). Beaver (1970) menemukan bukti adanya hubungan antara ukuran akuntansi seperti *dividend payout*, pertumbuhan, *leverage*, likuiditas, ukuran aset, variabilitas laba dan kovariabilitas laba dengan risiko sistematis. Sementara itu, Bowman (1979) menunjukkan bahwa secara teoretikal risiko sistematis bukan merupakan fungsi dari variabilitas laba, pertumbuhan atau kebijakan *dividend payout ratio* dan hanya menemukan bahwa risiko sistematis berhubungan secara teoretis dengan *leverage* perusahaan dan Beta akuntansi. Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi Beta di

Indonesia juga dilakukan oleh Tandelilin (1997), Mardiyah dan Indriantoro (1999), Natarsyah (2000), Susilawati dan Utami (2001) dan Setiawan (2003) dengan menggunakan proksi variabel akuntansi yang berbeda dan hasil penelitian tentang hubungan antara ukuran akuntansi dan risiko sistematis yang juga beragam.

Penelitian tentang hubungan informasi akuntansi dengan *return* juga telah diteliti oleh O'Conner dan Melvin (1975) dan kemudian dilanjutkan oleh Ou dan Penman (1989). Hasilnya, rasio keuangan memiliki informasi yang tidak tercermin pada harga saham. Penelitian tersebut oleh Ou dan Penman kemudian dikembangkan dengan yang melakukan penelitian secara terpisah. Ou (1990) melakukan pengujian terhadap kemampuan memprediksi laba satu tahun ke depan serta kandungan informasi pada data dalam pelaporan keuangan selain laba dan komponennya. Hasil penelitian ini, terdapat 8 rasio keuangan yang terbukti signifikan dalam memprediksi laba satu tahun ke depan. Sedangkan penelitian Penman (1992) menyimpulkan bahwa informasi yang diberikan dalam pelaporan keuangan terbukti relevan untuk mengevaluasi pertumbuhan laba. Di Indonesia, penelitian tentang manfaat rasio keuangan dalam memprediksi laba telah dilakukan oleh Trisnawati (1999), Nur (2001), Tuasikal (2002), dan Kennedy (2003) dengan menggunakan rasio yang berbeda.

Penelitian-penelitian yang ada banyak yang melihat faktor-faktor yang mempengaruhi Beta dan *return* namun belum ada yang melihat Beta sebagai variabel intervening. Sehingga tujuan dalam penelitian ini adalah untuk menguji apakah investor dalam pengambilan keputusan investasi secara langsung melihat angka-angka pada laporan keuangan atau terlebih dahulu mempertimbangkan risiko sistematisnya.

Hubungan Variabel Akuntansi dan Return Saham

Penelitian yang menguji hubungan antara variabel akuntansi dilakukan oleh O'Conner dan Melvin (1975) yang menguji apakah rasio keuangan dapat digunakan untuk memprediksi keuntungan saham (*rate of return*). Kesimpulan analisis *univariate* per tahun menunjukkan adanya kemampuan rasio keuangan dalam memprediksi *rate of return* untuk periode lima tahun lebih tinggi daripada periode tiga tahun. Penelitian ini kemudian dilanjutkan oleh Ou dan Penman (1989) menggunakan 68 rasio keuangan dan hasilnya rasio keuangan memiliki informasi yang tidak tercermin pada harga saham. Penelitian tersebut oleh Ou dan Penman kemudian dikembangkan dengan melakukan penelitian secara terpisah. Hasil penelitian Ou (1990) adalah terdapat 8 rasio keuangan yang terbukti signifikan dalam memprediksi laba satu tahun ke depan. Sedangkan penelitian Penman (1992) berkesimpulan bahwa informasi yang diberikan dalam pelaporan keuangan terbukti relevan untuk mengevaluasi pertumbuhan laba. Di Indonesia, penelitian tentang manfaat rasio keuangan dan *return* dilakukan oleh Trisnawati (1999), Nur (2001), Tuasikal (2002), dan Kennedy (2003) melakukan penelitian dengan menggunakan rasio dan hasil yang berbeda tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham.

Hubungan Variabel Akuntansi dengan Beta

Penelitian tentang hubungan variabel akuntansi dengan risiko sistematis (Beta) dilakukan oleh Beaver *et al.* (1970) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi Beta. Faktor-faktor tersebut adalah *leverage*, likuiditas, variabilitas laba, pembayaran dividen, ukuran perusahaan, pertumbuhan aset dan beta akuntansi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan aset, *leverage*, variabilitas laba dan beta akuntansi menunjukkan hubungan positif dengan Beta sedangkan ukuran perusahaan, pembayaran dividen dan likuiditas menunjukkan hubungan yang negatif dengan Beta. Namun yang terbukti

memiliki pengaruh terhadap Beta adalah pembayaran dividen, *leverage*, variabilitas laba dan beta akuntansi.

Melanjutkan penelitian yang dilakukan oleh Beaver *et al.* (1970), Bowman (1979) bertujuan menyediakan dasar teoretikal untuk riset empiris atas hubungan antara risiko sistematis dan variabel keuangan (akuntansi) dan dapat digunakan untuk memprediksi risiko dimasa depan. Variabel akuntansi yang digunakan sama dengan yang telah digunakan dalam penelitian Beaver *et al.* (1970). Hasilnya terdapat hubungan teoritis antara *systematic risk* dengan *leverage* perusahaan dan Beta akuntansi. *Systematic risk* bukan merupakan fungsi dari variabilitas laba, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan atau kebijakan *dividend*. Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi Beta di Indonesia juga dilakukan oleh Tandililin (1997), Mardiyah dan Indriantoro (1999), Natarsyah (2000), Susilawati dan Utami (2001), Setiawan (2003) yang menghasilkan kesimpulan yang beragam.

Hubungan Beta dengan Return Saham

Hubungan Beta dengan reaksi pasar juga diteliti oleh Prasetyo (2000) namun dihubungkan dengan *investment opportunity set* (IOS). Hasil penelitiannya adalah tidak terbukti adanya hubungan yang signifikan antara IOS dengan Beta dan terdapat perbedaan antara *growth firms* dengan *non growth firm* terhadap reaksi pasar.

Munandar (2003) menguji pengaruh *market* Beta, ukuran perusahaan, prospek perusahaan, tingkat *financial leverage*, proporsi kepemilikan investor asing dan sektor industri terhadap *return* saham. Hasil penelitiannya adalah semua variabel secara bersama-sama terbukti berpengaruh terhadap *cross-sectional return*. *Market* Beta tidak terbukti memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham bahkan justru negatif. Ukuran perusahaan, prospek perusahaan, tingkat *financial leverage*, proporsi kepemilikan investor asing tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Sedangkan sektor industri dan periode tahun penelitian terbukti memiliki pengaruh terhadap *return* saham.

Hadad *et al.* (2004) melakukan penelitian terhadap Beta sektor yang digunakan sebagai proksi imbal hasil (*return*) dan indikator risiko di pasar saham. Hasil penelitian ini adalah Beta historis memiliki informasi yang cukup bermanfaat mengenai imbal hasil beberapa sektor tertentu di masa yang akan datang (*future excess return*) khususnya pada periode tiga dan enam bulan. Sedangkan analisis volatilitas harga saham dapat dilakukan dengan menggunakan proyeksi imbal hasil berdasarkan nilai Beta sehingga analisis ini dapat dimanfaatkan untuk melengkapi aspek pemantauan kondisi volatilitas sektor tertentu.

Lianawati dan Butar-Butar (2004) melakukan penelitian mengenai pergeseran Beta sekuritas individu di sekitar pengumuman laba dan apakah pergeseran ini berhubungan dengan karakteristik-karakteristik perusahaan tertentu, seperti ukuran perusahaan dan ketepatan pengumuman laba. Kesimpulan yang diperoleh pada penelitian ini adalah terdapat pergeseran Beta sekuritas di sekitar pengumuman laba namun pergeseran Beta tersebut tidak berhubungan dengan ukuran perusahaan dan variabilitas laba.

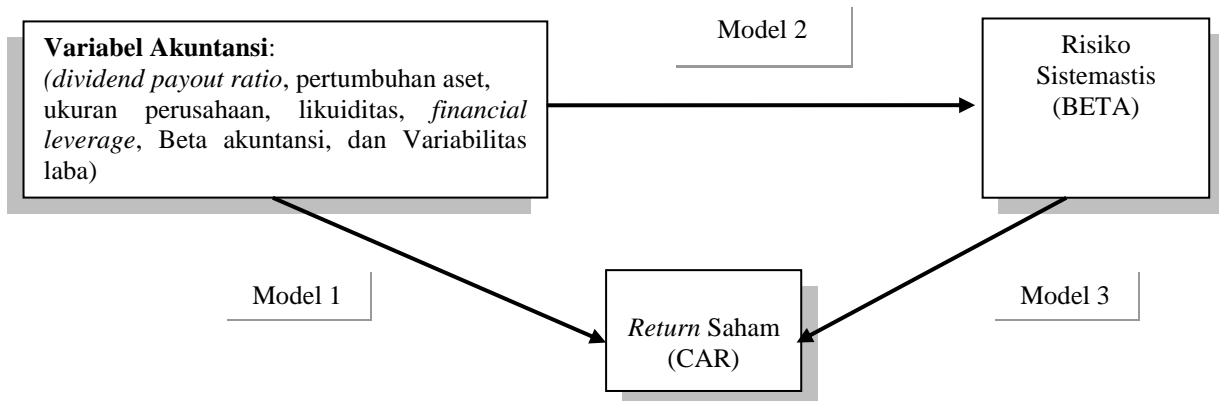
Gumanti dan Ariyanto (2005) melakukan pengujian tentang Beta akuntansi yang digunakan sebagai proksi risiko pada saat IPO. Hasil penelitiannya adalah Beta akuntansi terbukti dapat dijadikan proksi dari risiko pada saat IPO namun tidak ada hubungannya terhadap *return* saham.

Hasil-hasil penelitian empiris di atas secara umum mengindikasikan adanya hubungan antara ketiganya, yaitu antara Beta dan *return* saham, variabel akuntansi dan Beta dan variabel akuntansi dan *return* saham. Namun demikian, hubungan ini secara simultan belum dilakukan. Oleh karena itu, berdasarkan pemaparan di atas, maka hipotesis utama yang diajukan dalam penelitian ini adalah variabel akuntansi memiliki pengaruh terhadap *return* saham dengan melalui Beta sebagai variabel *intervening*.

METODA PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai 2001 sampai 2005. Sedangkan perusahaan yang diambil sebagai sampel adalah perusahaan non keuangan. Setelah dikeluarkan angka yang *extrime observation*, total sampel adalah sebanyak 624 *firm-years*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *database* OSIRIS yang memuat informasi mengenai laporan keuangan perusahaan sampel. Sedangkan data tambahan diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) di Bursa Efek Indonesia. Data tersebut berupa harga saham penutupan harian dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) 2001 sampai 2005 dan Pojok Bursa Universitas Brawijaya-Malang untuk data Beta yang telah di koreksi berdasarkan perhitungan ISDM (*Indonesian Security Database*) PPA UGM.

Analisis Beta sebagai variabel *intervening* antara variabel akuntansi dengan *return* (*CAR*), maka digunakan tiga model secara simultan menggunakan *Struktural Equation Model* (*SEM*) dengan software Lisrel 8.72. dimana variabel akuntansi yang digunakan mengacu pada penelitian yang telah dilakukan oleh Beaver *et al.* (1970) dan Bowman (1979). Adapun model penelitiannya ada pada gambar di bawah ini.



Gambar 1 Model Penelitian

Model pertama yaitu melihat pengaruh variabel-variabel akuntansi secara langsung terhadap CAR. Pada model kedua melihat pengaruh variabel akuntansi terhadap Beta. Sedangkan

pada model ketiga melihat hubungan Beta dan CAR. Model matematis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Model 1:
$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 DPR_{it} + \alpha_2 AGROWTH_{it} + \alpha_3 MCAP_{it} + \alpha_4 LIQ_{it} + \alpha_5 FLEV_{it} + \alpha_6 EVAR_{it} + \alpha_7 ACCBETA_{it} + \epsilon$$

(+ (+) (-) (+) (-) (+) (+)

Model 2:
$$BETA = \alpha_0 + \alpha_1 DPR_{it} + \alpha_2 AGROWTH_{it} + \alpha_3 MCAP_{it} + \alpha_4 LIQ_{it} + \alpha_5 FLEV_{it} + \alpha_6 EVAR_{it} + \alpha_7 ACCBETA_{it} + \epsilon$$

(+ (+) (-) (+) (-) (+) (+)

Model 3:
$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 BETA_{it} + \epsilon$$

(+)

Keterangan:

- DPR : *Dividend Payout Ratio* yang dihitung dari dividen yang dibagikan dibagi dengan laba bersih
- AGROWTH : Rasio dari perubahan asset yang merupakan proxy dari pertumbuhan (*growth*) perusahaan
- MCAP : Log dari kapitalisasi pasar (*market capitalisation*) yang merupakan proxy dari ukuran perusahaan
- LIQ : Merupakan *current ratio* yang digunakan sebagai proxy dari likuiditas perusahaan
- FLEV : Total hutang dibagi dengan total aktiva yang digunakan sebagai proxy *Financial Leverage*
- EVAR : Variabilitas Laba yang merupakan standar deviasi dari *Net Income* dibagi *Market Capitalisation*
- ACCBETA : Proxy resiko yang menggunakan data akuntansi (*Earning per Share*)
- BETA : Beta koreksi yang diperoleh dari ISMD (Indonesian Security Market Database) PPA UGM yang merupakan proxy dari resiko
- CAR : *Cummulative Abnormal Return* yang dihitung selama periode 15 bulan mulai dari 1 Januari 2001

HASIL PENELITIAN

Berdasarkan Tabel 1 rata-rata BETA yang digunakan sebagai proksi risiko dari 624 sampel perusahaan adalah 0,803 dengan standar deviasi 1,022. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian secara rata-rata memiliki risiko yang positif

dengan risiko pasar. Variabel Beta akuntansi sampel juga menjelaskan bahwa secara rata-rata memiliki risiko positif (rata-rata = 0,0529). Atau dengan kata lain, sebanding dengan risiko pasar. *Dividend Payout Ratio* (DPR) menunjukkan angka minimum – 0,5685. Hal ini mengindikasikan bahwa kemungkinan ada perusahaan yang rugi namun tetap membagikan dividen.

Tabel 1 Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	624	-0.5685	19.2041	1.2497	2.6866
AGROWTH	624	-0.9925	2.9372	0.1286	0.4162
MCAP	624	1.3617	8.0753	5.2050	1.0182
LIQ	624	0.0300	13.0500	1.9540	1.6819
FLEV	624	0.4719	1.9463	0.2486	0.3478
EVAR	624	0.0000	5.3910	0.5239	0.9859
ACCBETA	624	-107.1582	102.6411	0.0529	14.3038
BETA	624	-0.9895	3.3530	0.8032	1.0223
CAR	624	-1.5678	1.9697	0.0087	0.5597

Keterangan:

- DPR : *Dividend Payout Ratio* yang dihitung dari dividen yang dibagikan dibagi dengan laba bersih
 AGROWTH : Rasio dari perubahan asset yang merupakan proxy dari pertumbuhan (*growth*) perusahaan
 MCAP : Log dari kapitalisasi pasar (*market capitalisation*) yang merupakan proxy dari ukuran perusahaan
 LIQ : Merupakan *current ratio* yang digunakan sebagai proxy dari likuiditas perusahaan
 FLEV : Total hutang dibagi dengan total aktiva yang digunakan sebagai proxy *Financial Leverage*
 EVAR : Variabilitas Laba yang merupakan standar deviasi dari *Net Income* dibagi *Market Capitalisation*
 ACCBETA : Proxy resiko yang menggunakan data akuntansi (*Earning per Share*)
 BETA : Beta koreksi yang diperoleh dari ISMD (Indonesian Security Market Database) PPA UGM yang merupakan proxy dari resiko
 CAR : *Cummulative Abnormal Return* yang dihitung selama periode 15 bulan mulai dari 1 Januari 2001

Hasil pengujian *Pearson correlation* pada Tabel 2 menunjukkan bahwa korelasi antara BETA dan CAR adalah positif dan signifikan. Hasil pengujian *Pearson correlation* ini sesuai dengan prediksi yang menyatakan adanya korelasi positif antara risiko sistematis dengan *return* saham. Semakin besar risiko sistematisnya (diproxikan dengan BETA), maka *return* saham semakin besar. Korelasi antara BETA dan variabel akuntansi yang signifikan adalah dengan DPR (proksi dividen), MCAP (proksi ukuran perusahaan), dan

FLEV (proksi hutang perusahaan). Sedangkan korelasi antara BETA dan EVAR (sebagai proksi variabilitas laba) adalah positif dan tidak signifikan. Hal ini tidak sesuai dengan prediksi yang menyatakan bahwa semakin tinggi variabilitas laba maka risikonya semakin kecil. Pengaruh variabel akuntansi terhadap CAR (sebagai proksi *return* saham) yang memiliki korelasi signifikan adalah AGROWTH (sebagai proksi pertumbuhan aset), EVAR yang merupakan proksi variabilitas laba dan ACCBETA (proksi lain risiko).

TABEL 2.
***Pearson Correlation* antara Variabel-variabel Penelitian**

	CAR	DPR	AGROWTH	MCAP	LIQ	FLEV	EVAR	ACCBETA	BETA
CAR	1,000	0,043 (0,141)	-0,104 (-0,004)***	0,010 (0,397)	-0,037 (0,180)	-0,004 (0,457)	0,170 (0,000)***	-0,059 (0,072)*	0,081 (0,022)**
DPR		1,000	-0,047 (0,123)	0,121 (0,001)***	0,210 (0,000)***	-0,322 (0,000)***	-0,167 (0,000)***	-0,037 (0,181)	0,114 (0,002)***
AGROWTH			1,000	0,084 (0,018)**	0,029 (0,238)	0,032 (0,211)	-0,090 (0,012)***	0,080 (0,022)	-0,045 (0,128)
MCAP				1,000	0,048 (0,113)	-0,113 (0,002)***	-0,111 (0,003)***	0,001 (0,485)	-0,071 (0,038)**
LIQ					1,000	-0,470 (0,000)***	-0,213 (0,000)***	0,018 (0,331)	-0,020 (0,311)
FLEV						1,000	0,312 (0,000)***	0,027 (0,253)	0,091 (0,012)***
EVAR							1,000	0,071 (0,039)**	0,016 (0,347)
ACCBETA								1,000	-0,020 (0,312)
BETA									1,000

Keterangan:

Angka di dalam kurung adalah sig (1-tailed).

***signifikan pada $\alpha=1\%$, **signifikan pada $\alpha=5\%$, *signifikan pada $\alpha=10\%$

- DPR : *Dividend Payout Ratio* yang dihitung dari dividen yang dibagikan dibagi dengan laba bersih
- AGROWTH : Rasio dari perubahan asset yang merupakan proxy dari pertumbuhan (*growth*) perusahaan
- MCAP : Log dari kapitalisasi pasar (*market capitalisation*) yang merupakan proxy dari ukuran perusahaan
- LIQ : Merupakan *current ratio* yang digunakan sebagai proxy dari likuiditas perusahaan
- FLEV : Total hutang dibagi dengan total aktiva yang digunakan sebagai proxy *Financial Leverage*
- EVAR : Variabilitas Laba yang merupakan standar deviasi dari *Net Income* dibagi *Market Capitalisation*
- ACCBETA : Proxy resiko yang menggunakan data akuntansi (*Earning per Share*)
- BETA : Beta koreksi yang diperoleh dari ISMD (Indonesian Security Market Database) PPA UGM yang merupakan proxy dari resiko
- CAR : *Cumulative Abnormal Return* yang dihitung selama periode 15 bulan mulai dari 1 Januari 2001

Ukuran *goodness-of-fit* menunjukkan bahwa secara keseluruhan model yang dihasilkan adalah baik (*saturated*). Ini dikarenakan variabel-variabel yang digunakan merupakan variabel terukur dan tidak terdapat variabel laten sehingga kecocokan model dan variabel yang teramati sangat baik. Hal ini terbukti dengan adanya index *goodnes of fit* yang baik yaitu angka *degree of freedom* = 0, Chi-Square= 0,00; P-value= 1,00; dan RMSEA= 0,000. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kecocokan model dan data adalah baik (*Saturated, Perfect Fit*).

Model pertama yaitu melihat pengaruh variabel akuntansi secara langsung terhadap CAR. Berdasarkan output *path diagram* dengan software LISREL 8.72, output yang dihasilkan dari model ini adalah pertumbuhan terbukti berpengaruh signifikan dengan CAR (*t-value*= -1,92).

Artinya, semakin tinggi pertumbuhan aset perusahaan maka *return* akan semakin turun. Hasil ini tidak konsisten dengan Ou dan Penman (1989) dan Ou (1990) karena dalam penelitiannya, pertumbuhan terbukti memiliki hubungan positif dengan *return*. Ketidakkonsistenan ini kemungkinan disebabkan karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan aset yang tinggi umumnya melakukan investasi yang tinggi pada tahun yang bersangkutan sehingga mengakibatkan *return* saham di pasar rendah akibat *cash flow from operation* yang negatif. Variabilitas laba dalam model pertama ini terbukti berpengaruh signifikan positif dengan CAR (*t-value* = 4,04 dan tingkat signifikansi 1%). Hal ini berarti bahwa semakin besar variabilitas laba maka semakin besar pula *return* saham.

Dividend payout ratio tidak terbukti signifikan berpengaruh terhadap CAR dengan *t-value* 1,01 dan tingkat signifikansi 5%. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Kennedy (2003) yang menyatakan adanya hubungan yang signifikan antara *dividend payout ratio* dan *return* saham. Ketidakkonsistenan ini dianalisis lebih lanjut pada model dua, sehingga dapat ditarik kesimpulan alasan *dividend payout ratio* tidak terbukti berpengaruh signifikan secara langsung terhadap *return* saham atau dengan kata lain kemungkinan adanya variabel *intervening* antara *dividend payout ratio* dan *return* saham.

Ukuran perusahaan (*t-value*=0,81) tidak terbukti signifikan. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Nur (2001) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan terbukti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Hal ini perlu dilihat lebih lanjut pada model dua, sehingga kemungkinan ukuran perusahaan tidak terbukti berpengaruh signifikan secara langsung terhadap *return* saham atau dengan kata lain, adanya variabel *intervening* antara ukuran perusahaan dan *return* saham.

Leverage (*t-value* = - 1,34) juga tidak terbukti signifikan. Hal ini tidak konsisten dengan penelitian Kennedy (2003) yang menyatakan bahwa adanya pengaruh signifikan antara *leverage* dan *return* saham. Ketidakkonsistenan ini perlu dilihat lebih lanjut pada model dua, sehingga kemungkinan alasan *leverage* tidak terbukti berpengaruh signifikan secara langsung terhadap *return* saham atau dengan kata lain, kemungkinan adanya variabel *intervening* antara *leverage* dan *return* saham.

Likuiditas (*t-value* = - 0,72), dan Beta akuntansi (*t-value*= -1,53) tidak terbukti signifikan terhadap CAR pada tingkat signifikansi 5%. Artinya, masing-masing variabel tersebut secara langsung tidak terbukti berpengaruh terhadap CAR sehingga perlu dianalisis lebih lanjut pada model dua untuk melihat kemungkinan adanya variabel *intervening* antara likuiditas dan Beta akuntansi dengan *return* saham.

Analisis untuk membuktikan Beta sebagai variabel *intervening* adalah melihat model ketiga

yaitu hubungan Beta dengan CAR. Beta terbukti marginal signifikan (10%) terhadap CAR dengan *t-value* 1,90. Semakin tinggi risiko sistematis perusahaan, maka semakin besar pula *return*. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Munandar (2003) dan Hadad *et al.* (2004). Untuk membuktikan bahwa BETA merupakan variabel *intervening*, lebih lanjut harus dilihat variabel akuntansi yang terbukti signifikan.

Uji pengaruh langsung variabel akuntansi terhadap *return* saham, variabel akuntansi yang tidak terbukti signifikan adalah *dividend payout ratio* (DPR), ukuran perusahaan, *leverage*, likuiditas dan Beta akuntansi. Artinya, masing-masing variabel tersebut secara langsung tidak terbukti berpengaruh terhadap CAR sehingga perlu dianalisis lebih lanjut untuk melihat kemungkinan adanya variabel *intervening* antara variabel akuntansi tersebut dan *return* saham.

Hasil pengujian model kedua untuk *dividend payout ratio* (DPR) terbukti signifikan dengan CAR melalui risiko sistematis (*t-value* 3,87 dan tingkat signifikansi 1%). Artinya hubungan *dividend payout ratio* dan CAR dimediasi oleh Beta. Semakin besar jumlah *dividend payout ratio* yang dibagikan, maka risikonya juga semakin besar akibatnya *return* saham yang didapatkan juga semakin besar. Hasil ini didukung dengan Model pertama yang menguji pengaruh *dividend payout ratio* secara langsung terhadap CAR yang tidak terbukti signifikan. Beta terbukti sebagai variabel *intervening* antara *dividend payout ratio* dan CAR.

Ukuran perusahaan (*t-value* = - 1,81) terbukti marginal signifikan tingkat signifikansi 10% dengan Beta. Artinya hubungan antara ukuran perusahaan dan *return* saham dimediasi oleh Beta. Semakin besar ukuran perusahaan, maka risikonya akan semakin kecil, akibatnya *return* saham yang didapatkan juga semakin kecil. Hasil ini didukung dengan model pertama yang menguji pengaruh ukuran perusahaan secara langsung terhadap *return* saham yang tidak terbukti signifikan. Beta terbukti sebagai variabel *intervening* antara ukuran perusahaan dan *return* saham.

Financial leverage dalam model kedua ini terbukti signifikan positif dengan *return* melalui risiko sistematis ($t\text{-value} = 3,11$ dan tingkat signifikansi 1%). Hal ini berarti bahwa semakin besar hutang perusahaan maka risiko sistematisnya akan meningkat sehingga akibatnya *return* saham yang diperoleh juga akan meningkat. Hasil ini didukung dengan model pertama untuk *leverage* yang tidak terbukti signifikan hubungannya secara langsung dengan *return*. Beta terbukti sebagai variabel *intervening* antara hutang perusahaan dan *return* saham.

Lain halnya dengan pertumbuhan aset perusahaan yang tidak terbukti signifikan ($t\text{-value} = -0,92$) terhadap CAR melalui risiko sistematis. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka risiko sistematisnya akan menurun akibatnya *return* saham yang diperoleh akan meningkat juga tidak terbukti signifikan. Hal ini konsisten dengan hasil sebelumnya yang menguji hubungan antara pertumbuhan aset perusahaan dan *return* saham secara langsung yang terbukti marginal signifikan 10% ($t\text{-value} = -1,92$). Pada hubungan antara pertumbuhan aset dan *return* saham, Beta tidak terbukti signifikan sebagai variabel *intervening*.

Variabilitas laba ($t\text{-value} = -0,23$) juga tidak terbukti signifikan terhadap CAR melalui Beta. Hasil ini juga sesuai dengan model pertama yang menguji variabilitas laba berpengaruh secara langsung terhadap *return* saham dan terbukti berpengaruh secara signifikan 1% ($t\text{-value} = 4,45$).

Likuiditas ($t\text{-value} = 0,41$) dan Beta akuntansi ($t\text{-value} = -0,36$) tidak terbukti signifikan terhadap *return* saham melalui risiko sistematis. Artinya, masing-masing variabel tersebut dengan melalui risiko sistematis tidak terbukti berpengaruh terhadap *return* saham. Likuiditas dan Beta akuntansi dengan *return* saham pada model pertama juga tidak terbukti signifikan. Hasil ini kemungkinan disebabkan pada pasar di Indonesia, pengguna laporan keuangan lebih memperhatikan angka likuiditas saham dibandingkan angka likuiditas yang berasal dari laporan keuang-

an. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Rodoni (2006). Sama halnya dengan likuiditas, Beta akuntansi tidak terbukti signifikan kemungkinan disebabkan para pelaku pasar kurang memperhitungkan risiko dilihat dari angka pada laporan keuangan. Untuk itu, perlu dilakukan penelitian lebih lanjut mengenai peranan Beta dalam hubungan antara likuiditas dan Beta akuntansi terhadap *return* saham.

Hasil kedua model tersebut membuktikan bahwa variabel akuntansi baik hubungannya secara langsung terhadap *return* maupun melalui Beta yang berperan sebagai variabel *intervening* antara variabel akuntansi dan *return* saham menunjukkan pengaruh yang konsisten. Antara pertumbuhan perusahaan dan variabilitas laba memiliki hubungan langsung dengan *return* saham tanpa melalui Beta sebagai variabel *intervening*. Sedangkan *dividend payout ratio*, ukuran perusahaan dan hutang perusahaan terbukti signifikan berpengaruh terhadap *return* saham dengan Beta sebagai variabel *intervening*. Untuk likuiditas perusahaan dan Beta akuntansi perusahaan tidak terbukti signifikan berpengaruh secara langsung terhadap *return* saham maupun dengan Beta sebagai variabel *intervening*. Secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa tidak semua angka kinerja akuntansi dapat langsung digunakan dalam analisis keputusan investasi. Pada penelitian ini, yang terbukti signifikan dapat digunakan secara langsung dalam analisis keputusan investasi adalah pertumbuhan aset dan variabilitas laba. Sedangkan dalam beberapa indikator kinerja akuntansi yaitu *dividend payout ratio*, ukuran perusahaan dan *financial leverage* terbukti harus dikaitkan terlebih dahulu dengan risiko sistematis dalam pengambilan keputusan investasi.

Hasil pengujian untuk keseluruhan model berdasarkan output *path diagram* dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 3 Hasil Pengujian Model

Parameter	Pred. sign	Model 1	Model 2	Model 3
		CAR	BETA	CAR
DPR	(+)	0,01 (1,01)	0,06 (3,87)***	–
AGROWTH	(+)	-0,10 (-1,92)*	-0,09 (-0,92)	–
MCAP	(+)	0,02 (0,81)	-0,07 (-1,81)*	–
LIQ	(-)	-0,01 (-0,72)	0,01 (0,41)	–
FLEV	(+)	-0,10 (-1,34)	0,44 (3,11)**	–
EVAR	(+)	0,11 (4,54)***	-0,01 (-0,23)	–
ACC BETA	(-)	0,00 (-1,53)	0,00 (-0,36)	–
BETA	(+)	–	–	0,04 (1,90)*
R ²		0,048	0,039	0,007
Z ²		0	0	0
d.f		0	0	0
RMSEA		0	0	0

* Signifikan 10%, **Signifikan 5%, ***Signifikan 1%

Sumber: hasil output LISREL 8.72 yang diolah

Keterangan:

- DPR : *Dividend Payout Ratio* yang dihitung dari dividen yang dibagikan dibagi dengan laba bersih
- AGROWTH : Rasio dari perubahan asset yang merupakan proxy dari pertumbuhan (*growth*) perusahaan
- MCAP : Log dari kapitalisasi pasar (*market capitalisation*) yang merupakan proxy dari ukuran perusahaan
- LIQ : Merupakan *current ratio* yang digunakan sebagai proxy dari likuiditas perusahaan
- FLEV : Total hutang dibagi dengan total aktiva yang digunakan sebagai proxy *Financial Leverage*
- EVAR : Variabilitas Laba yang merupakan standar deviasi dari *Net Income* dibagi *Market Capitalisation*
- ACCBETA : Proxy resiko yang menggunakan data akuntansi (*Earning per Share*)
- BETA : Beta koreksi yang diperoleh dari ISMD (Indonesian Security Market Database) PPA UGM yang merupakan proxy dari resiko
- CAR : *Cummulative Abnormal Return* yang dihitung selama periode 15 bulan mulai dari 1 Januari 2001
- (+) : Diekspektasikan hubungan positif antara variabel bebas dan variabel terikat
- (-) : Diekspektasikan hubungan negatif antara variabel bebas dan variabel terikat

Tabel tersebut diolah dari *output* Lisrel 8.72 dengan menggunakan *path diagram* untuk keseluruhan model dapat dilihat pada lampiran 1.

Analisis Sensitivitas

Pengujian sensitivitas ini dilakukan dengan model yang sama namun dengan data sub sampel yaitu 50% sampel yang memiliki ukuran perusahaan terkecil yang berjumlah 312 *firm-years*. Tujuannya adalah untuk melihat apakah Beta pada perusahaan kecil memiliki pengaruh yang sama, yaitu sebagai variabel *intervening* antara variabel akuntansi dengan *return* karena pada perusahaan kecil umumnya memiliki risiko yang *unpredictable*.

Hasil analisis sensitivitas untuk variabel variabilitas laba terbukti signifikan dengan tingkat signifikansi 1%. Dan hasil ini konsisten dengan analisis utama dengan tingkat signifikansi yang sama yaitu 1%. Artinya variabel variabilitas laba dapat digunakan secara langsung dalam pembuatan keputusan investasi yang berhubungan dengan *return* saham.

Ukuran perusahaan terbukti signifikan 1% berpengaruh secara langsung terhadap *return*. Hal ini berbeda dengan analisis utama, ukuran perusahaan untuk keseluruhan sampel harus terlebih dahulu dihubungkan dengan Beta. Ukuran perusahaan dapat langsung digunakan dalam proses pengambilan keputusan adalah menganalisis perusahaan kecil. Untuk keseluruhan jenis perusahaan, ukuran perusahaan harus terlebih dahulu dihubungkan dengan risiko sistematisnya.

Beta akuntansi terbukti signifikan berhubungan langsung terhadap CAR. Hasil ini berbeda dengan analisis utama beta akuntansi tidak terbukti signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan-perusahaan kecil, investor akan lebih memperhatikan angka-angka yang berasal dari laporan keuangan.

Pertumbuhan aset terbukti signifikan pada analisis utama ($\text{sig}=1\%$) namun justru pada analisis sensitivitas ini tidak terbukti signifikan. Hal ini dimungkinkan karena pengguna laporan keuangan, dalam menganalisis perusahaan kecil

justru tidak lagi melihat pertumbuhan asetnya namun langsung melihat ukuran perusahaannya. Untuk perusahaan-perusahaan kecil, pengguna laporan keuangan dapat langsung menggunakan variabilitas laba, ukuran perusahaan dan Beta akuntansi dalam proses pengambilan keputusan investasi.

Variabel akuntansi yang harus dihubungkan terlebih dahulu dengan risiko sistematisnya dalam proses pengambilan keputusan adalah *dividend payout ratio* ($\text{sig} = 5\%$). Hasil ini juga mendukung analisis utama ($\text{sig} = 1\%$). Atau dengan kata lain dapat dikatakan bahwa pelaku pasar tidak akan langsung memperhitungkan besarnya *dividend payout ratio* namun dalam proses pengambilan keputusan harus lebih dahulu mempertimbangkan risiko sistematisnya.

Leverage pada analisis sensitivitas tidak terbukti signifikan baik untuk dihubungkan secara langsung dengan CAR maupun dengan beta sebagai variabel *intervening*. Hal ini tidak sesuai dengan analisis utama, *leverage* terbukti signifikan terhadap CAR dengan melalui Beta.

Likuiditas perusahaan tidak terbukti signifikan berpengaruh secara langsung terhadap *return* saham maupun dengan Beta sebagai variabel *intervening*. Hasil ini juga mendukung analisis utama. Artinya, para pelaku pasar lebih memperhatikan likuiditas saham dari pada likuiditas yang berasal dari angka pada laporan keuangan. Hasil *path diagram* analisis sensitivitas dapat dilihat pada Lampiran 2.

PENUTUP

Penelitian ini melakukan pengujian terhadap Beta sebagai variabel *intervening* dengan menggunakan tiga model yang akan diestimasi dan dievaluasi signifikansinya. Model pertama menguji hubungan langsung antara variabel akuntansi, yaitu *dividend payout ratio*, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, likuiditas, *financial leverage*, variabilitas laba dan Beta akuntansi terhadap *return* saham. Sedangkan model kedua dan ketiga merupakan *partial mediation* yang menguji hubungan yang sama dengan model

pertama namun dengan memasukkan risiko sistematis (Beta) sebagai variabel mediator (*intervening*). Simpulan dari penelitian ini adalah (1) Tidak semua angka kinerja akuntansi dapat langsung digunakan dalam analisis keputusan investasi. Variabel yang terbukti signifikan dapat digunakan secara langsung dalam analisis keputusan investasi adalah pertumbuhan aset dan variabilitas laba. Sedangkan dalam beberapa indikator kinerja akuntansi yaitu *dividend payout ratio*, ukuran perusahaan dan *financial leverage* terbukti harus dikaitkan terlebih dahulu dengan risiko sistematis dalam pengambilan keputusan investasi; (2) Analisis pada perusahaan-perusahaan kecil menunjukkan bahwa variabel akuntansi yang dapat secara langsung digunakan adalah ukuran perusahaan, variabilitas laba dan Beta akuntansi. Sedangkan variabel akuntansi yang harus lebih dahulu dihubungkan dengan risiko sistematis adalah *dividen payout ratio*. Untuk likuiditas perusahaan tidak terbukti signifikan berpengaruh secara langsung terhadap *return* saham maupun dengan Beta sebagai variabel *intervening*. Hal ini kemungkinan disebabkan karena investor di Indonesia tidak mempertimbangkan likuiditas perusahaan berdasarkan pada angka laporan keuangan namun dalam melakukan analisis lebih mempertimbangkan likuiditas saham.

Penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut (1) Periode pengamatan selama 5 tahun dan belum dibagi dalam beberapa sektor industri sehingga kurang mencerminkan risiko

sistematis pada tiap-tiap sektor industri; (2) Keterbatasan waktu dan kemampuan, variabel independen yang digunakan hanya 7 variabel, masih terdapat variabel lain yang dapat mempengaruhi Beta seperti ROE dan ROA; (3) Keterbatasan data yang digunakan dalam perhitungan Beta akuntansi yaitu data laba tahunan perusahaan selama 3 periode sebelumnya.

Rekomendasi yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut (1) Membagi sampel dalam beberapa sektor industri, karena pada sektor industri yang berbeda memiliki kriteria yang berbeda sehingga dapat diuji lebih lanjut peranan Beta sebagai variabel *intervening* antara variabel akuntansi dengan *return* saham; (2) Hasil penelitian diketahui bahwa kontribusi variabel independen terhadap variabel dependen (R^2) masih rendah, hal ini berarti masih terdapat variabel-variabel lainnya yang dapat menambah kontribusi. Dalam mengukur kinerja akuntansi, dapat menggunakan proksi yang berbeda atau bahkan lebih banyak sehingga dapat diperoleh hasil yang lebih beragam. Misalnya menggunakan proksi yang berbeda dalam mengukur *cumulative abnormal return* seperti secara *random walk* atau menggunakan *return* index sektoral pada perhitungan *expected return*; (3) Menggunakan periode yang lebih panjang atau dengan menggunakan data kuartalan dalam perhitungan Beta akuntansi sehingga risiko yang dihitung berdasarkan data akuntansi dapat terproksi dengan baik.

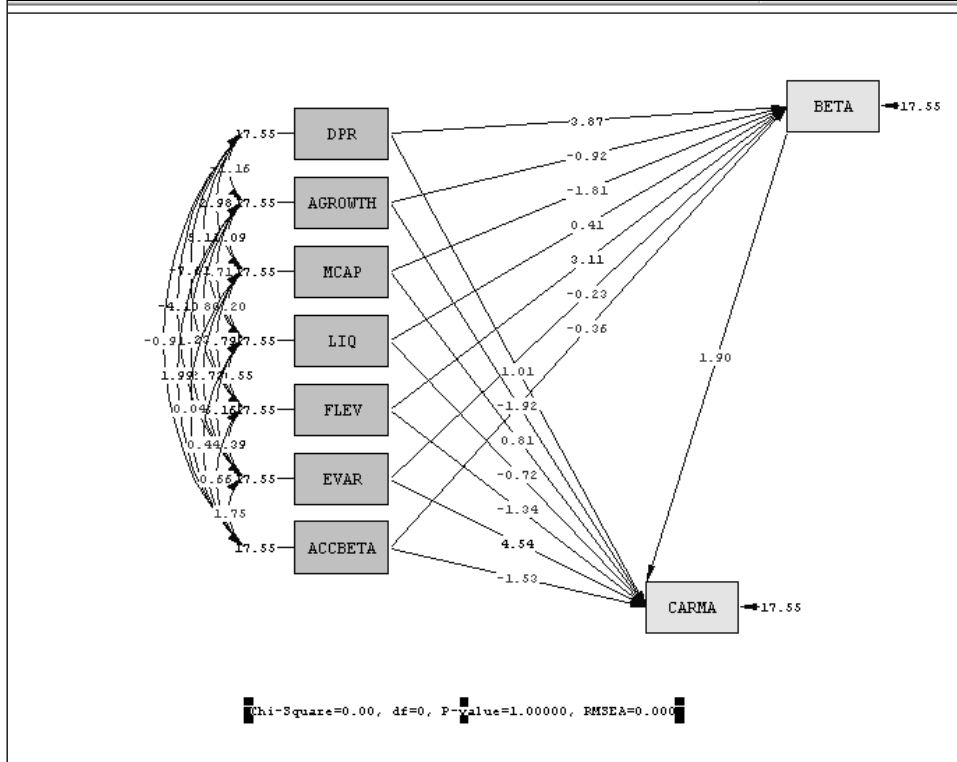
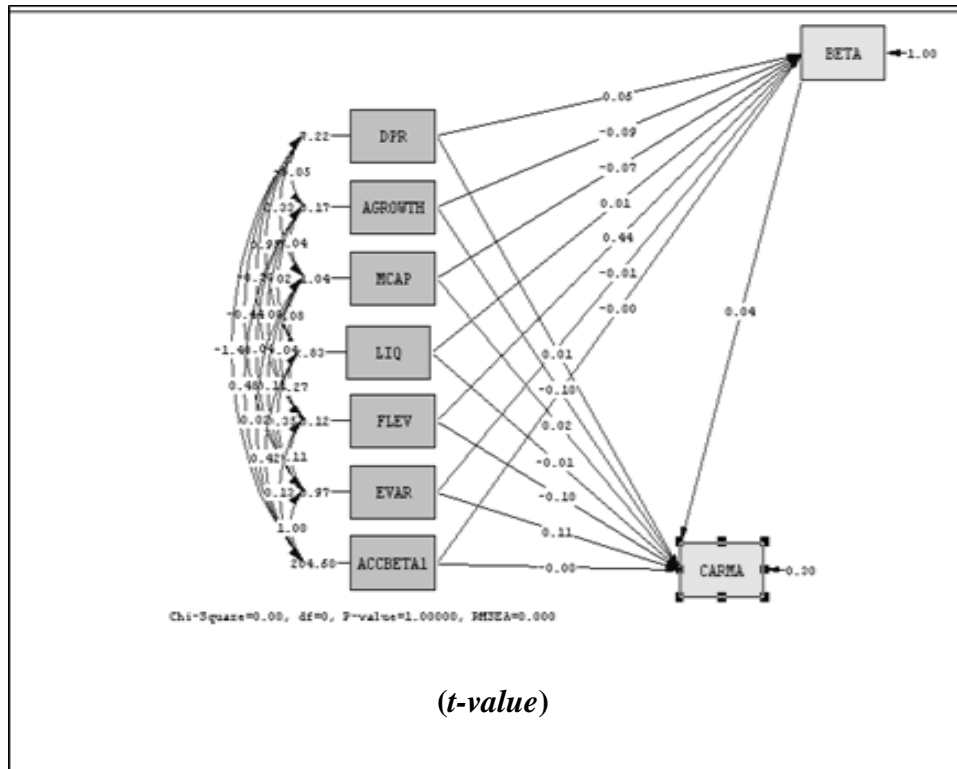
REFERENSI :

- Beaver, W., Kettler, dan Scholes. 1970. The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review*. Vol. 45, No. 4.
- Bowman, R. G. 1979. The Theoretical Relationship between *Systematic risk* and Financial (Accounting) Variabels. *The Journal of Finance*. Vol. XXXIV No.3.
- Gumanti, Tatang. Ari. 2005. Can Accounting Beta Act as a Proxy for Ex Ante Uncertainty in Initial Public Offerings: Empirical Evidence at The Jakarta Stock Exchange, *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VIII*.
- Hadad, Muliaman. D., Wibowo, Satrio dan Besar, Dwityapoetra. S. September 2004. Beta Sektor sebagai Proxi Imbal Hasil dan Indikator Risiko di Pasar Saham. www.bi.go.id.

- Kennedy, P. S. J. 2003. Analisis pengaruh dari *return on assets*, *return on investment*, *earnings per share*, *profit margin*, *assets turn over*, *rasio leverage*, dan *debt to equity* terhadap *return* saham: studi pada saham-saham yang termasuk dalam LQ-45 di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Lianawati dan Butar-Butar, Sansalon. 2004. Pergeseran Beta Saham di Sekitar Pengumuman Laba. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VII*.
- Mardiyah, A. Ainul dan Indriantoro, Nur. 1999. Pengaruh Variabel Akuntansi dan Beta Pasar untuk Memprediksi Persepsi Risiko Saham pada Perusahaan Go public yang terdaftar di BEJ. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi II*.
- Munandar, A. 2003. Pengaruh Market Beta, Size Perusahaan, Prospek Perusahaan, Tingkat *Financial Leverage*, Proporsi Kepemilikan Investor Asing, dan Sektor Industri terhadap Imbal Hasil Saham-saham yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Tahun 1997-2001. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Nataryah, S. 2000. Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham: Kasus Industri Barang konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol. 15, No.3, hlm. 294-312.
- Nur, D. 2001. Rasio-rasio Keuangan dan Keterkaitannya dengan *Return* Saham. Tesis Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- O'Conner dan C. Melvin. 1975. On The Usefulness of Financial Ratios to Investors in Common Stock. *The Accounting Review*.
- Ou, J. A. 1990. The Information Content of Nonearning Accounting Numbers as Earnings Predictors. *Journal of Accounting Research*.
- Ou, J. A. dan S. Penman. 1989. Financial Statement Analysis and Prediction of a Stock *Return*. *Journal of Accounting and Economic*, Vol. II, No. 04.
- Penman, S. H. 1992. Financial Statement Information and the Pricing of Earnings Changes. *The Accounting Review*.
- Prasetyo, Adi. 2000. Asosiasi antara *Investment Opportunity Set (IOS)* dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan *Dividend*, Kebijakan Kompensasi, Beta, dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi III*.
- Rodoni, Ahmad. 2006. Analisis Fundamental dan Teknikal terhadap *Return* Saham. *Etikonomi*, Vol. 5, No. 2.
- Setiawan, Doddy. 2003. Analisis Faktor-faktor Fundamental yang Mempengaruhi Risiko Sistematis Sebelum dan Selama Krisis Moneter. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VI*.
- Susilawati, C. E. dan C. W. Utami. 2001. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Beta Saham di Bursa Efek Jakarta: Perbandingan Periode Sebelum dan Selama Krisis Moneter. *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 1, hlm. 131-154.
- Tandelilin, Eduardus. 1997. Determinants of *Systematic risk*: The Experience of Some Indonesian Common Stock. *Jurnal KELOLA*, No. 16, hlm. 101-112.
- Trisnawati, Rina. 1999. Pengaruh Informasi Prospektus pada *Return* Saham di Pasar Perdana. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi II*.
- Tuasikal, Askam. 2002. Penggunaan Informasi Akuntansi untuk Memprediksi *Return Saham*: Studi terhadap Perusahaan Pemanufakturan dan Non-pemanufakturan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 3.

Lampiran 1
Output Path Diagram untuk Data Pool tahun 2001-2005

ESTIMATE



Lampiran 2

Output Path Diagram untuk Perusahaan Kecil Tahun 2001-2005

ESTIMATE

