

Analisis Hubungan Antara Beta, Struktur Modal, Ukuran Perusahaan Dengan Saham

Eny M Wijayanti
STIEBBANK

Penelitian ini memperluas penelitian sebelumnya dalarrri teori portfolio bahwa selain beta saham ternyata size dan debt dapat digunakan sebagai pengukur risiko saham. Penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah ada faktor lain selain beta saham yang mempengaruhi common stock returns.

Pengujian dilakukan dalam dua tahap. Pertama, pengujian terhadap 55 sampel perusahaan yang go public dan telah terdaftar mulai tahun 2003 hingga 2007, dengan menggunakan kriteria Capital Assets Pricing Models untuk mencari nilai beta positif signifikan. Kelima puluh lima pengujian ini menghasilkan 47 nilai beta positif signifikan. Kedua, pengujian tidak lagi menggunakan 55 sampel melainkan hanya 47 sampel dari hasil pengujian tahap pertama.

Pengujian tahap kedua ini dilakukan untuk mengetahui hubungan antara debt equity ratio dengan common stock returns. Variabel beta dan size digunakan sebagai variabel kontrol. Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif signifikan antara debt dengan common stocks returns.

Kata kunci : beta, struktur modal, ukuran perusahaan, saham

1. Pendahuluan

Tujuan kita mehgadakan investasi adalah untuk memperoleh penghasilan atau kembalian atas investasi. Penghasilan tersebut dapat berupa penerimaan kas dan atau kenaikan nilai investasi. Untuk saham, penerimaan kas ada dalam bentuk dividen kas, sedangkan kenaikan nilai investasi tercermin melalui kenaikan harga saham. Dalam melakukan investasi, pemodal akan memperkirakan berapa tingkat penghasilan yang diharapkan (expected return) atas investasinya untuk suatu periode tertentu di masa datang. Namun, setelah periode investasi berlalu belum tentu tingkat penghasilan yang terrealisasi (realized return) adalah sama dengan tingkat penghasilan yang diharapkan, Reaiized return dapat lebih tinggi atau lebih rendah sehingga ketidakpastian akan tingkat penghasilan merupakan inti dari investasi, yaitu bahwa pemodal selalu harus mempertimbangkan unsur ketidakpastian yang merupakan risiko investasi. Beta saham digunakan sebagai pengukur risiko karena dalam pembentukan portofolio risiko suatu saham tidak ditentukan deviasi standarnya tetapi oleh *covariance*-nya dengan porfolio.

Faktor-faktor lain selain Beta saham ternyata berperan besar dalam mengungkapkan bahwa return saham (stock return) tidak dicakup oleh beta saham. Sebagai contoh Basu (2007) menyimpulkan bahwa portofolio yang mengandung rasio harga saham (price earning ratio) rendah akan memiliki tingkat pengembalian hasil (return) yang lebih tinggi dari angka hasil hitungan Capital Asete Pricing Model (CAPM). Selain faktor tersebut ukuran perusahaan (*size*) juga merupakan hal yang penting, demikian menurut Bahz (1981) dan Reinganum (1981). Litzenberger dan Ramaswarty (1979,1982) menyimpulkan bahwa pasar menghendaki tingkat hasil pengembalian atas modal sendiri yang lebih tinggi dengan dividen yang besar.

Benkato dan Jalilvand (1984) menemukan bahwa keuntungan saham mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan sedangkan Amihud dan Mendelson (1989) melakukan studi empiris pengaruh beta saham, bid ask-spread, residual risk, dan size terhadap return saham. Ia memasukkan variabel bid- ask spread yang merefleksikan biaya transaksi dalam perdagangan saham dapat mempengaruhi return saham. Dalam penelitian tersebut mereka memperluas penelitiannya Merton (1977) menggunakan tiga variabel sebagai faktor yang mempengaruhi return saham antara lain risiko saham (Beta) , residual risk, dan size. Dengan keempat variabel yang mempengaruhi return saham Amihud dan Mendelson melakukan uji hipotesis dengan menggunakan model yang dikembangkan oleh Black, Jensen, Scholes, Fama, dan Mac Beth yaitu $R_{1t} = \alpha_1 + \beta_1 R_{mt} + e$ Data return diambil dari CRSP Montly dari tahun 1960-1979 sedangkan bid ask spread menggunakan dollar spread yang dihitung dari data dalam Fitch's Stock Quattations on the NYSE. Hasil penelitian menunjukkan bahwa return mempunyai hubungan negatif dengan size. Sedangkan return mempunyai hubungan positif dengan risiko saham (α), residual risk, dan bid ask spread. Hasil penelitian konsisten dengan penelitiannya Merton (1977) bahwa Beta saham, residual risk, dan size berhubungan secara signifikan dengan return saham.

Bhandari (1988) meneliti pengaruh *Debt Equity Ratio* terhadap *Common Stock Return*. Dikatakan bahwa beta saja tidak cukup untuk menjelaskan perilaku return saham. Untuk itu ia menyarankan penggunaan *Debt Equity Ratio* sebagai variabel tambahan dalam menjelaskan perilaku return saham. Kenaikan dalam *Debt Equity Ratio* suatu perusahaan akan meningkatkan risiko dari saham biasa tersebut. Dikatakan bahwa saham biasa suatu perusahaan dengan *Debt Equity Ratio* yang tinggi akan mempunyai risiko yang lebih tinggi dari saham biasa suatu perusahaan dengan *Debt Equity Ratio* yang lebih rendah. Penelitian ini menggunakan variabel return saham sebagai variabel dependen sedangkan variabel dependennya antara lain DER, LTEQ, dan BETA. Selain beta saham menurut Bhandari struktur modal dianggap mempunyai risiko yang cukup signifikan sehingga dapat mempengaruhi return saham. Dalam pengamatannya digunakan sumber data CRSP (*Center for research in Security of Chicago*) antara lain data harga saham bulanan, jumlah saham yang beredar. Sedangkan data struktur modal diperoleh dari COMPUSTAT. Periode pengamatan mulai tahun 1947-1980. Dengan menggunakan model indek tunggal untuk menghitung return saham sedangkan uji hipotesis dilakukan melalui *cross sectional regressions*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa return saham berhubungan dengan Beta, DER dan LTEQ secara positif dan signifikan.

Ben-Zion dan Salit (1975) dalam penelitiannya menggunakan variabel ukuran perusahaan (Size) dengan alasan bahwa suatu perusahaan yang mapan dan besar memiliki

akses yang mudah untuk menuju pasar modal, sementara perusahaan baru dan kecil tidak. Karena kemudahan aksesibilitas dan kemampuannya untuk memunculkan dana lebih besar dengan catatan bahwa perusahaan mampu memiliki rasio pembayaran deviden yang lebih tinggi dari pada perusahaan kecil. Hubungan antara rasio perusahaan dan rasio utangnya tidak ditetapkan dengan jelas, walaupun Ben-Zion dan Salit (1975) mengamati bahwa ukuran adalah penentu penting dari tingkat risiko relatif dari suatu perusahaan. Penelitian menunjukkan bahwa terjadi hibungan positif antara ukuran dan nilai utang terhadap nilai buku equity, namun tidak ada hubungan signifikan antara ukuran dan nilai equity utang terhadap pasar. Ukuran perusahaan diwakili oleh rata-rata tahunan dari logaritma natural equity yang diukur dalam nilai buku.

Bertitik tolak dari apa yang dikemukakan oleh peneliti-peneliti diatas maka penulis mereplikasikannya dengan mengangkat masalah tentang apakah selain beta saham masih ada faktor lain yang mempengaruhi return saham pada perusahaan- perusahaan yang *go-public* di Bursa Efek Jakarta.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh struktur modal, terhadap return saham perusahaan, dengan menggunakan ukuran perusahaan (*size*) dan beta saham sebagai variabel kontrol sehingga dapat diketahui apakah selain beta saham struktur modal dan *size* merupakan pengukur risiko saham.

Penggunaan hutang oleh suatu perusahaan akan meningkatkan risiko para pemegang saham. Dalam teori portfolio apabila risiko yang ditanggung para pemegang saham meningkat maka pemegang saham tersebut akan menuntut return yang lebih tinggi, sehingga ada hubungan yang positif antara risiko dan return suatu saham. Dengan demikian suatu perusahaan yang memiliki *Debt Equity Ratio* tinggi ,return sahamnya akan lebih besar dari return saham perusahaan yang memiliki *Debt Equity Ratio* yang lebih rendah (Bhandari,1988). Berdasarkan pada teori-teori yang telah disebutkan diatas dan hasil para peneliti terdahulu maka dirumuskan hipotesis-hipotesis sebagai berikut:

- H1 : *Size* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap return saham (*common stock return*)
- H2 : Struktur modal mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap return saham (*common stock return*)
- H3 : Beta saham mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap return saham (*common stock return*)

2. Metode Penelitian

Untuk keperluan penelitian ini, data yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta, terdiri dari neraca, perhitungan rugi laba. Sumber data diperoleh dari:

Indonesian Capital Market Directory

JSX Fact Book

JSX Statistics tahunan

JSX Statistics bulanan

Laporan Keuangan Tahunan dari masing-masing emiten

Adapun periode pengamatan yang digunakan adalah tahun 2003 sampai dengan tahun 2007. Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang

terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang aktif dalam perdagangan di pasar reguler yaitu berdasarkan pada frekuensi perdagangannya. Diambil 55 saham teraktif dengan laporan keuangan lengkap yang diperlukan selama periode pengamatan.

Analisis dilakukan dalam penelitian ini terdiri dua tahap, dimana tahap pertama akan dilakukan untuk menganalisis nilai beta saham individual perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel dengan menggunakan pengujian time series regression. Sedangkan tahap kedua analisis bertujuan untuk membuktikan hipotesis pertama, hipotesis kedua, dan hipotesis ketiga yaitu pengujian dengan *cross sectional regression* melalui tiga langkah yaitu dengan dan tanpa memasukkan variabel kontrol beta saham dan size dengan menggunakan model Bhandari (1988) sebagai berikut:

$$r_{it} = Y_{0i} + Y_{1i} \text{LTEQ}_i + Y_{2i} \text{BETA}_i + Y_{3i} \text{DER} + e_{it} \dots\dots (1)$$

dimana:

- r_{it} : return saham (stock return)
- Y_{0i} : konstanta
- $Y_{1i}-Y_{3i}$: koefisien regresi untuk variabel bebas
- LTEQ : Logaritma natural saham beredar .variabel ini sebagai proksi size
- BETA : Beta saham
- DER_i : Debt Equity Ratio, variabel ini sebagai proksi struktur modal
- E_{it} : error term

3. Hasil dan pembahasan

Analisis regresi time series dilakukan untuk memperoleh nilai Beta saham . Nilai Beta saham diperoleh dengan cara meregresikan antara tingkat keuntungan suatu saham dengan tingkat keuntungan portfolio pasar. Lima puluh lima saham perusahaan digunakan dalam pengujian. Untuk itu diperlukan 55 kali pengujian untuk memperoleh nilai beta saham perusahaan dengan menggunakan program SPSS release 7,5. Sehingga dari 55 kali pengujian tersebut menghasilkan 55 nilai beta saham dimana masing- masing nilainya ada yang signifikan dan tidak signifikan seperti ditunjukkan pada tabel 1 berikut:

Untuk mengetahui signifikansi koefisien Beta (*beta coefficients*) masing-masing saham perusahaan dilakukan dengan membagikan antara koefisien regresi.

(β) dengan koefisien Standard error sedangkan tingkat signifikansi dalam uji t-test adalah membandingkan antara t- hitung yang diperoleh dengan t- tabel. Apabila t- hitung yang diperoleh lebih besar dari t- tabel menunjukkan signifikan. Atau dapat pula dilihat dari nilai probabilitasnya harus kurang dari level significantnya

($\alpha = 5 \%$). Hasil pengujian menunjukkan bahwa dari kelimpuluh lima beta saham tersebut hanya empat puluh tujuh saham mempunyai nilai beta signifikan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai beta tertinggi dimiliki oleh perusahaan Gajah Tunggal dengan nilai Beta sebesar 2,480 sedangkan nilai Beta saham terendah dimiliki oleh perusahaan Eka Dharma dengan nilai Beta saham sebesar 0.071. Berdasarkan uji signifikansi yang telah dilakukan diperoleh delapan saham yang mempunyai nilai Beta tidak signifikan. Delapan saham perusahaan ini tidak diikutsertakan sebagai sampel dalam analisis regresi selanjutnya karena tidak bisa digunakan untuk memprediksikan nilai yang akan datang. Sedangkan keempat puluh tujuh saham perusahaan yang mempunyai nilai Beta signifikan dan positif ini

selanjutnya digunakan sebagai salah satu variabel bebas (Beta saham) untuk analisis kedua yaitu menguji pengaruhnya terhadap return saham.

Tabel 1

Nilai Beta dan Probabilitas Hasil Regresi antara Return saham individual dengan Return saham pasar

No	Saham	Beta	Prob	No	Saham	Beta	Prob
1	AKPI	1.020*	0.002	29	KBLI	1.223*	0.001
2	ALKA	0.284	0.151	30	KKGI	1.098*	0.044
3	AQUA	0.820*	0.002	31	KLBF	1.646*	0.000
4	ARGO	0.711*	0.000	32	LPLD	1.276*	0.041
5	ASTI	-1.480	0.979	33	MLPL	1.358*	0.000
6	BAT	1.367*	0.036	34	MPPA	1.702*	0.001
7	BATA	0.669	0.157	35	MLTB	1.133*	0.003
8	BRNA	1.527*	0.000	36	MERC	1.712*	0.000
9	CNTX	1.389*	0.000	37	MYOR	1.559*	0.007
10	DNPS	0.921*	0.037	38	NIPRS	0.777*	0.004
11	EKA	0.071	0.010	39	PDFC	0.928*	0.002
12	GGR	1.417*	0.000	40	PBPN	1.045*	0.000
13	GJTL	2.408*	0.000	41	SCCO	1.611*	0.000
14	GRIV	0.841*	0.000	42	SMCB	0.196	0.769
15	HDTX	1.177*	0.041	43	SMGR	0.639	0.148
16	HMSP	1.280*	0.004	44	SQBI	1.187*	0.000
J7	IIGS	0.442*	0.000	45	SUBA	0.820*	0.002
18	INCI	1.298*	0.000	46	TMBS	1.810*	0.000
19	INCO	0.552*	0.005	47	TKIM	1.238*	0.003
20	INDR	0.802*	0.031	48	TPFC	0.884'	0.007
21	IGAR	1.219*	0.001	49	TRPK	0.279*	0.030
22	INKP	1.264*	0.011	50	TRST	0.781*	0.010
23	INRU	0.701*	0.017	51	UNIC	1.241*	0.001
24	INTN	.0.152*	0.030	52	ULTJ	1.526'	0.001
25	JEMB	1.542*	0.000	53	UNTR	1.993*	0.001
26	JIH	0.644	0.164	54	VOCKS	1.512*	0.000
27	JPFA	1.165*	0.000	55	RDVVT	0.135	0.604
28	JPRS	1.106*	0.033				

*Significant pada tingkat 5%

Sumber: hasil penelitian

Analisis *regresi cross sectional* dengan metode kuadrat terkecil (*Ordinary Least Square*) untuk menguji pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan model yang dikembangkan Bhandari (1988) sesuai dengan rumus tersebut diatas. Pengujian hipotesis ini mempergunakan saham yang mempunyai nilai Beta signifikan. Dengan demikian sampel yang digunakan tidak lagi 55 saham melainkan 47 saham dalam analisis *cross sectional regression* ini.

Tiga variabel yang diharapkan akan mempengaruhi return saham adalah ukuran perusahaan dengan proksi LTEQ, risiko sekuritas dengan proksi BETA, dan struktur modal

dengan proksi DER. Uji -t dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas secara individu terhadap variabel tidak bebas. Sedangkan uji -F adalah untuk mengetahui apakah ketiga variabel secara bersama-sama mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel tak bebas. Adapun langkah-langkah yang ditempuh adalah:

Menghitung *size*. Adapun variabel *size* yang digunakan sebagai proksi adalah Logaritma natural jumlah saham yang beredar (LTEQ) yaitu jumlah saham yang beredar dikalikan harga saham kemudian dilogkan.

Mengestimasi nilai Beta saham (BETA) sebagai proksi dari risiko saham, telah dilakukan pada tahap pertama diatas.

Menghitung rata-rata *Debt Equity Ratio* (DER), yaitu dengan membandingkan antara hutang dengan equity.

Berdasarkan pada model Bhandari (1988) tersebut diatas , dilakukan 3 langkah pengujian sebagai berikut:

a. Tanpa memasukkan variabel kontrol

Melakukan regresi antara return saham sebagai variabel terikat dan struktur modal dengan proksi DER sebagai variabel bebas sehingga persamaan tersebut berubah menjadi:

$$R_i = a_0 + a_1 \text{DER} + e_i \dots (2)$$

dimana,

- R_i = return
- a₀ = intersep
- a₁ = koefisien variabel bebas
- e_i = *disturbance term*
- DER = *Debt Equity Ratio*

Dengan menggunakan model persamaan (2) dan dibantu program SPSS release 7,5 maka diperoleh *output regression* dalam tabel.2. sebagai berikut:

Tabel 2
Hasil Pengujian antara Ri dengan DER

Independent var:	Nilai Koef:	Sign t- hitung:	Sign F- hitung:
(Constant)	-0.476	-2.326	0.024
DER	1.416	2.046	0.047

Sumber: hasil penelitian.

Uji statistik t dilakukan dengan mendasarkan hasil dari tabel diatas terdapat nilai t-hitung (sebesar 2.043) lebih besar dari t-tabel (sebesar 2.021). Hal ini menunjukkan bahwa koefisien regresi secara statistik signifikan dan H₀ ditolak artinya struktur modal mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap return saham Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Laxmi Chan Bhandari (1988) yang menunjukkan bahwa *debt equity ratio* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap return saham.

b. Dengan variabel kontrol Beta saham

Berdasarkan pada persamaan (2) tahap kedua ini dilakukan dengan cara memasukkan satu variabel kontrol Beta saham sehingga persamaan (2) tersebut berubah karena variabel bebasnya menjadi dua variabel yaitu DER dan BETA. Dengan demikian model persamaan regresi menjadi:

$$R_1 = a_0 + a_1 \text{ DER} + a_2 \text{ BETA} + e_i \dots (3)$$

dimana.

R = return

a_0 = intersep

a_1 a_2 = koefisien variabel bebas

DER = Debt Equity Ratio

BETA = Risiko saham (Beta saham)

Dengan menggunakan model persamaan (3) dan dibantu program SPSS release 7,5 maka diperoleh output regression dalam tabel 3 sebagai berikut:

Tabel 3

Hasil Pengujian dengan variabel kontrol Beta saham

Independent var:	Nilai Koef:	Sign t- hitung:	Sign F- hitung:
(Constant)	-0.488	-2.315	0.025
DER	1.476	2.022	0.049
Beta saham	-1.149	-0.289	0.774

Sumber: hasil penelitian

Dalam tabel analisis varians terdapat nilai F dari pengujian variabel-variabel tersebut adalah 2.087 dengan probabilita 0.136, hal ini digunakan untuk uji hipotesis dalam memprediksi kontribusi variabel-variabel DER dan BETA, terhadap return saham. Karena F-hitung (sebesar 2.087) lebih kecil dari F-tabel (sebesar 3.23) maka H_0 diterima. Karena H_0 diterima maka variabel DER dan beta saham tidak signifikan.

Dari hasil penelitian ini untuk variabel struktur modal dengan proksi DER (koefisien sebesar 1.476) mempunyai pengaruh positif terhadap return saham. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Laxmi Chan Bhandari (1988) dan hasil penelitian Benkato (1984) yang menunjukkan bahwa struktur modal mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Adapun hasil penelitian untuk variabel risiko saham dengan proksi BETA (dengan koefisien sebesar -5.690) mempunyai pengaruh negatif artinya bahwa semakin tinggi beta saham maka return sahamnya semakin rendah. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Laxmi Chan Bhandari (1988) dan hasil penelitian Amihud dan Mendelson (1989) yang menunjukkan bahwa risiko saham mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.

c. Dengan variabel kontrol size

Pengujian selanjutnya dengan cara memasukkan satu variabel kontrol ukuran perusahaan (size) dengan proksi LTEQ sehingga persamaan (3) diatas berubah menjadi sebagai berikut:

$$R_1 = a_0 + a_1 \text{ DER}_1 + a_2 \text{ LTEQ}_2 + e_1 \dots (4)$$

dimana.

R_1 = return saham

a_0 = intersep

$a_1 . a_2$ = koefisien variabel bebas

DER = *Debt Equity Ratio*

LTEQ = logaritma natural saham beredar

e_i = *disturbance term*

Dengan menggunakan model persamaan (4) yaitu memasukan satu variabel kontrol ukuran perusahaan (size) dengan proksi LTEQ dan dibantu program SPSS release 7,5 maka diperoleh output regression dalam tabel.4. sebagai berikut:

Tabel 4
Hasil Pengujian dengan variabel kontrol size

Independent var:	Nilai Koef:	Sign t- hitung:	Sign F- hitung:
(Constant)	-0.453	-2.193	0.034
DER	1.395	2.007	0.051
LTEC	-1.520	-0.922	0.361

Sumber: hasil penelitian

Tabel 4 tersebut menampilkan hasil pengujian dengan memasukkan satu variabel kontrol size. Dalam tabel analisis varians terdapat nilai F dari pengujian variabel-variabel tersebut adalah 2.505 dengan probabilita 0.093, hal ini digunakan untuk uji hipotesis dalam memprediksi kontribusi variabel- variabel DER dan L.TEQ, terhadap return saham. Karena F-hitung (sebesar 2.505) lebih "kecil dari F- tabel (3.23) maka H_0 diterima. Karena H_0 diterima maka variabel DER dan size tidak signifikan . Dari hasil penelitian ini untuk variabel struktur modal dengan proksi DER (koefisien sebesar 1.395) mempunyai pengaruh positif terhadap return saham. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Laxmi Chan Bhandari (1988) dan hasil penelitian Benkato (1984) yang menunjukkan bahwa struktur modal mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap return saham. Adapun hasil penelitian untuk variabel size dengan proksi LTEQ (dengan koefisien sebesar -1.520) mempunyai pengaruh negatif namun tidak signifikan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Amihud dan Mendelson (1989) yang menunjukkan bahwa size mempunyai pengaruh negatif terhadap return saham.

Dari hasil perhitungan tahap pertama sampai dengan tahap ketiga dapat disimpulkan bahwa tingkat signifikansi untuk DER dari 0.047 (tanpa variabel kontrol) menurun menjadi sebesar 0.049 (dengan variabel kontrol beta saham). Selanjutnya dengan memasukkan variabel kontrol size tingkat signifikansinya juga menurun yaitu dari 0.047 menjadi 0.051. Adapun tingkat signifikansi beta saham sebesar 0.304, dan tingkat signifikansi untuk size sebesar 0.656 hal ini menandakan bahwa variabel-variabel kontrol tersebut mempunyai pengaruh terhadap return saham (R_i) namun tidak signifikan. Hasil tersebut tidak konsisten dengan studi penelitiannya Laxmi Chan Bhandari (1988) bahwa kedua variabel kontrol tersebut mempunyai pengaruh positif signifikan. Sehingga dari ketiga langkah pengujian

tersebut pada langkah pengujian pertama saja yang memberikan hasil yang signifikan.

Dari hasil penelitian ini untuk variabel struktur modal dengan proksi DER (koefisien sebesar 1.476) mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Laxmi Chan Bhandari (1988) dan hasil penelitian Benkato (1984) yang menunjukkan bahwa struktur modal mempunyai hubungan positif terhadap return saham.

Berdasarkan uraian diatas maka dapat terjawab permasalahan dalam penelitian ini yaitu struktur modal mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap return saham. Dengan demikian selain beta saham ternyata debt equity ratio mampu menjelaskan perilaku return saham.

5. Kesimpulan, Keterbatasan, dan Saran

Berdasarkan analisis hasil penelitian di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis yang diajukan. Penelitian ini memperluas penelitian sebelumnya dalam teori portfolio bahwa selain beta saham ternyata *size* dan *debt* dapat digunakan sebagai pengukur risiko saham. Penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah ada faktor lain selain beta saham yang mempengaruhi *common stock returns*. Pengujian dilakukan dalam dua tahap. Pertama, pengujian terhadap 55 sampel perusahaan yang go-public dan telah terdaftar mulai tahun 2003 hingga 2007, dengan menggunakan kriteria *Capital Assets Pricing Models* untuk mencari nilai beta positif signifikan. Kelima puluh lima pengujian ini menghasilkan 47 nilai beta positif signifikan. Kedua, pengujian tidak lagi menggunakan 55 sampel melainkan hanya 47 sampel dari hasil pengujian tahap pertama. Pengujian tahap kedua ini dilakukan untuk mengetahui hubungan antara *beta*, *size*, *debt* dengan *stock returns*. Dimana variabel beta dan *size* digunakan sebagai variabel kontrol. Pengujian tahap kedua ini dilakukan melalui tiga langkah yaitu tanpa memasukkan variabel kontrol, dengan variabel kontrol beta, dan dengan variabel kontrol *size*. Langkah pertama menguji pengaruh struktur modal terhadap stock return, hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif signifikan antara *debt* dengan *stocks returns*. Langkah kedua memasukkan variabel kontrol beta untuk menguji pengaruh struktur modal terhadap stock return, hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif signifikan antara *debt* dengan *stocks returns*. Langkah terakhir memasukkan variabel kontrol *size* untuk menguji pengaruh struktur modal terhadap stock return, hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif signifikan antara *debt* dengan *stocks returns*. Dengan demikian selain beta saham ternyata *debt* mempunyai hubungan positif signifikan dengan return saham.

Penelitian ini mengandung kelemahan-kelemahan. Pertama, sampel yang diambil hanya 60 perusahaan dan penyampelannya tidak acak melainkan berdasarkan urutan nomor listing. Kedua, klasifikasi perusahaan yang dijadikan sampel tidak digunakan misal perusahaan jasa atau manufaktur.

Penelitian ini, terlepas dari keterbatasan yang dimiliki, diharapkan dapat bermanfaat sebagai bahan pertimbangan dalam praktik berinvestasi di Bursa Efek Jakarta terutama dalam mempertimbangkan risiko yang ditanggung dan return yang diperoleh, sedangkan bagi perusahaan diharapkan dapat sebagai bahan pertimbangan financing decision yang berkaitan dengan pihak luar perusahaan. Penelitian yang akan datang sebaiknya dilakukan dengan

menggunakan sampel yang lebih banyak, dan mempertimbangkan klasifikasi perusahaan.

Daftar Pustaka

- Arbuckle, J. 2007. Amos Version 3.6. Chicago, IL : SmallWarters Corporation.
- Ananta.. Aris., 1987. *Landasan Ekonometrika*, Jakarta : PT Gramedia
- Arief, Sritua., 2003. *Metodologi Penelitian Ekonomi*. Jakarta : Penerbit Universitas Indonesia
- Brigham, Eugene F., 200. *Intermediate Financial Management*. Tifth Edition. The Dryden Press
- Bayles, M. E., and Dilz, J.D., 2004. *Secuties Offerings an Capital Structure Theory*. Journal of Business Finance & Accounting, January.
- Durand. D. 1989. Afterthought on a Controversy with MM, Plus New Thought on Growth and The Cost of Capital, *Financial Management, Summer*
- Gordon, MJ., 1989. Corporate Finance Underthe MM Theorems, *Finance Management, Summer*
- Hair. J F., Jr., R. E. Anderson, R.L. Tatham, and W.C. Black.2002. *Multivariate Data Analysis with Readings*. Indianapolis, IN: Macmillan Publishing Company.
- Homaifar, G., Zeitz, J., and Benkato, O., 2004. An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence, *Journal of Business Finance & Accounting*, Januari
- Husnan, S., 2004. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisa Sekuritas*, Edisi Kedua, Penerbit: UPP AMP YKPN
- Husnan, S., and Theobald, M., 2003. *Return Gener- ating Processes, Factor Models and Asset Pricing in The Indonesian Stock Market*, Mimeo, The University of Brimingham, UK
- Hariato Farid., Sudomo Siswanto., 1998. *Perangkat Dan Teknik Analisa Investasi di PasarMo- dal Indonesia*, Penerbit : Bursa Efek Jakarta
- Harris, R. S., and Of brien, T. J., and Wakeman, D., 1989, Divisional Cost of Capital estimation forMulti-Industry Firms, *Financial Management, Spring*
- Kulkarani, Power and Shannon., 2001, The Use Of Segment Earnings Betas in The Formation of Divisional Hurdle Rates, *Journal of Business Finance & Accouting*, June
- Laxmi, Chand, Bhandari., 1988. Debt Equity Ratio and Expected Common Stock Returns : Empirical Evidence, *Journal of Finance*, June
- OiHanlon, J., 2001, Relationship in Time Between Annual Accounting Return And Annual Stock Market Return In The UK, *Journal of Business Finance & Accounting*, April
- Prasetiadi.R.A., 2007, *Analisis Struktur Modal Perusahaan Studi Kasus Perusahaan-perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta 2002-2005*, Skripsi Tidak Dipublikasikan, Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada
- Schall, Lawrence D., Charles W. Haley., 1983. *Intro- duction to Financial Management*, Third edition, New York : Mc Graw Hill Inc.
- Sjahrir., 2005. *Analisis Bursa Efek*. Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama
- Titman, S., and Wessels, R., 1988. The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, Mart