

BAB II

TINJAUAN PUTAKA

Penelitian Sebelumnya

Pengujian regresi linier berganda yang dilakukan oleh Auliyah (2006), pada *return* saham syariah menghasilkan F hitung sebesar 1,589 dengan tingkat signifikansi 11,6 % dan pada beta saham syariah menghasilkan F hitung sebesar 6,229 dengan tingkat signifikansi 0%. Hal ini berarti variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro tidak berpengaruh secara signifikan pada tingkat 5% terhadap *return* saham syariah tetapi berpengaruh secara signifikan pada tingkat 5% terhadap beta saham syariah. Pengujian regresi secara parsial dengan *t test* menunjukkan bahwa tidak ada satu pun variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro berpengaruh secara signifikan pada *return* saham syariah, sedangkan variabel-variabel karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro terhadap beta saham saham yang mempunyai pengaruh signifikan pada tingkat 5% adalah *cyclicality*, kurs rupiah terhadap dollar dan Produk Domestik Bruto (PDB).

Penelitian dengan objek pasar modal syariah juga dilakukan oleh Aruzzi dkk. (2003). Tujuan penelitian ini dilakukan untuk mengetahui sejauh mana variabel tingkat suku bunga, rasio profitabilitas dan beta akuntansi dapat mempengaruhi risiko sistematis saham syariah yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) di Bursa Efek Jakarta secara bersama – sama ataupun secara parsial pada periode pengamatan yang diambil dalam penelitian tersebut. Adapun objek yang diteliti adalah saham perusahaan yang termasuk dalam JII periode

Januari 2001 – Desember 2002. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara bersama – sama maupun parsial variabel tingkat suku bunga, rasio profitabilitas dan beta akuntansi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap beta saham syariah. Koefisien determinasi adalah sebesar 7,1 %, ini berarti variabel – variabel tingkat suku bunga, rasio profitabilitas dan beta akuntansi hanya dapat menjelaskan beta saham syariah sebesar 7,1 %, sedangkan 92,9 % dijelaskan oleh variabel – variabel lain.

Berdasarkan hasil penelitian – penelitian tersebut maka menarik untuk diteliti kembali dengan variabel – variabel lain yang belum diuji pada penelitian sebelumnya tersebut yaitu leverage operasi dan leverage keuangan sebagai variabel independen terhadap beta saham syariah.

Qiyam (2007) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa secara *cross-sectional*, hubungan antara *financial leverage* dengan risiko sistematis akan lebih kuat ketika *size* perusahaan adalah relatif lebih kecil dari perusahaan lain; dan sebaliknya, hubungan antara *financial leverage* dengan risiko sistematis akan kurang kuat ketika *size* perusahaan relatif lebih besar dari perusahaan lain. Namun hubungan antara *financial leverage* dengan risiko sistematis akan negatif dan lebih kuat ketika perusahaan termasuk dalam kelompok industri yang relatif lebih homogen dari perusahaan lain; dan sebaliknya, hubungan antara *financial leverage* dengan risiko sistematis akan positif dan menjadi kurang kuat ketika perusahaan termasuk dalam kelompok industri yang kurang homogen dari yang lain. Sedangkan hubungan antara *financial leverage* dengan risiko sistematis menjadi kuat ketika ada pengaruh yang signifikan *operating leverage* yang

semakin tinggi berhasil didukung bukti empiris ketika menggunakan model interaksi. Namun, koefisien variabel *financial leverage*, *operating leverage* dan industri pada *main-effect* ternyata masih tidak konsisten tandanya, meskipun hasilnya signifikan.

Pada penelitiannya Qiyam (2007), variabel independennya hanya leverage keuangan sedangkan leverage operasinya dijadikan sebagai variabel moderate, sedangkan pada penelitian saya, baik leverage keuangan maupun leverage operasi dijadikan sebagai variabel independen dengan model regresi linier berganda. Selain itu hasil penelitiannya Qiyam (2007) pada kesimpulannya mengatakan bahwa koefisien variabel *financial leverage*, *operating leverage* dan industri pada *main-effect* ternyata masih tidak konsisten tandanya.

Landasan Teori

Pengertian Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah adalah pasar modal yang dijalankan dengan konsep syariah, di mana setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi sesuai dengan basis syariah (Auliyah : 2006). Jadi pada pasar modal syariah dalam semua kegiatan transaksinya harus terlepas dari hal - hal seperti : riba , perjudian dan lain – lain.

Pasar modal syariah secara resmi diluncurkan pada tanggal 14 Maret 2003 bersamaan dengan penandatanganan MOU antara BAPEPAM-LK dengan Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN – MUI).

Walaupun secara resmi diluncurkan pada tahun 2003, namun instrumen pasar modal syariah telah hadir di Indonesia pada tahun 1997. Hal ini ditandai dengan peluncuran Danareksa Syariah pada 3 Juli 1997 oleh PT. Danareksa Investment Management. Selanjutnya Bursa Efek Indonesia berkerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan Jakarta Islamic Index pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah. Dengan hadirnya indeks tersebut, maka para pemodal telah disediakan saham-saham yang dapat dijadikan sarana berinvestasi dengan penerapan prinsip syariah.

Perkembangan selanjutnya, instrumen investasi syariah di pasar modal terus bertambah dengan kehadiran Obligasi Syariah PT. Indosat Tbk pada awal September 2002. Instrumen ini merupakan obligasi syariah pertama dan dilanjutkan dengan penerbitan obligasi syariah lainnya. Pada tahun 2004, terbit untuk pertama kali obligasi syariah dengan akad sewa atau dikenal dengan obligasi syariah Ijarah.

Selanjutnya, pada tahun 2006 muncul instrumen baru yaitu Reksa Dana Indeks dimana indeks yang dijadikan sebagai *underlying* adalah Indeks JII.

Pengertian Saham Syariah

Saham merupakan surat berharga yang merepresentasikan penyertaan modal kedalam suatu perusahaan. Saham syariah merupakan salah satu bentuk dari saham biasa yang memiliki karakteristik khusus berupa kontrol yang ketat dalam hal kehalalan ruang lingkup kegiatan usaha (Auliyah : 2006).

Di Indonesia, prinsip-prinsip penyertaan modal secara syariah tidak diwujudkan dalam bentuk saham syariah maupun non-syariah, melainkan berupa pembentukan indeks saham yang memenuhi prinsip-prinsip syariah. Dalam hal ini, di Bursa Efek Indonesia terdapat Jakarta Islamic Indeks (JII) yang merupakan 30 saham yang memenuhi kriteria syariah yang ditetapkan Dewan Syariah Nasional (DSN). Indeks JII dipersiapkan oleh PT Bursa Efek Indonesia (BEI) bersama dengan PT Danareksa Investment Management (DIM).

Jakarta Islamic Index dimaksudkan untuk digunakan sebagai tolok ukur (*benchmark*) untuk mengukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah. Melalui indeks ini diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan investasi dalam ekuiti secara syariah.

Jakarta Islamic Index terdiri dari 30 jenis saham yang dipilih dari saham-saham yang sesuai dengan Syariah Islam. Penentuan kriteria pemilihan saham dalam Jakarta Islamic Index melibatkan pihak Dewan Pengawas Syariah PT Danareksa Investment Management.

Saham-saham yang masuk dalam Indeks Syariah adalah emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan syariah seperti :

1. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
2. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
3. Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.

4. Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan/atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Selain kriteria diatas, dalam proses pemilihan saham yang masuk JII Bursa Efek Indonesia melakukan tahap-tahap pemilihan yang juga mempertimbangkan aspek likuiditas dan kondisi keuangan emiten, yaitu:

1. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan (kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar).
2. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun berakhir yang memiliki rasio Kewajiban terhadap Aktiva maksimal sebesar 90%.
3. Memilih 60 saham dari susunan saham diatas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (*market capitalization*) terbesar selama satu tahun terakhir.
4. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.

Pengkajian ulang akan dilakukan 6 bulan sekali dengan penentuan komponen index pada awal bulan Januari dan Juli setiap tahunnya. Sedangkan perubahan pada jenis usaha emiten akan dimonitoring secara terus menerus berdasarkan data-data publik yang tersedia

Pengertian Risiko Sistemik Saham

Jones (2000) dan Hartono (2000) membagi jenis risiko yang dihadapi pemodal yaitu *unsystematic risk*, merupakan risiko yang mempengaruhi satu

perusahaan dan *systematic risk* , merupakan risiko yang mempengaruhi semua perusahaan.

Menurut Setiawan (2003), risiko sistematis merupakan risiko yang dihadapi investor yang tidak dapat dieliminir dan terdapat pada semua jenis saham dan portofolio. Risiko sistematis dinyatakan dengan beta. Beta merupakan ukuran volatilitas return sekuritas atau portofolio dengan return pasar. Semakin tinggi fluktuasi antara return sekuritas dengan return pasar, maka semakin tinggi nilai beta.

Pengertian Leverage Operasi

Menurut Weston (1994:379) leverage operasi menunjukkan seberapa besar biaya tetap digunakan dalam operasi perusahaan. Jika sebagian besar dari total biaya perusahaan adalah berupa biaya tetap , maka dikatakan bahwa leverage operasi tinggi.

Dalam istilah bisnis, tingkat leverage operasi yang tinggi , sementara hal – hal lain konstan, menandakan bahwa perubahan relatif kecil dalam penjualan akan mengakibatkan perubahan laba operasi yang relatif besar.

Pengertian Leverage Keuangan

Menurut Weston (1994:154) leverage keuangan adalah suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan. Dengan utang dan saham preferen, perusahaan membebankan seluruh risiko bisnis kepada pemegang saham.

Hubungan Antara Leverage Operasi dan Leverage Keuangan dengan Risiko Sistemik Saham

Penelitian Bowman (1979) dalam Aruzzi (2003) dilakukan untuk mengetahui hubungan teoritis antara risiko sistemik dengan variabel – variabel keuangan seperti leverage , beta akuntansi, *asset size* dan *growth*. Hasil penelitian ini adalah adanya suatu hubungan teoritis antara leverage dan beta akuntansi dengan risiko sistemik. Selain itu secara teoritis bahwa risiko sistemik bukan merupakan suatu fungsi dari *growth* maupun *size*.

Lebih lanjut penelitian Chung (1989) dalam Aruzzi (2003) meneliti pengaruh *financial leverage*, *operating leverage* dan risiko bisnis secara bersama-sama terhadap beta saham biasa. Kesimpulan dalam penelitian ini adalah *financial leverage* dan *operating leverage* merupakan faktor utama yang mempengaruhi beta saham, begitu pula dengan risiko bisnis yang merupakan faktor penting yang mempengaruhi beta saham. Sehingga dari penelitian ini dapat menjelaskan bahwa terdapat pengaruh bersama-sama antara *operating leverage* dan *financial leverage* terhadap risiko sistemik saham biasa.

Weston (1994:143) mengatakan bahwa suatu perusahaan dapat mempengaruhi risiko pasar atau betanya dengan mengubah komposisi aktivitya atau dengan menggunakan utang sebagai sumber pembiayaannya. Dari pernyataan ini dapat kita amati bahwa sesungguhnya resiko pasar atau resiko sistemik meskipun dalam kenyataannya tidak bisa dieliminasi dengan diversifikasi karena kebanyakan dipengaruhi oleh faktor eksternal, akan tetapi risiko ini kemungkinan juga dapat dipengaruhi oleh komposisi / struktur modal perusahaan itu sendiri.

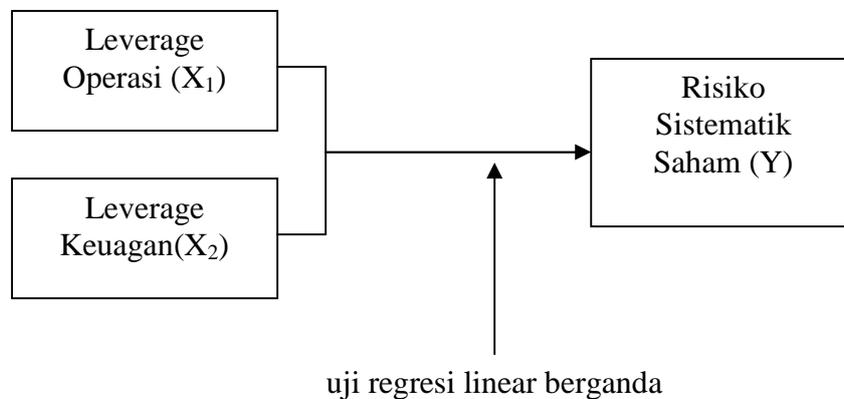
Husaini (2003) mengatakan bahwa perubahan risiko dan *return* akan berdampak pada kepercayaan investor dan respon investor terhadap perusahaan. Perubahan kepercayaan dan respon investor ini akan berpengaruh pada perubahan harga saham yang akhirnya mempengaruhi beta pasar dan *variance return* saham perusahaan. Dengan mengasumsikan bahwa tidak terdapat transaksi keuangan lainnya seperti penawaran obligasi, maka penawaran saham tambahan akan mempengaruhi leverage keuangan.

Leverage operasi (*operating leverage*) merupakan biaya tetap dalam operasi perusahaan yang dikaitkan dengan penggunaan aktiva tetap. *Leverage* operasi terjadi pada saat perusahaan menjalankan operasinya dengan menggunakan aktiva tetap, seperti mesin-mesin dan peralatan produksi, sehingga menimbulkan biaya yang bersifat tetap seperti biaya penyusutan dan perawatan (*maintenance*). Dengan mengetahui besarnya *leverage* operasi, perusahaan dapat menentukan berapa besar proporsi hutang yang harus digunakan. Perusahaan dengan *leverage* operasi yang tinggi menunjukkan adanya kemungkinan resiko bisnis yang tinggi, sehingga juga menunjukkan adanya kemungkinan bahwa perusahaan kurang prospektif. Hal ini dapat berpengaruh terhadap harga saham yang pada akhirnya juga mempengaruhi beta saham perusahaan tersebut.

Kerangka Berpikir

Dalam kerangka berpikir ini terdapat dua variabel independen yaitu leverage operasi dan leverage keuangan yang akan diuji pengaruhnya terhadap variabel dependen yaitu risiko sistematis saham dengan menggunakan uji regresi linear berganda baik secara parsial maupun secara simultan.

Gambar 2.1. Kerangka Berpikir Penelitian



Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan penelitian, penelitian terdahulu serta landasan teori yang digunakan dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

1. Leverage operasi dan leverage keuangan secara simultan berpengaruh terhadap risiko sistematis saham syariah.
2. Leverage operasi dan leverage keuangan secara parsial berpengaruh terhadap risiko sistematis saham syariah.