

PENGUJIAN DAMPAK *LEVERAGE* TERHADAP RISIKO SISTEMATIK PERUSAHAAN (STUDI PADA BANK SYARIAH DI BURSA EFEK INDONESIA)

Ruhadi¹, Budhi Pamungkas Gautama²

¹Ruhadi, Program Studi Magister Terapan Keuangan dan Perbankan, Jurusan Akuntansi, Politeknik Negeri Bandung, Bandung, Indonesia

²Budhi Pamungkas Gautama, Program Studi Manajemen, Fakultas Pendidikan Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pendidikan Indonesia, Bandung, Indonesia

ruhadi@polban.ac.id, budhipamungkas@upi.edu

Abstract

Islamic financial institutions are not allowed by syar'i to use interest-based debt. Interest as a fixed cost component originating from the aspect of meeting financial leverage (financial leverage) will have implications for the company's systematic risk. On this basis, this study aims to examine how the impact of leverage (on Islamic financial institutions which normatively does not have financial leverage) on the systematic risk of companies. This study uses data derived from Islamic bank financial reports for the period 2014 - 2018, which are listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) which is summarized in the ICMD. The data analysis technique uses regression analysis with partial least square (PLS) to get an overview of the relationship and impact of leverage on company systematic risk (β). The results of this study found that the level of leverage simultaneously, namely; Operational leverage (DOL), statistically does not have a significant effect on company systematic risk, while financial leverage (DFL) has a statistically significant and negative effect on company systematic risk.

Keywords: *leverage; degree of operating leverage; degree of financial leverage; company systematic risk.*

Abstrak

Lembaga keuangan syariah tidak diperkenankan secara syar'i untuk menggunakan hutang yang berbasis bunga. Bunga sebagai komponen biaya tetap yang bersumber dari aspek pemenuhan kebutuhan pendanaan (*financial leverage*) akan memiliki implikasi pada risiko sistematis perusahaan. Dengan dasar itulah penelitian ini bertujuan untuk mengkaji bagaimana dampak dari *leverage* (pada lembaga keuangan syariah yang secara normatif tidak memiliki *leverage* keuangan) terhadap risiko sistematis perusahaan. Studi ini menggunakan data yang berasal dari laporan keuangan bank syariah periode 2014 – 2018, yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) yang terangkum dalam ICMD. Teknik analisis data menggunakan analisis regresi dengan *partial least square* (PLS) untuk mendapatkan gambaran relasi dan dampak dari *leverage* terhadap risiko sistematis perusahaan (β). Hasil dari penelitian ini menemukan bahwa tingkat *leverage* secara simultan yaitu; *leverage* operasi (DOL), secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis perusahaan, sedangkan *leverage* finansial (DFL) secara statistik berpengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko sistematis perusahaan.

Kata kunci : *leverage; degree of operating leverage; degree of financial leverage; risiko sistematis perusahaan.*

Corresponding author : ruhadi@polban.ac.id

History of article: Received: September 2020, Revised: November 2020, Published: Januari 2021

PENDAHULUAN

Pentingnya mengetahui realitas relasi antara *leverage* dengan risiko sistematis perusahaan yaitu untuk menunjukkan bahwa risiko sistematis yang diakibatkan oleh proses operasi perusahaan. Pada skala mikro, relasi antara keputusan operasi dengan risiko sistematis berupa risiko harga saham sangat penting, mengingat harga saham yang terjadi di pasar merupakan perwujudan dari tujuan pengelolaan keuangan perusahaan yaitu mensejahterakan pemilik perusahaan. Sedangkan dari sisi investor relasi kedua hal ini dapat meningkatkan kemampuan investor dalam memperkirakan risiko saat memilih portofolio investasinya berdasarkan faktor fundamental perusahaan.

Peningkatan biaya tetap akan meningkatkan *break even point* (BEP) bila harga jual tetap dan biaya variabel per-unit juga tetap. Apapun yang terjadi dengan peningkatan biaya tetap perusahaan bertujuan mengurangi biaya variabel perunit. Contoh GM mengotomatisasikan pabrik assemblingnya dengan robot, biaya tetap (depresiasi, biaya pemeliharaan dan porsi biaya energi) meningkat, tetapi biaya variabel (biaya tenaga kerja langsung) perunit mobil yang diproduksi menurun. Dengan meningkatkan biaya tetap untuk mengganti biaya variabel, perusahaan akan mendapatkan laba yang besar pada level penjualan yang tinggi. Sebaliknya dari keuntungan tersebut, penggantian biaya variabel dengan biaya tetap dapat menyebabkan kerugian yang besar pada level penjualan rendah. Dengan kata lain biaya tetap yang meningkat akan menyebabkan potensi risiko dan laba meningkat.

Penggunaan biaya tetap menghasilkan *leverage*, yakni kekuatan perubahan penjualan dalam merubah laba pada tingkat yang lebih besar. Contoh jika penjualan meningkat dengan 7 persen maka perusahaan yang memiliki *leverage* akan memiliki suatu peningkatan laba yang lebih besar dari 7 persen. Perusahaan tanpa *leverage* akan memiliki perubahan laba

sama dengan persentase perubahan penjualan. *Leverage* berasal dari dua aspek manajemen keuangan perusahaan, yaitu aspek investasi (*operating leverage*) dan aspek pendanaan (*financial leverage*).

1. *Operating leverage* meningkat dari penggunaan biaya tetap operasi. Penggantian tenaga kerja manusia dengan mesin akan meningkatkan biaya operasi tetap (depresiasi dan pemeliharaan) dan *leverage* operasi.
2. *Financial leverage* meningkat dari penggunaan biaya tetap finansial. Penggantian ekuitas dengan hutang (saham preferen) akan meningkatkan biaya tetap finansial, bunga dan *leverage* finansial.

Secara umum ada dua jenis risiko yang dihadapi dunia usaha. Pertama adalah risiko tidak sistematis yakni risiko yang dapat dihilangkan dengan diversifikasi usaha, kedua adalah risiko sistematis yakni risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi usaha, misalnya risiko pasar tidak mungkin dihindari oleh perusahaan karena pasti akan berlaku pada semua perusahaan. Setiap korporasi memiliki masing-masing risiko sistematisnya sendiri. (J. J. Jones, 1991) Beta adalah ukuran relatif dari risiko sistematis saham individu perusahaan terkait dengan pasar secara umum yang diukur berdasarkan pendapatan atau *return* saham. (Syamsuddin, 2011) Setiap saham memiliki sensitivitas yang tidak sama terhadap perubahan pasar. Saham dengan koefisien beta sama dengan satu berarti memiliki risiko sama dengan risiko pasarnya, sedangkan jika beta berkoefisien lebih besar dari satu artinya harga saham tersebut sangat sensitif terhadap perubahan harga pasarnya dan bila koefisiennya lebih kecil dari satu berarti saham tersebut kurang sensitif terhadap perubahan pasarnya. Dengan demikian beta merupakan pengukur fluktuasi *return* saham perusahaan tertentu terhadap *return* saham pasar, sehingga makin tinggi risiko pasar semakin tinggi pula *return* yang diharapkan investor.

Mengacu pada uraian di atas maka dapat dikatakan bahwa secara teoritis penggunaan biaya tetap operasi perusahaan yang makin tinggi akan berakibat pada makin tingginya risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan, demikian juga dengan makin besar penggunaan biaya tetap yang bersumber dari pendanaan, maka risiko yang dihadapi perusahaan juga akan meningkat. Kendati demikian secara empirik mungkin berbeda antara satu industri dengan industri lainnya.

Penelitian Bram menemukan bahwa *degree of operating leverage* (DOL) dan *degree of financial leverage* (DFL) tidak berpengaruh terhadap risiko sistematis perusahaan dalam industri sektor pertambangan (B. Hadianto & L. T. Tjun, 2009). Demikian juga temuan (R. Yulianti & Zuhrohtun, 2016) menunjukkan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan dari DOL terhadap risiko sistematis perusahaan pada industri dasar kimia. Utami dan Dina Aprilia dalam penelitiannya menemukan bahwa ada pengaruh positif dan signifikan baik secara simultan maupun parsial dari DOL dan DFL terhadap risiko sistematis perusahaan pada sektor industri keuangan di BEI. Penelitian yang dilakukan di perusahaan publik BEI, oleh (Sufiyati & A. Na'im, 1999) memperlihatkan bahwa *leverage* finansial (DFL) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap beta ketika *leverage* diukur dengan EBIT dan tidak ada pengaruh ketika diukur dengan NOI.

Mengacu pada beberapa temuan penelitian tersebut nampak bahwa relasi antara *leverage* dengan risiko sistematis perusahaan tidak pernah konsisten sesuai dengan teori, bisa tidak punya relasi, ada relasi positif dan ada juga relasi yang negatif. Variasi ini tergantung pada jenis industri dan karakteristik perusahaan. Berdasarkan pada temuan-temuan tersebut peneliti kali ini mencoba mengkaji pada jenis industri yang memiliki karakteristik yang unik yaitu bank syariah. Disebut unik mengingat industri ini relatif baru dan memiliki karakteristik *leverage* keuangan yang tidak

berbasis bunga (tidak memiliki hutang yang berbasis biaya tetap relatif besar dibanding industri lainnya). Dengan demikian, kebaharuan dari kajian ini adalah objek kajian yang selama ini menjadi dasar pembentuk teori yang ada. Diharapkan bahwa hasil kajian ini akan memberikan kontribusi pada kebaharuan teori yang spesifik pada *leverage* tanpa beban tetap finansial, dalam kaitannya dengan risiko sistematis. Karena secara teoritis bila beban tetap keuangan berkurang maka risiko juga akan lebih kecil. Penelitian terhadap relasi antara *leverage* dengan risiko sistematis perusahaan mungkin sudah banyak dikaji oleh banyak peneliti, tetapi umumnya terhadap objek kajian berupa industri konvensional baik industri manufaktur maupun keuangan, sedangkan terhadap objek syariah yang menganut *leverage* yang tidak berbasis beban tetap, relatif masih jarang. Dengan demikian pertanyaan penelitian yang relevan diajukan pada kajian ini, terkait dengan kekhasan dari objek kajian yang tidak memiliki hutang berbasis bunga, yaitu “Bagaimana dampak *leverage* terhadap risiko sistematis perusahaan pada bank syariah?”.

KAJIAN PUSTAKA

Manajer keuangan tidak dapat meramalkan masa depan secara pasti, tetapi mereka dapat merencanakan untuk skenario umum dan membuat perkiraan yang terkait dengan ketidakpastian tersebut. Dengan demikian manajer dapat mempersiapkan untuk menyusun perencanaan pendanaan untuk investasi, pembayaran iklan, membeli material yang diperlukan dan aktivitas perusahaan lainnya. Banyak perusahaan berhasil meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui maksimisasi harga saham tergantung pada seberapa baik manajer keuangan merencanakan apa yang dibutuhkan perusahaan. Awal mula dari perencanaan keuangan adalah meramalkan penjualan karena investasi dan pendanaan tergantung pada penjualan yang diharapkan.

Teori dasar yang membentuk *leverage* dalam kajian ini ada dua. Pertama yaitu terkait dengan investasi yang menimbulkan *leverage* operasi yakni pilihan jenis biaya tetap dan biaya variabel. Kedua adalah terkait sumber pendanaan yang menimbulkan *leverage* finansial yakni pilihan mendanai dengan hutang yang berbeban tetap berupa bunga dan modal sendiri (ekuitas) yang bersumber dari menahan laba atau menerbitkan saham baru.

Pilihan strategi struktur modal akan berdampak pada struktur biaya. Bagaimana perusahaan membagi biaya operasi antara biaya tetap dan biaya variabel dan apa pengaruhnya terhadap kinerja keuangan (R. E. Houmes, J. B. MacArthur & H. Stranahan, 2012). Karakteristik operasi perusahaan tergantung pada sifat dari industri tersebut misalnya perusahaan penerbangan sudah barang tentu tidak dapat menghindarkan diri dari penggunaan biaya tetap (berupa depresiasi) yang sangat besar karena aset tetap yang dimiliki memang sangat mahal. Aspek pendanaan yang sangat besar karena pengadaan aset yang mahal ini, kalo tidak dibarengi dengan penyediaan dana internal yang cukup, tentu tidak dapat menghindari hutang yang besar pula. Hal ini tentu akan berimplikasi pada penggunaan biaya tetap yang bersumber dari hutang, berupa bunga.

Lembaga keuangan syariah sebagai institusi yang berbasis agama Islam, secara normatif, tidak dimungkinkan mendanai investasinya dengan hutang yang berbasis bunga. Dengan demikian lembaga keuangan syariah atau bank syariah secara normatif, tidak dimungkinkan memiliki biaya tetap yang bersumber dari hutang berupa bunga. Akibatnya penggunaan hutang pada bank syariah menjadi relatif lebih kecil dibandingkan dengan lembaga keuangan konvensional. Pada sisi lain penggunaan biaya tetap yang lebih besar secara finansial akan berdampak pada harga jual produk yang lebih tinggi. Dengan kata lain penggunaan biaya tetap dalam struktur biaya akan memberi

dampak terhadap sensitivitas komposisi dari perubahan volume penjualan terhadap perubahan labanya. Jadi dampak penggunaan biaya tetap yang lebih tinggi dalam struktur biaya akan berimplikasi pada perubahan laba yang jauh lebih besar dari pada perubahan penjualannya dan sebaliknya. Kendati demikian penggunaan biaya tetap yang umumnya berasal dari depresiasi (aktiva tetap) sebagai akibat dari aktivitas produksi dan pemasaran serta bunga (karena peningkatan hutang) akan juga berpengaruh terhadap peningkatan risiko perusahaan yang biasanya tercermin dari fluktuasi harga saham di bursa efek. Berdasarkan dari beberapa konsep dan realitas dilapangan pada lembaga keuangan tersebut, maka hipotesis penelitian yang relevan dengan hal tersebut adalah, "*leverage* memiliki dampak yang signifikan terhadap risiko sistematis pada bank syariah".

Hubungan *leverage* dengan risiko sistematis perusahaan, Franco Modigliani and Gerald A. Pogue mengungkapkan, "Bila semua investor memilih saham untuk memaksimalkan *return* portofolio untuk level risiko investasi yang dapat diterima secara individual, maka pertanyaannya adalah, bagaimana hubungan antara *return* yang diharapkan dengan risiko?" (F. Modigliani & G. A. Pogue, 1973) Satu jawaban dari pertanyaan tersebut telah dikembangkan oleh (J. Lintner, 1965) dan (W. F. Sharpe, 1964) yang dikenal dengan CAPM (*capital asset pricing model*), yang mengungkapkan bahwa secara normatif investor yang mengambil risiko lebih besar pantas mendapatkan premi risiko yang lebih besar yaitu berupa *return* yang diharapkan yang lebih besar pula. Mengacu pada dasar pemikiran tersebut dapat dikatakan bahwa *return* yang diharapkan $E(r)$ merupakan fungsi dari pendapatan bebas risiko (R_f), premi risiko ($R_m - R_f$) dan risiko spesifik perusahaan (β), sebagaimana tercermin dalam formulasi CAPM di bawah ini:

$$E(r) = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

Dengan kata lain secara teoritis bila *return* yang diharapkan tinggi maka pasti risikonya tinggi dan sebaliknya, artinya bahwa hubungan antara *return* dengan risiko adalah searah atau positif.

Beberapa hasil penelitian yang dilakukan, menunjukkan bahwa *debt on total asset* sebagai cermin dari *leverage* keuangan, berpengaruh positif dan signifikan terhadap *earning pershare* (EPS), pada industri otomotif dan komponen (Briliyan Okta Pria, Dwiatmanto, Yaningwati Fransisca, 2013). Studi dari (R. E. Houmes, J. B. MacArthur & H. Stranahan, 2012), menunjukkan bahwa ada hubungan yang positif antara struktur biaya perusahaan dengan *beta* saham. Secara khusus mereka mencatat bahwa ada relasi yang positif antara besaran investasi pada aset perusahaan dengan *beta* saham. Studi ini merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya yang membandingkan efek dari tiga variabel unik yang diukur oleh *operating leverage*, aset yang ditempatkan, *degree of operating leverage* (DOL) terhadap *beta*.

Manajer Fidelity Magellan Fund lebih menyukai perusahaan dengan neraca yang merepresentasikan rasio hutang yang kecil. Sejumlah penjelasan penting untuk menguji seleksi saham, dia mengungkapkan bahwa, "kondisi neraca yang kuat mungkin memiliki satu persen hutang dan 99 persen ekuitas" (P. Lynch, 2008). Warren Buffett malah yakin bahwa bisnis yang baik harus dapat memperoleh *return on equity* yang baik tanpa *leverage*. Dia juga menyatakan bahwa, "Bisnis atau keputusan investasi yang baik akan menghasilkan capaian ekonomi yang memuaskan tanpa bantuan *leverage*" (W. Buffet, 1987). Dengan mengkaji kinerja keuangan perusahaan tanpa *leverage*, peneliti mencoba untuk menjelaskan apakah kondisi ekstrim dari struktur modal akan memungkinkan berdampak pada risiko perusahaan.

Modigliani dan Miller membuktikan tidak relevannya *leverage* keuangan dalam

friksi pasar modal sempurna (F. Modigliani & M. H. Miller, 1958). Sejumlah bahasan teoritis dan empirik selama ini mengenal tentang pilihan modal perusahaan dalam pasar modal yang tidak sempurna. *Leverage* kerap dikaitkan juga dengan seberapa besar porsi biaya tetap yang digunakan dibanding dengan porsi biaya variabel dalam suatu perusahaan. Terkait dengan pemisahan ini ada dua kategori biaya tetap dilihat dari sumbernya, yaitu *Leverage* operasi yang bersumber dari penggunaan aktiva tetap berupa depresiasi, biaya produksi dan gaji staf, dan *Leverage* keuangan yang bersumber dari penggunaan hutang berupa biaya bunga. Berikut adalah tambahan beberapa temuan dari kajian tentang penggunaan biaya tetap pada perusahaan dan implikasinya pada kinerja keuangan perusahaan.

Baru-baru ini ada sejumlah kajian dalam artikel yang menguji kebijakan *leverage* yang konservatif di perusahaan-perusahaan USA. (Graham, 2000) mengembangkan fungsi manfaat pengurangan biaya bunga dengan mengestimasi serangkaian tingkat pajak marjinal dan mengungkapkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan kurang lebih 15% bila mereka menggunakan jumlah hutang yang optimal. Secara mengejutkan dia menemukan bahwa perusahaan besar, berlabar dan likuid justru menghadapi sedikit kesulitan biaya yang diinginkan karena menggunakan hutang secara lebih berhati-hati. Untuk perusahaan-perusahaan seperti ini *level* optimal dari hutang menurut teori keuangan semestinya lebih besar dari kebijakan tanpa hutang sebagaimana yang diuji. Konservatisme dalam penggunaan hutang juga sejalan dengan Graham adalah berkorelasi secara positif dengan kelebihan kas yang dipertahankan dan secara mingguan berkaitan dengan akuisisi dimasa yang akan datang.

Temuan penelitian sebelumnya, Milton and Wruck mencatat bahwa konservatisme keuangan bukan fenomena khusus industri.

Bahkan perusahaan-perusahaan konservatif kerap ditemukan pada industri yang diperkirakan menjadi sensitif terhadap masalah keuangan (B. A. Minton & K. H. Wruck, 2001). Perusahaan - perusahaan dengan *leverage* rendah memiliki rasio *market-to-book* yang tinggi, mengikuti model kebijakan keuangan *pecking order*. Mereka beranggapan bahwa konservatisme keuangan adalah kebijakan keuangan *transitory* yang besar, yang konsisten dengan (M. L. Lemmon, M. R. Roberts & J. F. Zender, 2011) mengklaim bahwa perusahaan mempertahankan rasio *leverage* stabil yang dinilai kembali sepanjang waktu.

Strebulaev dan Yang menemukan bahwa perusahaan tanpa *leverage* adalah dalam rata-rata yang lebih kecil dari pendekatan mereka, lebih *profitable*, membayar pajak pendapatan lebih tinggi, memiliki rasio *market-to-book* dan mendapatkan kas yang secara substansial lebih tinggi. Kaitannya dengan deviden perusahaan tanpa hutang justru membayar dividen secara substansial lebih besar dari perusahaan lain. Mirip dengan temuan Graham yaitu mereka beralasan bahwa perilaku perusahaan tanpa hutang adalah fenomena yang *persistent* (J. R. Graham, 2000).

Sejalan dengan studi ini analisis teoritis terdahulu menunjukkan bahwa *operating leverage* yang lebih tinggi umumnya akan menghasilkan variabilitas laba yang lebih besar dengan dampak pada risiko sistematis yang lebih tinggi pada harga saham perusahaan berupa beta yang lebih tinggi (J. M. Gahlon, 1981) – (Lev, 1974). Gahlon, Chung dan Lev mengungkapkan bahwa secara teoritis dalam industri yang *homogen*, perusahaan yang memiliki *degree of oprating leverage* (DOL) yang lebih tinggi (misal; biaya variabel yang lebih rendah dan biaya tetap yang lebih tinggi) akan memiliki risiko sistematis yang lebih tinggi pula. Ketika laporan keuangan yang dipublikasi tidak secara umum memisahkan biaya antara komponen variabel dengan tetap, maka perkiraan pada tingkat relatif dari biaya

menjadi suatu hal yang penting dari penelitian struktur biaya. Lev selanjutnya menggunakan data tiga jenis industri yang menggunakan modal intensif seperti; perusahaan listrik, baja dan minyak. Dia memperkirakan rata-rata biaya variabel perunit sebagai koefisien yang didapat dari regresi time series dari total biaya pada volume penjualan. Hasilnya menunjukkan ada relasi negatif antara kedua pengukuran yaitu risiko dengan biaya variabel rata-rata. Dua pengukuran risiko yaitu standar deviasi dari *return* bulanan selama sepuluh tahun terakhir (risiko keseluruhan) dan estimasi model pasar beta dari periode yang sama diregres untuk setiap industri terhadap estimasi biaya variabel. Hasilnya menunjukkan adanya relasi negatif antara kedua pengukuran risiko dengan biaya variabel rata-rata.

Dengan melihat pada beberapa temuan penelitian di atas seperti Homes , Warrent Buffet, Graham, Milton & Wurck dan SStrebulaev menunjukkan bahwa ada korelasi yang negatif antara *leverage* dengan return, profitabilitas, nilai perusahaan dan deviden. Sedangkan Gahlon, Chung dan Lev mengamati secara spesifik ada hubungan yang positif dan signifikan antara *degree of operating leverage* (DOL) dengan variabilitas laba atau beta perusahaan. Berdasarkan temuan dan teori tersebut peneliti menduga: bahwa, ” Ada relasi yang signifikan antara *leverage* dengan risiko sistematis (β) perusahaan”.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini bersifat explanatif, artinya bahwa analisis yang dimaksud adalah diharapkan dapat memberi penjelasan seberapa jauh variasi dari *leverage* (L_i) baik *leverage* operasi maupun keuangan, sebagai variabel bebas dapat menjelaskan variasi dari risiko sistematis perusahaan (R_i) sebagai variabel dependen. Selain juga dapat menjelaskan bagaimana karakteristik dan besaran dari relasi dimaksud apakah negatif positif atau bahkan tidak memiliki relasi.

Data yang dikumpulkan berupa data sekunder yang terangkum dalam variabel *leverage* yaitu rasio antara biaya tetap (yang bersumber dari operasi dan finansial) dari total biaya yang digunakan, dan variabel risiko sistematis perusahaan yang diukur dengan menggunakan fluktuasi harga saham yang akan menghasilkan *return* saham, yang diperoleh dari laporan keuangan triwulan kategori industri bank syariah yang telah go-publik di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Analisis data dilakukan melalui prosedur berikut. Pertama adalah identifikasi variabel yang akan menjadi objek kajian, yang dalam hal ini dibagi ke dalam dua kategori variabel yaitu *leverage* dan risiko sistematis. Data diidentifikasi dan dihitung dengan dasar laporan triwulanan. Basis waktu triwulan dijadikan dasar mengingat item observasi yang relatif sedikit jika dihitung dengan basis waktu tahunan, mengingat bank syariah yang sudah go_publik di BEI relatif masih sedikit. Dengan demikian triwulan menjadi basis item observasi adalah untuk mendapatkan frekuensi observasi yang relatif besar. Untuk itu peneliti mendapatkan jumlah observasi menjadi 42 item, yang secara statistik dianggap relatif memenuhi syarat minimum, karena observasi sudah lebih besar dari 30 item.

Berikutnya, kedua kategori variabel tersebut diregresikan dengan menggunakan regresi linier sederhana untuk mendapatkan besaran dan arah koefisien masing-masing variabel bebas terhadap variabel dependennya, serta ditelaah signifikansi relasi antara kedua kategori variabel tersebut secara parsial maupun simultan. Model yang digunakan secara umum dapat diformulasikan sebagai berikut :

$\beta_i = f(L_i)$ artinya risiko sistematis merupakan fungsi dari *leverage*
Adapun β_i adalah risiko sistematis perusahaan i yang secara statistik dihitung dengan beta (β_i) dari saham i dan L_i adalah *leverage* perusahaan i , dengan perhitungan masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

$$\beta_i = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 / n} \quad , \text{ dimana } R_i \text{ adalah}$$

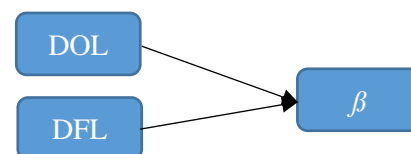
return saham perusahaan i dan \bar{R} adalah return yang diharapkan (dalam konteks ini adalah *return* pasar), sedangkan *Leverage* diukur dengan *degree of operating leverage* (DOL) untuk operasi dan *degree of financial leverage* (DFL) untuk finansial. Sehingga secara lengkap model matematik yang akan dikaji adalah sebagai berikut:

$$\beta_i = a + b_1 DOL + b_2 DFL$$

dengan rumus perhitungan $DOL = \frac{CM}{EBIT}$ dan

$$DFL = \frac{EBIT}{EBT} \quad (\text{Philip L. Cooley, 1988})$$

Dimana CM adalah *contribution margin*, EBIT yaitu *earning before interest and tax* dan EBT adalah *earning before tax*. Adapun model yang akan diuji hipotesisnya yaitu pengaruh DOL dan DFL terhadap risiko sistematis perusahaan (β), dengan model gambar sebagaimana dapat dilihat berikut:



Gambar 1. Model Penelitian

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil dan pembahasan mencakup pemaparan apa yang diperoleh dari analisis terhadap data meliputi deskripsi statistik dan hasil analisis dari pengujian hipotesis. Sebelum dilakukan analisis lebih jauh, terlebih dahulu dilakukan pengujian terhadap data dan model analisis dalam penelitian. Hal ini dilakukan untuk mendapatkan data dan model analisis yang tepat atau fit. Dengan pengujian *fit model* diharapkan bahwa kajian ini dapat

mengantisipasi kemungkinan mendapatkan hasil analisis yang bias, sehingga data dan model menjadi lebih akurat.

Analisis dilakukan dengan metode *partial least square* (PLS). Analisis ini peneliti anggap pilihan yang tepat untuk regresi berganda dan regresi komponen utama, mengingat metoda ini *robust*, artinya parameter model diharapkan tidak berubah saat sampel baru diambil dari populasinya (P. Geladi & B. R. Kowalski, 1986). Metode ini juga tidak memerlukan banyak asumsi seperti uji normalitas dan multikolinieritas. Kelebihan lainnya adalah data tidak perlu terdistribusi secara normal multivariat, bahkan metoda ini dapat menggunakan indikator dengan skala data kategori, ordinal, interval sampai rasio. Kelebihan lain yakni ukuran sampel yang tidak perlu besar (N. Kock, 2017).

Tabel 1 di bawah ini, menyajikan hasil pengujian Model kesesuaian dan indeks kualitas dari model penelitian yang dikembangkan dalam kajian.

Secara umum Tabel 1 memperlihatkan seluruh unsur dari pengukuran *goodnes of fit* sesuai dan sangat sesuai. Hal ini dapat diamati dari *ouput* model kesesuaian dan indeks kualitas yang ditunjukkan dengan nilai-nilai berikut:

P value untuk *Average path coefficient* (APC)= 0.277; P= 0.012, yang berarti lebih kecil dari 0.05. *P value* untuk *Average R-squared* (ARS)= 0.279, P=0.011, ini berarti lebih kecil dari 0.05;

P value untuk *Average adjusted R-squared* (AARS)= 0.243, P=0.021, ini berarti lebih kecil dari 0.05. Selain itu, nilai *Average full collinearity VIF* (AFVIF) yang dihasilkan adalah 2.835 lebih kecil dari nilai yang disyaratkan yaitu maksimal 5.00, ini berarti tidak ada masalah multikolinieritas antar indikator dan antar variabel eksogen.

Tabel 1. Model Kesesuaian dan Indeks Kualitas

Indeks kesesuaian dari model (Goodness of fit)	Nilai yang disyaratkan (Cut off Value)	Hasil Model	Ket.
Rata-rata blok VIF (AVIF)	Diterima jika ≤ 5	2.835	Sesuai
Rata-rata kolinieritas secara keseluruhan VIF (AFVIF)	Diterima jika ≤ 5	1.255	Sesuai
Tenenhaus GoF (GoF)	kecil ≥ 0.1 , cukup ≥ 0.25 , besar ≥ 0.36	0.529	Besar
Sympson's paradox ratio (SPR)	Diterima jika ≥ 0.7 , ideal = 1	1.000	Sangat sesuai
R-squared contribution ratio (RSCR)	Diterima jika ≥ 0.9 , ideal = 1	1.000	Sangat sesuai
Statistical suppression ratio (SSR)	Diterima jika ≥ 0.7	1.000	Sangat sesuai
Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	Diterima jika ≥ 0.7	1.000	Sangat sesuai
Average path coefficient (APC)= 0.277, P=0.012			Sesuai
Average R-squared (ARS)= 0.279, P=0.011			Sesuai
Average adjusted R-squared (AARS)= 0.243, P=0.021			Sesuai

Sumber: diolah dari data penelitian

Model mendapatkan indeks GoF sebesar 0.529 lebih besar dari 0.36, ini berarti model fit dalam kategori besar. Indeks Sympson's paradox ratio (SPR) yang didapatkan 1.000 lebih besar daripada yang disyaratkan yaitu 0.700 dan mencapai ideal; Indeks *R-squared contribution ratio* (RSCR) yang didapatkan 1.000 lebih besar dari yang disyaratkan yaitu 0.900 bahkan mencapai ideal yaitu 1.000; Indeks *Statistical suppression ratio* (SSR) yang didapatkan 1.000 lebih besar daripada yang disyaratkan yaitu 0.700; Indeks *Nonlinear bivariate causality direction ratio* (NLBCDR)

yang didapatkan 1.000, lebih besar dari yang disyaratkan yaitu 0.700, ini berarti tidak ada masalah kausalitas dalam model yang dibangun.

Hasil analisis deskriptif, Secara deskriptif hasil dari analisis secara umum dapat dilihat dalam Tabel 2 sebagai berikut:

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Deskripsi	β	DOL	DFL
Maksimum	7.5119	35.7642	2.2857
Minimum	0.0000	0.3632	0.0393
Rata-rata	0.5243	11.3016	0.4000

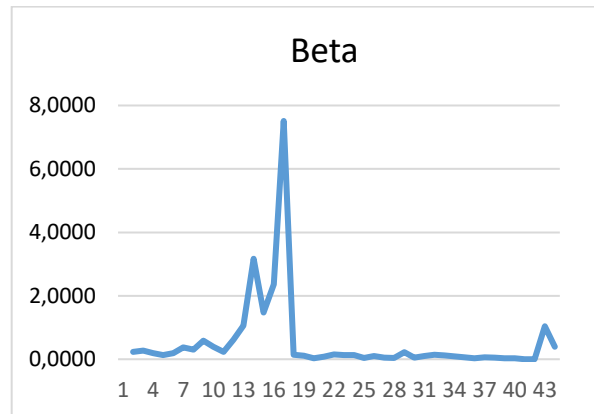
Sumber : diolah dari data penelitian

Berdasarkan hasil olah data pada deskripsi statistik dapat diamati bahwa nilai maksimum dari risiko sistematis (β) adalah 7,5119 dan ini dicapai pada kuartal I tahun 2020. Adapun rata-rata risiko sistematis saham secara keseluruhan bank syariah adalah 0.5243 dengan demikian fluktuasi harga saham tertinggi bank syariah mencapai 14 kali dari nilai rata-ratanya. Berdasarkan perhitungan dapat diamati bahwa dari keseluruhan beta yang diobservasi ada sekitar 14 persen betanya di atas satu ($\beta > 1$) artinya bank syariah yang risiko pasar ada 14 persen. Sedangkan sebagian besar yang betanya di bawah risiko pasar ($\beta < 1$) adalah sisanya yaitu sekitar 86 persen. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa sebagian besar bank syariah risiko sistematisnya tidak sensitive terhadap risiko pasarnya atau risiko pasar bank syariah bisa dikatakan stabil.

Disisi lain tingkat *leverage* operasi (DOL) rata-ratanya adalah 11,30 kali sedangkan maksimum DOL adalah 35,77 kali dan minimum DOL adalah 0,36 kali. Jika diamati lebih mendalam maka nampak bahwa bank syariah yang memiliki DOL di atas rata-rata mendekati 40 persen, sisanya 60 persen di bawah rata-rata.

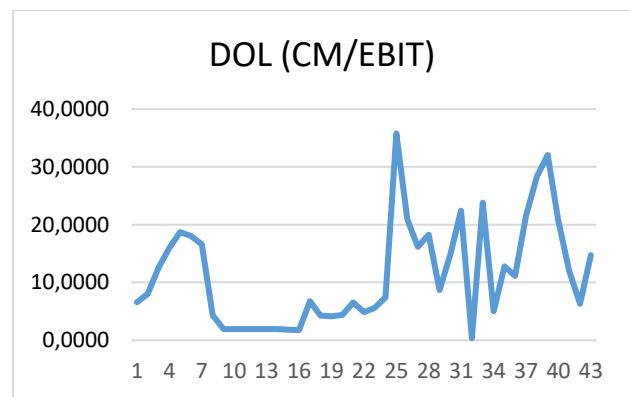
Sementara tingkat *leverage* finansial (DFL) rata-rata bank syariah yang ada di BEI adalah 0,40 kali sedangkan nilai maksimumnya

2,29 kali dan nilai minimumnya adalah 0,04 kali. Jika dilihat dari proporsinya maka DFL bank syariah yang ada di atas rata-rata adalah 26 persen dan hampir 74 persen memiliki DFL di bawah rata-rata keseluruhan data.



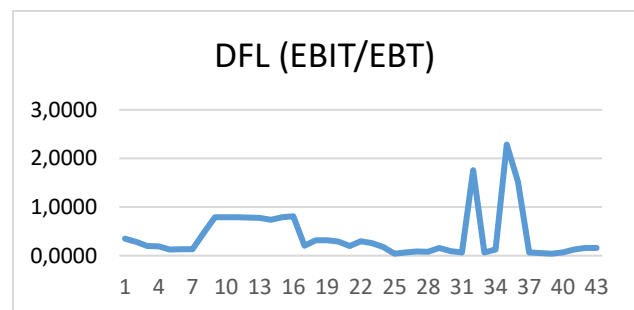
Gambar 2. Grafik Fluktuasi Risiko Sistematis (BETA) Perusahaan

Sumber : diolah dari data penelitian



Gambar 3. Grafik Fluktuasi DOL Perusahaan

Sumber: diolah dari data penelitian



Gambar 4. Grafik Fluktuasi DFL Perusahaan

Sumber: diolah dari data penelitian

Hasil uji hipotesis dengan menggunakan PLS menunjukkan uji karakteristik pengaruh dari *leverage* yang mencakup *leverage operasi* (DOL) dan *leverage finansial* (DFL) terhadap risiko sistematis perusahaan (β). Secara lengkap tersaji dalam Tabel 3 berikut ini:

Tabel 3. Hasil Analisis dan Pengujian Hipotesis

Independent Variable	Dependent variable : BETA		
	Coeff.	Std. Error	P Value
DOL	-0.190	0.141	0.092*
DFL	0.364	0.051	0.004**

* statistically significant at 5%

** statistically significant at 5%

Pengaruh DOL terhadap BETA memiliki koefisien regresi sebesar -0.190, Std. Error 0.141 dan P Value sebesar 0,092 (signifikan pada α 5%), artinya bahwa secara statistik DOL tidak berpengaruh secara signifikan terhadap risiko sistematis perusahaan (BETA).

Sementara pengaruh DFL terhadap BETA memiliki koefisien regresi sebesar 0.364, Std. Error 0.051 dan P Value sebesar 0.004 (signifikan pada α 5%), artinya bahwa DFL memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis perusahaan (BETA), pada bank syariah yang terdaftar di BEI.

Berdasarkan pada temuan dari analisis uji hipotesis dengan PLS ditemukan bahwa *leverage operasi* secara statistik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap risiko sistematis. Temuan ini sejalan dengan temuan dari penelitian Alagi yang mengungkapkan bahwa *leverage operasi* tidak memiliki efek terhadap risiko sistematis pada perusahaan yang terdaftar di *Tehran Stock Exchange*. Temuan penelitian ini searah dengan hasil kajian dari penelitian B. Hadianto & L. T. Tjun (2009)) membuktikan bahwa DOL dan DFL tidak berpengaruh terhadap risiko sistematis pada perusahaan yang termasuk kelompok LQ45 di BEI. Kendati demikian temuan penelitian ini kontras dengan teori yang dianggap umum, yang menunjukkan bahwa *operating leverage* yang lebih tinggi umumnya akan menghasilkan variabilitas laba yang lebih besar dengan

dampak pada risiko sistematis yang lebih tinggi pada harga saham perusahaan berupa beta yang lebih tinggi (J. M. Gahlo, 1981)–(Lev, 1974). Bahkan Gahlon, Chung dan Lev lebih lanjut mengungkapkan bahwa secara teoritis dalam industri yang *homogen*, perusahaan yang memiliki *degree of oprating leverage* (DOL) yang lebih tinggi (misal; biaya variabel yang lebih rendah dan biaya tetap yang lebih tinggi) akan memiliki risiko sistematis yang lebih tinggi pula. Kendati demikian *Asset Pricing Theory* (APT) memberi petunjuk bahwa sejak awal saham harus memiliki risiko harga yang lebih tinggi; jadi beta itu seperti kolesterol. Beta datang dengan berbagai kemungkinan 'buruk dan baik'. Secara empiris, Campbell menemukan bahwa saham yang bernilai dan saham kecil memiliki beta arus kas yang jauh lebih tinggi dari pada saham pertumbuhan dan saham besar, dan ini dapat menjelaskan *return rata-rata* yang lebih tinggi. Kinerja CAPM yang buruk sejak 1963 dijelaskan oleh fakta bahwa saham pertumbuhan dan beta saham yang tinggi dimasa lalu, sebagian besar memiliki beta bagus dengan risiko harga yang rendah (J. Y. Campbell & T. Vuolteenaho, 2004).

Temuan kedua dalam penelitian ini menunjukkan bahwa secara statistik *leverage finansial* (DFL) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis bank syariah yang terdaftar di BEI. Dengan kata lain bahwa ketika *leverage finansial* meningkat maka risiko sistematis perusahaan akan meningkat pula dan sebaliknya. Secara statistik besaran angka sensitivitas dapat diamati bahwa jika *leverage finansial* (DFL) meningkat sebesar satu unit maka diperkirakan risiko sistematis perusahaan akan meningkat sebesar 0,364 unit dengan asumsi faktor lain tetap dan sebaliknya. Disisi lain berdasarkan analisis deskriptif nampak bahwa rata-rata DFL bank syariah yang terdaftar di BEI adalah 0,4 kali dan hampir 74 persen dari bank syariah tersebut adalah lebih kecil dari rata-ratanya (0,4 kali). Bagian ini menunjukkan bahwa

memang bank syariah memiliki keunikan yakni hutang yang berbasis bunga relatif kecil dibanding dengan bank konvensional. Kecenderungan *leverage* finansial yang kecil akan menurunkan level dimana sensitivitas laba per lembar saham perusahaan terhadap fluktuasi pendapatan operasional jadi kecil atau kurang sensitif.

Temuan ini searah dengan teori yang diungkap oleh (J. Lintner, 1965) dan Sharpe (1964) yang dikenal dengan CAPM (*capital asset pricing model*), yang menunjukkan bahwa secara normatif investor yang mengambil risiko lebih besar pantas mendapatkan premi risiko yang lebih besar yaitu berupa *return* yang diharapkan yang lebih besar pula. Secara teoritis pemenuhan pendanaan perusahaan sebagai salah satu fungsi manajer keuangan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham yang tinggi. Kebijakan ini terkait dengan pengambilan risiko yang tinggi, sehingga bila *leverage* tinggi dengan sendirinya akan memiliki risiko sistematis yang tinggi pula, dan sebaliknya bila *leverage* finansial rendah maka risiko sistematis juga akan kecil. Ini merupakan cermin dari pengaruh positif *leverage* finansial terhadap risiko sistematis.

Trade-off and pecking order theories menjelaskan bagaimana *leverage* dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sejalan dengan itu (S. C. & Myers, 1984) menemukan bahwa suatu perusahaan dapat meningkatkan hutang sampai titik dimana nilai marjinal dari penghematan pajak dari tambahan hutang memberi sumbangan pada nilai perusahaan yaitu ketika penghematan pajak lebih tinggi dari kemungkinan biaya kegagalan keuangan. Sejalan dengan *trade-off theory* bahwa *leverage* memberikan sumbangan pada tingkat risiko. Dengan *leverage*, beban bunga perusahaan meningkat dan perusahaan membutuhkan lebih banyak laba untuk menutup hutang tersebut. Dengan demikian maka *leverage* (membayar hutang lama dan menutup hutang baru) cenderung

meningkatkan risiko kebangkrutan, ini akan membawa pada suatu tingkat risiko yang lebih tinggi bagi perusahaan. Terkait dengan perubahan pembayaran dividen, (G. Grullon & R. Michaely, 2002) menemukan bahwa perusahaan yang sudah mapan (*maturity*) yang meningkatkan pembayaran dividen, mengalami penurunan risiko sistematis yang signifikan dan sebaliknya.

Beberapa hasil penelitian yang dilakukan, menunjukkan bahwa *debt on total asset* sebagai cermin dari *leverage* keuangan, berpengaruh positif dan signifikan terhadap *earning pershare* (EPS), pada industri otomotif dan komponen (Pria et al, (2013). Studi dari Houmes et al. (2012), menunjukkan bahwa ada hubungan yang positif antara struktur biaya perusahaan dengan *beta* saham. Secara khusus mereka mencatat bahwa ada relasi yang positif antara besaran investasi pada aset perusahaan dengan *beta* saham. Studi ini merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya yang membandingkan efek dari tiga variabel unik yang diukur oleh *operating leverage*, aset yang ditempatkan, *degree of operating leverage* (DOL) terhadap *beta*. Demikian juga penelitian Juwita menemukan bahwa *leverage* finansial sebagaimana diukur dengan *debt equity ratio* memiliki efek yang positif terhadap risiko sistematis pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI (J. Army, 2013).

Studi oleh (G. N. Mandelker & G. Rhee, 1984) menguji dampak *leverage* operasi dan *leverage* finansial pada *beta*, berdasarkan beberapa teori sebelumnya. Mereka kemudian secara empiris menguji hubungan antara variabel-variabel ini dalam tiga variabel terpilih industri. *Leverage* finansial sebenarnya menawarkan banyak keuntungan bagi perusahaan untuk bergerak maju. Tetapi seperti kebanyakan hal, ada beberapa kendala yang datang bersamaan dengan kehadiran *leverage* finansial juga. Misalnya, ketika perusahaan menggunakan *leverage* finansial, mereka secara teknis meminjam dana. Meminjam uang

akan selalu mengembangkan awan apakah itu hanya menciptakan sedikit bayangan atau yang menyebabkan badai petir. Ketika sebuah perusahaan meminjam terus-menerus, mereka menciptakan citra bahwa mereka mungkin berisiko tinggi. Akibatnya, mungkin ada kenaikan suku bunga dan beberapa pembatasan dapat diberikan kepada organisasi peminjam. Area lain yang dapat dipengaruhi oleh penggunaan *leverage* finansial adalah nilai saham. Ini bisa turun secara substansial jika pemegang saham menjadi khawatir. Tampaknya Penggunaan *leverage* finansial merupakan gagasan yang baik bagi perusahaan ketika suku bunga rendah. Tetapi penting untuk menggunakan *leverage* finansial dalam jumlah sedang untuk menghindari beberapa batasan ini. Semakin banyak hutang dalam struktur modal perusahaan, semakin besar risiko finansial bagi pemberi pinjaman. Ini menghasilkan suku bunga rata-rata yang lebih tinggi yang harus dibayar dan pembatasan pada korporasi. Pemegang saham biasa mungkin menjadi khawatir dan menurunkan harga saham.

Kebijakan perusahaan berbeda secara sektoral demikian juga yang terkait dengan profitabilitas, penilaian dan risiko perusahaan. Secara umum rasio hutang industri rendah ketika profitabilitas dan risiko bisnis adalah tinggi. Aset *tangible* diperlakukan sebagai jaminan untuk hutang (J. James H. Scott, 1977) Dengan demikian investasi dalam aset tetap menurunkan risiko perusahaan. Sebaliknya, perusahaan dengan investasi tinggi pada *intangible asset* adalah lebih berisiko dan memiliki risiko hutang kecil [29]. Misalnya perusahaan yang bergerak dalam bidang konstruksi dan bisnis manufaktur memiliki investasi yang tinggi pada aset *tangible*, tetapi operasi perusahaan di sektor jasa memiliki porsi aset *intangible* yang lebih tinggi dan biaya tenaga kerja yang lebih tinggi. Bank sebagai lembaga layanan jasa keuangan kecenderungan saat ini porsi penggunaan tenaga kerja lebih besar dari aset tetap. Hal

tercermin bahwa rata-rata biaya tetap finansial dibanding dengan total biayanya adalah 7,9 persen.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan dari penelitian ini adalah Dilihat dari analisis terhadap model penelitian menunjukkan bahwa secara statistik tidak cukup bukti bahwa variabel *leverage* operasi (DOL) berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis perusahaan pada kasus bank syariah di BEI. Hal ini dimungkinkan bahwa bank syariah belum menggunakan aset yang cukup besar dalam investasinya, mengingat bahwa bank ini lebih cenderung investasi pada aset *intangible*. Operasi perusahaan di sektor jasa memiliki porsi aset *intangible* yang lebih tinggi dan biaya tenaga kerja yang lebih tinggi. Berdasarkan perhitungan secara deskriptif diketahui bahwa rata-rata penggunaan biaya tetap dari aspek finansial adalah 7,9 persen saja. Sehingga dalam konteks bank syariah penggunaan aset *tangible* masih rendah.

Pada sisi lain variabel DFL secara statistik cukup bukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap risiko sistematis perusahaan yang mencerminkan bahwa ketika *leverage* finansial meningkat maka risiko sistematis perusahaan juga akan meningkat dan sebaliknya. Dengan kata lain bila struktur modal berubah maka akan memiliki dampak terhadap risiko sistematisnya dengan arah yang sama. Namun demikian bank syariah memiliki keunikan dibanding konvensional dimana hutang yang berbasis bunga relatif kecil dibanding dengan konvensional, sehingga dampak terhadap risiko juga diperkirakan tidak terlalu besar. Kecilnya dampak dari *leverage* finansial terhadap risiko sistematis ini terungkap dari hasil analisis dimana perubahan risiko kurang lebih hanya sepertiga dari perubahan *leverage* finansialnya.

Merujuk pada temuan penelitian, maka dapat diungkapkan bahwa secara empirik, bank syariah memiliki faktor *leverage* finansial sebagai salah satu pengendali dari risiko

sistematik. Sehingga secara operasional manajerial bank syariah dapat mengontrol risiko sistematiknya dengan cara mengendalikan *leverage* finansial ini, dengan sensitivitas besaran perubahan satu unit *leverage* finansial diperkirakan akan memberi dampak pada perubahan 0,364 unit risiko sistematik.

Penelitian ini hanya melihat dari satu aspek risiko yaitu risiko sistematik (fluktuasi nilai saham), sehingga belum dapat melihat dari aspek risiko yang lebih luas, misalnya dengan melihat dampaknya terhadap risiko lainnya, contohnya terhadap risiko kepatuhan dan risiko lainnya. Oleh karena itu sangat terbuka penelitian berikutnya adalah bagaimana dampak *leverage* terhadap risiko lain.

DAFTAR PUSTAKA

- J. J, Jones. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigation. *Jornal of Accounting Research*, 29 (2), 193–228.
- Syamsuddin. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta : Raja Grafindo Persada.
- B, Hadianto & L. T. Tjun. (2009). Pengaruh Leverage Operasi, Leverage Keuangan, Dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Risiko Sistemik Saham: Studi Empirik Pada Emiten Sektor Pertambangan Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 1 (1), 1–16. <https://doi.org/10.28932/jam.v1i1.379>.
- R. Yulianti & Zuhrohtun. (2016). Operating Leverage dan Risiko Sistemik Perusahaan Retno. *Jurnal Ekonomi dan Kewirausahaan*, 6 (1), 1–8. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>.
- Sufiyati & A. Na'im. (1999). Pengaruh Leverage Operasi dan Leverage Finansial terhadap Risiko Sistemik Saham: Studi pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 14 (3).
- R. E. Houmes, J. B. MacArthur & H. Stranahan. (2012). The operating leverage impact on systematic risk within a context of choice: An analysis of the US trucking industry. *Managerial Finance*, 38 (112), 1-51184–1202.
- J. Lintner. (1965). security prices, risk, and maximal gains from diversification. *The Journal of Finance*, 20 (4), 587–615.
- W. F. Sharpe. (1964). capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19 (3), 425–442.
- Briliyan Okta Pria, Dwiatmanto, Yaningwati Fransisca. (2013). Pengaruh Financial Leverage Terhadap Earning Per Share (Eps) (Studi Pada Perusahaan Industri Otomotif dan Komponen Yang Listing Di Bei). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 1 (1), 95–103.
- P. Lynch. (2008). The Fidelity macmillan fund (Mutual fund: FMAGX). *Wikipedia*. http://enjoy.wisepedia.org/wise/Fidelity_macmillan_fund?
- W. Buffet. (1987). Berkshire Hathaway Annual Report.
- F. Modigliani & M. H. Miller. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. 48 (3), 261–297. <https://doi.org/10.1136/bmj.2.3594.952>.
- B. A. Minton & K. H. Wruck. (2001). Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms. <https://doi.org/10.2139/ssrn.269608>.
- M. L. Lemmon, M. R. Roberts & J. F. Zender. (2011). Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.881899>.
- J. R. Graham. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt. *The Journal of Finance*. 55 (5), 1901–1942.

- J. M. Gahlon. (1981). Operating Leverage as a Determinant of Business Risk. *Journal of Business Research*, 9, 297–308.
- J. M. Gahlon & J. a Gentry. (1982). On the Relationship between Systematic Risk and the Degrees of Operating and Financial Leverage. *Financial Management*, 11 (2), 15–23.
- K. H. Chung. (1989). Debt and Risk: A Technical Note. *Journal of Business Finance & Accounting*. 16 (05), 719–727. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1989.tb00049.x>.
- Lev. (1974). On the association between operating leverage and risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9 (4), 627–642.
- P. Geladi & B. R. Kowalski. (1986). Thiocyanate and fluoride electrochemical sensors based on nanostructured metalloporphyrin systems. *Analytica Chimica Acta*, 185. 1–17.
- N. Kock. (2017) *WarpPLS User Manual: Version 6. 0*. Laredo, Texas: ScriptWarp Systems™.
- J. Y. Campbell & T. Vuolteenaho. (2004) Bad Beta, Good Beta. Diakses: <http://www.nber.org/papers/w9509>.
- J. Army. (2013). Pengaruh Leverage, Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Risiko Sistematis pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi 1*, 18, 1–28.
- G. N. Mandelker & G. Rhee. (1984). The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock Author (s): Gershon N Mandelker and S. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Ghon Rhee Source: The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 19 (1), 45-57. Diakses: <https://www.jstor.org/stable/2331000> Accessed:
- S. C. & Myers. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575–592.
- G. Grullon & R. Michaely. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 57 (44), 1649–1683.
- J. James H. Scott. (1977). Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, 32 (1), 1–19, 1977. <https://doi.org/10.2307/2326898>.
- S. C. Myers. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (22), 81–102. <https://doi.org/10.4337/9781785363528.00012>.