BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Investasi dapat didefinisikan sebagai kegiatan mengalokasikan dana yang dimiliki pada saat sekarang ke dalam suatu aset dengan tujuan mendapatkan hasil atau keuntungan yang lebih bernilai di masa depan. Dana yang digunakan dapat berasal dari dana lebih yang dimiliki konsumen, dana pinjaman dan dapat juga berasal dari penundaan konsumsi pada masa sekarang. Dengan menunda konsumsi pada masa sekarang dan melakukan investasi, investor mengharapkan adanya peningkatan konsumsi di masa depannya dengan meningkatkan kesejahteraan mereka (Jones et al, 2009: 4).

Peningkatan kesejahteraan mereka sangat bergantung pada hasil atau keuntungan dari kegiatan investasi mereka. Saat imbal hasil investasi mereka meningkat, maka kesejahteraan mereka akan meningkat, dan sebaliknya apabila imbal hasil investasi mereka turun, maka akan menurun pula kesejahteraan mereka. Untuk itu dalam mengambil keputusan berinvestasi investor terlebih dahulu mempertimbangkan faktor faktor yang dapat mempengaruhi nilai investasi dan tingkat pengembalian investasinya.

Investasi dapat berupa *tangible assets* atau *intangibile assets*. *Tangible assets* adalah aset berwujud riil seperti tanah, emas, bangunan dan sebagainya. Sedangkan *intangibile assets* tidak memiliki wujud riil, hanya berupa klaim kepemilikan. Contohnya seperti aset finansial seperti saham,

obligasi, surat hutang negara, dan sebagainya. Investasi saham dilakukan di pasar sekunder dengan produk berupa saham dari perusahaan yang telah *go public* atau telah menerbitkan saham yang terdaftar di bursa saham di suatu negara, bursa saham di Indonesia adalah Bursa Efek Indonesia (*Indonesia Stock Exchange*). Dalam investasi saham, pertimbangan seorang investor untuk menanam modal mereka ke suatu perusahaan bergantung akan imbal hasil dari saham perusahaan tersebut.

Imbal hasil dari saham suatu perusahaan merupakan selisih dari nilai investasi di masa depan terhadap nilai investasi mereka pada periode awal mereka berinvestasi, ditambah dengan dividen yang dibagikan oleh perusahaan pada setiap periode. Selisih dari nilai saham saat ini terhadap nilai saham pada periode sebelumnya dapat menjadi untung (*capital gain*) ataupun rugi (*capital loss*). Sedangkan dividen adalah pembagian berkala dari keuntungan perusahaan kepada investor. Dividen umumnya dibagikan dalam bentuk uang tunai dalam jumlah tertentu untuk setiap saham yang dipegang investor dalam satu periode. Meskipun begitu dividen tidak pasti dibagikan dalam setiap periode. Karena kebijakan pembagian dividen merupakan keputusan dari manajemen perusahaan dalam rapat umum pemegang saham, yang bisa saja menunda pembayaran dividen kepada investor dengan pertimbangan tertentu.

Besar atau kecilnya *return* saham dipengaruhi oleh kinerja dan kondisi perusahaan. Kinerja dan kondisi perusahaan secara umum dapat terlihat dari kondisi laporan keuangan perusahaan. Beberapa analisis rasio keuangan

yang biasa digunakan untuk menilai laporan keuangan diantaranya adalah analisis rasio likuiditas, profitabilitas, solvabilitas atau leverage, dan aktivitas. Selain rasio-rasio tersebut terdapat pula beberapa analisis laporan keuangan yang lebih spesifik untuk menilai kondisi perusahaan seperti kondisi hutang perusahaan, efisiensi keuangan dan analisis resiko *distress* dan kebangkrutan.

Analisa risiko *distress* digunakan untuk melihat tingkat kesehatan keuangan perusahaan dan dapat menunjukkan besar atau kecilnya risiko perusahaan terhadap kemungkinan kebangkrutan yang dapat terjadi. Risiko *distress* dinilai perlu untuk diukur karena risiko ini dapat menambah risiko investasi para pemegang saham. Semakin tinggi risiko *distress* menunjukkan semakin tinggi kemungkinan perusahaan menuju kebangkrutan. Brigham dan Dave dalam buku "*Intermediate Financial Management*" menunjukkan faktor finansial merupakan 47,3% dari penyebab dari kebangkrutan perusahaan. Disamping faktor finansial, umumnya kebangkrutan bersumber dari kombinasi berbagai faktor, termasuk faktor ekonomi suatu negara dan faktor kesalahan pengambilan keputusan yang akhirnya membuat perusahaan tersebut tidak stabil (Dave dan Brigham, 2010 : 867).

Bagi investor, risiko kebangkrutan perusahaan dapat mempengaruhi nilai investasi mereka. Dalam investasi saham, risiko kebangkrutan dapat mempengaruhi kinerja dan keuntungan perusahaan, yang berarti juga dapat menurunkan harga saham. Disamping itu apabila perusahaan memiliki

risiko *distress* yang tinggi dapat menyebabkan keuntungan yang rendah atau bahkan mengalami kerugian. Hal tersebut akan mempengaruhi juga jumlah dividen yang akan diterima investor. Dan yang lebih buruk lagi, apabila perusahaan mengalami kebangkrutan maka investor juga mengalami kerugian berupa *opportunity cost* investasi yang hilang atas uang yang diinvestasikannya (Healy dan Palepu, 2008). Dari penjelasan tersebut dapat dikatakan bahwa *distress risk* memiliki pengaruh negatif terhadap return saham.

Tidak hanya risiko distress, perusahaan juga menghadapi risiko lain, baik itu risiko operasional perusahaan ataupun risiko pasar. Didalam prinsip keuangan terdapat *risk return trade-off*, yaitu tingkat imbal hasil yang tinggi merupakan kompensasi atas tingkat risiko investasi yang tinggi. Artinya untuk mendapatkan imbal hasil yang tinggi, investor harus menghadapi risiko yang tinggi pula. Dan investor juga tidak akan mengambil risiko yang tinggi apabila imbal hasil yang didapatkannya tidak tinggi. Lalu bagaimana dengan *distress risk* yang justru berpengaruh negatif terhadap return saham? Lalu risiko seperti apa yang bisa meningkatkan return saham?

Dalam model Markowitz, risiko sistematis (β) atau ukuran sensitivitas return suatu saham terhadap return pasar, mampu memberikan pengaruh positif terhadap return saham. *Beta* merupakan sensitivitas dari pergerakan return saham suatu perusahaan terhadap pergerakan pasarnya. Dalam hal ini bisa dikatakan *beta* bisa berpengaruh positif terhadap return saham. Menurut *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) *beta* juga berpengaruh

positif terhadap return saham. Dimana semakin tinggi nilai beta menunjukkan semakin tinggi pula return saham yang akan diterima investor. Namun apakah setiap beta mampu memberikan pengaruh positif terhadap *return* saham?

Fama dan French (1992) justru menemukan kontradiksi CAPM terhadap penelitiannya terhadap data *return* saham bulanan di pasar saham Amerika. Mereka menemukan bahwa tidak ada hubungan *cross-sectional* yang signifikan antara *beta* dengan *return* saham. Dimana ada beberapa kasus yang menunjukkan bahwa nilai *beta* yang rendah, dapat pula menghasilkan *return* yang tinggi dibandingkan dengan yang diprediksi oleh CAPM. Sehingga pengaruh positif yang signifikan dari beta terhadap return saham belum tentu selalu berlaku.

Disamping risiko sistematis dan *distress risk*, *return* saham juga dapat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan menunjukkan kekayaan sebuah perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dinilai dari total aset dan kapitalisasi pasar perusahaan tersebut. Total aset menunjukkan jumlah dari seluruh inventories, aset lancar, aset tetap, dan aset lainnya suatu perusahaan. Sedangkan kapitalisasi pasar merupakan ukuran perusahaan berdasarkan jumlah saham yang diterbitkan perusahaan dikalikan dengan harga saham pada periode tersebut. Fama dan French (1992) menemukan bahwa adanya *size effect*, dimana adanya kecenderungan bahwa perusahaan kecil (*small size firm*) memiliki return yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan *size* yang lebih

besar. Dari temuan tersebut bisa dikatakan bahwa *firm size* memiliki hubungan negatif terhadap return saham.

Fama dan French (1992) juga menemukan bahwa *book-to-market ratio* dapat mempengaruhi imbal hasil saham perusahaan. Dan sama halnya dengan *size effect*, terdapat pula *book-to-market effect* yang menyebabkan perusahaan dengan *book-to-market ratio* yang tinggi memiliki prospek imbal hasil saham yang rendah. Sehingga bisa dikatakan bahwa rasio *book-to-market* memiliki pengaruh negatif terhadap saham.

Beberapa peneliti pernah melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh antara *distress risk*, risiko (*beta*), *firm size*, dan *book to market ratio* terhadap return saham. Dari penelitian terdahulu juga diperoleh hasil yang beragam. Dichev (1998) pernah melakukan penelitian terkait *distress risk*, *firm size* dan *book-to-market ratio* terhadap return saham. Dalam penelitian tersebut, Dichev menemukan bahwa saham dari perusahaan di NASDAQ yang mengalami risiko kebangkrutan memiliki imbal hasil yang rendah.

Zaretsky dan Zumwalt (2007) juga pernah meneliti tentang hubungan *distress risk*, *book-to-market ratio* dan *return premium* pada perusahaan non-keuangan di NYSE-AMEX dan NASDAQ, mereka menemukan hubungan negatif yang signifikan antara *distress risk* dan return premium. Berbeda halnya dengan hasil yang ditemukan Ming (2002). Ming menemukan bahwa risiko kebangkrutan justru membuat pengembalian saham yang lebih tinggi terhadap perusahaan di pasar saham Jepang. Dalam

penelitiannya Ming menggunakan *Z-Score*, *O-Score* dan *X-Score* sebagai risiko kebangkrutan dalam model penelitiannya.

Berbagai hasil tersebut membuat penulis tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut terhadap *distress risk*, *beta*, *firm size* dan *book-to-market ratio* terhadap *return* saham. Dalam penelitian ini penulis menggunakan metode Ohlson sebagai proksi *distress risk*. Metode Ohlson menggunakan multinomial logit, model buatannya memiliki 9 variabel dari beberapa rasio keuangan. Metode ini dipilih karena tingkat akurasinya lebih tinggi dibandingkan dengan beberapa metode lainnya (Pongsat et al : 2004, Lai et al:2008). Di Indonesia-pun penggunaan metode ini untuk meneliti hubungan antara *distress risk* dengan *return* saham masih jarang. Kebanyakan penelitian hanya sebatas membandingkan keakuratan metode yang telah ada dengan perusahaan di Indonesia (Misalnya Rifqy:2009, Hendrika:2010).

Dalam penelitian ini penulis menggunakan 2 model yaitu :

$$1. r_{i,t+1} = \theta_1 + \theta_2 OS_{i,t} + \theta_3 \beta_{i,t} + \theta_4 \log(TA)_{i,t} + \theta_5 BtM_{i,t}$$

$$2. r_{i,t+1} = \theta_1 + \theta_2 Mod. OS_{i,t} + \theta_3 \beta_{i,t} + \theta_4 \log(TA)_{i,t} + \theta_5 BtM_{i,t}$$

Dimana : OS = O-Score (Indikator Risiko Kebangkrutan Ohlson)

Mod. OS = Modified O-Score (Modifikasi Indikator Risiko Kebangkrutan Ohlson (Rifqi:2009))

β = Beta Saham

TA = Nilai Aset Total

BtM = Rasio Nilai Buku/Nilai Pasar

Perbedaan model 1 dan 2 hanyalah pada penggunaan pengukuran *Ohlson O-Score* sebagai risiko *distress*. Pada model 1 penulis menggunakan pengukuran asli Ohlson, sedangkan pada model kedua penulis menggunakan Ohlson *O-Score* yang telah dimodifikasi oleh Rifqi (2009) yang telah disesuaikan dengan perusahaan di Indonesia. Penulis menggunakan *O-Score* karena *O-Score* memiliki ketepatan prediksi untuk semua variabel rasio keuangan yang tinggi yaitu 96,3 % (Riky, 2009:29). Dan karena pengukuran *O-Score* belum tentu sesuai dengan keadaan di setiap negara, penulis menambahkan model kedua sebagai penyesuaian dengan kondisi perusahaan di Indonesia. Dalam penelitian Rifqi (2009:59), *modified O-score* juga menunjukkan ketepatan prediksi yang tinggi yaitu 93,59 %.

Dengan beberapa pertimbangan dari penelitian penelitian sebelumnya, peneliti melakukan penelitian tentang pengaruh *distress risk*, *beta*, *firm size* dan *book-to-market ratio* terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2007-2010.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah *distress risk* berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2007 – 2010?

2. Apakah *beta* saham berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2007 – 2010?
3. Apakah *firm size* berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2007 – 2010?
4. Apakah *book-to-market ratio* berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2007 – 2010?

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah dari penelitian ini, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui pengaruh *distress risk* terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2007 – 2010.
2. Untuk mengetahui pengaruh *beta* saham terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2007 – 2010.
3. Untuk mengetahui pengaruh *firm size* terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2007 – 2010.
4. Untuk mengetahui pengaruh *book-to-market ratio* terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2007 – 2010.

1.4. Manfaat Penelitian

Penulis berharap dengan dilakukannya penelitian ini akan memberikan manfaat sebagai berikut :

1. Bagi akademisi penelitian ini diharapkan dapat menambah bukti empiris dari penelitian dengan tujuan meneliti *return* saham, sehingga mampu melengkapi penelitian penelitian terdahulu dan dapat menambah wawasan mengenai faktor yang mempengaruhi return saham.
2. Bagi investor penelitian ini diharapkan dapat membantu investor dalam menentukan pilihan dalam investasi di pasar saham. Sehingga investor dapat terlebih dahulu mempertimbangkan kondisi perusahaan seperti apa yang mampu memberikan mereka return saham yang menguntungkan.
3. Bagi perusahaan penelitian ini diharapkan dapat memberikan indikasi kondisi kesulitan keuangan yang terjadi di perusahaan tersebut. Serta dapat memberikan gambaran resiko yang mungkin saja dialami perusahaan tersebut dan juga solusi dari kesulitan keuangan tersebut.