

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Peristiwa krisis moneter tahun 1998 berdampak pada pasar properti di Indonesia. Krisis tersebut menyebabkan masyarakat kehilangan daya beli termasuk daya beli terhadap properti sehingga pasar properti mengalami stagnasi. Selanjutnya kondisi bisnis properti terus membaik pada tahun 2000 dan mencapai puncaknya pada tahun 2002 dan 2003 yang ditandai dengan harga properti yang melambung tinggi namun hal tersebut menyebabkan tidak ada lagi orang yang sanggup membeli sehingga harga properti kembali turun.

Pada tahun 2008 kembali terjadi krisis yang juga menyebabkan penjualan properti menurun. Hingga sepanjang tahun 2010 pasar properti tidak terlalu mengalami peningkatan. Namun, kondisi pasar properti kembali membaik pada tahun 2011 karena pertumbuhan ekonomi Indonesia yang mencapai 6,5% yang mengindikasikan kemampuan beli masyarakat termasuk kemampuan beli terhadap properti. Tahun 2012 dan 2013 adalah tahun dimana booming properti. Selain karena tingkat perekonomian yang membaik, rendahnya suku bunga kredit juga turut memicu meningkatnya penjualan properti.

Berbagai faktor dapat mempengaruhi perkembangan properti di Indonesia baik dari kebijakan pemerintah maupun kondisi perekonomian di Indonesia bahkan kondisi politik. Tahun 2014 merupakan tahun politik yang menyebabkan pengembang dan investor memilih wait and see dibanding membuka proyek baru

sehingga pada tahun ini pasar properti masih lesu. Hingga tahun 2015, sektor properti di Indonesia masih mengalami tekanan karena perlambatan pertumbuhan ekonomi meskipun pada saat itu BI telah membuat peraturan yang menaikkan nilai *Loan To Value* (LTV) sehingga uang muka yang harus dibayarkan konsumen menjadi lebih kecil.

Jika dilihat dari sejarah perkembangan pertumbuhan sektor properti di Indonesia, sektor tersebut hingga saat ini masih menjadi salah satu sektor investasi yang menarik bagi para investor. Dari berbagai macam faktor yang mempengaruhi perkembangan properti tersebut, tentunya investor telah mengetahui setiap konsekuensi atas investasinya. Keputusan untuk berinvestasi tentunya akan menjadi suatu hal yang dilakukan dengan penuh kehati-hatian agar tidak salah memilih perusahaan. Seseorang yang melakukan investasi biasanya mengharapkan tingkat pengembalian (*return*) atau keuntungan yang tinggi atas investasi tersebut yang biasa disebut dengan *expected return*.

Perhitungan *expected return* dapat dilakukan dengan dua analisis, yaitu pendekatan peramalan dan pendekatan historis. Pendekatan peramalan menjelaskan bahwa perhitungan menggunakan pemisahan untuk masa depan, yaitu kondisi yang diduga dan probabilitas. Sedangkan pendekatan historis merupakan *return* aktual yang telah terjadi di masa lalu yang merupakan rata-rata *return* yang telah terjadi. Pada umumnya perhitungan *expected return* dengan pendekatan historis dihitung dengan rata-rata *return* selama tahun pelaporan periode akuntansi yakni dimulai dari januari hingga desember. Namun dalam penelitian ini menghitung *expected return* dengan rata-rata *return* saham selama

setahun yang dimulai pada 6 bulan setelah tahun fiskal berakhir yakni dari bulan juli hingga juni yang disebut dengan *subsequent return*.

Perhitungan *subsequent return* dilakukan dengan menghitung *return* bulanan selama satu tahun yang dimulai pada periode selanjutnya. Contohnya untuk perhitungan *subsequent return* kondisi perusahaan tahun 2011, akan dihitung *subsequent return* pada bulan Juli 2012 hingga Juni 2013 (Utama dan Lumondang, 2009). Dengan perhitungan tersebut, diharapkan mampu menggambarkan *expected return* perusahaan dimasa mendatang serta melihat apakah nilai tersebut dipengaruhi oleh kondisi perusahaan pada masa lalu.

Dalam penelitian ini, peneliti ingin melihat adakah pengaruh dari *bankruptcy risk*, *firm size* dan *book-to-market* perusahaan terhadap *subsequent return* pada perusahaan property and real estate. Utama dan Lumondang (2009) dalam penelitiannya membuktikan bahwa tidak ada pengaruh *bankruptcy risk*, *size* dan *book-to-market* terhadap *subsequent return*. Hal tersebut disebabkan pasar tidak menyerap informasi yang sesungguhnya dari perusahaan. Perusahaan yang terdeteksi akan mengalami kebangkrutan tentunya memiliki kinerja perusahaan yang buruk. Kinerja perusahaan yang buruk tentunya menggambarkan kondisi perusahaan yang jauh dari kata laba bahkan mungkin telah lama merugi dalam operasionalnya sehingga perusahaan tersebut bangkrut. Kerugian yang dialami tersebut menyebabkan perusahaan mengalami tekanan dalam keuangannya sehingga menjadikan perusahaan tersebut bangkrut. Risiko kebangkrutan perusahaan akan berdampak pada tingkat pengembalian yang diharapkan oleh para investor. Perusahaan dengan *bankruptcy risk* yang tinggi maka investor akan

meminta risk premium yang positif karena menanggung risiko (Utama dan Lumondang, 2009).

Banyak perusahaan publik yang *delisting* karena mengalami kesulitan keuangan. Keadaan *delisting* suatu perusahaan publik menggambarkan keadaan perusahaan yang kurang baik. *Delisting* yang dilakukan dengan sukarela (*voluntary delisting*) maupun terpaksa (*involuntary delisting*) memiliki penyebab tersendiri. *Voluntary delisting* atau biasa disebut dengan *go private* dilakukan karena perusahaan yang berkeinginan untuk keluar dari bursa. Sedangkan *involuntary delisting* karena kegagalan persyaratan dari bursa. Kebangkrutan merupakan salah satu penyebab perusahaan di Indonesia ter-*delisting* di BEI (Safitri dan Fitantina, 2016).

Pada sektor *properti and real estate* sendiri terdapat perusahaan publik yang *delisting* dari Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2011 hingga 2017 diantaranya perusahaan New Century Development Tbk pada tahun 2011, Suryainti Permata Tbk pada tahun 2012, Panca Wirasakti Tbk pada tahun 2013, serta Citra Properti Tbk dan Ciputra Surya Tbk pada tahun 2017.

Salah satu perusahaan publik sektor *properti* yang *involuntary delisting* pada tahun 2012 karena mengalami permasalahan utang yakni PT Suryainti Permata Tbk (SIIP). Perdagangan saham SIIP sebelumnya dibekukan oleh BEI sejak tahun 2010. Akibat dari pembekuan perdagangan tersebut menyebabkan bisnis perusahaan tersendat. Suspensi saham SIIP di bursa berdampak signifikan terhadap kepercayaan perbankan kepada Perseroan. Perbankan tidak memberikan KPR kepada konsumen Perseroan, karena alasan Perseroan sedang disuspen.

Dengan kondisi tersebut maka pendapatan perseroan menurun dan berdampak pada denda dan beban administrasi pajak yang mengakibatkan rugi tahun berjalan perusahaan membengkak (Christina, 2012).

Menurut Edward I. Altman (Arini, 2013), dalam penelitiannya tersebut setelah menyeleksi 22 rasio keuangan, Altman menentukan lima rasio keuangan yang dapat digunakan untuk mendeteksi kebangkrutan perusahaan beberapa saat sebelum perusahaan tersebut bangkrut. Kelima rasio tersebut terdiri dari: modal kerja terhadap aktiva, laba ditahan terhadap total aktiva, laba sebelum bunga dan pajak terhadap aktiva, nilai pasar modal saham terhadap nilai buku hutang, dan penjualan terhadap aktiva. Analisis tersebut dikenal dengan analisis *Z-score* yang dapat memprediksi secara akurat tentang kinerja perusahaan, serta kemungkinan kondisi kesehatan keuangan di masa yang akan datang, apakah perusahaan mengalami kebangkrutan, rawan bangkrut, atau dalam keadaan sehat.

Rasio keuangan tersebut telah mengalami perombakan sebanyak tiga kali sehingga model yang dihasilkan diberi kode *Z-score*. Model Altman yang ketiga ini telah dilakukan pada perusahaan yang berada di negara berkembang, pada perusahaan publik dan non publik, pada berbagai jenis ukuran perusahaan, semua jenis perusahaan yang berbeda-beda pada semua industri. Juga telah diterapkan pula pada perusahaan nonmanufaktur. Keakuratan dari model ini 70% pada prediksi kebangkrutan perusahaan untuk dua tahun sebelumnya dan 95% untuk periode satu tahun sebelumnya (Rantelino, Anastasia, dan Memarista 2015).

Dichev (1998) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa suatu pengujian return diluar *window* satu tahun ke depan yang digunakan untuk semua tes

sebelumnya juga dapat memberikan bukti apakah hasil untuk perusahaan yang paling tertekan karena risiko atau *mispricing*. Jika perusahaan yang paling tertekan pada dasarnya kurang berisiko dan risiko sistematisnya relatif stabil, perusahaan akan diperkirakan akan terus memperoleh *return* yang lebih rendah daripada rata-rata *return* di masa depan. Selain itu, *return window* yang lebih panjang menawarkan bukti lebih lanjut mengenai apakah *return* perusahaan yang paling tertekan mungkin disebabkan pengkondisian yang tidak tepat atas informasi yang tidak tersedia pada saat pembentukan portofolio.

Informasi masa lalu lainnya yang tersedia pada saat pembentukan portofolio yang mungkin berpengaruh terhadap nilai *subsequent return* perusahaan yakni nilai saham perusahaan tersebut di pasar. Hampir semua perusahaan yang menguntungkan secara konsisten akan memiliki nilai pasar yang lebih besar dari nilai bukunya (Juan, 2013). Dengan nilai *book to market equity* suatu perusahaan akan menggambarkan nilai buku suatu saham terhadap nilai saham di pasar.

Perusahaan dengan nilai buku lebih rendah dari nilai pasarnya menunjukkan bahwa pasar memberikan nilai yang lebih tinggi kepada perusahaan oleh karena kekuatan pendapatannya dari aset perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa jika nilai buku suatu perusahaan lebih rendah dari nilai pasarnya, maka perusahaan memiliki potensi laba yang tinggi. Dengan laba yang tinggi tersebut, tentunya akan berdampak pada *return* yang akan diterima oleh investor, serta dapat terlihat pula bagaimana pengaruhnya terhadap *subsequent return*. Perusahaan dengan *book to market value* yang tinggi berarti saham perusahaan tersebut *undervalued*, pasar menilai prospek perusahaan buruk dan memiliki risiko termasuk *bankruptcy*

risk yang tinggi sehingga pasar mengharapkan *return* yang tinggi (Fama dan French, 1995).

Fama dan French (1993) mengkonfirmasi bahwa portofolio dibentuk dengan tujuan untuk menurunkan faktor risiko yang berhubungan dengan *size* dan *market-to book equity* sehingga secara substansial dapat menambahkan variasi *return* saham yang dijelaskan oleh portofolio pasar. Fama dan French (1995) melakukan penelitian dengan tujuan untuk mengetahui apakah sifat harga saham dalam hubungannya dengan *size* dan *market-to-book equity* konsisten dengan sifat pendapatan. Sebagai langkah awal mereka meneliti apakah harga saham mencerminkan perbedaan dalam evolusi profitabilitas pada saat saham dikelompokkan menurut *size* dan *market-to book equity*. Hasilnya, seperti yang telah diprediksi oleh model *rational-pricing* sederhana, *market-to-book equity* tinggi menandakan pendapatan rendah pada *book equity*, demikian juga sebaliknya, *market-to-book equity* rendah menandakan pendapatan tinggi pada *book equity*. *Size* juga berhubungan dengan profitabilitas, namun hubungannya berbanding lurus. Saham-saham kecil cenderung untuk memiliki pendapatan rendah pada *book equity* dibandingkan dengan saham-saham besar.

Hal tersebut membuktikan bahwa *size* secara tidak langsung juga mampu mempengaruhi *return* ataupun *subsequent return* suatu perusahaan. Perusahaan dengan permodalan yang besar, cenderung memperoleh laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal tersebut dikarenakan kecukupan dana yang dimiliki perusahaan besar untuk mengembangkan operasional perusahaan yang berdampak langsung pada perolehan laba perusahaan yang juga akan

berdampak pada *return* maupun *subsequent return*. Fama dan French (1995) dalam penelitiannya menyatakan bahwa perusahaan dengan *size* yang kecil memiliki *collateral* yang sedikit sehingga kemungkinan mengalami *default* besar dan pasar mengharapkan *return* yang tinggi,

Sama halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Irawan (2015), menunjukkan bahwa adanya pengaruh signifikan negatif *firm size* terhadap *subsequent return*. Dengan alasan investor yang berinvestasi merupakan investor jangka panjang dan tidak bertujuan spekulasi. Ketika nilai kapitalisasi (*size*) besar yang disebabkan saham yang naik, investor tidak langsung menjual sahamnya untuk mendaat *capital gain* dan sebaliknya jika nilai saham turun. Jika investor jangka pendek (*trading*) maka hal pertama yang dilihat dari perusahaan yaitu perusahaan yang memiliki kapitalisasi besar karena perusahaan besar sangat baik dalam pengelolaan keuangan. Dengan demikian, besar kecilnya nilai kapitalisasi pasar (*size*) akan dipengaruhi investor ketika berinvestasi pada perusahaan manufaktur (Irawan, 2015).

Adanya perbedaan hasil dari berbagai penelitian terdahulu tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *subsequent return* menjadi alasan bagi penulis untuk melakukan penelitian kembali dan menguji variabel-variabel yang dirasa memiliki pengaruh terhadap *subsequent return*. Penulis melakukan penelitian mengenai pengaruh *bankruptcy risk*, *firm size* dan *book-to-market* perusahaan terhadap *subsequent return*.

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dijelaskan diatas dapat diidentifikasi beberapa masalah yang menjadi faktor tingkat *subsequent return* yang akan diterima para investor pada perusahaan publik sub sektor *properti and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), diantaranya yaitu:

1. Analisis laporan kinerja perusahaan dengan Z-score untuk mengukur tingkat *bankruptcy risk* (risiko kebangkrutan) yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang terdeteksi akan mengalami kebangkrutan, cenderung memiliki nilai *subsequent return* yang tinggi.
2. *Firm size* (ukuran perusahaan) akan menentukan produktivitas serta profitabilitas yang dihasilkan sehingga akan berdampak pada tingkat *subsequent return* perusahaan.
3. *Book-to-market equity* (nilai buku terhadap nilai pasar) perusahaan akan menentukan nilai saham di pasar. Rasio *book-to-market* yang rendah menunjukkan bahwa perusahaan memiliki nilai tinggi di pasar atas kinerja baiknya untuk memperoleh laba sehingga akan berdampak pada tingkat *subsequent return* perusahaan.

C. Pembatasan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah diatas, maka peneliti membatasi penelitian ini hanya pada masalah menguji kembali adanya pengaruh *bankruptcy risk*, *size*, dan *book-to-market* perusahaan terhadap *subsequent return* pada perusahaan publik sub sektor *properti and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

(BEI). Dimana variabel *bankruptcy risk* dibatasi dengan analisis kebangkrutan metode *Altman Z-score* (1997), *size* dibatasi dengan log (log natural) *total assets*, dan *book-to-market* dibatasi dengan menilai nilai buku perusahaan terhadap nilai pasar.

D. Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian identifikasi masalah serta pembatasan masalah di atas, maka terdapat keanekaragaman hasil penelitian mengenai *pengaruh bankruptcy risk, size* dan *book-to-market value* perusahaan terhadap *subsequent return* pada perusahaan publik sub sektor *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Karena adanya inkonsistensi dari hasil penelitian sebelumnya, maka penelitian ini berupaya melakukan pengembangan dari hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Adapun beberapa rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah *bankruptcy risk* berpengaruh terhadap *subsequent return*?
2. Apakah *size* berpengaruh terhadap *subsequent return*?
3. Apakah *book-to-market* berpengaruh terhadap *subsequent return*?

E. Kegunaan Penelitian

Adapun penelitian ini dilakukan agar memiliki kegunaan bagi setiap pembaca baik kegunaan teoritis maupun kegunaan praktis. Berikut ini kegunaan dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan:

1. Kegunaan Teoritis

- a. Penelitian ini diharapkan dapat mengkonfirmasi adanya pengaruh *bankruptcy risk, size* dan *book-to-market value* perusahaan terhadap *subsequent return* pada perusahaan publik sub sektor *properti and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan referensi tambahan pada bidang akuntansi khususnya bidang manajemen keuangan dalam pengembangan penelitian mengenai pengaruh *bankruptcy risk, size* dan *book-to-market value* perusahaan terhadap *subsequent return* pada perusahaan publik sub sektor *properti and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

2. Kegunaan Praktis

- a. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi praktis dan bermanfaat untuk perusahaan publik khususnya manajer maupun para calon investor. Dengan dilakukannya penelitian ini diharapkan mampu memberikan gambaran tentang cara memprediksi kebangkrutan perusahaan dengan metode Altman kepada mereka, sehingga mereka mampu mempertimbangkan setiap keputusan yang akan diambil selanjutnya.
- b. Selain itu dari penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan gambaran untuk para investor tentang faktor-faktor yang memiliki pengaruh terhadap tingkat *subsequent return* yang akan mereka terima.