

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

Kegiatan investasi dapat didefinisikan sebagai tindakan penundaan penggunaan dana yang kita miliki sekarang untuk menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi di masa depan. Investor dalam melakukan investasi akan memilih instrumen investasi yang dapat memaksimalkan keuntungan. Keuntungan investasi dapat diukur dari besarnya imbal hasil yang didapatkan. Di dalam berinvestasi di pasar saham investor memiliki dua sumber keuntungan yaitu dari *capital gain* dan dari dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Namun untuk mendapatkan imbal hasil yang tinggi investor harus menghadapi tingkat ketidakpastian (risiko) yang tinggi pula. Dalam prinsip keuangan kondisi ini dinyatakan sebagai *risk return trade-off* artinya bahwa tingkat imbal hasil yang tinggi merupakan kompensasi dari tingkat risiko investasi yang tinggi pula. Dari teori tersebut dapat jelaskan bahwa investor tidak akan mengambil risiko yang lebih tinggi jika mereka tidak mendapatkan kompensasi yang lebih tinggi atas risiko tersebut. Namun apakah setiap risiko yang hadir dalam instrumen investasi akan selalu dikompensasi dengan imbal hasil yang lebih tinggi?

Konsekuensi dari kegiatan investasi adalah investor akan menghadapi ketidakpastian atas nilai investasinya dimasa depan. Tingkat ketidakpastian atas pengembalian investasi dimasa depan ini disebut dengan risiko. Beberapa risiko yang mungkin dihadapi oleh investor diantaranya: ketidakpastian kondisi bisnis, ketidakpastian likuiditas instrumen investasi, dan ketidakpastian keuangan yang diakibatkan oleh

keputusan perusahaan dalam mendanai usahanya. Dari beberapa risiko di atas risiko yang berhubungan langsung dengan kondisi perusahaan adalah risiko keuangan. Risiko keuangan akan muncul jika perusahaan menggunakan saham dan utang untuk mendanai usahanya, karena perusahaan harus melakukan pembayaran tetap terhadap kreditur atas bunga dan uang yang dipinjamnya, disamping perusahaan juga harus menyediakan pembayaran untuk pemegang saham.

Saat perusahaan menggunakan utang untuk membiayai investasinya maka perusahaan tersebut terlibat dalam kontrak untuk membayar bunga dan dana yang dipinjamnya. Jika perusahaan tersebut tidak mampu menghasilkan kas yang cukup untuk membayar kewajibannya (gagal bayar) kepada kreditur, maka kreditur akan melakukan gugatan kepailitan kepada perusahaan. Dan jika perusahaan sampai diputus pailit oleh pengadilan maka aset perusahaan tersebut harus dijual untuk melunasi utang-utangnya. Keputusan ini akan berakibat buruk bagi perusahaan dan investor, karena dalam kondisi ini perusahaan tidak dapat beroperasi dan kemungkinan investor mendapatkan dananya kembali secara utuh akan sangat kecil. Dalam ilmu manajemen keuangan kondisi ini disebut kondisi *failure*.

Altman (1983) dalam bukunya “*Corporate Financial distress: A Complete Guide to Predicting, Avoiding, and Dealing with Bankruptcy*” menyatakan bahwa ada dua jenis kondisi *failure*, (a) kondisi ketika perusahaan tidak dapat memenuhi kewajibannya, (b) kondisi dimana nilai utang perusahaan melebihi nilai asset yang dimiliki perusahaan. Saat perusahaan mengalami kondisi kesulitan keuangan seperti ini menyebabkan investor menghadapi risiko kebangkrutan (*financial distress risk/bankruptcy risk*). Pada kondisi seperti ini ada biaya kebangkrutan yang harus ditanggung oleh perusahaan. Biaya yang muncul akibat kondisi seperti ini dapat dibedakan menjadi dua yaitu: (a) biaya langsung yang merupakan biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menjalani proses

likuidasi atau restrukturisasi, (b) biaya tak langsung seperti kehilangan penjualan dan profit karena konsumen memutuskan untuk tidak membeli produk dari perusahaan yang berpotensi untuk bangkrut (Altman, 1984). Biaya kebangkrutan ini merupakan tambahan risiko yang harus dihadapi oleh pemegang saham perusahaan. Tentu saja investor yang berinvestasi pada perusahaan seperti ini mengharapkan akan adanya kompensasi terhadap tambahan risiko tersebut. Tapi apakah tambahan risiko ini akan diikuti dengan peningkatan imbal hasil saham?

Perusahaan yang berada dalam kondisi kesulitan keuangan memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi. Untuk mengatasi kondisi ini perusahaan bisa menempuh dua cara penyelesaian: (a) perusahaan bisa melakukan restrukturisasi atau, (b) perusahaan melakukan likuidasi. Restrukturisasi dilakukan melalui prosedur untuk merancang ulang bisnis debitur dan mengembalikan kesehatan keuangan perusahaan (Emery, Finnerty, dan Stowe, 2004). Melalui cara penyelesaian ini nilai perusahaan yang sempat turun akan cenderung naik kembali seiring dengan perbaikan kesehatan keuangan perusahaan, dan pemegang saham akan memiliki kemungkinan untuk mendapatkan imbal hasil yang tinggi. Sedangkan, likuidasi adalah solusi yang lebih ekstrim, yaitu terjadi ketika perusahaan berhenti beroperasi dan menjual aset-asetnya lalu menggunakan kas hasil penjualan aset tersebut untuk membayar kewajiban sesuai dengan senioritasnya. Pada kondisi ini investor saham akan cenderung mengalami kerugian.

Penelitian-penelitian terdahulu mengenai hubungan risiko kebangkrutan dan imbal hasil saham menghasilkan kesimpulan yang berbeda. Pada penelitian yang dilakukan oleh Dichev pada tahun 1998 di pasar saham Amerika Serikat yang termasuk dalam perusahaan Nasdaq menyatakan bahwa saham-saham yang terindikasi mengalami risiko kebangkrutan tidak menghasilkan tingkat imbal hasil yang lebih tinggi untuk tahun 1981 sampai 1995. Sedangkan pada penelitian berikutnya yang dilakukan oleh Ming (2002) pada periode

tahun 1980-2000 di pasar saham di Jepang menyatakan bahwa risiko kebangkrutan pada suatu perusahaan akan memberikan rata-rata tingkat imbal hasil yang lebih tinggi.

Perbedaan hasil penelitian antara Dichev (1998) dan Ming (2002) membuat penulis ingin mengetahui lebih lanjut mengenai pengaruh risiko kebangkrutan dan imbal hasil saham di pasar saham Indonesia. Penelitian mengenai fenomena imbal hasil saham pada perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan di Indonesia sebelumnya pernah dilakukan oleh Suroso (2006), dan kemudian oleh Hapsari (2007). Dari kedua penelitian tersebut disimpulkan bahwa imbal hasil saham pada perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan mengalami peningkatan yang signifikan untuk tahun 2000 sampai 2005 karena kebanyakan dari perusahaan-perusahaan yang berada dalam kondisi ini akan melakukan restrukturisasi untuk menyetatkan kondisi keuangannya, solusi ini lebih dipilih karena kebangkrutan tidak memberikan nilai tambah untuk pihak manapun. Pada penelitian ini penulis akan meninjau lebih jauh mengenai pengaruh risiko kebangkrutan terhadap imbal hasil saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Dalam penelitian ini juga akan diteliti apakah kondisi risiko kebangkrutan dipengaruhi oleh variabel-variabel spesifik perusahaan (*size*, *book-to-market*, dan *beta*)? Beberapa riset terdahulu telah mencari pembuktian bahwa *size effect* dan *book-to-market effect* yang merupakan variabel yang sangat mempengaruhi imbal hasil saham, dapat dikaitkan dengan faktor risiko kebangkrutan. Seperti yang dikemukakan Chan dan Chen (1991) menemukan bahwa *marginal firm* atau perusahaan yang dengan tingkat utang (*leverage*) yang tinggi dan masalah pada arus kas, akan mendorong pada *small firm effect*. Fama dan French (1992) memperkirakan bahwa *book-to-market effect* mungkin muncul karena adanya *distress risk*. Untuk melihat hubungan tersebut penulis akan melakukan regresi dengan variabel dependen risiko kebangkrutan dengan variabel independennya

adalah *size* yang diwakili oleh nilai kapitalisasi pasar (*MC*), variabel *book-to-market* dan variabel *beta*.

## **1.2. Tujuan Penulisan**

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

- a. Mengidentifikasi kondisi risiko kebangkrutan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan menggunakan Altman *Z-score*.
- b. Mengidentifikasi fenomena imbal hasil pada saham-saham yang memiliki risiko kebangkrutan
- c. Mengidentifikasi hubungan antara variabel risiko kebangkrutan dengan variabel-variabel spesifik perusahaan (*market capitalization*, *book-to-market*, dan *beta*).

## **1.3. Ruang Lingkup dan Pembatasan Masalah**

### **1.3.1 Rumusan Masalah**

Penelitian ini ingin menjawab pokok permasalahan dan pertanyaan-pertanyaan penelitian berikut:

- a. Apakah risiko kebangkrutan dikompensasi dengan imbal hasil saham yang lebih tinggi?
- b. Apakah kondisi risiko kebangkrutan dipengaruhi oleh variabel spesifik perusahaan (*market capitalization*, dan *book-to-market*, dan *beta*)?

### **1.3.2 Wilayah dan Objek Penelitian**

Objek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan terbuka yang sahamnya diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Populasinya meliputi semua perusahaan yang

terdaftar dari tahun 2002-2006. Dari populasi tersebut penulis memilih perusahaan-perusahaan manufaktur sebagai sampel penelitian. Sampel ini dipilih karena dalam memprediksi kondisi kesulitan keuangan perusahaan, penulis menggunakan metode *Z-score* yang dikembangkan oleh Altman (1968), yang memang dikembangkan dari sampel perusahaan-perusahaan manufaktur di Amerika.

### 1.3.3 Variabel dan Waktu Pengambilan Data

Analisis data dalam penelitian ini dilakukan dengan membentuk portofolio berdasarkan *Z-score* dan juga analisis regresi. Pada analisis regresi penulis menggunakan dua model regresi untuk mencari hubungan antara variabel-variabelnya. Pada model pertama akan memeriksa pengaruh risiko kebangkrutan terhadap imbal hasil saham. Pada model pertama ini variabel terikatnya adalah imbal hasil saham dan variabel bebasnya adalah kapitalisasi pasar (*market capitalization*), rasio *book-to-market*, *beta*, dan *Z-score*. Sedangkan pada model kedua memeriksa pengaruh antara risiko kebangkrutan dengan variabel spesifik perusahaan. Pada model kedua ini variabel terikatnya adalah *Z-score* sebagai indikator kondisi risiko kebangkrutan, dan variabel bebasnya adalah kapitalisasi pasar (*MC*), rasio *book-to-market*, dan *beta*.

Data dalam penelitian ini berupa data panel. Data ini merupakan gabungan dari data *time series* dan data *cross section*. Data *time series* dalam penelitian ini berupa data rasio keuangan tahun 2002-2006 dan data imbal hasil saham perusahaan dari tahun 2002-2007. Sedangkan data *cross section* dalam penelitian ini berupa data gabungan rasio keuangan dan imbal hasil saham masing-masing perusahaan pada tiap tahun. Seluruh data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari Bursa Efek Indonesia.

## **1.4. Manfaat Penelitian**

Penulis berharap penelitian ini akan memberikan manfaat untuk masyarakat, diantaranya:

### **a. Investor**

Penelitian ini diharapkan bisa dijadikan referensi dan arahan bagi investor dalam melakukan investasi di perusahaan yang mengalami risiko kebangkrutan (*financial distress*).

### **b. Perusahaan**

Dengan penelitian ini diharapkan perusahaan bisa mengetahui indikasi kondisi kesulitan keuangan yang terjadi di perusahaan tersebut, mengerti risikonya dan solusinya bila mengalami kondisi tersebut terjadi.

### **c. Masyarakat umum**

Masyarakat umum akan memahami masalah kesulitan keuangan yang dihadapi oleh perusahaan dan pengaruhnya terhadap kinerja saham dalam menghasilkan keuntungan. Sehingga masyarakat dapat mengetahui keuntungan dan risiko yang harus dihadapi jika mereka ingin menjadi investor di pasar saham.

## **1.5. Metodologi Penelitian**

### **1.5.1. Metode Pengumpulan Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang tersedia di pusat data OSIRIS tahun 2002-2006. Data berupa laporan keuangan tahunan perusahaan dari tahun 2002-2006. Selain itu penelitian ini menggunakan data IHSI (Indeks Harga Saham Individu) dan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) bulanan dari tahun 2002-2007 yang didapat dari <http://finance.yahoo.com>.

### 1.5.2. Metode Pengolahan Data

Pengolahan data dilakukan berdasarkan beberapa tahap berikut ini:

- a. Mengolah data mentah menjadi variabel-variabel penelitian, seperti membuat rasio keuangan untuk menghitung *Z-score*, *market capitalization*, *book-to-market* dan *beta* pada tiap unit sampel.
- b. Membentuk kelompok saham berdasarkan *Z-score* untuk melakukan analisis fenomena imbal hasil saham dan risiko kebangkrutan. Untuk analisis ini penulis menggunakan bantuan piranti lunak *Microsoft Excel*.
- c. Melakukan analisis regresi dengan menggunakan metode regresi data panel untuk melihat hubungan pengaruh antara variabel bebas dan variabel terikat pada model penelitian. Pada analisis regresi ini penulis menggunakan bantuan piranti lunak *Eviews 5.1* dan *SPSS 15*.
- d. Melakukan pengujian atas signifikansi hasil regresi data panel.
- e. Melakukan analisis hasil regresi dan membandingkannya untuk setiap model penelitian.

### 1.5.3. Model Pemikiran

Penelitian ini dapat dibagi menjadi beberapa permasalahan pokok seperti yang telah diungkapkan di atas. Pertama, penelitian akan mengungkapkan hubungan antara risiko kebangkrutan dengan imbal hasil saham, dan menemukan fakta apakah tambahan risiko akibat kondisi kesulitan keuangan (*financial distress*) dikompensasi dengan imbal hasil saham yang lebih tinggi. Pada bagian ini akan digunakan dua metode: a) membentuk kelompok (portofolio) saham-saham perusahaan berdasarkan risiko kebangkrutan atau indikator *financial distress* yang dinyatakan dengan *Z-score* dan melakukan perbandingan imbal hasil saham pada masing-masing portofolio, b) melakukan regresi data panel



dengan variabel terikatnya adalah imbal hasil saham (*return*) pada ( $t+1$ ) dengan variabel bebasnya adalah kapitalisasi pasar (*MC*), *book-to-market*, *Z-score* dan *beta*. Bagian kedua penelitian ini akan mengidentifikasi apakah risiko kebangkrutan berhubungan dengan variabel-variabel spesifik perusahaan. Untuk melihat hubungan tersebut penulis menggunakan analisis regresi data panel dengan variabel terikat *Z-score* dan variabel bebasnya *MC*, *B/M* dan *beta*.

### **1.6. Sistematika Penulisan**

Skripsi ini terdiri dari lima bab yang akan menguraikan permasalahan yang dibahas, yaitu sebagai berikut:

BAB I. Pada bab ini berisi latar belakang masalah penelitian, tujuan penulisan, ruang lingkup dan pembatasan masalah, manfaat penelitian, metodologi penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II. Pada bab ini mencakup landasan teoritis mengenai kesulitan keuangan (*financial distress*) dan imbal hasil saham yang bersumber dari buku, jurnal dan referensi lain. Pada bab ini juga akan dibahas beberapa penelitian-penelitian sebelumnya.

BAB III. Bab ini merupakan metodologi penelitian yang memaparkan metode penelitian, variabel-variabel yang digunakan, hipotesis penelitian, dan metode pengujian yang akan digunakan.

BAB IV. Bab ini membahas mengenai hasil pengujian sampel, dan hasil pengujian statistik yang dilakukan dalam penelitian.

BAB V. Bab ini membahas mengenai kesimpulan penelitian, keterbatasan penelitian, dan saran untuk penelitian selanjutnya.