

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Penelitian

Dalam 20 tahun terakhir pertumbuhan ekonomi Indonesia mencapai rata-rata 6%. Pertumbuhan ini masuk dalam kategori 4 negara dengan pertumbuhan ekonomi terbesar di dunia (BI, 2013). Pertumbuhan ekonomi yang pesat membutuhkan infrastruktur keuangan yang memadai seperti institusi perbankan dan pasar modal. Untuk memanfaatkan momentum pertumbuhan ekonomi tersebut dibutuhkan modal yang sangat besar.

Pasar modal menjadi alternatif pendanaan dalam mengembangkan perusahaan di Indonesia, karena dengan pasar modal dapat diperoleh dana dalam jumlah yang besar dibandingkan dana dari perbankan. Saham merupakan salah satu sekuritas diantara sekuritas-sekuritas lainnya yang mempunyai tingkat risiko yang tinggi. Risiko tinggi tercermin dari ketidakpastian tingkat pengembalian (*return*) yang akan diterima oleh investor di masa datang. Hal ini sejalan dengan definisi investasi menurut Sharpe (1978:2), bahwa investasi merupakan pengorbanan di masa sekarang untuk mendapatkan nilai yang lebih tinggi pada masa yang akan datang, dimana nilai pada masa yang akan datang mengandung unsur ketidakpastian.

Satu-satunya pasar modal di Indonesia saat ini adalah Bursa Efek Indonesia (BEI) yang merupakan penggabungan dari Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek

Surabaya. Telah banyak perusahaan yang melakukan *go public* di BEI, dimana pada tahun 2013 terdapat 483 perusahaan tercatat. Di BEI, perdagangan saham dilakukan berdasarkan hukum permintaan dan penawaran.

Dalam berinvestasi, seorang investor yang rasional akan menginvestasikan dananya dengan memilih saham-saham yang efisien, yang dapat memberikan *return* maksimal dengan tingkat risiko tertentu atau *return* tertentu dengan risiko yang seminimal mungkin. Semua investor pasti menginginkan *return* investasi yang semakin tinggi dari waktu ke waktu. *Return* atau tingkat pengembalian merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. Harga saham yang selalu bergerak membuat tingkat pengembalian saham atau *return* tidak menentu tiap waktunya. *Return* yang diterima oleh investor pun terbagi dalam dua komponen utama, yaitu *Yield* dan *Capital Gain (Loss)*. *Yield* mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. *Capital Gain (Loss)* mencerminkan kenaikan atau penurunan harga suatu surat berharga yang bisa memberikan keuntungan atau kerugian bagi investor. Tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan dari seorang investor dapat dihitung dari data yang telah ada maupun harapan investor dimasa mendatang. *Return* dapat dihitung dengan menghitung jumlah pengembalian yang diterima dikurangi jumlah yang diinvestasikan dibagi dengan jumlah yang diinvestasikan.

Dalam dunia bisnis hampir semua investasi mengandung risiko. Ketidakpastian akan tingkat penghasilan merupakan inti dari investasi, yaitu

investor harus selalu mempertimbangkan unsur ketidakpastian yang merupakan risiko investasi. *Return* dan risiko merupakan dua hal yang tidak terpisah, karena pertimbangan suatu investasi merupakan *trade-off* dari kedua faktor ini. Sartono (2001) menyebutkan risiko merupakan probabilitas tidak tercapainya tingkat keuntungan yang diharapkan atau kemungkinan perbedaan terjadinya tingkat pengembalian hasil yang diterima dengan tingkat pengembalian hasil yang diharapkan. Menurut Hartono (2013) risiko adalah penyimpangan suatu deviasi dari *outcome* yang diterima dengan yang diekspektasi. Semakin besar penyimpangannya berarti semakin besar tingkat risikonya. Sehingga, dapat dikatakan risiko merupakan salah satu faktor penting yang harus diperhatikan dalam analisis investasi karena setiap pilihan investasi selalu mengandung risiko, dan risiko inilah yang mempengaruhi keuntungan investor (Aruzzi *et al.*, 2003).

Menurut Tandelilin (2001), terdapat beberapa sumber risiko yang bisa mempengaruhi besarnya *returns* suatu investasi, diantaranya adalah: a) Risiko suku bunga, b) Risiko pasar, c) Risiko inflasi, d) Risiko bisnis, e) Risiko finansial, f) Risiko likuiditas, g) Risiko nilai tukar mata uang dan h) risiko negara.

Selain risiko diatas tersebut, dalam manajemen investasi dikenal pembagian risiko dalam dua jenis, yaitu risiko sistematis dan non sistematis. Risiko non sistematis dari suatu perusahaan tidak berkorelasi dengan perusahaan lainnya. Sebaliknya risiko sistematis berkorelasi terhadap setiap saham, artinya faktor risiko sistematis dimaksud dapat mengurangi besarnya tingkat keuntungan yang akan diperoleh investor.

Kondisi perekonomian Indonesia yang masih belum stabil mempengaruhi kondisi perusahaan-perusahaan yang berada di Indonesia, termasuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pada tahun 2008, Indonesia terkena dampak krisis keuangan global yang berdampak pada hampir semua industri dan hal itu menyebabkan turunnya nilai mata uang rupiah yang diikuti dengan kenaikan suku bunga, sehingga dampak tersebut telah melambungkan utang perusahaan sehingga keadaan ini mengakibatkan kondisi keuangan perusahaan menjadi tidak stabil dan mungkin saja perusahaan mengalami kondisi rawan terhadap kebangkrutan atau sering disebut *financial distress*. Sehingga penting bagi para investor untuk mempertimbangkan risiko kebangkrutan dalam mengambil keputusan investasinya, serta seberapa besar pengaruh risiko kebangkrutan ini terhadap *return* perusahaan. Selain itu saat terjadinya krisis ekonomi global tahun 2008, Indonesia mengalami tingginya laju inflasi dan terjadinya kenaikan harga minyak dunia yang diikuti dengan kenaikan harga BBM bersubsidi, sehingga pada tahun 2008 dan tahun-tahun berikutnya banyak perusahaan yang mengalami kerugian termasuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal tersebut mengakibatkan penurunan pada *return* saham yang diperoleh pemegang saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Risiko perusahaan dari sudut pandang investor dapat berasal dari risiko bisnis dan risiko finansial (Brigham, 2011). Dalam penelitian ini lebih memilih untuk fokus pada risiko finansial. Risiko finansial perusahaan dapat digambarkan dari struktur modal, yaitu penggunaan utang atas modal sebagai dasar investasi

perusahaan. Risiko finansial 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.

Risiko finansial merupakan risiko yang berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan utang dalam pembiayaan modalnya. Dalam hal ini semakin tingginya proporsi utang di dalam struktur modal mengakibatkan risiko kebangkrutan yang akan terjadi juga semakin besar. Risiko kebangkrutan tersebut dapat dihindari namun mengakibatkan semakin tingginya biaya yang terjadi dari usaha untuk menghindari terjadinya risiko kebangkrutan. Disinilah terjadinya *trade-off* dimana untuk meminimalisir kerugian yang dapat timbul dari penggunaan utang secara berlebih harus dilakukan pengorbanan dari timbulnya biaya untuk menghindari *financial distress* atau risiko kebangkrutan. Bila dikaitkan dengan *agency cost*, semakin tinggi proporsi penggunaan utang dalam struktur modal menyebabkan semakin tinggi biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham untuk mengawasi pihak manajemen agar tidak terjadi mis-manajemen yang dapat menyebabkan timbulnya *financial distress* atau risiko kebangkrutan. Kraus dan Litzenberger (dalam Jensen, 1984) berpendapat bahwa jika porsi utang dalam struktur modal perusahaan meningkat, maka kemungkinan kebangkrutan juga meningkat. Brigham dan Gapenski (1996) mengatakan bahwa semakin besar pembiayaan dari utang, dan semakin besar beban bunga tetap,

semakin besar probabilitas bahwa penurunan *earning* akan mengarah kepada kesulitan keuangan, karena itu semakin tinggi probabilitas *financial distress*.

Penggunaan tingkat utang yang relatif besar menimbulkan biaya tetap berupa beban bunga yang besar pula. Agar perusahaan dapat membayar kewajiban bunga yang besar maka perusahaan harus dapat menghasilkan laba (EBIT) yang lebih besar dari kewajiban bunga tersebut dan jika EBIT yang dihasilkan lebih kecil dari kewajiban bunga, maka perusahaan akan mengalami masalah dalam *cashflow* yang berakibat kepada keterlambatan pembayaran kewajiban, dan jika hal ini berlangsung secara terus menerus kondisi ini disebut *financial distress*.

Selanjutnya ketika menjelang akhir tahun 2009, pada 1 Desember 2009, PT. Bursa Efek Indonesia melakukan penghapusan pencatatan efek (*delisting*) terhadap beberapa emiten atas perusahaan yang tercatat sebagai berikut: PT Sara Lee Body Care Indonesia Tbk (PROD), PT. Sekar Bumi Tbk (SKBM), PT Tunas Alfin Tbk. Adapun hal yang mendasari keputusan *delisting* diantaranya perusahaan tercatat itu mengalami kondisi atau peristiwa yang secara signifikan berpengaruh negatif terhadap kelangsungan usaha perusahaan itu, baik secara finansial atau secara hukum atau terhadap kelangsungan perusahaan itu sebagai perusahaan terbuka dan perusahaan tercatat tidak dapat menunjukkan indikasi pemulihan yang memadai. Dari beberapa kasus faktual di atas, dapat diambil kesimpulan bagaimana memprediksi kesulitan keuangan (*financial distress*) menjadi lebih penting untuk dipelajari daripada mempelajari kebangkrutan, ini ini dikarenakan kondisi kesulitan keuangan (*financial distress*) datang lebih dahulu sebelum kebangkrutan. Hal ini menandakan sebuah kemungkinan untuk

memperbaiki kondisi *financial distress* sebelum perusahaan tersebut divonis bangkrut atau pailit atau gagal bayar atau bahkan sebelum *financial distress* itu sendiri terjadi.

Informasi bahwa sebuah perusahaan akan mengalami *financial distress* sangat bermanfaat. Dengan adanya prediksi ini, perusahaan dapat melakukan tindakan manajerial untuk mencegah permasalahan sebelum terjadi kebangkrutan. Jajaran manajemen dapat mengambil tindakan dengan melakukan merger ataupun akuisisi agar perusahaan mampu membayar utang dan mengelola perusahaan dengan lebih baik. Pada sisi investor, model prediksi *financial distress* juga dapat memberi tanda peringatan awal adanya kebangkrutan pada masa yang akan datang.

*Financial distress* yaitu kondisi yang menunjukkan arus kas perusahaan sangat rendah dan perusahaan sedang menderita kerugian akan tetapi belum sampai mengakibatkan kebangkrutan (Purnanandam, 2008). *Financial distress* merupakan tahap dimana kondisi keuangan perusahaan mengalami penurunan sebelum terjadinya kebangkrutan. *Financial distress* dapat dimulai dari kesulitan likuiditas (jangka pendek) sebagai indikasi *financial distress* yang paling ringan, sampai kepernyataan kebangkrutan yang merupakan *financial distress* yang paling berat. Kondisi *financial distress* akan berdampak kepadaterjadinya penurunan *firm value*, penurunan kualitas hubungan dengan pelanggan, pegawai dan dengan kreditur serta terjadinya demotivasi pada karyawansehingga menurunkan *job security* (Endang, 2013).

Terjadinya *financial distress* banyak dikaitkan dengan kinerja perusahaan. Menurut Deng dan Wang (2006), pada penelitian yang dilakukan di Cina, menyatakan bahwa *financial distress* sebagai suatu “kondisi- kondisi keuangan yang abnormal”. Kondisi keuangan abnormal yang dimaksud yaitu kondisi pada saat perusahaan mengalami rugi bersih selama dua tahun terakhir atau nilai saham perusahaan lebih kecil daripada nilai nominalnya pada laporan keuangan tahun terakhir, serta pendapatan yang dihasilkan lebih kecil dari biaya yang dikeluarkan

Salah satu sumber informasi mengenai kemungkinan kondisi *financial distress* perusahaan dapat dilihat dari laporan keuangan melalui perhitungan rasio keuangan. Peneliti mula-mula Ramser dan Foster (1931), Fitzpatrick (1932), Winakor dan Smith (1935) dan Merwin (1942) (dalam Aksoy dan Ugurlu, 2005) berfokus pada perbandingan antara rasio keuangan perusahaan yang gagal dan perusahaan yang tidak gagal dan disimpulkan bahwa rasio keuangan perusahaan gagal adalah lebih buruk dari perusahaan yang tidak gagal. Penggagas utama lainnya terkait dengan penelitian risiko kebangkrutan perusahaan (*financial distress*) yaitu Beaver (1996) yang menyajikan pendekatan variabel tunggal (*univariat*) dari analisis diskriminan yang kemudian diperluas menjadi pendekatan variabel ganda (*multivariat*) oleh Altman (1968). Dalam penelitian Altman tersebut, teknik statistik *multivariat* ini menggabungkan efek dari beberapa variabel dalam model yang mengklasifikasikan perusahaan yang pailit dan perusahaan yang tidak pailit. Menggunakan 33 sampel perusahaan yang pailit dan 33 perusahaan yang tidak pailit dalam kurun waktu 20 tahun (1946 sampai dengan 1965). Dalam penelitian ini, *financial distress* suatu perusahaan di *proxy*-kan oleh

model prediksi kebangkrutan Altman, atau yang biasa disebut dengan *Altman's Bankruptcy Prediction Model (Z-Score)*.

Beberapa bukti empiris untuk mengkaji hubungan *financial distress* terhadap *return* saham menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Dichev (1998) secara langsung menyelidiki hubungan di antara *distress risk* dan *return*, dengan mempergunakan *bankruptcy risk* sebagai satu proksi untuk *distress risk*. Pada penelitiannya ini Dichev menggunakan Altman *Z-Score* dan model Ohlson untuk melakukan prediksi risiko kebangkrutan yang dihadapi oleh perusahaan. Sampel yang digunakannya adalah *industrial firm* yang terdaftar di NYSE-AMEX dan Nasdaq pada periode 1981-1995. Dichev menggunakan regresi *cross section* yang dikembangkan oleh Fama-McBeth (1973). Dichev melakukan regresi imbal hasil saham terhadap variabel risiko kebangkrutan. Dari penelitiannya ini Dichev menemukan bahwa risiko kebangkrutan tidak memberikan imbal hasil yang lebih tinggi untuk perusahaan yang termasuk dalam kelompok saham Nasdaq karena hubungan yang nampak dari variabel Z dan imbal hasil saham tidak signifikan. Kemudian ditemukan juga bahwa perusahaan yang memiliki risiko kebangkrutan tinggi menghasilkan keuntungan yang signifikan lebih rendah dibandingkan rata-rata keuntungan sejak tahun 1980. Penelitian yang lain adalah penelitian yang dilakukan oleh Utama dan Lumondang (2009), dimana penelitian ini menemukan bahwa imbal hasil saham tidak dipengaruhi oleh *bankruptcy risk (Z-Score* maupun *O-Score)*. Penelitian Malik *et al.* (2013) menyelidiki hubungan antara *financial distress* dan kinerja pasar perusahaan dalam bentuk kinerja saham dengan menggunakan model prediksi kebangkrutan *Z-Score* sebagai *proxy* untuk *distress*

*risk* dan *subsequent realized return* dari perusahaan *distress* yang terdaftar di Bursa Efek Karachi, Pakistan. Penelitian ini menggunakan regresi data panel. Dari penelitiannya ini, Malik *et al.* menemukan bahwa *distress risk* secara signifikan tidak mempengaruhi *expected stock return* dalam kasus perusahaan *distress* yang terdaftar di Bursa Efek Karachi. Penelitian yang sama dengan Malik *et al.* juga dilakukan oleh Samad *et al.* (2009). Variabel dan pengolahan serta alat ukur yang digunakan juga sama dengan penelitian Malik *et al.* Bedanya Samad *et al.* melakukan penelitian pada perusahaan *distress* yang terdaftar di Bursa Securities Malaysia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *distress risk* secara signifikan tidak mempengaruhi *expected stock return*.

Seperti yang telah diuraikan di muka, *Altman's Bankruptcy Prediction Model (Z-Score)* dapat digunakan untuk menilai tingkat *financial distress* suatu perusahaan. Semakin tinggi *Z-Score* menandakan semakin rendah risiko *financial distress* perusahaan tersebut. Hal ini menandakan semakin rendahnya risiko kebangkrutan perusahaan tersebut, sehingga akan berdampak pada respon positif terhadap nilai perusahaan (*value firm*) dan besarnya biaya modal. Sementara indikator nilai perusahaan selain direfleksikan oleh harga pasar dan nilai intrinsik, dalam analisis lebih lanjut dapat dikembangkan ke dalam nilai-nilai *return* saham yang melihat fluktuasi harga dalam bentuk *capital gain* dan dividen.

Jika kita ingin mengetahui kontribusi dari suatu saham terhadap risiko dari sekumpulan saham dengan diversifikasi yang baik, maka tidaklah baik untuk berpikir tentang berapa besar risiko dari saham itu secara sendiri-sendiri bila dimiliki secara terpisah, melainkan kita perlu mengukur risiko pasarnya atau

sering disebut dengan risiko sistematis, dan hal ini membawa kita untuk mengukur betapa sensitifnya terhadap pergerakan pasar. Risiko sistematis adalah risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi, Risiko ini sering disebut juga dengan risiko pasar atau beta ( $\beta$ ).

Risiko pasar (beta) yang besar akan memberikan informasi bagi investor untuk berhati-hati dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Para investor berhati-hati (cenderung menunggu) ketika kondisi pasar tidak stabil, sehingga permintaan saham oleh pasar menurun. Minat investor yang menurun akan berdampak pada penurunan harga saham. Lebih lanjut hal ini akan berpengaruh terhadap *return* saham yang diharapkan. Kemampuan untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas merupakan hal yang sangat penting dan diperlukan oleh investor. Oleh karena itu kehadiran *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang dapat digunakan untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas dianggap sangat penting di bidang keuangan. CAPM merupakan abstraksi dari dunia nyata dan didasarkan pada beberapa asumsi yang disederhanakan. Asumsi ini benar-benar menyederhanakan beberapa masalah sehingga terkesan kurang realistis. Namun banyaknya asumsi-asumsi tersebut justru membuat CAPM dapat ditelusuri secara matematis.

Dalam teori portofolio Markowitz, diasumsikan bahwa investor membuat keputusan investasi berdasarkan dua parameter, yaitu pengembalian yang diharapkan dan varians pengembalian. Teori ini juga disebut model dua parameter. Investor akan menghindari risiko dengan membentuk portofolio yang efisien yakni dengan menggunakan kombinasi dari portofolio pasar dan suku

bunga bebas risiko. Berdasarkan hal ini, diturunkan suatu model yang dapat menunjukkan penetapan harga atas aktiva berisiko. Dalam pemodelan CAPM, beta merupakan koefisien dari fungsi positif dan linier *return* pasar terhadap *return* saham, dimana beta adalah satu-satunya variabel yang diperlukan untuk menjelaskan *return* saham (Howton dan Peterson, 1998).

Penelitian yang berkenaan dengan model penentuan harga (*pricing model*) telah banyak dilakukan sebelumnya. Keandalan CAPM dalam penetapan harga atas aktiva dimana beta adalah variabel yang signifikan menjelaskan naik turunnya *return* saham, mendapat banyak pertentangan. Fama & French (1992), memperlihatkan bukti bahwa *size* dan *ratio of book-to-market equity* mampu menerangkan secara lebih signifikan terhadap perubahan *return* saham apabila dibandingkan dengan beta. Hasil temuan dari Fama & French (1992) bertentangan dengan pemodelan CAPM (Howton dan Peterson, 1998). Hal inipun diperkuat oleh penelitian dari Asgharian and Hansson (1998), Hodoshima *et al.* (2000), Sandoval dan Saens (2004) dan Michailidis *et al.* (2007), Zein (2012), Suharli (2005) dan Nugroho (2003) dimana mereka menemukan bahwa tidak ada pengaruh signifikan antara beta pasar dengan *return* saham.

Tetapi, Kothari *et al.* (1995) melakukan penelitian yang menggunakan model yang sama dengan Fama & French (1992), namun dengan jenis data yang berbeda, memberikan hasil yang kontradiktif. Fama & French (1992) menggunakan data bulanan sedangkan Kothari *et al.* (1995) menggunakan data tahunan, hasilnya memperlihatkan adanya pengaruh yang kuat antara beta dengan *return* saham. Hasil ini memperlihatkan pengaruh beta bersifat sensitif terhadap

cara estimasinya. Temuan yang sama ditemukan dari hasil penelitian Black, Jensen dan Scholes (1972), Fama dan MacBeth (1973), serta Sugiarto (2011), dimana mereka menemukan bahwa beta berpengaruh positif dan signifikan terhadap *excess return*.

*Returns* saham tidak hanya dipengaruhi oleh risiko internal perusahaan dan risiko pasar semata, namun dipengaruhi juga oleh faktor makro ekonomi. Analisis makro ekonomi perlu dilakukan karena adanya kecenderungan hubungan yang kuat antara apa yang terjadi pada lingkungan ekonomi makro dengan kinerja suatu pasar modal. Perubahan kinerja pasar modal akan mencerminkan apa yang terjadi pada perubahan perekonomian makro. Perubahan kinerja pasar modal tidak bisa dipisahkan dengan perubahan yang terjadi pada prospek berbagai perusahaan yang ada di pasar yang selanjutnya bisa mempengaruhi aliran kas yang bisa diperoleh dari suatu perusahaan di masa datang. Dengan demikian, jika ingin mengestimasi aliran kas, bunga atau premi risiko dari suatu sekuritas maka kita harus mempertimbangkan analisis ekonomi makro. Salah satu variabel makro yang mempengaruhi *return* saham yaitu inflasi.

Inflasi merupakan suatu keadaan yang menunjukkan meningkatnya harga-harga barang dan jasa secara meluas, atau suatu keadaan turunnya nilai mata uang karena meningkatnya jumlah uang yang beredar tidak diimbangi dengan peningkatan persediaan barang. Pada kondisi inflasi yang tinggi harga barang-barang atau bahan baku memiliki kecenderungan untuk meningkat. Peningkatan harga barang-barang dan bahan baku akan menjadikan biaya produksi menjadi tinggi sehingga akan berpengaruh pada penurunan jumlah permintaan yang

berakibat pada penurunan penjualan, sehingga akan mengurangi pendapatan dan laba perusahaan, dan berdampak buruk pada kinerja perusahaan yang tercermin pada turunnya *return* saham. Inflasi yang tinggi juga berdampak pada melonjaknya biaya modal perusahaan. Perusahaan akan mengalami persaingan investasi sehingga terdapat kecenderungan investor untuk berinvestasi di pasar uang. Hal ini dapat mengakibatkan harga saham di pasar modal mengalami penurunan secara signifikan. Harga saham yang turun secara signifikan menyebabkan *return* saham yang akan diterima investor menurun. Di samping itu, angka inflasi yang tinggi biasanya akan mendorong BI (Bank Indonesia) untuk menaikkan suku bunga. Biasanya lalu diikuti oleh perbankan dengan menaikkan suku bunga pinjaman. Hal ini menjadikan beban biaya tambahan bagi perusahaan, terutama yang menggunakan pinjaman dari bank untuk biaya operasi atau ekspansi. Beban biaya tambahan tersebut akan mengurangi tingkat keuntungan perusahaan. Efeknya harga saham menjadi turun. Penurunan harga saham tersebut akan mengakibatkan turunnya *return* bagi pemegang saham. Oleh karena itu angka inflasi yang terlalu besar menjadi momok bagi investor, karena bila BI berusaha meredam inflasi dengan menaikkan suku bunga, ujung-ujungnya harga saham cenderung turun. Oleh karena itu tingkat inflasi merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam proses investasi.

**Tabel 1.1. Tingkat Inflasi dan IHSG periode 2008-2012**

Tahun	Tingkat Inflasi (%)	IHSG (Closing Price)
2008	11,06	1.355
2009	2,78	1.333

2010	6,98	3.704
2011	3,79	3.822
2012	4,30	4.317

Sumber : BI, BEI berbagai tahun

Tabel 1.1 memperlihatkan bahwa Indeks Harga Saham Gabungan (ISHG) yang rendah (1.355) pada tahun 2008 bersesuaian dengan tingginya tingkat inflasi (11,06%), dikarenakan pada tahun 2008 terjadi krisis *subprime mortgage* di AS. dan IHSG yang tinggi (4.317) pada tahun 2012 bersesuaian dengan rendahnya tingkat inflasi (4,30%). Harga saham yang turun secara signifikan menyebabkan *return* saham yang akan diterima investor menurun. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat pola hubungan terbalik antara tingkat inflasi dengan *returnsaham*. Kondisi terbaik bagi bursa saham adalah saat pertumbuhan ekonomi tinggi dan inflasi rendah. Jika ini terjadi maka laju bursa saham juga akan sangat menjanjikan. Namun tidak selamanya hal ini terjadi, yang lebih sering terjadi adalah Indonesia tetap bertumbuh dengan kadar inflasi yang cenderung tinggi. Hal ini memang menjadi ciri khas negara berkembang.

Kebanyakan investor begitu takut mendengar inflasi meningkat, karena dikhawatirkan harga saham akan turun. Dengan demikian apakah inflasi selalu buruk? Tidak juga. Inflasi bisa mendorong adanya pertumbuhan ekonomi. Apabila inflasi itu ringan, justru mempunyai pengaruh yang positif dalam arti dapat mendorong perekonomian lebih baik, yaitu meningkatkan pendapatan nasional dan membuat orang bergairah untuk bekerja, menabung dan mengadakan investasi. Sebaliknya, jika inflasi tidak terkendali (hiperinflasi), uang semakin

tidak berharga, daya beli semakin merosot dan tidak ada orang yang mau bekerja atau berusaha karena tidak ada gunanya.

Kenyataan empiris di AS pada periode 1953-1971 menemukan bukti bahwa tingkat pengembalian investasi pada saham berkorelasi negatif dengan inflasi (Fama, 1981). Hipotesa tersebut menyiratkan bahwa tingkat pengembalian investasi pada saham lebih dulu terkait dengan aktivitas ekonomi riil daripada dengan inflasi. Temuan inipun diperkuat dengan penelitian dari Siklos dan Kwok (1999), Floros (2004), Ugur (2005), Yeh dan Chi (2009), Pesaran *et al.* (2001), Den Haan (2000), Crosby (2001), Spyros (2001), Ahmed dan Mustafa (2012) yang menemukan hubungan negatif antara inflasi dan *return* saham. Di sisi yang lain, studi yang dilakukan oleh Boudoukh dan Richardson (1993), Graham (1996), Choudhry (2001), Patra dan Posshakwale (2006) dan Lee *et al.* (2000) menyimpulkan bahwa inflasi berkorelasi secara positif dengan tingkat pengembalian investasi pada saham. Apabila inflasi itu ringan, justru mempunyai pengaruh yang positif dalam arti dapat mendorong perekonomian lebih baik, membuat orang bergairah untuk bekerja, menabung dan mengadakan investasi.

Sebagaimana yang telah diuraikan diatas, *financial distress* dengan menggunakan Altman *Z-Score*, beta saham dan inflasi adalah beberapa faktor yang diduga memiliki hubungan dengan *return* saham yang dihasilkan. Maka, perlu dilakukan penelitian untuk mengkaji dan menguji model konseptual pengaruh *financial distress* dengan menggunakan Altman *Z-Score*, beta saham dan inflasi terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012.

## 1.2. Identifikasi dan Perumusan Masalah

Atas dasar uraian teori dan hasil penelitian terdahulu yang menunjukkan adanya *research gap* dan perlunya perluasan penelitian yang didukung oleh teori yang mendasari, maka diajukan permasalahan faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham dimana terdapat tiga variabel yang diduga berpengaruh terhadap *return* saham. Secara rinci permasalahan penelitian ini dapat diajukan empat pertanyaan penelitian (*research questions*) sebagai berikut :

- 1) Bagaimana pengaruh *financial distress* dengan menggunakan Altman Z-Score terhadap *return* saham selama periode 2008-2012 pada sektor manufaktur di BEI ?
- 2) Bagaimana pengaruh beta saham terhadap *return* saham selama periode 2008-2012 pada sektor manufaktur di BEI ?
- 3) Bagaimana pengaruh inflasi terhadap *return* saham selama periode 2008-2012 pada sektor manufaktur di BEI ?
- 4) Bagaimana *financial distress* dengan menggunakan Altman Z-Score, beta saham dan inflasi secara bersamaan mempunyai pengaruh terhadap *return* saham selama periode 2008-2012 pada sektor manufaktur di BEI ?

## 1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

- 1) Mengetahui pengaruh *financial distress* dengan menggunakan Altman Z-Score terhadap *return* saham sektor manufaktur selama periode 2008-2012 di BEI

- 2) Mengetahui pengaruh beta saham terhadap *return* saham sektor manufaktur selama periode 2008-2012 di BEI
- 3) Mengetahui pengaruh inflasi terhadap *return* saham sektor manufaktur selama periode 2008-2012 di BEI
- 4) Mengetahui pengaruh *financial distress* dengan menggunakan Altman *Z-Score*, beta saham dan inflasi secara simultan terhadap *return* saham selama periode 2008-2012 pada sektor manufaktur di BEI.

#### **1.4. Manfaat Penelitian**

Penelitian ini mempunyai manfaat antara lain:

- 1) Bagi investor, penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan dalam melakukan investasi saham.
- 2) Bagi perusahaan, penelitian ini dapat memberi petunjuk mengenai faktor-faktor risiko yang mempengaruhi tingkat pengembalian hasil (*return*) saham.
- 3) Bagi akademisi, penelitian ini memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor risiko yang mempengaruhi tingkat pengembalian hasil (*return*) saham

#### **1.5. Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

## Bab I : Pendahuluan

Bab ini berisi gambaran singkat mengenai hal-hal yang mendorong dilakukannya penelitian yang berisi latar belakang penelitian, identifikasi dan perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

## Bab II : Tinjauan Kepustakaan

Bab ini berisi tinjauan kepustakaan, dan penelitian terdahulu.

## Bab III : Rerangka Pemikiran, Model, dan Hipotesis Penelitian

Bab ini berisi tentang rerangka pemikiran, model penelitian dan hipotesis penelitian.

## Bab IV : Metode Penelitian

Bab ini berisi uraian mengenai populasi dan teknik pengambilan sampel, metode penelitian yang terdiri dari metode penelitian yang digunakan dan teknik analisis, serta gambaran mengenai operasionalisasi variabel.

## Bab V : Pembahasan Hasil Penelitian

Bab ini menjelaskan deskripsi hasil penelitian, pembahasan hasil penelitian serta implikasi manajerial.

## Bab VI : Kesimpulan dan Saran

Bab ini menjelaskan mengenai kesimpulan dari keseluruhan hasil yang telah di peroleh dalam penelitian ini. Selain itu juga menjelaskan saran untuk penelitian-penelitian selanjutnya, sehingga dapat mengembangkan penelitiannya.