

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

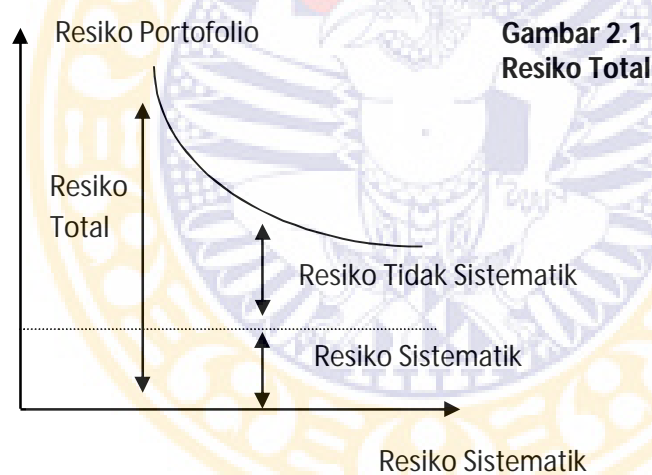
Berikut ini adalah teori yang diungkapkan oleh para ahli, yang mencakup resiko saham, beta, Altman Z-Score, *financial distress* dan kebangkrutan, dan *return* saham.

2.1.1. Resiko Saham

Resiko merupakan salah satu faktor penting yang harus diperhatikan dalam analisis investasi, karena setiap pilihan investasi memerlukan resiko. Resiko berkorelasi positif dengan profit. Semakin besar resiko yang dipertaruhkan, semakin besar profit yang dikompensasikan (Hartono, 2005), sesuai dengan teori portofolio yang menyatakan bahwa risiko dan pengembalian keduanya harus dipertimbangkan dengan asumsi tersedia kerangka formal untuk mengukur keduanya dalam pembentukan portofolio. Dalam bentuk dasarnya, teori portofolio dimulai dengan asumsi bahwa tingkat pengembalian atas efek di masa depan dapat diestimasi dan kemudian menentukan risiko dengan variasi distribusi pengembalian.

Resiko dalam investasi dibagi 2, yaitu resiko sistematis dan resiko tidak sistematis. Resiko sistematis merupakan resiko yang timbul karena perubahan pendapatan sekuritas yang berhubungan dengan pergerakan pasar secara keseluruhan atau disebut resiko pasar. Resiko ini tidak dapat dihindarkan karena

kejadian-kejadian di luar kegiatan perusahaan atau oleh faktor-faktor makro seperti inflasi, resesi, kebijakan pemerintah, dan lain-lain yang tidak dapat dikendalikan oleh manajemen perusahaan. Resiko tidak sistematis merupakan resiko yang timbul karena perubahan pendapatan sekuritas yang tidak berkaitan dengan perubahan pasar secara keseluruhan dan resiko ini berbeda pada masing-masing perusahaan, tergantung pada karakteristik perusahaan. Resiko tidak sistematis dapat diminimalisir dengan melakukan diversifikasi. Resiko total merupakan penjumlahan dari resiko sistematis dan resiko tidak sistematis, seperti tampak pada gambar di bawah ini.



Sumber : Hartono. 2005. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 5.

Pada gambar di atas terlihat bahwa semakin besar jumlah saham yang terdapat dalam suatu portofolio, maka resiko tidak sistematis akan semakin berkurang dan mendekati nol. Hal ini disebabkan resiko tidak sistematis masing-masing saham yang membentuk portofolio akan saling mengeliminasi sehingga total resiko semakin kecil seiring dengan bertambahnya saham yang membentuk

portofolio, karena resiko tidak sistematis dapat dihilangkan dengan diversifikasi, maka dalam memperkirakan pendapatan saham, resiko yang relevan hanyalah resiko pasar saja.

2.1.2. Beta

Resiko sistematis/resiko pasar dapat diukur dengan menggunakan koefisien beta. Hartono (2005) menyatakan bahwa beta merupakan pengukur volatilitas *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar dan pengatur resiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap resiko pasar.

Volatilitas dapat diartikan sebagai fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Beta juga dapat diartikan sebagai pengukur sejauh mana tingkat pengembalian suatu saham berubah karena adanya perubahan di pasar. Secara keseluruhan pasar mempunyai beta sebesar 1,0 dan untuk sekuritas yang memiliki beta diatas 1,0 berarti sekuritas tersebut mempunyai resiko dan *return* lebih tinggi dibanding pasar atau disebut *aggressive stock*. Beta sekuritas sebesar 1,0 berarti resiko dan *return* sekuritas sama dengan resiko pasar. Bila sekuritas bernilai dibawah 1,0 berarti resiko dan *return* sekuritas dibawah resiko pasar atau disebut *defensive stock* (Hartono, 2005).

Contoh dari penghitungan ini adalah bila ada perusahaan X yang mempunyai beta 1,2. Bila pasar mengalami pertumbuhan sebesar 10% maka *return* saham X akan meningkat 12%. Bila pasar mengalami penyusutan sebesar 10% maka saham X akan mengalami kerugian *return* 12%.

Beta sekuritas dapat dihitung dengan teknik estimasi yang menggunakan data historis yang dapat digunakan untuk menghitung estimasi beta masa datang. Menurut Husnan (2001), faktor-faktor yang diidentifikasi mempengaruhi nilai beta adalah sebagai berikut :

1. *Cyclicality*. Yaitu faktor yang menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan dipengaruhi oleh kondisi ekonomi.
2. *Operating leverage*. Yaitu proporsi biaya perusahaan yang merupakan biaya tetap.
3. *Financial leverage*. Yaitu penggunaan hutang yang dilakukan perusahaan.

Beta yang dihitung dengan data pasar (*return-return* sekuritas dan *return-return* pasar) disebut beta pasar. Beta pasar dapat dihitung dengan menggunakan teknik regresi. Teknik regresi untuk mengestimasi beta suatu sekuritas dapat dilakukan dengan menggunakan *return-return* sekuritas sebagai variabel dependen dan *return-return* pasar sebagai variabel independen. Persamaan regresi yang digunakan untuk mengestimasi beta dapat didasarkan pada model indeks tunggal atau model pasar seperti berikut : (Hartono: 2005)

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i \dots\dots\dots(1)$$

R_i = *return saham*

α_i = bagian *rate of return* saham i yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar / konstanta

β_i = beta saham

R_m = *return pasar*

e_i = kesalahan residu

Return pasar dapat dihitung dengan rumus: (Hartono: 2005)

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

R_m = *Return* pasar

$IHSG_t$ = Indeks harga saham Gabungan pada periode t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks harga saham Gabungan pada periode t-1

2.1.3. Altman Z-Score

Laporan keuangan merupakan informasi yang berharga bagi penggunanya. Namun informasi tersebut tidak akan bermanfaat jika penggunanya tidak dapat melakukan keputusan bisnis berdasarkan laporan keuangan tersebut. Untuk dapat membantu pengguna dalam pembuatan keputusan bisnis, maka informasi tersebut perlu diproses lebih lanjut. Salah satu bentuk pemrosesan akuntansi adalah dalam bentuk rasio keuangan. Asumsinya adalah informasi dalam bentuk rasio keuangan tersebut bermanfaat bagi investor.

Z-Score adalah model analisis yang ditemukan oleh Edward Altman pada tahun 1968 yang digunakan untuk melihat kondisi keuangan perusahaan dan memprediksi kebangkrutan. Manfaat model ini dapat digunakan sebagai alat evaluasi bank terhadap perusahaan yang ingin meminjam dana, sebagai alat kontrol bagi manajemen, serta sebagai alat untuk menilai suatu investasi oleh investor.

Model *Z-Score* ini diawali oleh Altman dengan melakukan survei yang dikembangkan di beberapa negara besar. Pada awalnya Altman memiliki sampel 66 perusahaan manufaktur yang terdiri dari 33 perusahaan yang bangkrut dan 33 perusahaan yang sehat. Selanjutnya dipilih pula 22 rasio yang potensial untuk dievaluasi dan dikelompokkan ke dalam 5 kelompok, yaitu *liquidity*, *leverage*, *profitability*, *solvency*, dan *activity*. Dari 22 variabel tersebut dipilih 5 variabel yang merupakan kombinasi terbaik untuk memprediksi kebangkrutan. Dari sampel perusahaan dan kelima rasio tersebut dan setelah mengalami sedikit perubahan rumus terbentuklah fungsi diskriminan yang disebut Altman *Z-Score* sebagai berikut (Altman, 1984)

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 0,999 X_5 \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan : X_1 = Modal Kerja Bersih / Total Aset
 X_2 = Laba Ditahan / Total Aset
 X_3 = Laba sebelum Bunga dan Pajak / Total Aset
 X_4 = Harga Pasar Saham / Nilai Buku Total Hutang
 X_5 = Penjualan / Total Aset

Altman menyatakan bahwa apabila suatu perusahaan memiliki index *Z* (nilai total) > 2,8 maka perusahaan dapat dikatakan sehat. Bila index *Z* antara 1,2 hingga 2,8 dapat diartikan perusahaan berada dalam wilayah abu-abu. Bila index < 1,2 maka perusahaan dapat dinyatakan mengalami *financial distress*.

Namun pada penelitian Altman (1984) mengemukakan bahwa rumus Altman *Z-Score* perlu dinilai ulang untuk negara-negara di luar Amerika Serikat.

Penyebabnya adalah perbedaan situasi ekonomi dan struktur perusahaan di setiap negara. Altman menunjukkan 10 negara yang ditelitinya yaitu Jepang, Jerman, Swiss, Brazil, Australia, Inggris, Irlandia, Kanada, Belanda, dan Prancis. Berdasarkan hasil penelitian, negara Jepang, Brazil, Kanada, dan Belanda yang mengalami perubahan rumus. Penelitian ini bertujuan apakah rumus Altman Z-Score dapat dipakai di Indonesia.

2.1.3.1. Modal Kerja Bersih / Total Aset

Modal kerja bersih adalah selisih antara aset lancar dengan hutang lancar. Karakteristik likuiditas benar-benar ditentukan secara jelas di dalam rasio ini. Umumnya, sebuah perusahaan yang mengalami kerugian operasi yang terus menerus akan menyusutkan aset lancar sehubungan dengan total aset.

2.1.3.2. Laba ditahan / Total Aset

Laba ditahan / total aset adalah rasio profitabilitas yang dapat mendeteksi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, yang ditinjau dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba setiap tahun. Perusahaan yang masih baru dimasukkan dalam klasifikasi yang berbeda dibandingkan dengan perusahaan yang sudah mapan. Bila perusahaan baru masuk kategori, umumnya perusahaan besar berpeluang dimasukkan dalam kategori bangkrut, sebab pada umumnya mereka mempunyai laba ditahan / total aset yang rendah pada tahap awal.

2.1.3.3. Laba Sebelum Bunga dan Pajak / Total Aset

Rasio ini diukur dengan membagi total aset dengan laba sebelum bunga dan pajak. Rasio ini mengukur produktifitas sebenarnya dari aset perusahaan dari aset perusahaan, dengan menghilangkan faktor bunga dan pajak. Karena kelangsungan perusahaan berdasarkan seberapa besar perusahaan dapat memperoleh laba. Bila diteliti lebih jauh, kebangkrutan terjadi ketika total liabilitas melebihi total aset perusahaan.

2.1.3.4. Harga Pasar Saham / Nilai Buku Total Hutang

Saham diukur dari kombinasi nilai pasar dari semua saham biasa dan saham preferen, sedangkan hutang termasuk hutang lancar maupun hutang jangka panjang. Rasio ini menunjukkan seberapa besar penurunan nilai aset perusahaan yang dapat diselamatkan sebelum nilai aset menjadi lebih kecil dari nilai liabilitas dan perusahaan menjadi bangkrut.

2.1.3.5. Penjualan / Total Aktiva

Rasio ini mencerminkan efisiensi manajemen dalam menggunakan aset perusahaan untuk menghasilkan penjualan dan mendapatkan laba. Rasio ini merupakan salah satu ukuran untuk melihat kemampuan manajemen dalam menghadapi persaingan.

2.1.4. *Financial Distress* dan Kebangkrutan

Almilia dan Herdiningtyas (2005) menyatakan *financial distress* sebagai suatu situasi dimana perusahaan gagal atau tidak mampu lagi memenuhi kewajiban

kepada kreditur karena perusahaan mengalami kekurangan dana dimana total kewajiban lebih besar daripada total aset untuk menjalankan atau melanjutkan usahanya sehingga tujuan ekonomi yang ingin dicapai perusahaan yaitu *profit* tidak dapat dicapai perusahaan. Sebab dengan adanya *profit*, perusahaan dapat mengembalikan pinjaman, membiayai operasi perusahaan, dan kewajiban-kewajiban lain yang harus dipenuhi.

Teng (2002) memaparkan, tanda-tanda akan datangnya kegagalan sebuah perusahaan adalah sebagai berikut :

- a. Profitabilitas yang negatif / menurun
- b. Merosotnya nilai pasar
- c. Posisi kas yang buruk atau negatif / ketidakmampuan melunasi kewajiban-kewajibannya
- d. Tingginya perputaran karyawan
- e. Penurunan volume penjualan
- f. Ketergantungan terhadap hutang
- g. Ditutup atau dijualnya satu atau lebih unit usaha
- h. Penurunan deviden
- i. Pengunduran diri eksekutif puncak
- j. Harga saham yang terus menerus turun di pasar modal.

Pada dasarnya kesulitan keuangan yang dialami perusahaan dapat dipisahkan dalam berbagai kategori sesuai problem ekonomi yang dihadapi. Berikut ini istilah-istilah yang berhubungan dengan kebangkrutan menurut Bringham dan Grapenski (1996) :

1. *Economic Failure*

Economic failure berarti keadaan dimana penerimaan suatu perusahaan tidak dapat menutup total biaya, termasuk biaya modal. Perusahaan yang mengalami *economic failure* dapat terus beroperasi selama investor

bersedia memberikan tambahan modal dan pemiliknya bersedia menerima *rate of return* yang lebih rendah dibandingkan dengan *rate of return* pasar.

2. *Business Failure*

Menurut D&B (Dun & Bradstreet), sebuah badan yang menangani statistik kegagalan yang dialami perusahaan di Amerika Serikat, *business failure* adalah istilah yang ditujukan kepada perusahaan yang beroperasi dan mengakibatkan kerugian bagi kreditor, jadi sebuah perusahaan dapat dikatakan mengalami *business failure* meskipun tidak pernah mengalami kebangkrutan secara formal.

3. *Technical Insolvency*

Sebuah perusahaan dikatakan mengalami *technical insolvency* apabila perusahaan tersebut tidak dapat memenuhi kewajiban jangka pendek tepat pada waktunya. *Technical insolvency* ini juga sering dikatakan sebagai mengalami kekurangan likuiditas sementara. Dalam keadaan ini, di satu sisi ada kemungkinan perusahaan dapat memperbaiki likuiditasnya dan tetap *survive*, di sisi lain hal ini merupakan pertanda yang mengarah kepada *economic failure*.

4. *Insolvency in Bankruptcy*

Insolvency in bankruptcy adalah keadaan perusahaan yang nilai buku total kewajibannya melebihi nilai pasar dari total asetnya. Keadaan ini lebih serius dibandingkan dengan *technical insolvency* karena sering mengarah pada likuiditas perusahaan. Meskipun demikian, perusahaan yang dalam

keadaan *insolvency in bankruptcy* tidak harus masuk dalam proses kebangkrutan yang formal.

5. *Default*

Default merupakan istilah yang tidak terpisahkan dengan keadaan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Secara teknis maupun secara hukum, *default* selalu berkaitan dengan hubungan antara debitur dan kreditur. *Default* terjadi apabila terjadi pelanggaran terhadap perjanjian yang disepakati dengan kreditur. Hal ini dapat menjadi dasar untuk terjadinya tuntutan secara hukum. Bagi perusahaan publik, *default* atas surat berharga yang mereka terbitkan di pasar modal biasanya akan menimbulkan akibat fatal, karena akan dinyatakan bangkrut secara formal.

6. *Bankruptcy*

Kebangkrutan dikategorikan menjadi dua jenis. Yang pertama, adalah dimana nilai buku total kewajibannya melebihi nilai pasar dari total asetnya. Yang kedua, kebangkrutan yang dinyatakan secara formal. Kebangkrutan secara formal dapat dinyatakan secara sukarela oleh perusahaan manapun maupun secara paksa oleh kreditur melalui permohonan di pengadilan. Dalam proses kebangkrutan secara formal, terdapat dua alternatif yang dapat diberlakukan kepada perusahaan. Apabila nilai ekonomi perusahaan melebihi nilai likuidasi, maka sebaiknya perusahaan melakukan reorganisasi dan akan terus beroperasi.

Sebaliknya apabila nilai ekonomi perusahaan lebih kecil dari nilai likuidasi, maka alternatif likuidasi lebih menguntungkan.

2.1.5. Return Saham

Return saham merupakan tolak ukur bagi pemegang saham maupun investor untuk memperoleh pengembalian investasi yang dilakukan. *Return* saham yang tinggi akan menarik minat investor untuk menginvestasikan modalnya.

Hartono (2005) mengatakan bahwa *return* merupakan hasil yang diperoleh dari suatu investasi. *Return* yang dimaksud dapat berupa *return* realisasi maupun *return* yang belum terealisasi dan diharapkan akan terealisasi di masa yang akan datang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi ini sangat penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan dan juga digunakan sebagai landasan penghitungan *return* ekspektasi di masa yang akan datang. Namun hal yang perlu diingat adalah resiko berkorelasi positif dengan profit. Artinya semakin besar resiko yang dipertaruhkan, semakin besar profit yang dikompensasikan.

Hartono (2005) melanjutkan, nilai *return* yang sering digunakan adalah *return* total. *Return* pada dasarnya dibagi menjadi dua jenis yaitu *capital gain/loss* dan *yield*. *Capital gain* merupakan selisih dari harga investasi sekarang dengan harga investasi periode yang lalu. Jika harga investasi sekarang lebih tinggi dari harga investasi periode yang lalu berarti terjadi keuntungan modal (*capital gain*) dan sebaliknya menjadi kerugian modal (*capital loss*). *Yield* merupakan persentase

penerimaan kas periodik terhadap harga investasi. Keuntungan ini biasanya diterima dalam bentuk kas atau setara dengan kas sehingga dapat diuangkan dengan cepat. Salah satu contoh *yield* adalah deviden.

Ang (1997) menyatakan bahwa tidak semua saham memberikan *return* dalam bentuk *capital gain* karena nilai *capital gain* sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti investasi harus diperdagangkan di pasar. Karena adanya pergerakan maka akan timbul perubahan nilai suatu investasi. Tentunya tidak semua saham memberikan *yield*, atau deviden sebagai contoh, karena tidak semua emiten di pasar modal membagikan deviden pada periode tertentu.

Dalam penelitian ini return saham dihitung dalam bentuk *capital gain* dengan cara mengurangkan harga saham pada waktu tertentu dengan harga saham pada periode sebelumnya dibagi dengan harga saham pada periode sebelumnya.

2.2. Penelitian Terdahulu

Berikut ini adalah penelitian-penelitian terdahulu yang akan dijadikan rujukan untuk penelitian ini.

Pada penelitian Altman (1968) yang berjudul “*Financial Ratios, Discriminant Analysis and Prediction of Corporate Bankruptcy*,” Altman melakukan investigasi terhadap 66 perusahaan manufaktur. Rasio keuangan yang digunakan untuk memprediksi kebangkrutan adalah dengan metode analisis *multiple discriminant*. Altman menyatakan bahwa keakuratan prediksi *financial distress Z-Score* mempunyai keakuratan 72% untuk 2 tahun sebelum kebangkrutan

dan 94% sebelum 1 tahun kebangkrutan. Dalam penelitian Altman (1984) yang berjudul “*The Success of Business Failure Prediction Models: An International Survey*,” Altman memperbarui hasil penelitiannya yang menunjukkan bahwa seiring perbedaan struktur perusahaan manufaktur di setiap negara menyebabkan rumus Altman *Z-Score* perlu dinilai ulang. Penelitian ini mengacu pada perusahaan-perusahaan di 10 negara. Melalui penelitian tersebut, ada kemungkinan rumus Altman *Z-Score* perlu dinilai ulang di Indonesia. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Altman (1968) dan Altman (1984) adalah penelitian ini dilakukan pada perusahaan sektor konsumsi yang tercatat di BEI pada tahun 2011-2013. Sedangkan persamaannya adalah penelitian ini menggunakan variabel kontrol Altman *Z-Score* yang meliputi Modal Kerja Bersih/Total Aset, Laba Ditahan/Total Aset, Laba sebelum Bunga dan Pajak/Total Aset, Harga Pasar Saham/Nilai Buku Total Hutang, dan Penjualan/Total Aset.

Pada penelitian yang berjudul “*Book to Market Equity, Distress Risk, and Stock Returns*,” Griffin dan Lemmon (2002) meneliti perusahaan-perusahaan yang tercatat di Amerika dari tahun 1965 – 1996. Griffin dan Lemmon menggunakan *book to market equity* (BE/ME) dan *distress risk* skala Ohlson. Penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *financial distress* yang tinggi memberikan *return* saham yang rendah. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Griffin dan Lemmon (2002) adalah penelitian ini menggunakan beta dan indikator *financial distress* model Altman sebagai variabel kontrol. Sedangkan persamaannya adalah penelitian ini menggunakan *return* saham sebagai variabel utama dan *financial distress* sebagai variabel kontrol.

Pada penelitian yang berjudul “Analisis Rasio Keuangan Untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ,” Almilia dan Kristijadi (2003) meneliti mengenai rasio keuangan yang dapat dipakai untuk memprediksi *financial distress* suatu perusahaan manufaktur. Data diambil dari BEI khusus perusahaan manufaktur antara tahun 1998-2001. Almilia dan Kristijadi menggunakan 12 persamaan regresi logit dengan sampel 61 perusahaan. Dari 12 variabel yang digunakan, terdapat 4 variabel yang dominan namun tidak satupun variabel Altman masuk di dalamnya. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Almilia dan Kristijadi (2003) adalah penelitian ini menggunakan *return* saham sebagai variabel utama dan Altman Z-score dan beta sebagai variabel kontrol. Sedangkan persamaannya adalah penelitian ini menggunakan 3 variabel Altman Z-Score yang juga dipakai pada penelitian Almilia dan Kristijadi (2003), yaitu modal kerja/total aset, penjualan/total aset, dan laba bersih/total aset.

Pada penelitian yang berjudul “Pengaruh Resiko Kebangkrutan dan Beta Saham terhadap *Return* Saham pada Perusahaan yang Berkapitalisasi Besar.” Linda (2012) menggunakan resiko kebangkrutan Altman, Springate, dan Grover, serta beta saham terhadap *return* perusahaan yang berkapitalisasi besar pada tahun 2010. Hasil yang didapat adalah resiko kebangkrutan Altman, Springate, dan Grover, maupun beta saham secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Linda (2012) adalah penelitian ini tidak menggunakan resiko kebangkrutan Springate dan Grover, populasi perusahaan berbeda, dan tahun penelitian berbeda. Sedangkan persamaannya

adalah penelitian ini menggunakan *return* saham sebagai variabel utama serta resiko kebagkrutan Altman dan beta saham sebagai variabel kontrol.

Pada penelitian yang berjudul “*On the Conditional Relationship between Beta and Return in International Stock Returns*,” Fletcher (2000) meneliti tentang hubungan kondisional antara beta dan *return* saham internasional antara tahun 1970 – 1998 menggunakan model Sharpe-Lintner-Black. Data diambil dari MSCI (Morgan Stanley *Capital International*) *equity index* 18 negara. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terjadi hubungan kondisional antara beta dan *return* saham internasional. Artinya beta berpengaruh positif signifikan terhadap *return* pada saat pasar baik dan beta berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* pada saat pasar buruk. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Fletcher (2000) adalah penelitian ini tidak menggunakan model Sharpe-Lintner-Black sedangkan data perusahaan yang digunakan adalah data perusahaan yang tercatat di BEI pada tahun 2011-2013. Sedangkan persamaannya adalah penelitian ini menggunakan *return* saham sebagai variabel utama dan beta sebagai variabel kontrol.

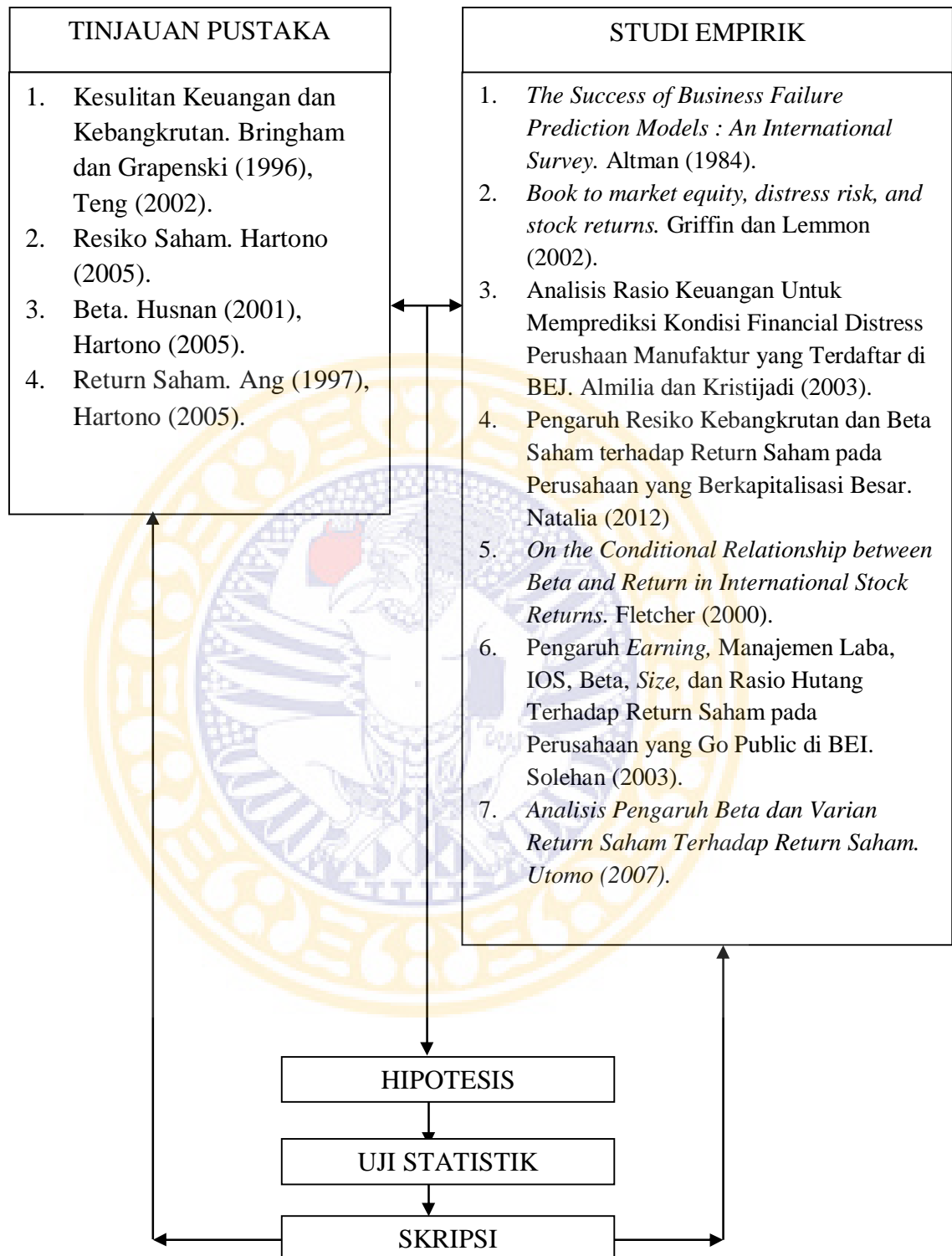
Pada penelitian yang berjudul “Pengaruh *Earning*, Manajemen Laba, IOS, Beta, Size, dan Rasio Hutang Terhadap *Return* Saham Pada Perusahaan yang *Go Public* di BEI,” Solehan (2009) meneliti 152 perusahaan manufaktur yang mempunyai laba bersih selama 4 tahun berturut-turut dari tahun 2003 – 2006. Sampel diambil menggunakan *purposive sampling*. Pengujian variabel dilakukan dengan regresi linear. Berdasarkan penelitian tersebut diketahui bahwa beta tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Perbedaan penelitian ini dengan

penelitian Solehan (2009) adalah penelitian ini menggunakan sampel perusahaan sektor konsumsi yang tercatat di BEI pada tahun 2011-2013. Sedangkan persamaannya adalah penelitian ini menggunakan *return* saham sebagai variabel utama dan beta saham sebagai variabel kontrol.

Pada penelitian yang berjudul “Analisis Pengaruh Beta dan Varian *Return* Saham Terhadap *Return* Saham,” Utomo (2007) meneliti tentang pengaruh beta saham dan varian *return* saham terhadap *return* saham pada perusahaan LQ 45 periode Januari-Desember 2005. Hasil penelitian menunjukkan bahwa beta saham dan varian *return* saham secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Welly (2007) adalah penelitian ini tidak menggunakan varian *return* saham, menggunakan populasi yang berbeda, dan tahun penelitian yang berbeda. Sedangkan persamaannya adalah penelitian ini menggunakan *return* saham sebagai variabel utama dan beta saham sebagai variabel kontrol.

2.3. Kerangka Berpikir dan Kerangka Konseptual

Berdasarkan tinjauan pustaka dan penelitian terdahulu yang telah dijabarkan di atas, maka digambarkan suatu kerangka berpikir sebagai berikut:



Gambar 2.2.

Kerangka Berpikir

2.4. Hipotesis

Berdasarkan hasil kerangka berpikir dan kerangka konseptual maka dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

2.4.1. Hubungan Risiko Kebangkrutan dengan *Return Saham*

Resiko merupakan salah satu faktor penting yang harus diperhatikan dalam analisis investasi, karena setiap pilihan investasi memerlukan resiko. Resiko berkorelasi positif dengan profit. Semakin besar resiko yang dipertaruhkan, semakin besar profit yang dikompensasikan (Hartono, 2005), sesuai dengan teori portofolio yang menyatakan bahwa risiko dan pengembalian keduanya harus dipertimbangkan dengan asumsi tersedia kerangka formal untuk mengukur keduanya dalam pembentukan portofolio. Dalam bentuk dasarnya, teori portofolio dimulai dengan asumsi bahwa tingkat pengembalian atas efek di masa depan dapat diestimasi dan kemudian menentukan risiko dengan variasi distribusi pengembalian.

Griffin dan Lemmon (2002) meneliti perusahaan-perusahaan yang tercatat di NYSE, NASDAQ, dan AMEX dari bulan Juli 1965–Juni 1996. Griffin dan Lemmon menggunakan *book to market equity* (BE/ME) dan *financial distress* skala Ohlson. Penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *financial distress* yang tinggi memberikan *return* saham yang rendah. Hal ini bertentangan dengan anggapan umum bahwa perusahaan dengan resiko lebih tinggi memberikan *return* lebih tinggi (*high gain, high risk*). Hal ini konsisten dengan *mispricing argument*, bahwa perusahaan dengan *financial distress* yang tinggi menyebabkan *return reversals* yang tinggi pada saat pengumuman laba.

Vassalow dan Xing (2004) meneliti *default risk* perusahaan menggunakan *default likelihood indicators* (DLI), yang digunakan terhadap setiap ekuitas perusahaan. DLI adalah fungsi non linear terhadap kemungkinan *default* pada tiap perusahaan. Data yang diambil adalah “*Debt in One Year*” dan “*Long-Term Debt*” yang diambil dari laporan tahunan COMPUSTAT. Perhitungannya menggunakan metodologi Black dan Scholes (1973) dan Merton (1974). Hasilnya adalah perusahaan kecil menerima *return* yang lebih tinggi hanya jika mereka memiliki resiko *default* yang tinggi. Dengan demikian, *value stock* menerima *return* lebih tinggi dari *growth stock*, jika resiko *default* tinggi. Tambahnya, perusahaan yang beresiko *default* tinggi menerima *return* yang lebih tinggi jika perusahaan itu kecil dan/atau memiliki *book to market value* yang tinggi. Namun dari semua itu, tidak ada perbedaan yang signifikan terhadap *return* antara tinggi dan rendahnya *default risk* perusahaan.

H1 : Analisis *financial distress* metode Altman berpengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan.

2.4.2. Hubungan Beta Saham dengan Return Saham

Resiko sistematis/resiko pasar dapat diukur dengan menggunakan koefisien beta. Hartono (2005) menyatakan bahwa beta merupakan pengukur volatilitas *return* suatu sekuritas atau *return* portfolio terhadap *return* pasar dan pengatur resiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap resiko pasar. Secara keseluruhan pasar mempunyai beta sebesar 1,0 dan untuk sekuritas yang memiliki beta diatas 1,0 berarti sekuritas tersebut mempunyai resiko dan *return* lebih tinggi dibanding pasar atau disebut *aggressive stock*. Beta sekuritas sebesar 1,0

berarti resiko dan *return* sekuritas sama dengan resiko pasar. Bila sekuritas bernilai dibawah 1,0 berarti resiko dan *return* sekuritas dibawah resiko pasar atau disebut *defensive stock*.

Fletcher (2000) meneliti tentang hubungan kondisional antara beta dan *return* saham internasional antara Januari 1970 – Juli 1998 menggunakan model Sharpe-Lintner-Black. Data diambil dari MSCI (Morgan Stanley Capital International) *equity index* 18 negara, yaitu Australia, Austria, Belgia, Kanada, Denmark, Prancis, Jerman, Hong Kong, Italia, Jepang, Belanda, Norwegia, Singapura, Spanyol, Swedia, Inggris, dan Amerika Serikat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan pada bulan-bulan dimana pasar *bullish* dan hubungan negatif yang signifikan pada bulan-bulan dimana kondisi pasar *bearish* (*conditional relationship*).

Utomo (2007) meneliti hubungan antara beta dan varian *return* saham terhadap *return* saham. Penelitian dilakukan melalui *purposive sampling* dengan sampel perusahaan yang tercatat sebagai index saham LQ45 pada Januari-Desember 2005. Teknik analisis yang digunakan berupa analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa beta berpengaruh signifikan pada *return* saham.

Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Solehan (2009). Berdasarkan penelitian yang berjudul “Pengaruh *Earning*, Manajemen Laba, IOS, Beta, Size, dan Rasio Hutang Terhadap *Return* Saham Pada Perusahaan yang *Go Public* di BEI,” Solehan meneliti 343 perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Model yang digunakan berupa *purposive sampling*. Hasilnya, hanya 152

perusahaan manufaktur yang masuk kriteria. Kriterianya adalah perusahaan manufaktur yang mempunyai laba bersih selama 4 tahun berturut-turut dari tahun 2003 – 2006. Berdasarkan *sample* tersebut diteliti hubungan masing-masing variabel terhadap *return* saham. Dari penelitian tersebut diketahui bahwa beta tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham.

H2 : Beta saham berpengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan.

2.4.3. Hubungan Resiko Kebangkrutan dan Beta Saham dengan *Return* Saham

Berdasarkan kedua hipotesis sebelumnya, ditambahkan hipotesis ketiga yang menyebutkan bahwa variabel-variabel bebas berpengaruh secara simultan terhadap variabel terikat.

H3 : Analisis *financial distress* metode Altman dan Beta saham berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

2.5. Model Analisis

Sesuai dengan latar belakang masalah, rumusan masalah, dan tujuan penelitian serta landasan teori yang telah dikemukakan sebelumnya, maka model analisis yang akan digunakan untuk melihat pengaruh analisis kebangkrutan Altman Z-Score dan Beta Saham terhadap return saham adalah analisis regresi linear berganda yang dapat dijelaskan dengan persamaan :

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + e \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan :

Y = return saham

a = konstanta

X1 = Altman Z-Score

X2 = beta saham

b = koefisien regresi variabel bebas

e = variabel pengganggu

