ANALISIS HUBUNGAN KINERJA KEUANGAN DENGAN HARGA SAHAM DENGAN PENDEKATAN ANALISIS DISKRIMINAN MODEL ALTMAN

Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Publik di BEJ Dengan Periode Pengamatan Tahun 1999

TESIS

Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen

Diajukan Oleh :

Nama : Septanti Kurnia Ruwantini, ST
NIM : C4A098239

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2000

Sertifikat

Saya, *Septanti Kurnia Ruwantini*, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Septanti Kurnia Ruwantini
23 November 2000

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

ANALISIS HUBUNGAN KINERJA KEUANGAN DENGAN HARGA SAHAM DENGAN PENDEKATAN ANALISIS DISKRIMINAN MODEL ALTMAN

Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Publik di BEJ Dengan Periode Pengamatan Tahun 1999

Yang disusun oleh Septanti Kurnia Ruwantini, NIM C4A098239
telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 23 November 2000
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama	Pembimbing Anggota
Drs. M. Chabachib, MSi, Akt	**Drs. M. Kholiq Mahfud, MSi**

Semarang, 23 November 2000
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program

Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

The object of this study was to analyze the relationship between financial performance with Z-score approach and the stock price of go-public manufacture company recorded at the Jakarta Stock Exchange (JSE) during period of 1999.
The result of this analysis was expected to contribute benefical input for related parties, creditor, and owner to determine financial policy and investment decision.

The sampel for this study was taken by using *purposive sampling*. The population recorded until August 2000 (in www.jsx.co.id) was 100 companies. The sampel was taken only 84 companies. The sampel was taken based on two criteria : The companies have published financial report by 31 Desember 1999 and have informed their stock price during 12 months on 1999.

Pearson Chi-Square Tests were used to analyzing the relationship between Z-score variables and stock price variables. First, the mean of Z-score variables was calculated, and then, the Z-score variables were grouped into Z-score above the sample mean and Z-score under the sample mean. The same tests were also used for the stock prices and then, they were analyzed by using *crosstabulation*. The final analysis used Chi-Square. The result of the study showed that there were relationship between financial performance and stock prices. It could be concluded that company value was reflected by stock value.

ABSTRAKSI

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis ada tidaknya hubungan antara kinerja keuangan dengan pendekatan Z-score dengan harga saham pada perusahaan manufaktur yang go publik di Bursa Efek Jakarta, periode pengamatan tahun 1999. Hasil analisa diharapkan merupakan informasi bagi pihak-pihak terkait terutama pihak manajemen, pemberi pinjaman, dan pemilik guna menentukan kebijakan keuangan dan keputusan investasi.

Pengambilan sampel dilakukan dengan *purposive sampling*. Jumlah populasi tercatat hingga bulan Agustus tahun 2000 (WWW.JSX.CO.ID) ada 100 perusahaan. Sedangkan sampel yang diambil sebanyak 84 perusahaan. Sampel ini diambil dengan ketentuan : perusahaan telah menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember 1999, dan perusahaan mengeluarkan informasi tentang harga saham selama 12 bulan tahun 1999.

Analisis *Pearson Chi-square Tests* digunakan untuk menganalisa hubungan antara variabel Z-score dengan variabel harga saham. Variabel Z-score dihitung rata-ratanya dari perusahaan sampel yang digunakan. Kemudian dikelompokkan berdasarkan Z-score diatas rata-rata sampel dan Z-score dibawah rata-rata sampel. Sedangkan untuk harga saham juga dilakukan pengujian yang sama. Dari hasil tersebut dilakukan *crosstabulation* antara Z-score dengan harga saham. Analisis terakhir dilakukan uji *Chi-square*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara kinerja keuangan dengan harga saham. Dengan terdapatnya hubungan tersebut maka nilai suatu perusahaan tercermin pada harga saham di pasar modal untuk perusahaan-perusahaan yang *go public* . Dengan demikian perkembangan harga saham suatu perusahaan juga mencerminkan perkembangan nilai perusahaan.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kami panjatkan kehadirat Allah SWT, berkat rahmat dan karunia-Nya akhirnya tesis yang berjudul **Analisis Hubungan Kinerja Keuangan Dengan Harga Saham Dengan Pendekatan Analisis Diskriminan Model Altman (Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Publik di BEJ Dengan Periode Pengamatan Tahun 1999)** dapat penulis selesaikan sesuai dengan rencana.

Tujuan penulisan tesis ini adalah untuk menganalisis ada tidaknya hubungan kinerja keuangan yang menggunakan pendekatan Z-score dengan variasi harga saham pada perusahaan manufaktur di BEJ untuk periode pengamatan tahun 1999, dan untuk mengetahui kondisi kesehatan perusahaan sampel melalui pengujian Z-score. Meskipun banyak tantangan yang harus saya hadapi pada saat penyelesaian penulisan tesis ini, tetapi dengan adanya petunjuk, bimbingan, pengarahan dan saran-saran serta bantuan berbagai pihak, maka segalanya dapat diselesaikan dengan baik.

Sehubungan dengan itu, penulis menyampaikan penghargaan dan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

Bapak Direktur Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang, Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, yang telah memberikan kesempatan kepada saya untuk mengikuti pendidikan Pascasarjana di Universitas Diponegoro.

Bapak Drs. M. Chabachib, MSi, Akt dan Bapak Drs M. Kholiq Mahfud, MSi selaku pembimbing, yang dengan penuh kesabaran dan ketulusan hati memberikan dorongan moril, bimbingan, pengarahan, ilmu pengetahuan dan saran-saran mulai awal penyusunan proposal hingga terselesaikannya tesis ini.

Para dosen yang telah memberi bekal ilmu pengetahuan dan telah bekerja keras membentuk pola pikir ilmiah penulis selama mengikuti pendidikan Program Pascasarjana di Universitas Diponegoro .

Kepala Perpustakaan di Universitas Diponegoro beserta staf, yang telah membantu pencarian dan pengumpulan data yang diperlukan penulis.

Rekan-rekan penulis, khususnya Ibu Ir. Enny Pudyastuti dan Drs. Prabowo yang telah banyak berpartisipasi dalam memperlancar penelitian dan penulisan tesis ini.

Ayah dan Ibu, serta Bapak dan Ibu Moch. Sediono, ME , yang telah memberikan dorongan moril dan materiil serta doa selama penulis melakukan studi di Program Pascasarjana Universitas Diponegoro.

Ucapan terima kasih secara khusus penulis sampaikan kepada yang tercinta Ir Budi Ariefianto, MTs, yang telah berkorban moril dan materiil serta dengan penuh kesabaran menunggu dan memacu semangat penulis untuk menyelesaikan studi secepatnya.

Semoga Allah SWT melimpahkan rahmat dan karuniaNya atas segala bantuan, kemudahan dan fasilitas yang telah penulis terima selama penelitian dan penyelesaian tesis ini.

Akhirnya, penulis berharap semoga tesis ini dapat dimanfaatkan oleh pihak-pihak yang berkepentingan.

Semarang, November 2000

Penulis.

DAFTAR ISI

DAFTAR TABEL

DAFTAR LAMPIRAN

BAB I
PENDAHULUAN

1. 1. Latar Belakang.

Selama sepuluh tahun terakhir pasar modal di Indonesia telah berkembang sangat pesat, dimana perkembangannya ditandai dengan melonjaknya jumlah saham yang ditransaksikan dan semakin tingginya volume perdagangan saham.

Seiring dengan perkembangan yang pesat tersebut, kebutuhan atas informasi yang *relevan* dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal juga semakin meningkat. Pertimbangan investor untuk membeli saham perusahaan selanjutnya akan dipengaruhi oleh tersedianya informasi yang dapat dipergunakan dalam melakukan penilaian terhadap suatu saham.

Salah satu informasi yang banyak digunakan adalah informasi akuntansi, terutama yang berasal dari laporan keuangan yang dikeluarkan oleh setiap perusahaan pada tiap periode dan ini seringkali akan menjadi hal yang akan diperhatikan oleh pihak-pihak yang terkait dalam perusahaan. Keadaan perekonomian, kondisi bursa, dan perubahan yang terjadi pada perusahaan yang go publik merupakan faktor penting dalam melakukan penilaian atas suatu saham, termasuk juga referensi investor terhadap resiko.

Terlebih lagi dengan adanya krisis ekonomi yang melanda Indonesia dan negara-negara Asia dimulai sejak bulan Juli 1997, yang mana dampak dari krisis ini sangat dirasakan oleh Indonesia jauh lebih berat dibandingkan dengan negara-negara lain di kawasan Asia. Hal ini disebabkan oleh beberapa faktor yang

memperburuk perekonomian seperti korupsi, kolusi dan nepotisme yang ternyata tidak terbatas pada sektor negara saja, tetapi juga mempengaruhi operasional perusahaan. Sebagai akibat dari krisis ini, kinerja perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta banyak mengalami penurunan.

Fakta di BEJ menunjukkan bahwa pada akhir tahun 1997, sebanyak 210 perusahaan dari 279 perusahaan publik di BEJ telah mengalami penurunan laba bersih sekitar 97 % dibandingkan dengan laba bersih tahun 1996 (Kompas, 12 Mei 1998). Melemahnya kinerja perusahaan publik disebabkan banyak faktor, diantaranya produk-produk yang dihasilkan oleh perusahaan publik banyak menggunakan bahan yang memiliki kandungan impor, sehingga ketika kurs rupiah melemah, likuiditas perusahaan menjadi terganggu. Selain itu sebagian besar perusahaan publik di BEJ mempunyai utang luar negeri dalam bentuk Valuta Asing. Akibatnya *solvency* perusahaan terganggu karena besarnya utang valas ketika dikonversi ke dalam rupiah.

Menurut Siddharta Utama (1998) kinerja keuangan suatu perusahaan menjadi faktor utama yang dipertimbangkan investor, dan secara internal mencerminkan efektif tidaknya pengelolaan suatu perusahaan dan selanjutnya mampu menaikkan kesejahteraan bagi pemegang saham. Berbagai publikasi di Indonesia (seperti harian Bisnis Indonesia, majalah Swasembada, dan seterusnya) menggunakan berbagai rasio yang diperoleh dari laporan keuangan untuk mengevaluasi kinerja perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Pada dasarnya kinerja keuangan perusahaan merupakan satu sarana yang dapat menggambarkan ekspektasi dan realisasi kepentingan semua pihak yang

terlibat langsung atau pun tak langsung dengan perusahaan, meski analisis yang mengacu pada aspek ini bukan tanpa kelemahan. Salah satu persoalan krusial yang sering muncul seiring dengan analisis kinerja keuangan perusahaan adalah mencari metode yang cocok guna mendapatkan informasi tentang kondisi sebuah perusahaan secara transparan dan optimal. Berbagai metode telah dicoba untuk diterapkan, antara lain : *tradisional financial ratios analysis*, analisis diskriminan (misal : Z-Score), *EVA*, *MVA*, *balanced scorecard (BSC)*, dan metode radar. Namun harus diakui bahwa dalam aplikasinya, metode-metode tersebut selalu memiliki keunggulan dan kelemahan.

Sebagai misal, *tradisional financial ratios analysis method.* Analisis rasio keuangan tradisional dikenal sebagai " suatu metode perhitungan dan interpretasi rasio-rasio *financial* untuk menilai *performance* dan status perusahaan " (Gitman,1995). Pendekatan ini menekankan bahwa hubungan-hubungan kuantitatif dapat digunakan untuk mendiagnosa kekuatan dan kelemahan kinerja perusahaan. Dan *input* pokok dari analisis rasio ini adalah laporan neraca dan laporan laba-rugi perusahaan pada periode tertentu. Patut diakui bahwa metode ini paling banyak diaplikasikan dalam praktek untuk mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan. Meskipun demikian, menurut Weston & Copeland (1995 : 217-218) metode ini dinilai banyak *users* memiliki beberapa kelemahan. Kelemahan ini antara lain :

1. Metode analisis rasio *financial* tradisional bersifat satu penyimpangan *(univariate)* yaitu setiap rasio diuji secara terpisah. Maka untuk mengatasi

kelemahan ini, telah dikembangkan dua teknik statistik yakni **analisis regresi** dan **analisis diskriminan** untuk menjelaskan keterkaitan antar rasio.

2. Rasio *financial* tidak selalu menggambarkan kondisi perusahaan sesungguhnya, khusus kondisi *cash-inflow* dan cash-outflow-nya. Sebagai misal, *current ratio* yang besar dapat dilihat sebagai indikator kemampuan perusahaan yang handal dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Pada hal besarnya *current rasio* perusahaan bisa dipengaruhi faktor *inventory* atau *account receivable* sehingga untuk dikonversikan menjadi kas, dibutuhkan waktu yang relatif lama.
3. Rasio *financial* banyak didasarkan pada data akuntansi yang dipengaruhi oleh penafsiran yang berbeda, bahkan kadang datanya dimanipulasi (praktek *window dressing*).

Adanya berbagai keterbatasan dari metode di atas pada satu sisi serta adanya perubahan dan tuntutan akan kinerja perusahaan yang baik pada sisi lainnya telah menciptakan kebutuhan akan pengetahuan yang dinamis pada era informasi ini. Sebab hanya dengan pengetahuan yang dinamis, kesenjangan antara pengetahuan teoritis dan praktek bisa terjembatani. Kebutuhan akan pengetahuan ini semakin *urgent* dengan semakin kompleksnya masalah akibat kebijakan merger, pasar yang diproteksi, transfer teknologi, dan isu-isu makro mengenai tabungan dan investasi. Hal ini diperkuat dengan pernyataan Cooper & Emory, (1996) bahwa peningkatan kompleksitas berarti semakin banyak variabel yang harus diperhatikan.

Ada empat macam rasio seperti rasio likuiditas, solvabilitas, rentabilitas, aktivitas, yang dapat digunakan untuk melakukan penilaian terhadap kinerja keuangan sebuah perusahaan. Namun berdasarkan analisis fundamental, penilaian kinerja keuangan perusahaan dengan mempergunakan rasio-rasio itu, tidak semua memperlihatkan hubungannya terhadap harga saham. Artinya bahwa penilaian kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan rasio yang satu menghasilkan kondisi yang cukup baik, dengan memperlihatkan harga saham yang cukup tinggi, belum tentu penilaian kinerja keuangan dengan menggunakan rasio yang lain dengan harga saham yang sama menunjukkan kondisi yang baik, sehingga ini akan menyulitkan investor dalam melakukan investasi . Hal ini dapat dijelaskan melalui hasil evaluasi kinerja keuangan perusahaan dengan harga saham pada tahun 1998.

Tabel 1.
Evaluasi Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Harga Saham Tahun 1998

Nama Perusahaan	Rasio Likuiditas per 31 Desember 1998	Rasio Solvabilitas per 31 Desember 1998	Rasio Rentabilitas per 31 Desember 1998	Rasio Aktivitas per 31 Desember 1998 (x)	Rata-rata Harga Saham perbulan tahun 1998
1. PT Aqua Golden Tbk.	0,16	1,61	0,144	2,06	3263
2. PT Barito Pacific Tbk.	-0,52	1,35	0,077	0,32	819
3. PT Sekar Bumi Tbk.	-0,88	0,84	0,123	1,23	210
4. PT Sinar Mas Co Tbk.	0,085	1,16	0,216	0,98	1331
5. PT Ultrajaya Milk Tbk.	0,004	2,44	0,068	0,40	954
6. PT Gudang Garam Tbk.	0,41	2,70	0,306	1,53	9458
7. PT Argo Pantes Tbk.	-0,74	1,08	0,151	0,52	571
8. PT CENTEX Tbk.	0,4	2,94	0,421	1,62	2008
9. PT Eratex Djaja Ltd Tbk	0,46	1,22	0,375	1,34	525
10. PT Panasia Indosyntec.	-0,31	1	0,033	0,55	198
11. PT Roda Vivatex Tbk	0,46	3,45	0,208	0,77	675
12. PT TEXMACO JAYA.	-0,11	1,15	0,153	1,09	3405
13. PT Apac Centertex Co.	-0,36	1,18	0,116	0,68	254
14. PT Ever Shine Textile.	-0,42	1,39	0,211	0,68	313
15. PT Pan Brothers Tex Tbk.	0,29	1,41	0,401	1,91	290
16. PT Sumalindo Lestari Jaya.	-0,11	1,45	0,078	0,41	515
17. PT Great River Tbk.	0,098	1,15	0,003	0,26	338
18. PT Hanson Industri Tbk.	-0,57	1,33	0,031	0,39	2044
19. PT Karwell Indonesia Tbk.	0,02	1,33	0,232	1,66	873
20. PT Unggul Indah Co Tbk.	-0,43	1,28	0,078	0,72	1248

Sumber : WWW. JSX.CO.ID

Pada tabel 1, Perusahaan yang dianalisa adalah perusahaan yang mengeluarkan laporan keuangan per 31 Desember 1998 dan perusahaan tersebut mengeluarkan informasi tentang harga saham selama 12 bulan tahun 1998. Jumlah perusahaan yang dianalisa adalah sebagian dari populasi yang ada, dengan pertimbangan sudah mewakili untuk permasalahan ini.

Terlihat dari hasil evaluasi pada tabel 1. bahwa penilaian kinerja keuangan berdasarkan rasio likuiditas, solvabilitas, dan aktivitas untuk PT Aqua Golden Tbk jauh lebih baik bila dibandingkan dengan PT Sinar Mas Co Tbk. Kondisi tersebut, berdasarkan analisis fundamental menyebabkan harga saham PT Aqua Golden Tbk (Rp 3263) merespon lebih besar dari harga saham PT Sinar Mas Co Tbk (Rp 1331). Namun apabila dilihat kinerja keuangan berdasarkan rasio rentabilitas, ternyata PT Sinar Mas Co Tbk jauh lebih baik dibandingkan PT Aqua Golden Tbk.

Hal ini juga terjadi pada perusahaan lain seperti : PT Aqua Golden Tbk dengan PT Gudang Garam Tbk, yang mana untuk rasio likuiditas, solvabilitas dan rentabilitas PT Gudang Garam Tbk lebih baik dibandingkan PT Aqua Golden Tbk, sehingga harga saham untuk PT Gudang Garam Tbk (Rp 9458) merespon lebih besar daripada PT Aqua Golden Tbk (Rp 3263). Tetapi penilaian kinerja keuangan berdasarkan rasio aktivitasnya, PT Aqua Golden Tbk lebih baik daripada PT Gudang Garam Tbk.

Kemudian untuk penilaian kinerja keuangan PT Sinar Mas Co Tbk apabila dilihat dari rasio likuiditas, rentabilitas dan aktivitas menunjukkan kondisi cukup baik dibandingkan PT Ultrajaya Milk Tbk. Dan kondisi tersebut direspon cukup

besar oleh harga saham PT Sinar Mas Co Tbk . Tetapi penilaian kinerja keuangan berdasarkan rasio solvabilitas, menunjukkan bahwa kondisi PT Ultrajaya Milk Tbk lebih baik dibandingkan PT Sinar Mas Co Tbk.

Dengan hasil evaluasi tersebut dapat diperoleh kesimpulan bahwa penilaian kinerja keuangan dengan cara menguji keempat rasio tersebut secara terpisah atau partial akan sangat menyulitkan investor dalam membuat keputusan untuk melakukan investasi di pasar modal. Karena penilaian kinerja keuangan antara rasio yang satu dengan rasio yang lain sangat berbeda, walaupun harga saham terlihat cukup tinggi.

1.2. Perumusan Masalah.

Berdasarkan pada latar belakang diatas, bahwa akibat dari krisis ini menyebabkan kinerja perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta banyak mengalami penurunan. Melemahnya kinerja perusahaan publik, diantaranya disebabkan oleh banyaknya bahan yang memiliki kandungan impor yang dihasilkan oleh perusahaan publik. Hal ini akan menyebabkan likuiditas perusahaan menjadi terganggu.

Karena kinerja keuangan suatu perusahaan menjadi faktor utama yang dipertimbangkan investor, maka berbagai metode telah dicoba dan diterapkan untuk mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan. Namun harus diakui bahwa dalam aplikasinya, metode-metode itu memiliki keunggulan dan kelemahan. Seperti metode tradisional yang paling banyak diaplikasikan dalam praktek, ternyata dinilai banyak *users* memiliki kelemahan, antara lain setiap rasio dalam

metode tradisional , pengujiannya bersifat parsial (sendiri-sendiri). Hal ini dinilai tidak relevan untuk penilaian kinerja keuangan perusahaan.

Untuk mengatasi kondisi diatas , maka penelitian ini akan mencoba menggunakan analisis diskriminan model Altman untuk menganalisa hubungan antara kinerja keuangan perusahaan dengan harga saham di Indonesia khususnya perusahaan manufaktur yang terwakili di pasar modal dengan periode pengamatan tahun 1999. Dengan model Altman ini, selain pengujian terhadap bermacam-macam rasio dalam model Altman dilakukan secara menyeluruh (bersifat komprehensif) , analisa dan interpretasi dari macam-macam rasio model Altman ini akan mempermudah memberikan pandangan yang lebih baik tentang kondisi kesehatan suatu perusahaan bagi para analis.

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian.

1.3.1. Tujuan Penelitian.

Penelitian ini bertujuan untuk :

1. Menganalisa dan menilai kemampuan kinerja keuangan yang didapat dari nilai Z-score atau koefisien diskriminan dalam hubungannya dengan variasi harga saham pada perusahaan manufaktur, periode 1999.
2. Mengetahui kondisi kesehatan perusahaan sampel dan unsur - unsur yang terkandung dalam formula Z-Score, sebagai tolak ukur dalam penetapan strategi internal perusahaan.

1.3.2. Kegunaan Penelitian.

1. Penelitian ini diharapkan memberikan tambahan informasi terutama mengenai kondisi kesehatan perusahaan bagi para investor, calon

investor, kreditur, dan pengguna lainnya dalam rangka membuat keputusan atau kebijakan yang bermanfaat dan rasional dalam melakukan investasi di pasar modal.

2. Karena nilai saham mencerminkan kemakmuran pemegang saham dan tugas manajemen adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, maka dengan penelitian ini manajemen dapat menggunakan model penelitian ini, yang mana terdiri dari bermacam-macam rasio untuk penetapan strategi internal perusahaan, khususnya yang menyangkut aspek-aspek perbaikan kinerja keuangan yang mempengaruhi perubahan harga saham.

BAB II
TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Telaah Pustaka.

2.1.1. Pasar Modal.

Penjualan securitas baik dalam saham maupun obligasi yang diterbitkan oleh suatu perusahaan dapat dilakukan dengan cara : (1) penjualan atau penempatan langsung kepada beberapa investor tertentu (*privat placement*) baik perorangan maupun lembaga keuangan, atau (2) menjual sekuritas kepada masyarakat melalui pasar modal (*public offering*) dengan perantara perusahaan penjamin emisi (*underwriter company*). Perusahaan yang menjual sebagian dari sekuritas kepada masyarakat disebut dengan perusahaan yang *go publik* .

Agus Sartono (1994) mengemukakan pasar modal adalah tempat terjadinya transaksi *asset* keuangan jangka panjang atau *long-term financial asset.* Sedangkan menurut Meir Kohn (1993) mendefinisikan :

The capital market is the market for long-term borrowing end lending. The primary instruments of the capital market are stocks and bonds.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pasar modal adalah suatu tempat terjadinya transaksi jual-beli dana jangka panjang yang secara umum instrumennya adalah saham atau obligasi yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan (emiten). Di Indonesia ada 3 (tiga) pengertian tentang pasar modal, yaitu :

1. Menurut Undang-Undang no. 15 tahun 1952, yang dimaksud dengan bursa adalah bursa-bursa perdagangan di Indonesia yang didirikan untuk perdagangan uang dan efek termasuk semua pelelangan efek-efek.
2. Menurut Keppres No. 60 tahun 1988, pasar modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawar dan peminta dana jangka panjang, sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang no. 15 tahun 1952 tentang bursa.
3. Menurut Keppres No. 53 tahun 1990, bursa efek adalah suatu tempat pertemuan yang diorganisasikan dan digunakan untuk menyelenggarakan pertemuan penawaran jual beli atau perdagangan efek.

Sejak kegiatan pasar modal digalakkan kembali di Indonesia, banyak perusahaan seakan terbangun dari kelelapannya karena menemukan kembali sesuatu yang telah lama hilang, satu sumber dana alternatif yakni pasar modal. Kebangkitan kembali pasar modal di Indonesia bukan tanpa alasan. Menurut Suad Husnan (1996:4) kebangkitan pasar modal, disebabkan :

1. Karena pasar modal menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan. Berkaitan dengan fungsi keuangan, pasar modal memudahkan pemindahan dana dari *lender* ke *borrower*. Sedangkan dalam kaitan dengan fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh *borrowers* dan *lenders* tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil.
2. Adanya daya tarik pasar modal yakni :

a) Pasar modal manjadi sumber dana alternatif selain lembaga perbankan dan lembaga keuangan bukan bank lainnya.

b) Pasar modal memungkinkan para investor menentukan pilihan investasi sesuai dengan preferensinya.

c) Dari segi perusahaan yang membutuhkan dana, pasar modal merupakan sumber dana eksternal yang cost-nya lebih murah dibandingkan dengan lembaga perbankan .

2.1.2. Pengertian Kinerja Keuangan.

Kinerja keuangan yang merupakan terjemahan dari kata *performance* dalam keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia No. 740/KMK.00/1989 tanggal 28 Juni 1989 dijelaskan bahwa yang dimaksud dengan kinerja adalah prestasi yang dicapai oleh perusahaan dalam suatu periode tertentu yang mencerminkan tingkat kesehatan dari perusahaan tersebut. Erich A. Helfert (1994) menyatakan bahwa kinerja perusahaan adalah hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen. Oleh karena itu, untuk menilai kinerja perusahaan ini perlu dilibatkan analisis dampak keuangan kumulatif dan ekonomi dari keputusan, dan mempertimbangkannya dengan menggunakan ukuran komparatif. Terdapat berbagai teknik analisa, seperti *tradisional financial ratios analysis method*, analisis diskriminan dan analisis regresi termasuk berbagai rasio keuangan yang dapat dipergunakan untuk melakukan penilaian kinerja sebuah perusahaan. Karena menyangkut prestasi keuangan perusahaan, maka banyak pihak yang berkepentingan dengan analisa tersebut, antara lain : pemilik (investor), calon investor, manajemen (manajer), pemberi pinjaman atau kreditur, calon kreditur, karyawan, organisasi pekerja, agen pemerintah, dan masyarakat umum atau *public*. Masing-masing pihak

memiliki tujuan dan harapan yang berbeda, namun bagi manajemen semua aspek haruslah diperhatikan dan dipertimbangkan, baik jangka pendek maupun jangka panjang, karena tanggung jawabnya untuk mengelola operasi perusahaan sehari-sehari untuk memperoleh kinerja yang kompetitif.

Ada beberapa kelompok rasio keuangan, antara lain :

1. **Rasio Likuiditas**

   adalah rasio-rasio yang bertujuan untuk mengukur posisi keuangan jangka pendek atau likuiditas perusahaan. Meliputi :

a) *Current ratio*, rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban yang harus segera dipenuhi dengan aktiva lancar. Perhitungan *current ratio* dengan membagi aktiva lancar dengan hutang lancar.

b) *Acid test ratio* atau *quick ratio*, rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban yang segera harus dipenuhi tanpa memperhitungkan persediaan. *Quick ratio* dihitung dengan membagi aktiva lancar setelah dikurangi persediaan dengan hutang lancar.

c) *Working capital to total assets ratio*, rasio ini menunjukkan likuiditas dari total aktiva dan posisi modal kerja (neto). Rasio ini dihitung dengan membandingkan selisih antara aktiva lancar dengan hutang lancar dengan *total assets.*

2. **Rasio Solvabilitas**, adalah rasio-rasio yang bertujuan untuk mengukur posisi keuangan perusahaan baik jangka pendek maupun jangka panjang dan

mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya bila perusahaan dilikuidasi. Termasuk dalam rasio ini antara lain :

a) Rasio modal dengan aktiva, rasio ini menunjukkan prosentase penggunaan dana yang berasal dari modal sendiri. Rasio modal dengan aktiva dihitung dengan membagi jumlah modal sendiri perusahaan dengan keseluruhan aktiva yang dimiliki.

b) Rasio modal dengan aktiva tetap, rasio ini menunjukkan seberapa besar nilai aktiva tetap didanai dengan modal sendiri. Rasio modal dengan aktiva tetap dihitung dengan membagi modal sendiri perusahaan dengan nilai buku aktiva tetap yang dimiliki.

c) Rasio aktiva tetap dengan hutang jangka panjang, rasio ini menunjukkan tingkat keamanan yang dimiliki oleh kreditur jangka panjang. Disamping itu juga menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh pinjaman baru dengan jaminan aktiva tetap. Rasio aktiva tetap dengan hutang jangka panjang ini dihitung dengan membagi jumlah aktiva tetap yang dimiliki perusahaan dengan hutang jangka panjang.

d) Rasio modal dengan hutang jangka panjang, rasio ini menunjukkan besarnya hutang jangka panjang yang dibiayai oleh modal dari pemilik perusahaan atau modal modal sendiri. Rasio modal dengan hutang jangka panjang dihitung dengan membagi modal sendiri dengan hutang jangka panjang.

e) Rasio modal dengan total hutang, rasio ini menunjukkan sampai seberapa besar hutang baik hutang lancar maupun hutang jangka panjang dijamin oleh

modal sendiri. Rasio modal dengan total hutang ini dihitung dengan membagi modal sendiri dengan total hutang.

f) Rasio total aktiva dengan total hutang, rasio ini menunjukkan prosentase nilai hutang yang dijamin dengan aktiva. Rasio total aktiva dengan total hutang ini dihitung dengan membagi total aktiva dengan total hutang.

3. **Rasio Rentabilitas**, adalah rasio-rasio yang bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan perusahaan dari modal yang digunakan dalam operasi perusahaan, meliputi :

a) *Operating income to operating assets ratio*, rasio ini mencerminkan laba yang diperoleh dari kegiatan pokok perusahaan dengan seluruh aktiva yang digunakan untuk menghasilkan laba tersebut (aktiva usaha) . *Operating income to operating assets ratio* dihitung dengan membagi laba usaha (penjualan setelah dikurangi harga pokok penjualan dan biaya operasi) dengan aktiva usaha (total aktiva dikurangi dengan investasi jangka panjang dan aktiva lain yang tidak digunakan dalam usaha pokok perusahaan).

b) *Return on investment* (ROI), rasio ini menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bersih sebelum pajak. ROI dihitung dengan membagi keuntungan bersih sebelum pajak dengan aktiva usaha perusahaan.

c) *Net rate of* ROI, rasio ini menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bersih setelah pajak. *Net rate of* ROI dihitung dengan membagi keuntungan bersih setelah pajak dengan aktiva usaha perusahaan.

d) Rentabilitas modal sendiri, rasio ini menunjukkan tingkat keuntungan dari investasi modal sendiri. Rentabilitas modal sendiri dihitung dengan membagi keuntungan setelah pajak dengan modal sendiri.

4. **Rasio Aktivitas**, rasio ini merupakan ukuran bagi efektifitas penggunaan sumber-sumber perusahaan. Rasio ini antara lain terdiri dari :

a) *Inventory Turnover*, rasio ini menunjukkan tingkat efisiensi penggunaan dana yang tertanam pada persediaan barang jadi. Perputaran persediaan barang jadi dalam perusahaan industri dirumuskan sebagai harga pokok penjualan dibagi dengan rata-rata persediaan barang jadi.

b) *Fixed assets turnover*, rasio ini menunjukkan bagaimana perusahaan menggunakan aktiva tetapnya seperti gedung , kendaraan, mesin-mesin, perlengkapan kantor dan lain-lain. Perputaran aktiva tetap merupakan perbandingan antara penjualan dengan aktiva tetap bersih.

c) *Total assets turnover*, rasio ini menunjukkan tingkat efisiensi penggunaan keseluruhan aktiva perusahaan di dalam menghasilkan volume penjualan tertentu. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin efisien penggunaan keseluruhan aktiva di dalam menghasilkan penjualan . Rasio ini membandingkan antara penjualan dengan total aktiva.

2.1.3. Manfaat Analisis Laporan Keuangan.

Biasanya seorang pengguna laporan keuangan yang ingin menilai kinerja (*performance*) perusahaan akan mempelajari informasi akuntansi berupa laporan keuangan . Permasalahan timbul ketika pengguna tersebut ingin menentukan

standar untuk menarik suatu kesimpulan tentang kinerja sebuah perusahaan serta besaran indikator baik tidaknya kinerja, bila indikator itu telah tersedia.

Di Indonesia, analisis laporan keuangan yang berupa nisbah keuangan digunakan oleh pemerintah untuk menilai kinerja perusahaan meliputi empat kategori yaitu likuiditas, solvabilitas, rentabilitas dan aktivitas.

Tujuan dari laporan keuangan dikemukakan secara jelas dalam Standar Akuntansi Indonesia (SAK), yaitu menyediakan informasi yang menyangkut posisis keuangan, kinerja serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi. Laporan keuangan yang disusun untuk tujuan ini memenuhi kebutuhan bersama sebagian besar pemakai. Namun demikian, laporan keuangan tidak menyediakan semua informasi yang mungkin dibutuhkan pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi karena secara umum menggambarkan pengaruh keuangan dari kejadian-kejadian masa lalu, dan tidak diwajibkan untuk menyediakan informasi non keuangan.

Laporan keuangan juga menunjukkan hal-hal yang telah dilakukan manajemen , atau pertanggungjawaban manajemen atas sumber daya yang dipercayakan kepadanya. Pemakai yang ingin menilai pertanggungjawaban yang telah dilakukan manajemen berbuat demikian agar mereka dapat membuat keputusan ekonomi, keputusan itu mencakup : keputusan untuk menahan atau menjual investasi mereka dalam perusahaan, atau keputusan untuk mengangkat kembali atau mengganti manajemen.

Menurut Harnanto (1987) tingkat kepentingan laporan keuangan dibagi dua yaitu :

1. Laporan keuangan intern

   Merupakan laporan keuangan yang digunakan oleh pihak manajemen perusahaan, dengan menganalisis laporan keuangan ini diharapkan manajemen dapat mengetahui kelemahan dan kekuatan yang dimiliki suatu perusahaan. Kelemahan yang ada bisa dimanfaatkan sebaik-baiknya dan dipertahankan.

2. Laporan keuangan ekstern

   Merupakan laporan keuangan yang dipublikasikan oleh pihak perusahaan bagi pihak diluar perusahaan, seperti kreditur, investor maupun pemerintah. Kreditur perlu menganalisis laporan keuangan perusahaan untuk mengambil keputusan memberi atau menolak permintaan kreditnya. Sedangkan bagi investor harus melihat laporan keuangan perusahaan agar yakin bahwa modal yang ditanamkannya akan memperoleh hasil yang menguntungkan.

Dengan demikian meskipun tingkat kepentingannya berbeda, analisis laporan keuangan sangatlah diperlukan.

2.1.4. Tugas Manajer Keuangan Dalam Mengelola Keuangan.

Tujuan dari manajer keuangan senantiasa harus sejalan dengan tujuan perusahaan secara keseluruhan.Weston dan Brigham (1990 : 8), mengemukakan bahwa :

" *The financial manager's primary task is to plan for the acquisition and use fund so as to maximize the value of the firm. To put it another way, he or she makes decisions about alternative sources and uses of funds* ".

Berdasarkan kutipan diatas, Weston dan Brigham bahwa tugas utama manajer keuangan dalam mengelola keuangan perusahaan adalah merencanakan, mencari dan menggunakan dana dengan berbagai cara untuk memaksimumkan nilai perusahaan. Memaksimumkan nilai perusahaan berarti memaksimumkan /meningkatkan kekayaan pemilik perusahaan (pemegang saham). Bagi perusahaan-perusahaan yang telah *go public* nilai perusahaan ditentukan oleh harga saham dari perusahaan tersebut di pasar modal. Meningkatnya harga saham sudah barang tentu akan meningkatkan kekayaan pemilik perusahaan (investor).

Oleh sebab itu Suad Husnan (1992: 5-7) berpendapat bahwa tujuan dari manajer keuangan senantiasa harus sejalan dengan tujuan perusahaan secara keseluruhan, yaitu untuk meningkatkan penghasilan bagi pemilik perusahaan. Tujuan ini lebih banyak mendapat dukungan karena hal tersebut mempertimbangkan faktor-faktor sebagai berikut : (1) penghasilan pemilik perusahaan, (2) pandangan jangka panjang, (3) waktu atau timing penerimaan keuntungan, (4) resiko, dan (5) distribusi keuntungan perusahaan.

2.1.5. Tujuan Keputusan Investasi pada Saham.

Pengambilan keputusan investasi, (bidang keuangan) akan mempunyai dampak terhadap nilai saham perusahaan, karena berpengaruh terhadap besarnya uang masuk atau laba perusahaan dan besarnya resiko perusahaan.

Menurut Sri Handaru Yuliati cs (1996:23), investasi dapat diartikan sebagai cara penanaman modal, baik langsung maupun tidak langsung, yang bertujuan untuk mendapatkan manfaat (keuntungan) tertentu sebagai hasil

penanaman modal tersebut. Menurut pakar yang lain seperti Francis (1991) mengemukakan bahwa investasi merupakan penanaman sejumlah uang yang diharapkan menghasilkan tambahan uang di masa yang akan datang.

Salah satu tujuan investasi adalah memperoleh tingkat hasil yang memadai. Tingkat hasil dalam satu periode tertentu merupakan ukuran tingkat pertumbuhan investasinya. Sehubungan dengan tujuan investasi ini, Francis (1991) mengemukakan bahwa perusahaan dan individu menginvestasikan berbagai macam aktiva, sebagian merupakan aktiva nyata (*real Assets*) dan beberapa merupakan aktiva keuangan (*financial Assets*). Tujuan investasinya adalah memaksimumkan nilai investasinya. Secara sederhana dapat diartikan bahwa setiap investor akan menginvestasikan dananya dalam aktiva yang mempunyai tingkat hasil yang memadai.

Secara umum, terdapat beberapa alasan mengapa orang menginvestasikan dananya dalam bentuk saham yaitu :

1. Aspek Likuiditas, yaitu bahwa saham-saham yang dimiliki pemodal dapat diperjualbelikan pada saat itu juga, sehingga pemodal bisa mengganti investasi sahamnya setiap waktu.
2. Sifatnya, yaitu tahan terhadap inflasi, karena harga saham cenderung akan menyesuaikan diri dengan nilai kekayaan perusahaan bila terjadi inflasi.

Bentuk *return* yang akan diterima oleh investor dapat dibedakan atas tiga bagian yaitu :

1. *Deviden*, adalah bagian laba atau pendapatan perusahaan yang ditetapkan oleh direksi dan disahkan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk

dibagikan pada pemegang saham. Ada beberapa macam deviden berdasarkan cara bagaimana atau dengan apa deviden tersebut dibayar :

a) Deviden perkas (*cash devidend*) yaitu deviden yang dibayarkan dalam bentuk uang tunai.

b) Deviden saham (*stock devident*) yaitu deviden yang dibayar dalam bentuk saham.

c) Sertifikat deviden (*script devident*) yaitu deviden yang dibayarkan dengan sertifikat atau suatu proses yang dikeluarkan oleh perusahaan. Dan pada waktu tertentu surat tersebut bisa ditukar dengan uang.

2. *Capital gain*, adalah selisih pendapatan antara harga penjualan saham dengan harga pembeliannya. Jika pemodal menjual sahamnya dengan harga yang lebih tinggi daripada harga pembeliannya maka akan diperoleh *capital gain*, tetapi jika sebaliknya maka akan menderita *capital loss.*

3. Jika perusahaan dilikuidasi dan setelah melunasi seluruh kewajibannya terdapat sisa, maka saldo tersebut akan dibagikan pada pemegang saham.

Setiap bidang investasi pasti mempunyai resiko, demikian juga dalam membeli saham. Resiko yang mungkin dihadapkan dalam membeli saham adalah :

1. Resiko Pasar

Resiko ini tumbuh karena harga di pasar yang tidak menentu karena beberapa faktor, harga suatu saham bisa berada jauh diatas atau dibawah harga intrinsik atau harga buku dari saham tersebut. Harga intrinsik atau harga buku adalah hasil bersih dibagi dengan jumlah seluruh saham yang ada. Waktu

turunnya harga saham seperti ini tidak menjadi masalah, asalkan pada saat harga terendah, pemodal tidak terpaksa harus menjual saham tersebut yang berarti kerugian (*capital loss*).

2. Resiko perusahaan

   Setiap perusahaan mengalami kinerja naik, turun. Tahun ini labanya naik, dua tahun kemudian turun, adakalanya hilang dari peredaran (mati). Penyebabnya dapat bermacam-macam mungkin kalah bersaing, pimpinan tidak kompeten, selera terhadap produk yang ditawarkan berubah, kekeliruan manajemen, tindakan pemerintah, dan lain-lain. Ini sebabnya pemodal perlu selalu mengikuti perkembangan perusahaan yang sahamnya dimiliki. Bahkan ada nasehat yang menyatakan agar tidak membeli saham jika anda tidak mengenal perusahaan yang bersangkutan.

2.1.6. Faktor-faktor Internal Yang Mempengaruhi Harga Saham.

Dana yang diperoleh serta pengalokasiannya pada berbagai bentuk penggunaan harus dilakukan secara efisien dan efektif guna memaksimumkan nilai perusahaan. Nilai suatu perusahaan tercermin pada harga saham di pasar modal untuk perusahaan yang *go public*. Dengan demikian perkembangan harga pasar saham suatu perusahaan juga mencerminkan perkembangan nilai perusahaan.

Francis (1988) mengemukakan dua pendekatan dalam penilaian sekuritas : "*the fundamental approach and the technical approach* ". Metode yang paling populer dalam mengestimasi nilai saham adalah *fundamental approach*, dan

analisis yang dipergunakan pendekatan ini di dalam menilai sekuritas disebut *fundamental analysis* .

Analisis yang mempergunakan teknik analisis fundamental percaya bahwa harga saham menggambarkan nilai intrinsik (*intrinsik value*) dari saham. Selanjutnya Francis (1988) mengatakan bahwa nilai intrinsik adalah cara penentuan nilai saham berdasarkan kemampuan (*performance*) masa depan suatu perusahaan. Nilai intrinsik kadang-kadang disebut sebagai *present value* atau *economic value estimates.*

Dalam analisis fundamental, proyeksi harga saham dilakukan dengan mempertimbangkan proyeksi prestasi perusahaan di masa depan. Prestasi perusahaan yang dinilai dikaitkan dengan kondisi fundamental atau kinerja perusahaan. Kondisi fundamental mencerminkan kinerja variabel-variabel keuangan yang dianggap mendasar atau penting dalam ikut menentukan perubahan harga saham. Proyeksi kondisi fundamental di masa depan yang paling utama menyangkut proyeksi penjualan dan laba. Asumsi yang digunakan dalam proyeksi ini adalah bahwa akan terjadi suatu pengulangan atas suatu peristiwa (siklikal). Jika terdapat kondisi ekonomi makro, industri atau perusahaan yang menunjukkan perubahan tingkat pertumbuhan, maka hasil proyeksi itu akan disesuaikan seperlunya.

Dengan demikian pembicaraan mengenai perubahan harga saham akan menyangkut dengan prestasi perusahaan di masa depan. Harga saham yang diharapkan oleh pemodal merupakan nilai intrinsik yang menunjukkan prestasi hasil dan resiko saham itu di masa depan. Para penganut analis fundamental

berasumsi apabila kondisi fundamental perusahaan semakin baik maka harga saham yang diharapkan juga akan mengalami kenaikan. Kegiatan-kegiatan perusahaan di masa depan seperti ekspansi bisnis, perombakan tim manajemen atau memenangkan tender tertentu yang diperkirakan akan memperbaiki kondisi fundamental juga diamati untuk melakukan proyeksi harga saham harapan di masa mendatang.

2.1.7. Analisis Diskriminan Model Altman.

Analisis ini dikemukakan pertama kali oleh Edward I Altman pada tahun 1968. Model penelitian oleh Altman ini dibangun atas dasar *Multivariate Discriminant Analysis* (MDA), yaitu teknik analisa yang bertujuan untuk mengklasifikasikan hasil observasi ke dalam dua kelompok atau dalam hal ini perusahaan yang bangkrut dan yang tidak bangkrut. Langkah-langkah dalam MDA adalah pertama, menentukan kelompok yang hendak dianalisis secara eksplisit dan jelas, misalnya bangkrut dan tidak bangkrut. Kemudian data mengenai rasio keuangan dari perusahaan yang dijadikan obyek dalam masing-masing kelompok, dikumpulkan dan dianalisa. Data yang diperoleh tersebut diproses dengan MDA akan menghasilkan satu set koefisien yang apabila di aplikasikan pada data aktual (rasio keuangan sesungguhnya) akan menghasilkan suatu basis klasifikasi yang dapat mengklasifikasikan obyek ke dalam kelompok-kelompok yang bersifat *mutually exclusive.* Sampel yang dipergunakan oleh Altman adalah dengan mengambil 66 perusahaan manufaktur di Amerika dimana separuhnya (33 perusahaan) adalah perusahaan yang bangkrut selama periode 1946-1965, dan 33 perusahaan yang lain adalah perusahaan yang tidak mengalami kebangkrutan dan

tetap berdiri pada tahun 1966. Selanjutnya data mengenai neraca dan rugi laba perusahaan-perusahaan tersebut dikumpulkan. Karena banyaknya variabel (rasio keuangan) maka Altman mengelompokkan rasio-rasio tersebut dalam 5 kategori yaitu likuiditas, profitabilitas, *leverage*, solvabilitas dan aktivitas. Dan Altman berhasil mengumpulkan 22 buah rasio yang mencerminkan kinerja keuangan perusahaan, serta yang paling sering digunakan dalam berbagai studi dan penelitian di masa lampau. Dari ke-22 buah rasio ini pada akhirnya oleh Altman dipilih 5 rasio melalui berbagai prosedur statistik, observasi dan judgement. Di dapatkannya 5 rasio keuangan ini sangat memberikan kontribusi pada model prediksi kesuksesan atau kebangkrutan perusahaan. Kelima rasio tersebut terdiri dari : *working capital to total assets, retained earning to total assets, earning before interest and tax to total assets, market value of equity to book value of debt dan sales to total assets.* Model Altman ini dikenal dengan ***Z-score model.*** Z-score adalah skor yang ditentukan dari hitungan standar kali nisbah-nisbah keuangan yang menunjukkan tingkat kesuksesan atau kemungkinan kebangkrutan perusahaan. Formulanya adalah sebagai berikut :

$$\textbf{Z-score} = 1{,}2\ WC/TA + 1{,}4\ RE/TA + 3{,}3\ EBIT/TA + 0{,}6\ MVE/BVD + 1{,}0\ S/TA$$

Keterangan :

WC / TA = Working Capital / Total Assets

RE / TA = Retained Earnings / Total Assets

EBIT / TA = Earning Before Interest and Tax / Total Assets

MVE / BVD = Market Value Equity / Book Value of Debt

S / TA = Sales / Total Assets

Dalam model tersebut skor 2,99 merupakan ambang batas untuk perusahaan sehat. Jadi perusahaan yang mempunyai skor diatas 2,99 dapat dikatakan sebagai perusahaan sehat. Sedangkan perusahaan yang mempunyai skor dibawah 1,81 akan diklasifikasikan sebagai perusahaan yang potensial bangkrut. Selanjutnya skor antara 1,81 dan 2,99 disebut sebagai *"grey area"* .

Pada tahun 1984, Altman melakukan penelitian lagi di sejumlah negara seperti United State, Japan, Jerman, Switzerland, Brazil, Australia, Inggris, Kanada, Belanda dan Perancis (Foster 1986: 551). Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang berada pada industri perbankan. Dalam penelitian lanjutan ini Altman sudah memasukkan dimensi internasional. Hasilnya, formula

$$\textbf{Z-score} = \textbf{0,717 WC/TA + 0,847 RE/TA + 3,107 EBIT/TA + 0,420 MVE/BVD + 0,998 S/TA.}$$

Dengan formula Z-score yang baru tersebut, daerah ambang batas berubah menjadi 2,90 dan 1,2. Artinya, perusahaan yang mempunyai skor Z diatas 2,90 diklasifikasikan sebagai perusahaan sehat, sedangkan perusahaan yang mempunyai skor Z dibawah 1,2 diklasifikasikan sebagai perusahaan potensial bangkrut. Selanjutnya skor antara 1,2 dan 2,9 tetap disebut sebagai *grey area* . Model Altman yang kedua ini terbukti dapat mengidentifikasikan secara benar 95 persen dari seluruh total sampel.

2.1.8. Penelitian Terdahulu.

Penelitian atas kinerja keuangan perusahaan telah banyak dilakukan peneliti dengan berbagai pendekatan. Beberapa hasil penelitian dipaparkan di bawah ini :.

2.1.8.1. Penelitian Beaver (1966).

Dalam studinya, Beaver menggunakan 29 rasio keuangan pada lima tahun sebelum terjadinya kebangkrutan . Disini Beaver membuat enam kelompok rasio keuangan dan membuat *univariate analysis*, yaitu menghubungkan tiap-tiap rasio untuk menentukan rasio mana yang paling baik digunakan sebagai prediktor. Rasio keuangan tersebut terdiri dari *cash flow ratios, net income ratios, debt to total asset ratios, liquid assets to current debt ratios, turn over ratios, liquid assets to total asset ratios.* Dari enam kelompok rasio tersebut, Beaver menemukan bahwa rasio dari aliran kas terhadap kewajiban total merupakan prediktor yang paling baik untuk menentukan tingkat kebangkrutan perusahaan.

Perbedaan penelitian Beaver dengan penelitian Z-score (model Altman), dalam penelitian Beaver tidak memasukkan faktor laba, sehingga tidak dapat digunakan untuk memprediksi laba perusahaan di masa datang.

2.1.8.2. Penelitian Machfoedz (1994).

Machfoedz menemukan bahwa rasio-rasio keuangan tertentu dapat digunakan sebagai prediktor laba perusahaan di masa datang. Dengan menggunakan logit dan regresi berganda, Mas'ud memberikan gambaran bahwa set rasio untuk memprediksi *earning* masa datang untuk satu tahun mempunyai

daya prediktor yang cukup memadai, tetapi tidak untuk prediksi lebih lama dari satu tahun. Selain itu juga ditemukan set rasio untuk memprediksi *earning* untuk perusahaan kecil dan besar berbeda. Mas'ud (1999), dalam penelitian berikutnya juga menggunakan rasio keuangan untuk menganalisis pengaruh krisis moneter terhadap kinerja perusahaan dari sisi efisiensi. Proksi kinerja efisiensi diwakili oleh rasio-rasio keuangan terpilih yang diseleksi berdasar penelitian-penelitian terdahulu yang terdiri dari : *current ratio, inventory turnover, total assets to total laibilities, debt to equity ratio, return on assets dan return on equity.* Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa efisiensi kinerja secara signifikan berbeda antara sebelum dan sesudah krisis moneter. Lebih lanjut dijelaskan bahwa dari keenam rasio keuangan tersebut, hanya *current ratio* dan *debt to equity* ratio yang menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Z-score (model Altman), pada penelitian Machfoedz (1994), pengujian terhadap bermacam-macam rasio bersifat parsial.

2.1.8.3. Penelitian Machfoedz (1995).

Machfoedz melakukan penelitian pada seluruh perusahaan manufaktur yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Dalam penelitian itu ditentukan bahwa yang dinamakan kinerja perusahaan adalah prediksi laba satu tahun dan dua tahun sesudah dua tahun buku berakhir. Hasil analisis laporan keuangan yang didasarkan atas pemilihan seluruh nisbah, yang biasa digunakan sebagai indikator kinerja semula ditentukan sebanyak 47 rasio. Keseluruhan nisbah keuangan tersebut meliputi sembilan kategori nisbah yaitu likuiditas,

solvabilitas, profitabilitas, indebtendess, efektivitas investasi, leverage, produktivitas, *return on investment* dan ekuitas. Setelah dilakukan uji statistik, diketahui bahwa nisbah keuangan yang bermanfaat untuk memprediksi laba masa depan adalah sebanyak tiga belas nisbah keuangan meliputi kategori likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan intensivitas investasi.

Perbedaan penelitian Machfoedz (1995) dengan penelitian Z-score (model Altman), dalam penelitian ini tidak memasukkan faktor *total assets turnover* yang menunjukkan tingkat efisiensi penggunaan keseluruhan aktiva perusahaan dalam menghasilkan volume penjualan.

2.1.8.4. Penelitian Machfoedz (1999).

Penelitian kinerja perusahaan pada saat terjadinya krisis moneter di Indonesia pada tahun 1997 pernah pula dilakukan oleh Machfoedz (1999). Deteksi kinerja perusahaan melalui telaah rasio keuangan merupakan deteksi tentang pengaruh krisis moneter terhadap kinerja perusahaan yang diukur oleh beberapa rasio yang digunakan Machfoedz (1995) Ditemukan bahwa krisis moneter di Indonesia yang dialami sejak Juli 1997 ternyata berdampak pada kinerja keuangan perusahaan di sektor tertentu, tetapi tidak pada sektor yang lain. Dengan membandingkan dua laporan keuangan yang diterbitkan oleh 129 perusahaan yang terdiri dari empat sektor, ditemukan bahwa sektor empat yang terdiri dari *property and real estate*, *building construction*, *telecomunication*, *transportation*, *durable goods* dan *computer* merupakan kelompok yang paling besar penurunan kinerjanya di banding kelompok sektor lainnya.

Perbedaan penelitian Machfoedz pada tahun 1999 dengan penelitian Z-score (model Altman), pada penelitian ini tidak memasukkan faktor *total assets turnover*.

2.1.8.5. Penelitian Wijaya (1997).

Wijaya menggunakan beberapa rasio keuangan untuk mengetahui apakah terdapat peningkatan efisiensi perusahaan perbankan sebelum dan sesudah *go public*. Sampel sebesar 32 perusahaan perbankan yang *go-public* di Bursa Efek Jakarta ditelaah melalui rasio-rasio keuangan yang terdiri dari likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas. Hasil penelitiannya menemukan adanya indikator bahwa efisiensi perusahaan perbankan tidak berubah setelah *go public* dan tidak terlihat lebih efisien dibandingkan dengan kinerja mereka sebelum *go-public*.

Perbedaannya dengan penelitian Z-score (model Altman) adalah pada penelitian ini tidak memperhatikan rasio aktivitas.

2.1.8.6. Penelitian Putra (1997).

Putra menemukan bahwa efisiensi perusahaan berubah setelah penerapan pajak baru, yaitu dengan tarif yang lebih rendah dibanding peraturan pajak sebelumnya. Dalam penelitiannya, Putra menggunakan proksi efisiensi yang diwakili oleh tujuh rasio keuangan yang dikelompokkan ke dalam : likuiditas, *leverage*, operasi dan profitabilitas.

Perbedaannya dengan penelitian Z-score (model Altman) adalah dalam penelitian ini pengujian terhadap rasio-rasio yang digunakan bersifat parsial.

2.1.8.7. Penelitian Abad (1995).

Penelitian ini mengkaji kesehatan dan risiko perusahaan antara periode sebelum dan sesudah *go public*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa sebelum *go public* nilai Z-nya 2,621, berada daerah abu-abu (*grey area*). Sedangkan setelah *go public* nilai Z-nya meningkat menjadi 2,952. Skor-Z tersebut masih berada dalam *grey area*, tetapi mendekati kondisi sehat.

Pada penelitian ini sama yang dilakukan pada penelitian Z-score (model Altman), hanya ambang batas penentuan *cut-off* pada formula Z yang berbeda.

2.1.8.8. Penelitian O'Connor (1973).

O'Connor mamanfaatkan rasio-rasio keuangan untuk mendeteksi pengaruh rasio-rasio tersebut terhadap return saham. Langkah yang ditempuh O'Connor adalah dengan memilih rasio keuangan sebanyak 31 rasio dan kemudian menyeleksi dengan metode *stepwise* untuk rasio-rasio yang memberikan informasi terbaik untuk memprediksi return saham di masa yang akan datang. Penelitian ini menemukan bahwa rasio keuangan yang bermanfaat berupa, *total liabilities to net worth, income for common stock to net worth, current liabilities to inventory, cash flows to number of common stock,* and *earning per share to stock price.* Hasil studi ini menunjukkan bahwa rasio keuangan terpilih yang diekstrasi dari laporan keuangan memberikan prediktor yang bagus untuk memprediksi return saham di masa datang.

Pada penelitian ini tidak memasukkan faktor *total assets turnover.* Hal ini sangat berbeda dari penelitian Z-score (model Altman).

2.1.8.9. Penelitian Yogo Purnomo (1999).

Dalam penelitian Yogo ini, mencoba mengkaitkan kinerja keuangan perusahaan dengan perubahan harga saham melalui analisis regresi antara harga saham sebagai variabel dependent dan EPS, PER, DER, ROE, DPS sebagai variabel independent. Periode yang diteliti dari tahun 1992 sampai tahun 1996, dengan harga saham penutupan pada akhir tahun 1992 sampai tahun 1996. Hasil Penelitian ini menunjukkan bahwa risiko keuangan DER cenderung tidak bisa digunakan dalam menentukan proyeksi dan variasi harga saham. Sedangkan EPS, PER, ROE, dan DPS mempunyai hubungan yang positif antara harga saham.

Pada penelitian ini tidak memasukkan total assets turnover, hanya memprediksi laba perusahaan di masa yang akan datang.

2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis.

Konsep pengukuran kinerja keuangan dalam kondisi kesadaran sosial umat manusia semakin tinggi membuat semakin berkembang pula sudut pandang masyarakat terhadap eksistensi perusahaan. Menurut Harnanto (1987) sejalan dengan perkembangan sudut pandang masyarakat itu, maka terjadi pula pergeseran tentang kriteria sukses suatu perusahaan mungkin tidak berlebihan apabila disebutkan bahwa sukses perusahaan dewasa ini diukur dari kontribusi atau sumber maksimal yang mampu diberikan oleh perusahaan untuk kesejahteraan masyarakat.

Prestasi perusahaan dapat dilihat dari kinerja keuangan perusahaan yang diolah dari laporan keuangan yang dikeluarkan secara periodik dan ini seringkali

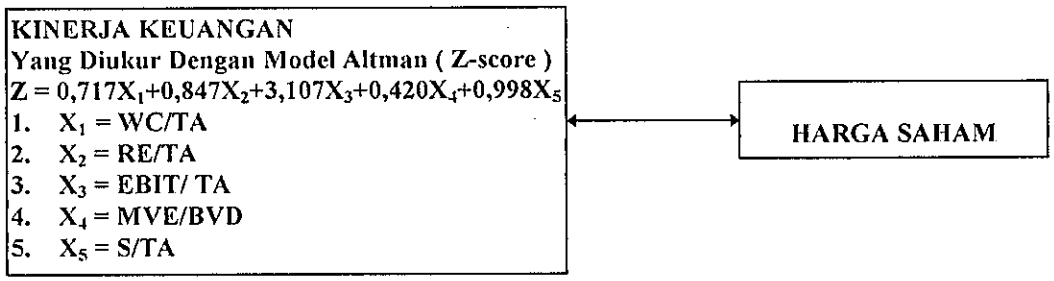
akan menjadi hal yang akan diperhatikan oleh pihak-pihak yang terkait dalam perusahaan. Dan nilai suatu perusahaan tercermin pada harga saham di pasar modal untuk perusahaan-perusahaan yang *go-public*. Untuk menentukan saham perusahaan apa yang akan dipilih, pemodal biasanya dibantu oleh pialang sekuritas (PS). Pialang sekuritas akan merekomendasikan saham yang layak untuk dipilih berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria yang umum digunakan adalah aktif diperdagangkan dan fundamentalnya bagus. Selain mereka, analis sekuritas juga mengamati kinerja fundamental keuangan dalam melakukan evaluasi dan proyeksi harga saham perusahaan. Dalam kolom " polling saham " unggulan sepekan di harian Media Indonesia , menurut pengamatan Yogo Purnomo, (1998) dengan nara sumber perusahaan sekuritas, pialang dan pemodal, salah satu variabel yang turut mempengaruhi hasil polling adalah isu kinerja individu dari setiap emiten yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Ramainya kegiatan pertukaran portofolio di lantai bursa menurut para analis investasi dan sekuritas sedikit banyak juga di ilhami oleh isu kinerja fundamental keuangan emiten.

Kasus-kasus tersebut menunjukkan bahwa perubahan harga saham perusahaan memberikan indikasi terjadinya perubahan prestasi perusahaan selama periode tertentu, setidaknya pada tingkat agregat. Prestasi perusahaan adalah kemampuan perusahaan dalam mengelola kekayaan yang dimiliki dari sumber dana tertentu untuk menghasilkan keuntungan. Sedangkan harga saham memberikan ukuran yang obyektif tentang nilai investasi pada sebuah perusahaan. Oleh karenanya, harga saham memberikan indikasi perubahan harapan pemodal sebagai akibat perubahan kinerja keuangan. Dan pada akhirnya variasi harga

saham pada waktu tertentu memberikan sebuah indikasi berubahnya kinerja keuangan perusahaan. Sampai saat ini, hubungan fundamental investasi antara kinerja keuangan dan harga saham menurut Yogo Purnomo (1998) belum banyak dipahami oleh pemodal di Indonesia. Dengan semakin berkembangnya pasar modal di Indonesia, diharapkan pasar modal semakin efisien, sehingga kinerja keuangan dapat digunakan sebagai input untuk mengukur proyeksi harga saham baik untuk masing-masing perusahaan maupun untuk seluruh emiten.

Untuk menilai kondisi keuangan dan prestasi perusahaan, analisa keuangan perlu beberapa tolak ukur. Tolak ukur yang sering dipakai adalah rasio atau indek, yang menghubungkan data-data keuangan yang satu dengan yang lainnya. Dalam penelitian ini akan digunakan analisis diskriminan model Altman, untuk melihat tingkat kinerja keuangan dengan menilai kesehatannya berdasarkan tolak ukur kesehatan yang telah ditetapkan pemerintah melalui SK Menteri Keuangan Republik Indonesia No. 740/KMK.00/1989, yang meliputi rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio rentabilitas dan rasio aktivitas. Analisa dan interpretasi dari macam-macam rasio akan dapat memberikan pandangan yang lebih baik tentang kondisi keuangan dan prestasi perusahaan bagi para analis.

Dalam penelitian ini, akan menganalisa apakah terdapat hubungan antara kinerja keuangan yang diukur dengan pendekatan analisis diskriminan model Altman (Z-score) dengan harga saham .



2.3. Hipotesis.

Berdasarkan perumusan masalah dan studi pustaka yang telah dilakukan diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah :

Ho : Tidak terdapat hubungan yang signifikan antara kinerja keuangan yang diukur dengan nilai Z-score (model Altman) dengan harga saham.

Ha : Terdapat hubungan yang signifikan antara kinerja keuangan yang diukur dengan nilai Z-score (model Altman) dengan harga saham.

2.4. Definisi Operasional Variabel.

2.4.1. Kinerja Keuangan Perusahaan.

Kinerja keuangan perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan pendekatan analisis diskriminan model Altman (Z-score). Formula yang digunakan adalah :

$$Z = 0{,}717\ X_1 + 0{,}847\ X_2 + 3{,}107\ X_3 + 0{,}420\ X_4 + 0{,}998\ X_5$$

Keterangan :

X_1 = *Working Capital / Total Assets* (WC/TA). Rasio ini mengukur aktiva lancar netto perusahaan secara relatif terhadap kapitalisasi total perusahaan. Biasanya perusahaan yang mengalami kerugian terus-menerus akan

mengalami penurunan aktiva lancar dalam perbandingannya terhadap total aktiva.

X_2 = *Retained Earning / Total Assets* (RE/TA). *Retained Earning* adalah rekening yang menunjukkan akumulasi jumlah laba yang diinvestasikan kembali selama hidup perusahaan. Dalam hal ini perusahaan yang relatif muda kemungkinan besar akan menunjukkan RE/TA yang rendah dibanding perusahaan yang sudah lama berdiri. Bila ditinjau lebih lanjut, hal ini justru menggambarkan keadaan dunia nyata, kegagalan perusahaan biasanya terjadi pada masa awal berdirinya perusahaan.

X_3 = *Earning before Interest and Tax / Total Assets* (EBIT/TA). Rasio ini mengukur produktivitas sebenarnya dari penggunaan aset perusahaan. Kemampuan perusahaan untuk tetap bertahan sangat tergantung pada *Earning Power* dari asetnya. Oleh sebab itu rasio ini sangat sesuai untuk dipergunakan dalam menganalisa kemampuan kinerja keuangan.

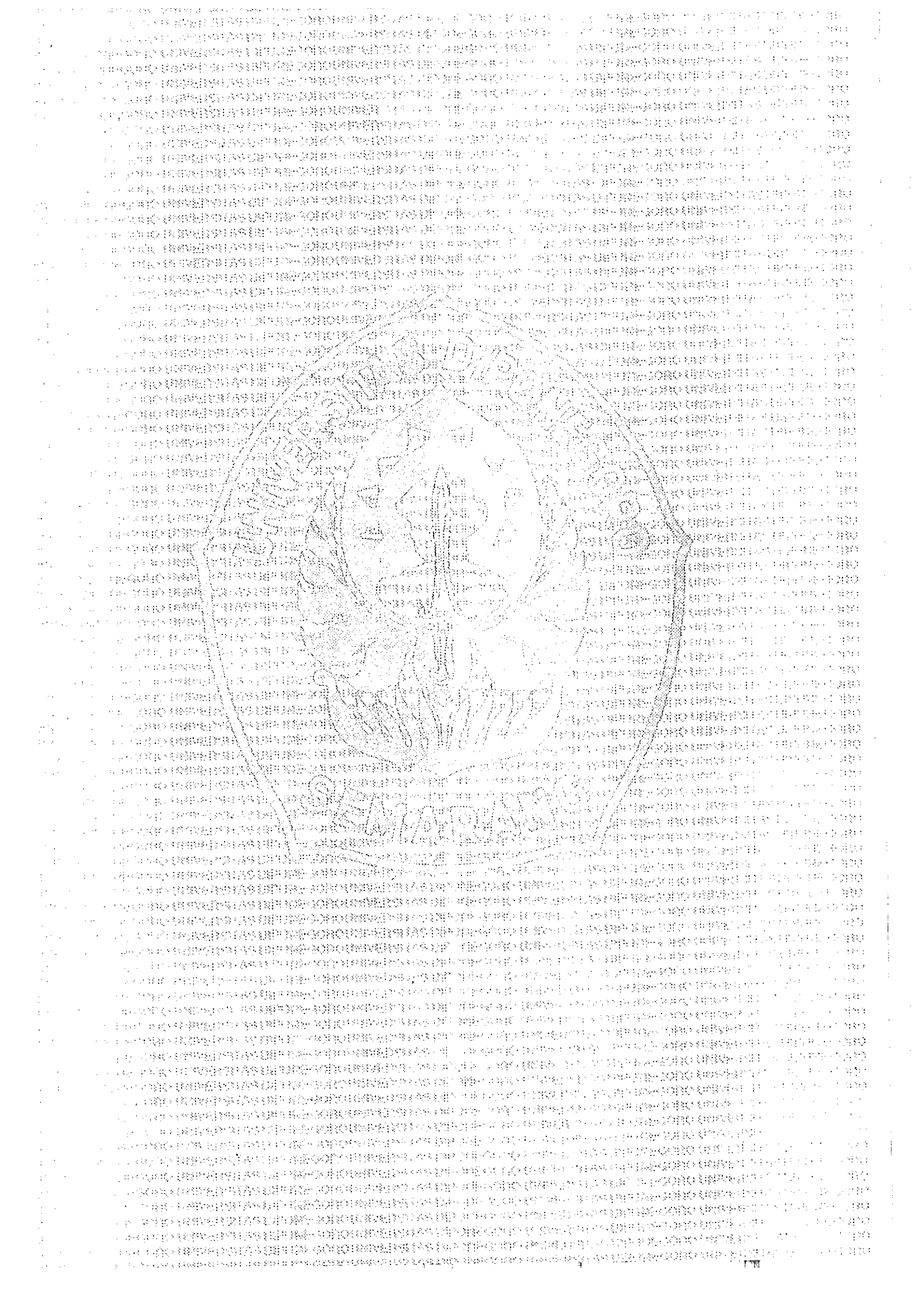
X_4 = *Market Value of Equity / Book Value of Debt* (MVE/BVD). Rasio ini dapat dipergunakan mengukur seberapa besar penurunan aset perusahaan yang dapat diterima sebelum kewajiban melebihi aset perusahaan. Semakin besar toleransi penurunan aset yang diterima maka akan semakin kecil kemungkinan terjadinya kebangkrutan.

X_5 = *Sales / Total Assets* (S/TA). Rasio ini mengindikasikan kemampuan penggunaan aset perusahaan untuk menghasilkan penjualan dalam menghadapi suatu persaingan global.

Model Altman ini terbukti dapat mengidentifikasikan secara benar 95 persen dan dalam model ini, Altman sudah memasukkan dimensi internasional.

2.4.2. Harga Saham.

Yang dimaksud dengan harga saham dalam hal ini adalah rata-rata harga saham per bulan pada tahun 1999. Dihitung berdasarkan rata-rata harga saham selama 12 bulan pada tahun 1999.



BAB III
METODOLOGI PENELITIAN

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan cara *survey*, dimana informasi atau data yang dikumpulkan dari sebagian populasi untuk mewakili seluruh populasi. Menurut Winarno Surakhmad dalam Suharsimi Arikunto (1996) mengatakan bahwa pada umumnya *survey* merupakan cara mengumpulkan data dari sejumlah unit atau individu dalam waktu yang bersamaan.

3.1. Populasi dan Sampel.

Populasi dalam penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 1999 tercatat sampai bulan Agustus tahun 2000 sebanyak 100 perusahaan yang menyebar menurut sub-sektor usaha yang tercantum pada publikasi itu.

Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu (Cooper dan Emory,1996 ; 245). Dari populasi tersebut akan diambil sejumlah sampel yang memenuhi kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan publik tersebut telah menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember tahun 1999.
2. Perusahaan publik tersebut mengeluarkan informasi tentang harga saham selama 12 bulan tahun 1999 di BEJ.

Dari populasi sebanyak 100 perusahaan (tercatat sampai bulan Agustus tahun 2000), hanya 84 perusahaan yang memenuhi kriteria dalam penelitian (lihat lampiran 1).

3.2. Jenis dan Sumber Data.

Berdasarkan cara memperolehnya, jenis data yang dipakai di dalam penelitian ini adalah data sekunder. Obyek yang diamati adalah laporan keuangan per 31 Desember tahun 1999 yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* / WWW.JSX.CO.ID dan surat kabar harian " Bisnis Indonesia ", harga saham penutupan (*closing price*) perbulan selama satu tahun periode 1999, yang diperoleh dari publikasi Statistik Bulanan yang diterbitkan oleh Divisi Riset dan Pengembangan BEJ.

3.3. Metode Pengumpulan Data.

Metode pengumpulan data yang dipakai adalah dokumentasi, dimana dilakukan pengumpulan data yang tertulis baik dari dokumen-dokumen yang sudah ada maupun dari majalah, koran, internet dan jurnal.

3.4. Teknik Analisis.

Teknik analisa yang digunakan adalah analisa data kuantitatif, yaitu analisa yang menggunakan data berupa angka-angka yang kemudian diolah dengan metode statistik.

Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut :

1. Dengan rasio keuangan yang tergabung dalam formula Z-score, hasil perhitungan yang dilakukan akan diperoleh satu set nilai Z . Rumusnya adalah:

$$Z = 0{,}717\ X_1 + 0{,}847\ X_2 + 3{,}107\ X_3 + 0{,}420 X_4 + 0{,}998\ X_5$$

X_1 = Working Capital / Total Assets (WC/TA)

X_2 = Retained Earning / Total Assets (RE/TA)

X_3 = Earning Before Interest and Tax / Total Assets (EBIT/TA)

X_4 = Market Value of Equity / Book Value of Total Debt (MVE/ BVD)

X_5 = Sales / Total Assets (S/TA)

Setelah diperoleh satu set nilai Z-score, dari hasil tersebut dihitung rata-rata Z-score sejumlah sampel yang diambil , kemudian diklasifikasikan berdasarkan Z-score diatas rata-rata sampel dan Z-score dibawah rata-rata sampel.

2. Menghitung rata-rata harga saham penutupan perbulan selama satu tahun periode 1999. Dengan demikian akan diperoleh satu set harga saham. Dari hasil tersebut, dihitung rata-rata harga saham sejumlah sampel yang diambil, kemudian diklasifikasikan berdasarkan harga saham diatas rata-rata sampel dan harga saham dibawah rata-rata sampel.
3. Dari hasil no. 1 dan 2 dibuat *crosstabs* seperti dibawah ini :

Tabel 3.

***Crosstabulation* untuk Harga Saham dengan Z-score**

Harga saham	Z-score		Total
	Z_1	Z_2	
P_1 P_2			
Total			

Sumber : Lampiran 5.

Keterangan :

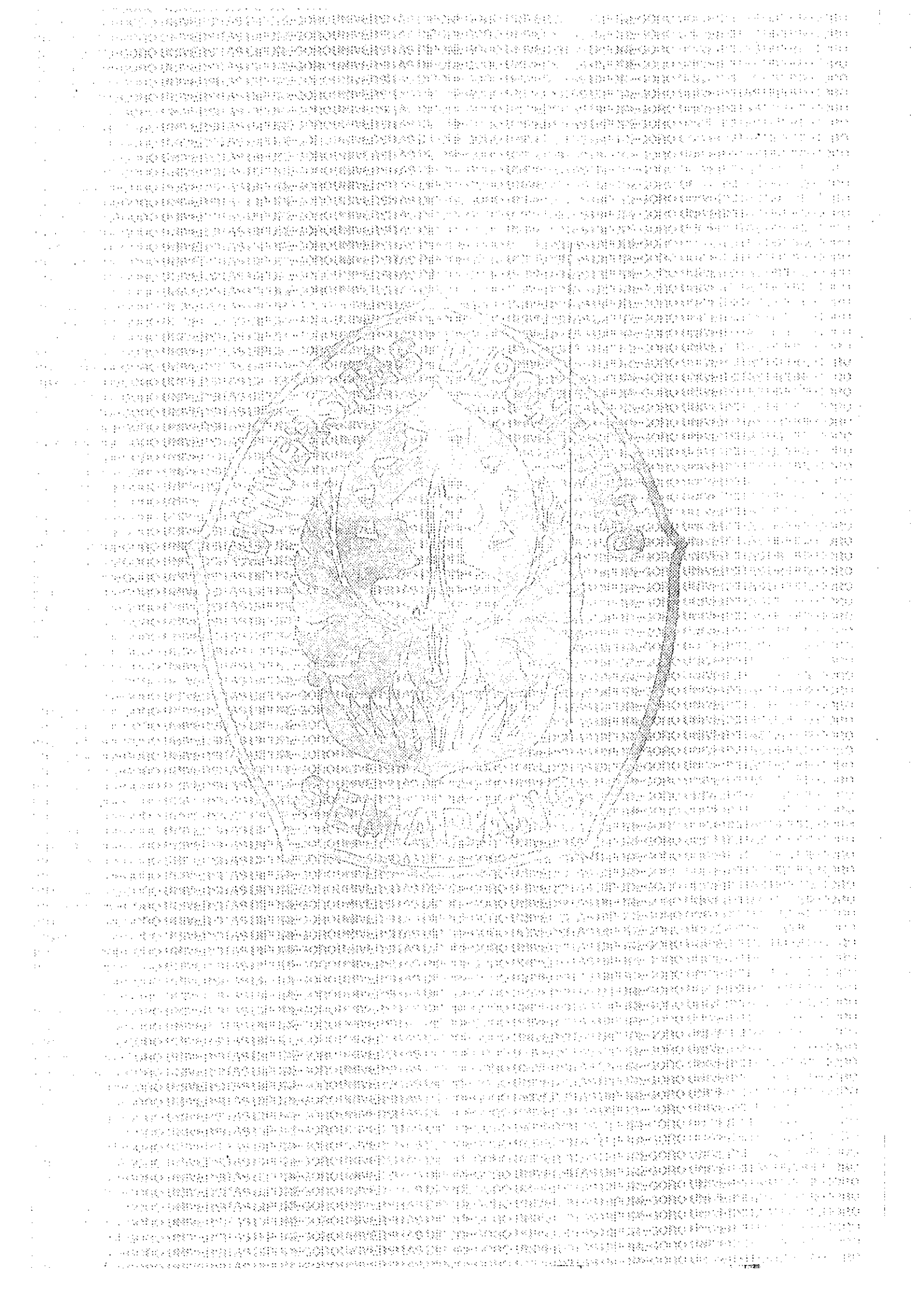
P_1 = Harga saham dibawah rata-rata sampel.

P_2 = Harga saham diatas rata-rata sampel.

Z_1 = Z-score dibawah rata-rata sampel.

Z_2 = Z-score diatas rata-rata sampel.

4. Dilakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan statistik uji X^2 (Chi-Square) untuk melihat ada tidaknya hubungan antara kinerja keuangan yang diukur dengan pendekatan Z-score dengan harga saham.



BAB IV
GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

4.1. Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta.

BEJ didirikan tanggal 4 Desember 1991 dan merupakan bursa efek milik swasta berdasarkan SK MenKeu No. 323/KMK.010/1992. Peresmian swastanisasi BEJ dilakukan oleh Menteri Keuangan J.B Sumarlin pada tanggal 13 Juli 1992. Pada saat pendirian Bapak Hasan Zein Mahmud yang sebelumnya adalah Kepala Biro Transaksi dan Lembaga Efek Bapepam ditunjuk sebagai Direktur Utama PT BEJ, ini diperkuat dengan SK MenKeu No. S-2A/MK.010/1992 tanggal 3 Januari 1992. Untuk sementara BEJ berkantor di ruangan belakang kantor ketua Bapepam, Marzuki Usman, di lantai dua, Gedung Bursa, Jln. Merdeka Selatan. Pada tanggal 18 Maret 1992, izin usaha PT BEJ terbit. Pada tanggal 16 April 1992, dilakukan serah terima pengelolaan bursa efek dari Bapepam kepada PT BEJ dan sejak itu PT BEJ berfungsi sebagai pengelola harian operasi bursa efek di Jakarta. Atau dapat dikatakan bahwa, BEJ secara gratis mengambil alih seluruh aset Bapepam yang berkaitan dengan operasi bursa sehari-hari, sedangkan Bapepam dialihkan fungsinya sebagai badan pengawas bursa dan tidak terlibat lagi dalam operasi bursa sehari-hari. Untuk melaksanakan tugas perdagangan efek, pada tanggal 17 Februari 1992, BEJ telah menetapkan ketentuan mengenai peraturan Bursa Efek Jakarta melalui Kep - 01/BEJ/1992.

Berkat kerja keras manajemen PT BEJ kinerja pasar modal Indonesia mulai membaik, jumlah emiten misalnya meningkat dari 141 perusahaan (1991) menjadi 153 (1992) naik 7,8 % dan sampai dengan tanggal 25 Maret 1997 tercatat sebanyak 258 emiten, dimana nilai kapitalisasi pasar melonjak dari 16,4 triliun (1991) menjadi 24,8 triliun (1992) dan sampai dengan 25 Maret 1997 menjadi 225,2 triliun (Anonim, 1997).

Adanya perdagangan efek yang semakin marak menyebabkan perlunya perubahan sistem perdagangan efek secara manual menjadi perdagangan efek dengan komputerisasi atau otomatisasi perdagangan efek yang uji cobanya dilaksanakan pada tanggal 22 Mei 1995 dan oleh Presiden Soeharto, sistem otomatisasi perdagangan efek (*Jakarta Automated Trading System* = JATS) diresmikan pada tanggal 3 Oktober 1995. Tahun 1995 ini merupakan tahun bersejarah, disamping adanya pengoperasian sistem JATS, BEJ pindah kantor kawasan Niaga Sudirman, Jln. Jendral Sudirman, Jakarta Selatan. Dengan adanya JATS ini, likuiditas perdagangan akan meningkat, pelayanan dalam setiap order semakin cepat dan penyediaan informasi bertambah akurat dan cepat serta meluas. Ini semua akan meningkatkan kepercayaan para pemodal. Dengan demikian BEJ akan mampu memberikan fasilitas pasar modal guna mengembangkan perekonomian bangsa, membantu permodalan perusahaan-perusahaan Indonesia melalui pasar modal dan memperkuat basis pemodal domestik. Terdapat lima program kerja yang telah mulai dilaksanakan BEJ yaitu : Pertama, pengembangan anggota bursa dengan program peningkatan SDM atau administrasi anggota bursa, antara lain , pelatihan JATS, workshop, perpajakan,

sistem *back office*, *margin trading* dan asuransi bagi anggota bursa. Untuk meningkatkan efisiensi transaksi dari 0,07 % menjadi 0,04 % dan pada tahun 1997 biaya akan diturunkan lagi menjadi 0,03 %. Kedua, pengembangan keterbukaan emiten, diantaranya, mengadakan lokakarya sekretaris perusahaan guna memperlancar komunikasi antara BEJ dan Emiten, melakukan penyebaran informasi bursa melalui jaringan elektronik ke seluruh dunia. Ketiga, pengembangan sistem perdagangan dan teknologi informasi, dengan modifikasi aplikasi JATS fase tiga. Keempat, pengembangan pemahaman masyarakat tentang pasar modal, dengan cara kerja sama dengan Perguruan Tinggi, mendirikan " Pojok BEJ", mengadakan serangkaian seminar, lokakarya, diskusi, pertemuan, dan forum yang membahas pasar modal. Kelima, pengembangan intern BEJ dengan terus melakukan peningkatan sumber daya manusia (SDM) melalui pelatihan, pelaksanaan reorganisasi, dan penerapan sistem otomatisasi kantor untuk meningkatkan kualitas kerja dan jasa kepada masyarakat.

4.2. Gambaran Umum Perusahaan Sampel Penelitian.

Obyek penelitian dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ dengan periode pengamatan tahun 1999. Pada penelitian ini yang menjadi populasi yaitu 100 perusahaan (tercatat sampai dengan bulan Agustus tahun 2000).

Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu . Dari populasi tersebut akan diambil sejumlah sampel yang memenuhi kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan-perusahaan yang telah mengeluarkan laporan keuangan per 31 Desember 1999.
2. Perusahaan-perusahaan tersebut mengeluarkan informasi tentang harga saham selama 12 bulan pada tahun 1999 di BEJ.

Dari populasi sebanyak 100 perusahaan hanya 84 perusahaan yang memenuhi syarat dalam penelitian. Hasil pengumpulan sampel diklasifikasikan dalam tabel - tabel sebagai berikut :

4.2.1. Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Z-score Periode 1999.

Tabel 4.2.1.
Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Z-score Periode 1999

Kriteria Perusahaan	Jumlah	%
Z > 2.9	**18**	**21**
1.2 < Z < 2.9	**16**	**19**
Z < 1.2	**50**	**60**
Total	**84**	**100**

Sumber : Lampiran 2. Dan diolah.
Keterangan : Kriteria Cut off yang digunakan disesuaikan dengan model Altman yang digunakan dalam penelitian.
$Z = 0.717X_1 + 0.847\ X_2 + 3.107\ X_3 + 0.420\ X_4 + 0.998\ X_5$.

Dari tabel 4.2.1. tampak bahwa kondisi kesehatan perusahaan manufaktur pada tahun 1999 dinyatakan kurang sehat (tercatat sampai bulan Agustus tahun 2000). Hal ini dapat dilihat dari kriteria perusahaan kurang sehat mencapai 60 %.

4.2.2. Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Jenis Usaha.

Apabila perusahaan-perusahaan sampel tersebut diklasifikasikan berdasarkan jenis usaha yang dilakukan, tampak pada tabel 4.2.2. sebagai berikut :

Tabel 4.2.2.
Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Jenis Usaha

Jenis Perusahaan	Jumlah	%
Food and Beverages	**10**	**12**
Tobacco	**2**	**2**
Textile	**4**	**5**
Apparel and Other Textile	**7**	**8**
Lumber and Wood	**2**	**2**
Paper and Allied	**3**	**4**
Chemical and Allied	**2**	**2**
Adhesive	**3**	**4**
Plastic and Glass	**7**	**8**
Cement	**3**	**4**
Metal	**8**	**10**
Fabricated Metal	**2**	**2**
Stone, Clay, Glass	**3**	**4**
Machinery	**1**	**1**
Cable	**4**	**5**
Electronic and office	**2**	**2**
Automotive and Allied	**12**	**15**
Pharmaceutical	**7**	**8**
Consumer Goods	**2**	**2**
Total	**84**	**100**

Sumber : lampiran 1. dan diolah.

Dari tabel 4.2.2. diatas, tampak bahwa perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini, paling banyak berasal dari perusahaan dengan jenis usaha automotive and allied (tercatat sampai bulan Agustus tahun 2000) yaitu sebanyak 15 %. Sedangkan paling sedikit adalah perusahaan dengan jenis usaha machinery sebanyak 1 %.

4.2.3. Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Hasil Tahun 1999.

Untuk klasifikasi berdasarkan hasil (laba atau rugi) menurut kenyataannya, tidak semua perusahaan sampel mendapat keuntungan. Hal ini ditunjukkan pada tabel 4.2.3.

Tabel 4.2.3.
Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Hasil

Kriteria Hasil	Jumlah	%
Laba	**57**	**68**
Rugi	**27**	**32**
Total	**84**	**100**

Sumber : lampiran 6. dan diolah.

Dari tabel 4.2.3, terlihat dari 84 perusahaan sampel, 68 % mengalami keuntungan dan sisanya 32 % mengalami kerugian.

4.2.4. Klasifikasi Silang Perusahaan Sampel Berdasarkan Hasil dan Z-score Pada Tahun 1999.

Dari profil perusahaan sampel dapat dilakukan klasifikasi silang antara tabel 4.2.1 dengan tabel 4.2.3, guna mendukung interpretasi pembahasan dan hasil akhir penelitian. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4.2.4.

Tabel 4.2.4.
Klasifikasi Silang Perusahaan Sampel Berdasarkan Hasil Tahun 1999 dan Z-score

Kriteria Hasil	Z > 2.9		1.2 < Z < 2.9		Z < 1.2	
	Jumlah	%	Jumlah	%	Jumlah	%
Laba	**18**	**100**	**15**	**94**	**24**	**48**
Rugi	**0**	**0**	**1**	**6**	**26**	**52**
Total	**18**	**100**	**16**	**100**	**50**	**100**

Sumber : Bursa Efek Jakarta Tahun 1999 dan diolah.

Dari 84 perusahaan sampel , kriteria perusahaan dinyatakan sehat (Z > 2.9), semua mengalami keuntungan yaitu sebesar 18 perusahaan. Sedangkan perusahaan yang dikategorikan tingkat kesehatannya sedang (1.2 < Z < 2.9), hanya 1 perusahaan mengalami kerugian. Untuk perusahaan yang dikategorikan tingkat kesehatannya kurang (Z < 1.2), ada 26 perusahaan yang menderita kerugian, sedangkan 24 perusahaan mengalami keuntungan.

BAB V
HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

5.1. Hasil Penelitian.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa kemampuan kinerja keuangan yang didapat dari nilai Z-score atau analisis diskriminan dalam hubungannya dengan variasi harga saham pada perusahaan manufaktur periode 1999 , dan untuk mengetahui kondisi kesehatan perusahaan sampel melalui perhitungan Z-score.

Dengan menggunakan model Altman, selain pengujian terhadap bermacam-macam rasio dilakukan secara menyeluruh, model Altman ini akan memberikan pandangan tentang kondisi kesehatan perusahaan.

Berdasarkan perumusan masalah tersebut, penelitian ini menguji hipotesa mengenai hubungan antara kinerja keuangan menggunakan pendekatan Z-score dengan harga saham.

Alat statistik yang digunakan dalam penelitian adalah *Pearson Chi-Square Test* guna melihat hubungan antara variabel-variabel yang akan diuji, yaitu : Z-score dan harga saham .

Pengujian dilakukan dengan menghitung rata-rata harga saham dari sejumlah perusahaan sampel yang diteliti, kemudian dari hasil tersebut dikelompokkan menjadi harga saham diatas rata-rata dan harga saham dibawah rata-rata. Sedangkan untuk Z-score dihitung rata-rata dari sejumlah sampel yang diambil, dan diklasifikasikan berdasarkan perhitungan Z-score diatas rata-rata dan Z-score dibawah rata-rata. Selanjutnya pengujian dilakukan dengan menghitung

crosstabulation antara harga saham dengan Z-score. Sedangkan untuk pengujian hipotesa apakah hipotesa nol akan diterima atau ditolak dengan cara membandingkan antara X^2 hitung dengan X^2 tabel atau dalam *print out* komputer membandingkan antara *asympt. Sig.* dengan taraf nyata yang digunakan yaitu sebesar 0.05.

Dari data yang diperoleh dan dilakukan pengolahan seperti terlampir dalam lampiran 2, 3 , dan 4, diperoleh satu set nilai Z-score dan satu set harga saham yang dihitung berdasarkan rata-rata harga saham perbulan dalam setiap tahun periode 1999.

Berikut ini rangkuman hasil penelitian tersebut :

5.1.1. Hasil Analisa Pearson Chi-Square Tests

Tabel 5.1.1.
Rangkuman Analisis *Pearson Chi-Square Tests*
(Crosstabulation P * Z)

	Z-score		
Harga Saham (P)	Z_1	Z_2	Total
P_1	**41**	**29**	**70**
P_2	**29**	**11**	**14**
Total	**44**	**40**	**84**

Sumber : Lampiran 5.

Keterangan :

Rata-rata harga saham dari perusahaan sampel = Rp 3219.94 (Lihat lampiran 4).

Rata-rata Z-score dari perusahaan sampel = 1.067133 (Lihat Lampiran 4).

P_1 = Jumlah perusahaan dengan harga saham dibawah rata-rata sampel.

P_2 = Jumlah perusahaan dengan harga saham diatas rata-rata sampel.

Z_1 = Jumlah perusahaan dengan Z-score dibawah rata-rata sampel.

Z_2 = Jumlah perusahaan dengan Z-score diatas rata-rata sampel.

Untuk pengujian *Chi-Square Tests* diperoleh hasil X^2 = 6.453, dengan derajat bebas sebesar 1 pada *asymp.Sig.* 0.011 (lihat lampiran 5.).

5.1.2. Hasil Perhitungan Z-score dan Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Z-score.

5.1.2.1. Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Z > 2.9 (kriteria sehat).

Tabel 5.1.2.1.
Perusahaan Sampel Berdasarkan Z > 2.9

No.	Nama Perusahaan	Z-score	No.	Nama Perusahaan	Z-score
1.	PT Aqua Golden	3	10.	PT Van Der Horst	6.7484
2.	PT Sari Husada	4.8821	11.	PT Citra Tubindo	4.2595
3.	PT Siantar Top	3.4461	12.	PT Komatsu Indonesia	4.6172
4.	PT Gudang Garam	4.4036	13.	PT Goodyear Indonesia	4.0091
5.	PT Roda Vivatex	2.9502	14.	PT Selamat Sempurna	3.417
6.	PT Duta Pertiwi	4.3542	15.	PT Bayer Indonesia	3.3156
7.	PT Ekadharma	3.2692	16.	PT Merck Indonesia	3.9386
8.	PT Intan Wijaya	6.8315	17.	PT Tancho Indonesia	3.195
9.	PT Igarjaya	2.9415	18.	PT Unilever Indonesia	4.1937

Sumber : Lampiran 2. Dan diolah.

Tampak pada tabel 5.1.2.1. bahwa dari perusahaan sampel yang berjumlah 84 perusahaan, terdapat 18 perusahaan dengan kondisi sehat.

5.1.2.2. Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan 1.2 < Z < 2.9 (kriteria sedang).

Tabel 5.1.2.2.
Perusahaan Sampel Berdasarkan 1.2 < Z < 2.9

No.	Nama Perusahaan	Z-score	No.	Nama Perusahaan	Z-score
1.	PT Cahaya Kalbar	2.2129	9.	PT Indal Aluminium	1.6637
2.	PT Indofood	1.7415	10.	PT Tembaga Mulia	1.3961
3.	PT Multi Bintang	2.6055	11.	PT Kedaung Indah	1.6453
4.	PT Sunson Textile	1.2762	12.	PT Astra Otoparts	1.6975
5.	PT Ever Shine Tex	1.7035	13.	PT Branta Mulia	1.3909
6.	PT Ricy Putra Globalindo	1.7012	14.	PT Dankos Laboratories	1.7216
7.	PT Unggul Indah	1.3979	15.	PT Schering Plough	1.8731
8.	PT Alumindo Ind	1.9153	16.	PT Tempo Scan	2.8276

Sumber : Lampiran 2. Dan diolah.

Pada tabel 5.1.2.2. terlihat ada 16 perusahaan dari 84 perusahaan sampel yang termasuk dalam kriteria kondisi sedang.

5.1.2.3. Klasifikasi Perusahaan Sampel Berdasarkan Z < 1.2 (kriteria kurang sehat).

Tabel 5.1.2.3.
Perusahaan Sampel Berdasarkan Z < 1.2

No.	Nama Perusahaan	Z-score	No.	Nama Perusahaan	Z-score
1.	PT Asia Intiselera	-0.8792	26.	PT Semen Gresik	0.9406
2.	PT Miwon Ind	1.0714	27.	PT Alakasa Industrindo	-0.171
3.	PT Prasidha Aneka	-0.2988	28.	PT Jakarta Kyoei Steel	-1.4716
4.	PT Suba Indah	0.6468	29.	PT Jaya Pari Steel	0.8642
5.	PT BAT IND	1.1716	30.	PT Pelangi Indah	-1.1128
6.	PT Panasia Indosyntec	-0.2514	31.	PT Kedawung Setia	1.161
7.	PT TEXMACO	-0.1829	32.	PT Intikeramik	-1.6216
8.	PT APAC Centertex	0.241	33.	PT keramik Indonesia	-1.4171
9.	PT Concord Benefit	-9.4759	34.	PT Surya Toto Ind	0.768
10.	PT Hanson Industri	-0.6695	35.	PT GT Kabel Ind	-0.138
11.	PT Kasogi Int	-4.5581	36.	PT Jembo Cable	1.1637
12.	PT Super Mitory	-0.6929	37.	PT Kabelindo Murni	-0.504
13.	PT Barito Pacific	-0.126	38.	PT Voksel Eletric	-0.4062
14.	PT Sumalindo Jaya	0.4678	39.	PT Indosteel	-3.0877
15.	PT Indah Kiat Pulp	0.6968	40.	PT Trafindo Perkasa	-0.3403
16.	PT Inti Indorayon	-1.1441	41.	PT Astra International	0.9458
17.	PT Surabaya Agung Industry	-0.4365	42.	PT Gajah Tunggal	0.0946
18.	PT Polysindo	-1.1642	43.	PT GT Petrochem	-0.2785
19.	PT Argha Karya	-0.2242	44.	PT Indomobil Sukses International	0.4506
20.	PT Asahimas	0.7536	45.	PT Indospring	0.5686
21.	PT Langgeng Makmur Plastic	-0.6574	46.	PT Lippo Interprise	0.7798
22.	PT Trias Sentosa	0.4186	47.	PT Nipress	0.7865
23.	PT Wahana Jaya	-0.5016	48.	PT Prima Alloy Steel	0.4007
24.	PT Indocement	0.9309	49.	PT Darya Varia Lab	1.1334
25.	PT Semen Cibinong	-0.8507	50.	PT Squibb Indonesia	0.749

Sumber : Lampiran 2. Dan diolah.

Terlihat pada tabel 5.1.2.3 bahwa dari 84 perusahaan sampel, terdapat 50 perusahaan dengan kriteria kondisi kurang sehat.

5.2. Pembahasan.

5.2.1. Hasil Uji Statistik Chi-Square.

Tabel 5.1.1. diatas, merupakan hasil analisis crosstabulation antara Z-score dengan harga saham. Selanjutnya hasil tersebut digunakan untuk pengujian *Chi-square tests* yang menunjukkan hasil sebagai berikut :

untuk nilai *asymp. Sig.* = 0.011 , hal ini menunjukkan penyimpangan pada tingkat signifikansi (taraf nyata) yang telah ditentukan sebesar 0.05, yang berarti bahwa nilai asymp. Sig. (0.011) < dari taraf nyata yang digunakan (0.05). Hal tersebut menunjukkan bahwa pengujian hipotesis menolak hipotesis nol, dengan maksud menolak analisis kinerja keuangan menggunakan pendekatan Z-score dengan harga saham adalah independen. Dengan lain perkataan, memang terdapat hubungan antara Z-score dengan harga saham.

Dengan adanya hubungan antara Z-score dengan harga saham, ini berarti menandakan bahwa keragaman harga saham pada umumnya mencerminkan kinerja keuangan perusahaan atau kondisi fundamental. Oleh karena harga saham memberikan indikasi perubahan harapan pemodal sebagai akibat perubahan kinerja keuangan. Dan pada akhirnya variasi harga saham pada waktu tertentu memberikan sebuah indikasi berubahnya kinerja keuangan perusahaan. Hal ini sesuai dengan pernyataan Francis (1998) yang mengatakan bahwa dalam analisis fundamental percaya bahwa harga saham menggambarkan nilai intrinsik (*intrinsik value*) yang mana penentuan nilai saham berdasarkan kemampuan (*performance*) masa depan suatu perusahaan. Dengan demikian perkembangan harga pasar

saham suatu perusahaan yang go publik, mencerminkan perkembangan nilai perusahaan. Dalam meningkatkan nilai perusahaan, ada variabel-variabel yang dianggap penting atau mendasar dalam menentukan perubahan harga saham, yaitu menyangkut proyeksi penjualan dan laba. Bagi investor keadaan ini merupakan tolak ukur dalam rangka membuat keputusan dan kebijakan dalam melakukan investasi di pasar modal. Selain itu, kinerja keuangan yang diukur dengan analisis diskriminan model Altman , yang mana terdiri dari bermacam -macam rasio dapat mempermudah investor dalam melakukan penilaian terhadap perusahaan.

5.2.2. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Z-score.

Pada tabel 5.1.2.1, tabel 5.1.2.2 dan tabel 5.1.2.3, tampak bahwa jumlah perusahaan manufaktur dengan kriteria kondisi kurang sehat paling banyak pada tahun 1999 ini, yaitu ada 50 perusahaan. Hal ini disebabkan oleh faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan, yang dalam hal ini diukur dengan pendekatan Z-score.

Dimana formula Z-score = 0.717WC/TA + 0.847 RE/TA + 3.107EBIT/TA + 0.420MVE/BVD + 0.998S/TA. Berikut ini adalah faktor-faktor atau unsur-unsur yang mempengaruhi nilai Z-score pada perusahaan sampel dengan kriteria kondisi kurang sehat.

Tabel 5.2.2.
Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Z-score
Pada Perusahaan Sampel Dengan Kriteria Kondisi Kurang Sehat
(Z < 1.2)

No.	Kode Perusahaan	WC/TA	RE/TA	EBIT/TA	MVE/BVD	S/TA
1.	AISA	-0.8318	-0.5423	-0.0699	-0.0447	-0.4133
2.	MWON	-0.5788	-0.2768	0.1504	-0.0526	1.2782
3.	PSDN	-0.0792	-0.6907	-0.4146	-0.2981	1.7598
4.	SUBA	-0.1612	-0.1956	-0.0272	0.1706	0.9429
5.	BATI	-0.1288	-0.0709	0.0344	0.1398	1.1608
6.	HDTX	-0.4586	-0.3312	-0.0457	0.0381	0.4849
7.	TEJA	-0.3662	-0.1622	-0.1422	-0.0226	0.6696
8.	MYTX	-0.5664	-0.0412	0.001	0.1986	0.5967
9.	CNBE	-5.7496	-6.2358	-0.7078	-0.8531	2.4908
10.	MYRX	-0.6415	-0.4262	-0.1235	0.158	0.4696
11.	GDWU	-1.6389	-1.763	-0.6974	-0.5649	0.5154
12.	SUMI	-0.5931	-0.3507	-0.1246	-0.0419	0.4349
13.	BRPT	-0.5379	-0.1119	-0.0178	0.3219	0.2751
14.	SULI	-0.2103	0.0256	-0.0008	0.4154	0.4257
15.	INKP	0.0607	0.0914	0.0007	0.8476	0.2182
16.	INRU	-0.6345	-0.4431	-0.1678	0.1107	0.1614
17.	SAIP	-0.8459	-0.0204	-0.0248	0.0941	0.2253
18.	POLY	-0.6462	-0.3464	-0.1876	-0.1178	0.2253
19.	AKPI	-0.7371	-0.0629	-0.0086	0.0222	0.3757
20.	AMFC	0.0841	0.0303	0.0163	0.3579	0.4676
21.	LMPI	-0.7447	-0.2749	-0.0691	0.032	0.3113
22.	TRST	-0.4935	0.0929	0.0996	0.2369	0.2854
23.	UGAR	-0.6262	-0.0785	-0.0705	0.2977	0.1081
24.	INTP	-0.6514	0.0759	0.0531	0.1342	0.1786

Lanjutan Tabel 5.2.2.

No.	Kode Perusahaan	WC/TA	RE/TA	EBIT/TA	MVE/BVD	S/TA
25.	SMCB	-1.0532	-0.2175	0.0017	-0.1152	0.1321
26.	SMGR	0.0534	0.1248	0.0336	0.6229	0.4314
27.	ALKA	-1.2403	-0.7216	-0.0079	-0.3609	1.5086
28.	JKSW	-0.8549	-0.6236	-0.1065	-0.2963	0.1253
29.	JPRS	-0.0221	-0.2203	0.0102	0.7276	0.7308
30.	PICO	-1.3657	-0.8252	0.0747	-0.3782	0.4931
31.	KDSI	0.0087	0.0218	0.0397	0.8113	0.6735
32.	IKAI	-0.8611	-0.514	-0.2002	-0.1038	0.097
33.	KIAS	-1.0775	-0.3809	-0.1054	-0.1658	0.0754
34.	TOTO	-0.0522	0.0974	0.0096	0.3391	0.5518
35.	KBLI	0.4308	-0.3407	-0.1315	0.0435	0.2324
36.	JECC	0.3196	-0.1463	0.0167	0.6904	0.7179
37.	KBLM	-0.4909	-0.2353	-0.0606	0.2376	0.1361
38.	VOKS	-0.8404	-0.4609	0.0132	-0.2403	0.6479
39.	JWJI	-1.2039	-0.8864	-0.5396	0.3708	0.0471
40.	TRPK	-0.3932	-0.0519	-0.0903	0.2189	0.1745
41.	ASII	0.0716	-0.0459	0.067	0.1083	0.6811
42.	GJTL	-0.1344	-0.0564	-0.0396	0.0917	0.3239
43.	ADMG	-0.1487	-0.1738	-0.1069	0.0075	0.3049
44.	IMAS	-0.0587	-0.3221	0.034	-0.0722	0.6916
45.	INDS	-0.02	0.0284	0.0281	0.2666	0.3604
46.	LPIN	-0.0886	-0.1178	0.051	0.6082	0.5302
47.	NIPS	-0.3049	-0.2019	0.0646	0.2583	0.8687
48.	PRAS	-0.1729	-0.0783	0.007	0.0859	0.5343
49.	DVLA	0.0229	-0.5159	0.0052	1.2303	1.0231
50.	SQBI	-0.3054	-0.2482	-0.051	-0.1714	1.4115

Sumber : Lampiran 2. Dan diolah.

Pada tabel 5.2.2, tampak bahwa unsur-unsur yang terkandung dalam Z-score, sangat mempengaruhi kondisi kesehatan perusahaan manufaktur pada tahun 1999, yang mana sebagian besar termasuk dalam kondisi kurang sehat. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut :

5.2.2.1. *Working Capital to Total Asset.*

Pada periode pengamatan tahun 1999, terlihat bahwa sebagian besar perusahaan manufaktur yang diteliti memiliki nilai perbandingan antara modal kerja dengan total aktiva rendah. Ini berarti sebagian besar perusahaan tersebut mempunyai posisi modal kerja yang kurang baik, yang menyebabkan likuiditas dari keseluruhan aktiva yang dimiliki perusahaan kurang lancar.

Hal ini disebabkan karena perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang sebagian besar modalnya berasal dari hutang (lihat lampiran 2.). Mengingat sebagian besar modal berasal dari hutang, maka modal kerja perusahaan pun akan terpengaruh.

Ada cara-cara untuk mempertinggi *working capital to total asset*, yaitu dengan jalan sebagai berikut :

1. Di sektor Aktiva Lancar. Transaksi-transaksi yang dapat mengakibatkan kenaikan aktiva lancar dapat disebutkan sebagai berikut :

a) Menjual aktiva tetap. Hasil dari penjualan aktiva tetap digunakan untuk menambah aktiva lancar.

b) Mendapatkan tambahan modal sendiri.

c) Mendapatkan tambahan hutang jangka panjang.

2. Di sektor Hutang Lancar. Disini tambahan dana tidak digunakan untuk menambah aktiva lancar melainkan digunakan untuk membayar atau mengurangi hutang lancar.

a) Dengan jalan menjual aktiva.

b) Mendapatkan tambahan modal sendiri.

c) Mendapatkan tambahan hutang jangka panjang.

5.2.2.2. *Retained Earning to Total Asset.*

Tampak pada tabel 5.2.2, sebagian besar perusahaan sampel dengan kriteria kondisi kurang sehat memiliki nilai perbandingan antara laba ditahan dengan total aktiva sangat rendah. Ini menunjukkan bahwa pada perusahaan sampel tersebut, kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva untuk mendapatkan laba adalah sangat rendah. Ini kemungkinan disebabkan oleh kurang efektifnya perusahaan dalam menggunakan aktiva yang dimiliki, sehingga laba yang dihasilkan pun rendah.

5.2.2.3. Earning Before Interest and Tax to Total Asset.

Sebagian besar perusahaan sampel dengan kondisi kurang sehat, mempunyai nilai perbandingan antara laba dengan total aktiva sangat rendah atau bernilai negatif. Ini berarti bahwa sebagian besar perusahaan tersebut mempunyai kemampuan untuk menghasilkan laba dari modal yang diinvestasikan adalah sangat rendah. Kondisi ini sangat berbeda dengan perusahaan sampel dengan kondisi sehat (lihat lampiran 2.).

Besarnya EBIT/TA ini, dapat diperbesar dengan memperbesar *profit margin* atau *operating assets turnover.*

1. Usaha untuk memperbesar *profit margin.* Besar kecilnya *profit margin* pada setiap transaksi *sales* ditentukan oleh 2 faktor, yaitu *net sales* dan laba usaha.

Besar kecilnya laba usaha atau *net operating income* tergantung kepada pendapatan dari *sales* dan besarnya biaya usaha *(operating expenses).*

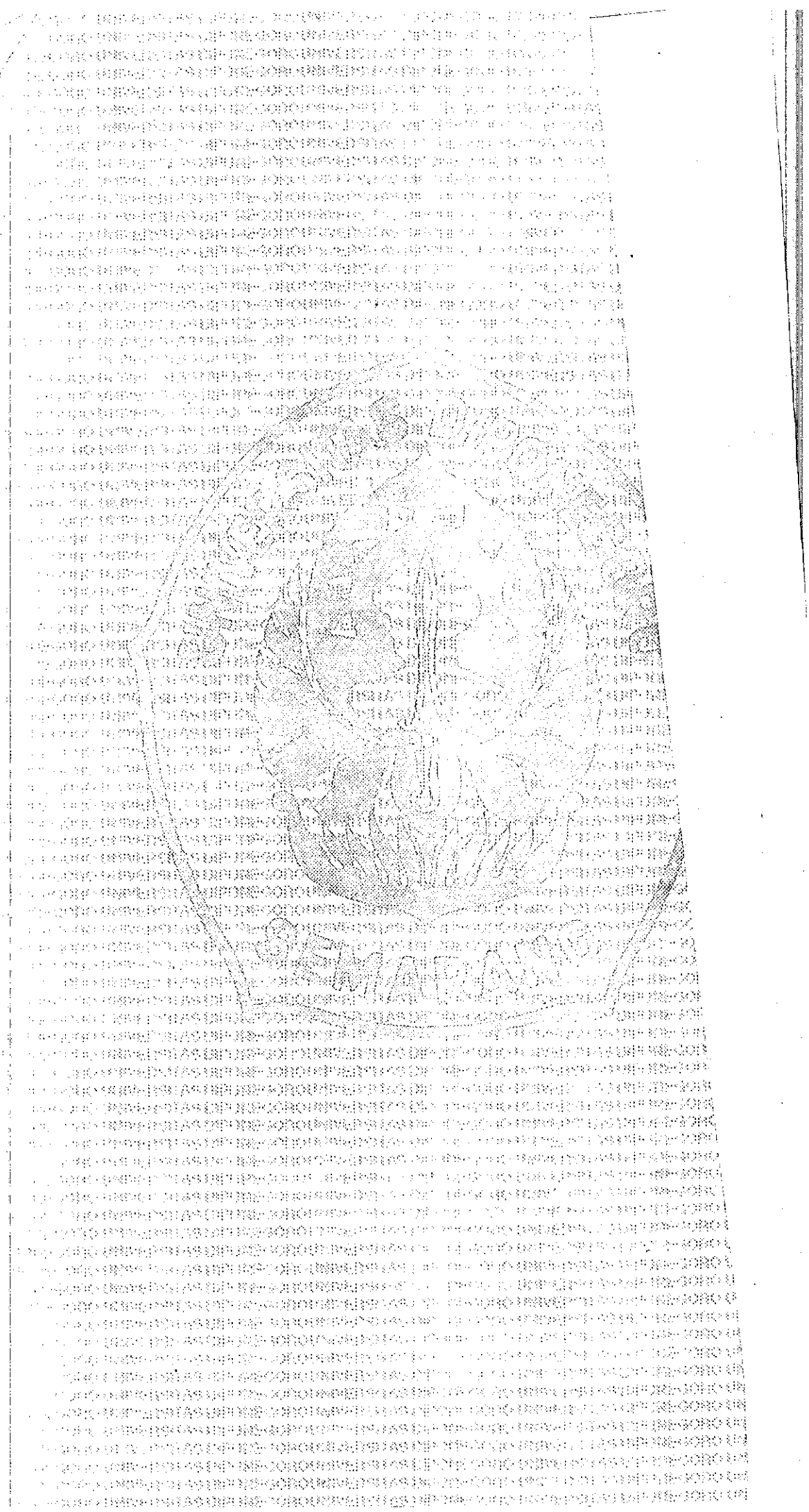
2. Usaha untuk mempertinggi *turnover of operating assets.* Tinggi rendahnya *operating assets turnover* selama periode tertentu ditentukan oleh 2 faktor yaitu *net sales* dan *operating assets.* Dengan jumlah *operating assets* tertentu, makin besarnya jumlah *sales* selama periode tertentu mengakibatkan makin tingginya *turnover*nya. Demikian pula dengan, luas *sales* tertentu dengan makin kecilnya *operating assets* akan mengakibatkan makin tinggi turnovernya.

5.2.2.4. Equity to Debt.

Sebagian besar perusahaan sampel dengan kriteria kondisi kurang sehat pada tahun 1999, memiliki nilai perbandingan antara MVE dengan BVD rendah. Ini berarti bahwa modal yang dimiliki oleh perusahaan tersebut berasal dari hutang. Jika kondisi ini berlanjut terus maka posisi perusahaan sangat mengkhawatirkan.

5.2.2.5. Sales to Total Asset.

Tahun 1999 sebagian besar perusahaan manufaktur yang diteliti memiliki nilai perbandingan antara sales dengan total aktiva bervariasi. Ini menunjukkan bahwa pada tahun tersebut, perusahaan-perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang berbeda untuk menghasilkan pendapatan, sesuai dengan kondisi yang dimiliki oleh masing-masing perusahaan. Besarnya pendapatan ini sangat dipengaruhi oleh pertumbuhan perusahaan, yang dapat diukur dari pertumbuhan total aktiva dan penjualan.



BAB VI
KESIMPULAN DAN SARAN

6.1. Kesimpulan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa ada tidaknya hubungan antara kinerja keuangan dengan harga saham dengan menggunakan pendekatan analisis diskriminan model Altman pada perusahaan manufaktur periode 1999 dan untuk mengetahui kondisi kesehatan perusahaan sampel melalui pengujian Z-score. Alat analisis yang digunakan yaitu *Pearson Chi-square Tests* untuk melihat hubungan antara variabel Z-score dengan variabel harga saham.

Pada bagian ini akan dilakukan perangkuman terhadap hasil penelitian dan pembahasan. Beberapa kesimpulan yang dapat ditarik adalah :

1. Hasil pengujian *Pearson Chi-square Tests* menunjukkan nilai asymp. Sig. sebesar 0.011. Nilai tersebut menunjukkan penyimpangan pada tingkat signifikansi yang telah ditentukan yaitu sebesar 0.05. Dengan asymp.Sig. (0.011) lebih kecil dari taraf nyata yang digunakan (0.05), maka hipotesa nol yang menyatakan tidak terdapat hubungan antara kinerja keuangan dengan pendekatan Z-score dengan harga saham ditolak. Atau dapat ditarik kesimpulan bahwa ada hubungan antara Z-score dengan harga saham.

   Dengan terdapatnya hubungan antara Z-score dengan harga saham, maka penentuan nilai saham suatu perusahaan yang go publik berdasarkan pada perkembangan nilai perusahaan, yang mana nilai perusahaan merupakan cerminan dari kinerja perusahaan. Dalam hal ini kinerja perusahaan diukur

dengan menggunakan analisis diskriminan model Altman (Z-score), dimana pengujian terhadap bermacam-macam rasio bersifat menyeluruh, dengan harapan dapat mempermudah bagi para investor dan para manajemen perusahaan untuk membuat kebijakan dan menetapkan strategi dalam melakukan investasi. Jadi hal ini dapat disimpulkan bahwa, di dalam membeli saham suatu perusahaan, investor tidak hanya semata-mata melihat assetnya saja, tetapi juga melihat prospek, risiko, serta tingkat keuntungan yang akan diperolehnya dari perusahaan tersebut.

2. Berdasarkan hasil klasifikasi perusahaan sampel menurut Z-score, diperoleh hasil bahwa perusahaan sampel yang diteliti pada tahun 1999 mempunyai nilai rata-rata Z-score adalah 1.067133 (lampiran 4.). Ini berarti bahwa rata-rata perusahaan sampel untuk periode 1999 dinyatakan sebagai perusahaan dengan kondisi keuangan kurang sehat , dengan pengelompokkan sebagai berikut : untuk kriteria perusahaan dengan $Z > 2.9$ (kondisi sehat) berjumlah 18 perusahaan, untuk perusahaan dengan $1.2 < Z < 2.9$ (kondisi sedang) berjumlah 16 buah, sedangkan kriteria perusahaan dengan $Z < 1.2$ (kondisi kurang sehat) berjumlah 50 perusahaan.

3. Terdapat faktor-faktor internal perusahaan yang mempengaruhi kinerja perusahaan, yang menyebabkan perubahan harga saham, antara lain :

a) Pendapatan dimasa yang akan datang.

Pendapatan dimasa yang akan datang ini dipengaruhi oleh pertumbuhan perusahaan, yang dapat diukur dari pertumbuhan total aktiva dan penjualan. Perusahaan yang mempunyai posisi kuat dalam persaingan mempunyai

pendapatan yang relatif stabil dibandingkan dengan perusahaan yang lemah dalam persaingan.

b) Manajemen.

Kualitas manajemen sangat menentukan masa depan perusahaan. Tanpa manajemen yang baik, suatu perusahaan tidak dapat mengendalikan pengeluaran biaya operasi atau mempertahankan posisi keuangannya. Kebijaksanaan manajemen dalam memimpin perusahaan dapat dilihat dari kemampuan menghasilkan laba di masa yang akan datang.

c) Efisiensi perusahaan.

Faktor ketiga ini mencerminkan hubungan antara pengeluaran perusahaan dengan pendapatan perusahaan yang sebenarnya. Efisiensi operasi ini dapat diukur dengan beberapa rasio operasi. Semakin rendah rasio operasi semakin tinggi pendapatan perusahaan.

d) Posisi keuangan jangka pendek.

Posisi likuiditas ini merupakan masalah yang mendasar dari segi keuangan ialah untuk menyeimbangkan antara kemampuan likuiditas dan profitabilitas. Perimbangan antara likuiditas dan profitabilitas selalu merupakan *trade off* antara tersedianya dana untuk membayar kewajiban jangka pendek perusahaan dengan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba.

e) Struktur modal perusahaan.

Struktur modal mencerminkan bagaimana cara-cara perusahaan memperoleh atau meningkatkan sumber dana untuk membelanjai operasinya. Struktur modal perusahaan ini mempunyai efek terhadap pendapatan dimasa yang akan

datang, karena mempengaruhi jumlah dan stabilitas pendapatan. Pembelanjaan dengan pinjaman menimbulkan resiko bagi para pemegang saham. Penggunaan pinjaman yang besar akan menyebabkan pendapatan perusahaan tidak stabil dan dapat mengakibatkan kegagalan perusahaan karena beban tetap yang ditanggung juga besar.

f) Profitabilitas.

Kemampuan untuk memperoleh laba digunakan untuk mengestimasikan pendapatan dimasa yang akan datang dan pendapatan yang diharapkan dimasa yang akan datang. Sebab makin stabil tingkat pertumbuhan pendapatan, akan menimbulkan nilai perusahaan dimasa yang akan datang semakin meningkat.

6.2. Saran-Saran.

Berdasarkan hasil kajian pada bab-bab sebelumnya dan kesimpulan dari hasil penelitian yang menyatakan bahwa terdapat hubungan antara Z-score dengan harga saham, selanjutnya dapat ditarik implikasinya dengan memberi sumbang saran kepada pihak yang terkait dalam penelitian ini terutama kepada para pemegang saham atau pemilik perusahaan , pemberi pinjaman dan calon investor.

1. Hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan informasi bagi pihak manajemen yang kebetulan perusahaannya dijadikan sebagai sampel penelitian untuk memproyeksikan harga saham yang dilakukan dengan mempertimbangkan proyeksi kinerja perusahaan dengan cara memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi kondisi internal perusahaan dan menentukan kebijakan keuangan di masa yang akan datang. Dalam hal ini pihak manajemen mempunyai kepentingan dalam menilai efisiensi dan

profitabilitas operasi serta menimbang seberapa efektif penggunaan sumber daya perusahaan.

2. Manajer perusahaan juga harus dapat mengalokasikan dana ke dalam bentuk-bentuk investasi yang akan dapat mendatangkan keuntungan di masa depan. Bentuk, macam dan komposisi dari investasi akan mempengaruhi dan menunjang tingkat keuntungan di masa depan.
3. Karena maksimisasi nilai perusahaan dapat diukur dengan harga pasar saham yang dimiliki oleh perusahaan, atau dengan kata lain semakin tinggi harga saham di pasar modal akan semakin tinggi nilai perusahaan, maka disarankan bagi calon investor dalam membeli saham suatu perusahaan, tidak hanya semata-mata melihat assetnya saja, tetapi juga harus memperhatikan kondisi kesehatan perusahaan tersebut, yang menyangkut tentang prospek perusahaan, risiko, serta tingkat keuntungan yang akan diperolehnya. Oleh karena itu dengan hasil penelitian ini dapat merupakan sebagian gambaran mengenai kondisi perusahaan yang dapat dijadikan bahan penilaian untuk membeli saham.
4. Bagi para pemberi pinjaman mempunyai kepentingan terhadap pemberian pinjaman pada perusahaan yang berhasil dan berjalan seperti yang diharapkan dan harus mempertimbangkan unsur risiko kegagalan dan likuidasi. Pemberi pinjaman harus hati-hati dalam menentukan marjin pengamanan terhadap aktiva yang digunakan perusahaan sebagai pelindung terhadap risiko.

DAFTAR PUSTAKA

Abad, Tb. 1995. " Evaluasi Tingkat Kesehatan Perusahaan Sesudah dan Sebelum Go Publik, Studi Kasus Pada PT. Sari Husada ". **Tesis Program Pascasarjana,** Program MM, UII Yogyakarta.

Agus Sartono. 1994. **Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi,** BPFE, Yogyakarta.

Altman, E.I. 1968. " Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy ". **The Journal of Finance,** Vol. XXIII, September 1968, pp.47-68.

Arikunto, Suharsimi. 1996. **Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktek,** Edisi Revisi III, Rineka Cipta, Jakarta.

Beaver, W.H. 1996. " Financial Ratios as Predictor of Failure ". **Journal of Accounting Research Supplement,** pp. 71-111.

----------1968. " Market Price, Financial Ratios and Prediction of Failure". **Journal of Accounting Research, Autumn,** pp. 59-82.

Cooper, D.R. & C. William Emory. 1996. **Business Research Methods** (Terjemahan), Jilid I, Jakarta, Penerbit Erlangga.

Francis, Jack Clark. 1990. **Investment Analysis and Management,** Fourth Edition, McGraw-Hill Inc, New York.

Foster, G. 1986. **Financial Statement Analysis,** New Jersey, Prentice Hall.

Gitman, L. J. 1995. **Foundation of Managerial Finance,** Fourth Edition, New York, Harper Collins College Publishers.

Harnanto, 1987. **Analisa Laporan Keuangan,** Yogyakarta, BPFE UGM.

Helfret, Erich A. 1996. **Teknik Analisis Keuangan Petunjuk Praktis Untuk mengelola dan Mengukur Kinerja Perusahaan,** Alih Bahasa Herman Wibowo, Erlangga, Jakarta.

Kohn, Meir. 1993. **Money, Banking and Financial Markets,** The Dryden Press.

Mas'ud Machfoedz. 1994. " The Usefull of Financial Ratios in Indonesia ". **Jurnal KELOLA,** September : 94-110.

----------1999. " Pengaruh Krisis Moneter Pada Efisiensi Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta ". **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia,** Vol.14, No.I : 37-49.

Putra, I Gusti Nyoman. 1997. " Efisiensi Perusahaan Listed di Jakarta Stock Exchange Sebelum dan Sesudah Penerapan Peraturan Pajak 1994". **Tesis Magister Manajemen Sain-UGM.**

Setyorini dan Abdul Halim. 1999. " Studi Potensi Kebangkrutan Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta Tahun 1996-1998 ". **Simposium Nasional Akuntansi II IAI-KAPd,** Gedung Widyaloka Universitas Brawijaya 24-25 September 1999.

Siddharta Utama. 1998. " Kaitan antara Rasio Price/ Book Value dan Imbas Hasil Saham pada Bursa Efek Jakarta ". **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia** , Vol. I, No. I, Januari 1998, Hal. 127-140.

Sri Handaru Y dan Handoyo Prasetyo. 1997. **Dasar-dasar Manajemen Keuangan Internasional,** Penerbit ANDI, Yogyakarta.

Suad Husnan. 1994. **Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas,** UPP AMP YKPN, Yogyakarta.

Van Horn, James C. 1992. **Finance Management and Policy,** Ninth Edition, Prentice Hall International Inc.

Weston, J.F. & Eugene Brigham. 1993. **Essentials of Managerial Finance,** 10th Edition, Florida, USA, The Dryden Press.

----------& Thomas E. Copeland. 1992. **Managerial Finance** (Terjemahan), 9th Edition, Orlando, Florida, USA, The Dryden Press International.

Wijaya, Helen. 1997. " Efisiensi Perusahaan Perbankan Sebelum dan Sesudah Go Publik di Bursa Efek Jakarta". **Tesis Magister Sain-UGM.**

Yogo Purnomo. 1998. " Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham, Studi Kasus 5 Rasio Keuangan 30 Emiten di BEJ Pengamatan 1992-1996 ". **Majalah Usahawan** No. 12, Th XXVII, Desember 1998.