BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Bursa Efek merupakan penyelenggara dan penyedia sistem untuk mempertemukan pihak-pihak yang ingin memperdagangkan efek suatu perusahaan. Bursa Efek juga dapat dipahami sebagai tempat atau institusi yang melayani jual beli surat berharga milik emiten. Di Indonesia, fungsi Bursa Efek dilaksanakan oleh PT. Bursa Efek Indonesia atau umumnya disebut BEI. BEI adalah hasil penggabungan Bursa Efek Jakarta, yang dulu berperan sebagai pasar saham dan Bursa Efek Surabaya, yang dulu berperan sebagai pasar obligasi dan derivatif. Tujuan dari penggabungan ini yaitu untuk efektivitas operasional dan transaksi. Sejak resmi berdiri pada tahun 2007 silam, BEI terus mengalami pertumbuhan. Kurang lebih terdapat 710 perusahaan yang telah *listing* di BEI hingga saat ini, beberapa di antaranya merupakan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) non-perbankan.

Perusahaan mempunyai beberapa alasan saat memutuskan untuk *listing* di bursa. Alasan tersebut bergantung pada tujuan yang ingin dicapai oleh perusahaan. Direktur Penilaian Perusahaan BEI, Hidayat (dalam Nurfitriyani, 2016) menjelaskan, ketika BUMN *listing* di bursa berarti perusahaan tersebut mencoba untuk memeratakan kepemilikan. Saham perusahaan tersebut dapat dimiliki oleh masyarakat umum, tetapi kendali tetap berada di tangan pemerintah. Sementara, Managing Director Lembaga Management FEB UI, Pranoto (2019) berpendapat bahwa untuk meningkatkan kapasitas permodalannya, perusahaan

pelat merah dapat melakukan penawaran efek ke publik sebagai salah satu opsi. Apalagi BUMN kerap mendapat tugas untuk menjalankan program strategis pemerintah tanpa sokongan dana dari APBN (Liputan6.com, 2019).

Efek yang diperdagangkan di bursa meliputi saham, obligasi, obligasi konversi, *right*, dan waran. Di antara kelima instrumen tersebut, yang paling diminati oleh investor adalah saham karena menjanjikan keuntungan yang tinggi. Sebanding dengan keuntungan yang dijanjikan, saham juga memiliki risiko yang tinggi. Dengan kata lain, saham bersifat *high risk-high return*. Sifat ini, salah satunya, disebabkan harga saham yang mudah berubah-ubah.

Berbagai macam faktor mempengaruhi perubahan harga saham, baik berasal dari eksternal maupun internal perusahaan. Faktor eksternal misalnya, kurs, suku bunga, tingkat inflasi, dan lain-lain. Sementara, faktor internal meliputi kinerja dan keberlangsungan perusahaan yang tercermin pada laporan keuangan. Faktor-faktor ini kemudian membentuk sentimen pasar. Menurut Parmadita (2013), sentimen pasar merupakan sikap bersama para pelaku pasar, pengamat ekonomi, dan lainnya dalam mengantisipasi pergerakan harga pada suatu kondisi tertentu. Sentimen dapat mempengaruhi arah dan pergerakan pasar sehingga dianggap sebagai penggerak yang sangat kuat. Sentimen positif akan memperkuat pergerakan harga di bursa. Sebaliknya, sentimen negatif akan melemahkan harga di bursa.

Sejak dulu, mayoritas saham perusahaan BUMN yang *listing* di BEI menjadi pilihan favorit para investor, terutama investor pemula. Sebab, mereka beranggapan bahwa perusahaan BUMN tidak akan bangkrut karena disokong oleh pemerintah. Mereka juga menganggap bahwa saham perusahaan BUMN akan

memberikan keuntungan (*capital gain*) yang cukup signifikan. Ketua Asosiasi Analis Efek Indonesia (AAEI), Ramelan (dalam Nurfitriyani, 2015) menyatakan bahwa dulunya "main di saham-saham BUMN saja maka dipastikan untung" merupakan rumus yang biasanya digunakan oleh investor pemula. Seringkali, kedua hal tersebut menyebabkan investor berinvestasi pada perusahaan BUMN tanpa mencari tahu kondisi perusahaan terlebih dahulu. Kenyataannya, tidak semua perusahaan BUMN berkinerja baik dan sehat.

Terdapat lima perusahaan BUMN dengan kinerja negatif. Kelima perusahaan tersebut merupakan perusahaan-perusahaan sektor non-perbankan, antara lain PT Timah (Persero) Tbk, PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk, PT Bukit Asam (Persero) Tbk, PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk, dan PT Krakatau Steel (Persero) Tbk. Penyebab perusahaan pertambangan dan energi seperti Timah, Perusahaan Gas Negara, dan Bukit Asam memiliki kinerja negatif dikarenakan harga komoditas dunia memang turun. Untuk sektor *airlines* seperti Garuda Indonesia disebabkan oleh peningkatan bahan baku avtur yang tidak disertai dengan peningkatan permintaan. Sementara, untuk Krakatau Steel disebabkan faktor produksi yang tidak efisien dan persaingan baja impor (kontan.co.id, 2019).

Pada akhir tahun 2019, Kementerian Keuangan (Kemenkeu) merilis daftar sejumlah BUMN yang rentan bangkrut. Dari sejumlah nama yang masuk ke dalam daftar, PT Krakatau Steel (Persero) Tbk adalah salah satunya. Sejumlah BUMN berada di zona merah disebabkan lantaran kurangnya aset lancar perusahaan. Selain itu, laba usaha perusahaan tidak cukup untuk menghadapi tekanan perekonomian, seperti yang terjadi pada Krakatau Steel (Santoso, 2019).

Menurut CNBC Indonesia (2019), perusahaan baja pelat merah ini merugi selama tujuh tahun berturut-turut serta memiliki banyak utang jangka pendek.

Ada pula perusahaan BUMN yang telah dinyatakan gulung tikar, yakni PT Pradnya Paramita (Persero). Perusahaan tersebut dulunya merupakan penerbit yang berstatus BUMN. PT Pradnya Paramita (Persero) kemudian dileburkan ke dalam PT Balai Pustaka (Persero). Selain itu, ada juga perusahaan BUMN yang telah lama berhenti beroperasi, diantaranya PT Kertas Kraft Aceh (Persero), PT Industri Gelas (Persero), PT Leces (Persero), dan PT Merpati Nusantara Airlines (Persero). Deputi Bidang Restrukturisasi dan Pengembangan Usaha Kementerian BUMN, Aloysius (dalam Muthmainah, 2018) mengungkapkan secara teknis keempat perusahaan tersebut telah bangkrut. PT Industri Gelas (Persero) misalnya. Perusahaan ini memiliki utang yang besar dan setengah asetnya telah diambil alih oleh Badan Pemeriksa Keuangan.

Ketika suatu perusahaan yang *listing* di bursa diprediksi bangkrut, prediksi ini dapat mempengaruhi harga saham perusahaan tersebut. Potensi kebangkrutan akan menciptakan sentimen negatif terhadap perusahaan. Sentimen ini menyebabkan minat investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut menurun sehingga, permintaan terhadap saham perusahaan ikut menurun. Hal ini dikarenakan, investor (khususnya investor jangka panjang) cenderung tidak ingin mengambil risiko kehilangan dana mereka di masa depan. Mereka lebih yakin untuk menanamkan dana yang dimiliki pada perusahaan dengan kondisi keuangan yang sehat. Sementara, investor yang memiliki saham perusahaan tersebut cenderung menjual saham yang mereka miliki dengan harga murah. Tindakan ini dapat mengakibatkan jumlah penawaran lebih banyak dari jumlah permintaan.

Sesuai hukum permintaan dan penawaran pasar, jika permintaan lebih dari jumlah saham yang ditawarkan maka harga saham akan naik. Sebaliknya, jika permintaan kurang dari jumlah saham yang ditawarkan maka harga saham akan turun.

Kondisi suatu perusahaan dapat diketahui dengan menganalisis laporan keuangan perusahaan tersebut. Salah satu bentuk analisis laporan keuangan adalah analisis prediksi kebangkrutan, yaitu analisis yang dapat membantu perusahaan dalam mengantisipasi kemungkinan terjadinya kebangkrutan dikarenakan masalah-masalah keuangan (Effendi, 2018). Analisis ini penting bagi perusahaan serta pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan, seperti investor, pemerintah, Bursa Efek Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan. Bagi investor pada khususnya, melakukan analisis prediksi kebangkrutan dapat mencegah pembelian saham yang tidak layak. Terdapat berbagai model prediksi kebangkrutan, seperti Zmijewski, Altman Z-Score, Fulmer H-Score, Grover, dan lain-lain. Namun, dalam penelitian ini hanya digunakan dua model, yaitu Altman Z-Score dan Fulmer H-Score.

Dalam praktiknya, Altman Z-Score paling banyak digunakan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan. Pemerintah melalui Kementerian Keuangan (Kemenkeu) juga menggunakan model ini untuk melihat kinerja dan kesehatan dari perusahaan-perusahaan BUMN (kontan.co.id, 2019). Hal ini dikarenakan kelebihan yang dimiliki oleh Altman Z-Score dibandingkan model lainnya. Model ini mengombinasikan berbagai rasio yang dibutuhkan dalam menilai likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, dan aktivitas. Di samping itu, rasio-rasio pada model Altman Z-Score telah mencakup penilaian internal dan eksternal perusahaan karena turut memasukan rasio nilai pasar saham terhadap total utang

(Brimantyo, dkk., 2013). Sementara, model Fulmer H-Score dianggap sebagai model yang paling akurat. Sudarman, dkk. (2020) melakukan penelitian mengenai perbandingan analisis prediksi kebangkrutan di antara model Springate, Fulmer, Foster, dan Altman Z-Score. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa model prediksi kebangkrutan yang menunjukkan hasil paling akurat adalah model Fulmer. Selain itu, penelitian terdahulu yang dilakukan Manurung, dkk. (2019) menunjukkan bahwa berdasarkan hasil perbandingan model prediksi kebangkrutan antara model Springate dan model Fulmer diketahui bahwa model Fulmer adalah model yang paling akurat untuk memprediksi kebangkrutan.

Dipilihnya model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score juga dikarenakan adanya kelemahan pada model prediksi kebangkrutan lainnya. Misalnya pada model Zmijewski, kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya dari nilai pasar saham tidak dapat diketahui karena model Zmijewski tidak menggunakan rasio nilai pasar saham terhadap nilai buku utang. Pada model Grover, besarnya kontribusi utang dalam pembiayaan aktivitas operasi perusahaan tidak dapat diketahui karena model Grover tidak menggunakan rasio arus kas operasi terhadap total kewajiban (Fahma, 2020). Jika dibandingkan dengan model Altman Z-Score, rasio-rasio yang ada pada model prediksi kebangkrutan lainnya belum mencakup penilaian internal dan eksternal perusahaan. Sementara itu, beberapa penelitian terdahulu, seperti penelitian Sudarman, dkk. (2020) dan Fedorova, dkk. (2013) menunjukkan bahwa tingkat akurasi model prediksi kebangkrutan lainnya berada di bawah model Fulmer.

Altman Z-Score adalah salah satu bentuk analisis diskriminan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan, yang terdiri atas kombinasi lima

perhitungan dari empat rasio keuangan, yaitu rasio likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, dan aktivitas (Wulandari, dkk., 2017). Altman mengklasifikasikan kondisi perusahaan ke dalam tiga kelompok, yakni berpotensi bangkrut, zona abu-abu (*gray area*), dan sehat. Perusahaan yang diprediksi bangkrut ditunjukkan dengan Z-Score di bawah 1,81 sedangkan perusahaan yang berada di zona abu-abu ditunjukkan dengan Z-Score di antara 1,81 – 2,99. Apabila Z-Score perusahaan di atas 2,99 maka menunjukkan bahwa perusahaan tersebut sehat.

Berdasarkan kriteria tersebut maka perusahaan dengan Z-Score yang tinggi, harga sahamnya akan mengalami kenaikan. Hal ini dikarenakan Z-Score yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan sehat sehingga investor merasa yakin untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Sebaliknya, perusahaan dengan Z-Score yang rendah, harga sahamnya akan mengalami penurunan karena mengindikasikan bahwa perusahaan tidak sehat atau berpotensi bangkrut. Menurut Azzharah (2019), perusahaan yang termasuk dalam kategori zona abu-abu bahkan bangkrut menyebabkan munculnya keraguan dari para calon investor. Ketika perusahaan masuk ke dalam kategori zona abu-abu atau bangkrut, investor cenderung menjual sahamnya dengan harga yang murah agar tidak kehilangan seluruh dana yang mereka investasikan di perusahaan tersebut.

Terdapat penelitian terdahulu yang menunjukkan adanya pengaruh prediksi kebangkrutan dengan model Altman Z-Score terhadap harga saham. Penelitian Irama (2018) menunjukkan bahwa pengaruh potensi kebangkrutan Altman Z-Score terhadap harga saham menunjukkan pengaruh positif yang signifikan. Sejalan dengan penelitian tersebut, hasil penelitian Saraswati dan Harahap (2020) juga menunjukkan bahwa potensi kebangkrutan Altman Z-Score berpengaruh

positif signifikan terhadap harga saham. Berbeda dengan kedua penelitian tersebut, hasil penelitian Prasetyo dan Widyawati (2020) menunjukkan bahwa variabel bebas yaitu Altman Z-Score tidak berpengaruh dan tidak signifikan terhadap harga saham.

Fulmer H-Score merupakan model prediksi kebangkrutan yang berdasarkan pada karangan tahun 1984 berjudul "*A Bankruptcy Classification Model for Small Firms*". Fulmer mengklasifikasikan kondisi perusahaan ke dalam dua kelompok, yaitu bangkrut dan tidak bangkrut. Sebuah perusahaan diprediksi bangkrut jika H-Score di bawah 0 dan diprediksi tidak bangkrut jika H-Score di atas 0. Penelitian Manurung, dkk. (2019) dan Sudarman, dkk. (2020) menunjukkan bahwa Fulmer H-Score merupakan model prediksi kebangkrutan yang paling akurat.

Selain itu, hasil penelitian Masdiantini dan Warasniasih (2020) menunjukkan bahwa tingkat akurasi Fulmer H-Score sebesar 100%. Penelitian terdahulu oleh Fedorova, dkk. (2013) juga menunjukkan bahwa di antara model prediksi kebangkrutan Barat klasik (*Classical Western Models*: Altman, Fulmer, Springate, Taffler, dan Zmijewski), model Fulmer memiliki tingkat akurasi yang paling tinggi (sebesar 82%). Oleh sebab itu, penelitian ini menggunakan model Fulmer H-Score sebagai variabel bebas untuk mengetahui pengaruh prediksi kebangkrutan terhadap harga saham. Dengan asumsi, jika H-Score di bawah 0 maka harga saham akan mengalami penurunan. Sebaliknya, jika H-Score di atas 0 maka harga saham akan mengalami kenaikan. Dengan kata lain, semakin tinggi H-Score maka harga saham akan semakin tinggi.

Sebelumnya, Rolanda dan Laksmiwati (2020) telah meneliti pengaruh variabel Fulmer H-Score terhadap harga saham Badan Usaha Milik Negara non

bank di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017. Hasilnya menunjukkan bahwa variabel Fulmer H-Score, yakni *Retained Earning/Total Asset* (V_1), *Earning Before Taxes/Equity* (V_3), *Cash Flow/Total Debt* (V_4) dan *Current Liabilities/Total Asset* (V_6) berpengaruh signifikan terhadap harga saham BUMN non bank di BEI periode 2013-2017. Sebaliknya, variabel *Sales/Total Asset* (V_2), *Total Debt/Total Asset* (V_5), Log *Tangible Asset* (V_7), *Working Capital/Total Debt* (V_8) dan Log *Earning Before Interest and Tax/Interest* (V_9) tidak berpengaruh terhadap harga saham BUMN non bank di BEI periode 2013-2017. Hasil penelitian Kifana, dkk. (2014) menunjukkan bahwa potensi kebangkrutan perusahaan yang dianalisis menggunakan model Fulmer berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham.

Penelitian ini mengacu pada penelitian Hikmah (2018) yang berjudul "*Prediksi Kebangkrutan Dengan Altman Z-Score dan Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur*". Hasil penelitian Hikmah (2018) menunjukkan bahwa prediksi kebangkrutan terhadap harga saham memiliki pengaruh positif dan signifikan. Z-Score terbukti memiliki pengaruh terhadap harga saham pada perusahaan logam dan sejenisnya yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang diacu terletak pada variabel dependen yang digunakan, yaitu harga saham. Persamaan lainnya, yaitu pada penelitian ini dan penelitian yang diacu menggunakan model Altman Z-Score. Sementara, perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang diacu terletak pada jumlah model prediksi kebangkrutan yang digunakan. Penelitian yang diacu menggunakan satu model prediksi, yaitu Altman Z-Score sedangkan penelitian ini menggunakan dua model prediksi, yaitu Altman Z-Score dan Fulmer H-Score.

Penelitian ini menggunakan dua model prediksi kebangkrutan untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat.

Perbedaan juga terletak pada sampel dan periode yang digunakan. Sampel pada penelitian yang diacu adalah perusahaan manufaktur subsektor logam dan sejenisnya yang terdaftar di BEI dengan periode 2015-2017. Sementara, sampel pada penelitian ini adalah perusahaan BUMN non-perbankan yang terdaftar di BEI periode 2015-2020. Penelitian ini menggunakan periode 2015-2020 karena selama periode tersebut terjadi penurunan kinerja saham perusahaan BUMN non-perbankan. Sekitar 16 saham perusahaan BUMN nilai sahamnya anjlok pada tahun 2015. Dibandingkan dengan nilai saham tahun sebelumnya, penurunannya ada yang mencapai 60 persen. Penurunan kinerja BUMN masih berlanjut di tahun 2016. Sejak awal tahun hingga 30 November 2016, harga saham perusahaan BUMN dan anak usahanya mencatatkan penurunan rata-rata sebesar 6%. Di tahun 2019, ditemukan perusahaan-perusahaan dengan kinerja negatif dan pada akhir tahun, Kementerian Keuangan merilis daftar sejumlah nama BUMN yang rentan bangkrut. Adapun judul dari penelitian ini adalah "**Pengaruh Prediksi Kebangkrutan Dengan Model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score Terhadap Harga Saham Badan Usaha Milik Negara Non-Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia**".

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan pemaparan latar belakang di atas, identifikasi masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Tidak semua perusahaan yang berstatus BUMN dan telah *listing* di BEI merupakan perusahaan yang sehat dan berkinerja baik. Terdapat lima

perusahaan BUMN non-perbankan dengan kinerja negatif, antara lain PT Timah (Persero) Tbk, PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk, PT Bukit Asam (Persero) Tbk, PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk, dan PT Krakatau Steel (Persero) Tbk. Di antara kelima perusahaan tersebut, PT Krakatau Steel (Persero) Tbk termasuk ke dalam daftar BUMN rentan bangkrut yang dirilis Kementerian Keuangan (Kemenkeu) pada akhir tahun 2019. Sebagai perusahaan yang *listing* di BEI, fenomena tersebut dapat mempengaruhi harga saham perusahaan di bursa karena memunculkan sentimen negatif dari para investor.

2. Dalam praktiknya, model Altman Z-Score banyak digunakan untuk memprediksi kebangkrutan dan melihat pengaruhnya terhadap harga saham. Sementara itu, beberapa hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa model Fulmer H-Score merupakan model prediksi kebangkrutan yang paling akurat.

1.3 Pembatasan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah, masalah dalam penelitian ini dibatasi pada pengaruh prediksi kebangkrutan dengan menggunakan model Altman Z-Score dan model Fulmer H-Score terhadap harga saham BUMN non-perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Laporan keuangan yang dianalisis dalam penelitian ini dibatasi pada periode 2015-2020.

1.4 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas maka rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah prediksi kebangkrutan menggunakan model Altman Z-Score berpengaruh terhadap harga saham BUMN non-perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah prediksi kebangkrutan menggunakan model Fulmer H-Score berpengaruh terhadap harga saham BUMN non-perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
3. Apakah prediksi kebangkrutan menggunakan model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score secara simultan berpengaruh terhadap harga saham BUMN non-perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

1.5 Tujuan Penelitian

Sejalan dengan rumusan masalah, adapun tujuan penelitian ini sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh prediksi kebangkrutan menggunakan model Altman Z-Score terhadap harga saham BUMN non-perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Untuk mengetahui pengaruh prediksi kebangkrutan menggunakan model Fulmer H-Score terhadap harga saham BUMN non-perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Untuk mengetahui pengaruh prediksi kebangkrutan menggunakan model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score secara simultan terhadap harga saham BUMN non-perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.6 Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini sebagai berikut:

1.6.1 Manfaat Teoretis

1. Bagi peneliti, dengan melakukan penelitian ini diharapkan mampu memperdalam ilmu yang telah didapatkan selama masa pendidikan untuk kemudian diimplementasikan dalam kehidupan nyata.
2. Bagi pembaca, penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan mengenai analisis kebangkrutan, harga saham dari perusahaan BUMN non-perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dan pengaruh prediksi kebangkrutan terhadap harga saham.
3. Bagi peneliti lain, penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi untuk melakukan penelitian dengan topik yang sama atau sejenis.

1.6.2 Manfaat Praktis

1. Bagi investor khususnya para analis saham, penelitian ini diharapkan dapat membantu dalam membuat keputusan investasi pada perusahaan BUMN non-perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Bagi pemerintah, penelitian ini diharapkan dapat membantu pemerintah untuk mengetahui perusahaan-perusahaan BUMN non-perbankan yang sehat dan yang berpotensi bangkrut dengan lebih akurat karena menggunakan dua model prediksi kebangkrutan, yaitu Altman Z-Score dan Fulmer H-Score.
3. Bagi Bursa Efek Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan, dengan adanya penelitian ini diharapkan pihak BEI dan OJK dapat mengantisipasi dan mengawasi perusahaan-perusahaan yang berpotensi mengalami *delisting* di masa depan.