

EVALUASI STRATEGI KEUANGAN DAN IMPLIKASI TERHADAP KESULITAN KEUANGAN PADA MASA KRISIS MONETER PERUSAHAAN-PERUSAHAAN PUBLIK YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA

VS. Tripiyo PS

Abstract

Penelitian ini merupakan penelitian empiris untuk mengetahui posisi keuangan perusahaan sebelum krisis ekonomi yang merupakan determinan kesulitan keuangan (financial distress) perusahaan pada masa krisis moneter. Data keuangan yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tiga tahun yakni 1995, 1996 dan 1997. Data keuangan tahun 1995 dan 1996 digunakan untuk menentukan tingkat perubahan nisbah – nisbah keuangan sebelum krisis moneter terjadi, data 1997 digunakan untuk menentukan perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan. Nisbah – nisbah keuangan yang dipilih merupakan nisbah – nisbah keuangan yang bermanfaat untuk memprediksi laba perusahaan besar dan kecil di masa mendatang.

Alat analisis yang digunakan untuk menguji determinan kesulitan keuangan perusahaan adalah kesulitan keuangan model Altman (1968), analisis faktor, analisis regresi logistik dan analisis regresi linier. Hasil uji statistik menunjukkan bahwa tingkat perubahan nisbah keuangan yang berhubungan erat dengan kesulitan keuangan perusahaan adalah nisbah profitabilitas yang diukur dari laba bersih dan nisbah – nisbah yang menunjukkan tingkat leverage perusahaan. Hasil analisis tersebut menunjukkan bahwa penyebab utama terpuruknya banyak perusahaan di Indonesia adalah kesulitan keuangan yang disebabkan oleh beratnya beban hutang.

Latar Belakang

Peristiwa paling penting yang mungkin tak terlupakan adalah krisis moneter yang diawali pada pertengahan tahun 1997 yang mengakibatkan gejala perekonomian Indonesia. Meskipun ini tak hanya dialami bangsa Indonesia, tapi praktis hampir dialami seluruh kawasan Asia Tenggara. Namun bagaimanapun juga, kemelut yang terjadi harus dibayar dengan sangat mahal bukan saja oleh dunia usaha tetapi oleh bangsa ini juga. Secara keseluruhan dapat dikatakan,

proyeksi keuntungan dunia usaha dalam tahun – tahun mendatang akan jauh lebih rendah bila dibandingkan dengan tahun – tahun sebelumnya. Dibutuhkan waktu yang panjang untuk mencapai pertumbuhan keuntungan seperti pada saat sebelum krisis moneter ini terjadi.

Dari sudut pandang makro ekonomi, krisis yang telah terjadi tersebut berdampak langsung pada struktur biaya produksi yang meningkat tajam, terutama untuk industri-industri yang menggunakan bahan baku impor, yaitu antara lain industri manufaktur,

otomotif, elektronik, Kimia dan industri alat-alat listrik (Harpindi, 1999). Peningkatan struktur biaya produksi tersebut berimplikasi pada harga jual produk yang menjadi lebih tinggi sehingga kurang kompetitif di pasar domestik.

Depresiasi rupiah yang begitu besar, kebijakan pengetahuan likuiditas perekonomian sejak pertengahan bulan Agustus 1997 dan penghapusan rentang intervensi yang telah didahului peningkatan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) serta penutupan fasilitas Surat Berharga Pasar Uang (SBPU) yang dilakukan oleh pemerintah ternyata telah berdampak besar bagi pasar modal di Indonesia (Silalahi, 1997). Tingginya suku bunga yang berlaku telah memupus harapan para investor di pasar modal dan sebagai manifestasinya telah terjadi aksi jual secara besar-besaran, walaupun tindakan itu membuat para investor mengalami kerugian. Kinerja pasar modal menjadi terganggu. Salah satu masalah yang sulit dipecahkan dalam waktu jangka pendek adalah memulihkan kepercayaan masyarakat domestik terhadap pasar modal. Di samping itu, perusahaan-perusahaan yang berada di pasar modal mempunyai utang dengan jumlah yang tidak kecil, maka akan sulit bagi perusahaan untuk meraih keuntungan yang ditargetkan sebelumnya.

Menurut hasil riset Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebanyak 276 emiten yang mencatatkan sahamnya di BEJ, terdapat 206 atau 74,64% mempunyai utang dalam bentuk dolar Amerika Serikat. Sampai tanggal 3 September 1997, diketahui baru 49 emiten yang melakukan lindung nilai (*hedging*). Gambaran ini jelas mengisyaratkan bahwa beban yang dipikul oleh perusahaan akan semakin besar, sehingga target lama yang dicanangkan semula harus mengalami revisi (Silalahi, 1997).

Besarnya selisih tingkat bunga yang berlaku di dalam dan di luar negeri, serta kepercayaan unit-unit ekonomi terhadap sasaran nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat yang ditargetkan oleh

pemerintah selalu mendekati kenyataan, telah mendorong dunia usaha untuk meminjam dana dari luar negeri. Dengan menyimak neraca dan laporan laba rugi perusahaan-perusahaan pada tahun 1996, sebenarnya telah secara jelas terlihat gambaran yang menimbulkan pertanyaan. Proporsi pendapatan perusahaan yang berasal dari pendapatan bunga ternyata sangat memadai atau bahkan terlalu besar, sehingga dapat dikatakan banyak dari perusahaan-perusahaan yang tidak lagi memusatkan perhatiannya kepada inti usahanya sebaliknya justru bertindak mencair uang dengan uang.

Besarnya kandungan impor dari kegiatan ekonomi di Indonesia juga semakin mempersulit dunia usaha untuk keluar dari masalah yang ditimbulkan oleh depresiasi rupiah terhadap dolar. Di satu sisi perusahaan didorong untuk menaikkan harga, tetapi di sisi lain dihadapkan pada gejala kelesuan pasar dan melemahnya daya beli masyarakat. Dalam situasi seperti ini dengan sendirinya perusahaan dituntut untuk secara cermat memperhitungkan tingkat elastisitas permintaan dari produk-produk yang dihasilkan.

Krisis moneter yang terjadi tahun 1997 telah menyebabkan penurunan kinerja perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Faktor-faktor seperti suku bunga tinggi, unsur elemen impor pada bahan baku, utang jangka pendek dalam bentuk dolar Amerika Serikat dan gambaran bahwa sebagian pinjaman pihak swasta tidak dilindungi (*hedging*) telah membuat perusahaan-perusahaan tersebut jatuh ke dalam kesulitan keuangan.

Sejalan dengan kondisi tersebut, maka masalah dalam penelitian ini adalah terdapat kecenderungan bahwa perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) pada saat krisis moneter. Kondisi kesulitan keuangan tersebut apabila tidak ditangani secara benar, besar kemungkinan

perusahaan akan jatuh dalam kondisi kegagalan (*failure*).

Telaah Pustaka dan Hipotesa

Kesulitan Keuangan (*Financial Distress* dan Peran Laporan Keuangan)

Kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah kesulitan likuiditas yang mungkin mengawali kebangkrutan, sedangkan kebangkrutan adalah kesulitan likuiditas yang sangat parah sehingga perusahaan tidak mampu menjalankan operasinya dengan baik (Harianto, 1998).

Kemampuan dalam memprediksi kebangkrutan akan memberikan keuntungan banyak pihak. Ketika sebuah badan usaha mengajukan pernyataan kebangkrutan seringkali kreditur bagian dari nominal piutang dan bunganya. Bagi investor, kebangkrutan akan mempunyai konsekuensi berkurangnya ekuitas atau bahkan hilangnya ekuitas secara keseluruhan. Perusahaan sendiri dalam proses kebangkrutan akan menanggung biaya yang tidak sedikit. Oleh karena itu dengan mengetahui indikator kebangkrutan sejak dini, akan menjadikan banyak pihak terselamatkan.

Menurut Van Horn (1986) kebangkrutan diistilahkan sebagai kegagalan (*failure*). Kegagalan ini menurutnya tidak jelas, sebagian karena terdapat berbagai tingkat kegagalan. Suatu perusahaan secara teknis dianggap insolven bila perusahaan tersebut tidak mampu memenuhi kewajiban lancarnya. Akan tetapi, insolvensi tersebut mungkin bersifat sementara dan tergantung pada cara mengatasinya. Karena itu insorvensi teknis hanya merupakan kekurangan likuiditas. Sebaliknya, insolvensi dalam kebangkrutan berarti bahwa kewajiban perusahaan melebihi aktivasnya. Dengan kata lain, kekayaan bersih (modal) perusahaan itu negatif. Kegagalan keuangan mencakup keseluruhan kisar kemungkinan di antara ekstrem-ekstrem ini.

Walaupun penyebab kesulitan keuangan banyak, namun banyak kegagalan berkaitan entah secara langsung ataupun tidak langsung dengan manajemen. Sangat jarang satu keputusan yang jelek menjadi penyebab kesulitan; biasanya penyebabnya berbentuk rangkaian kesalahan dan kesulitan timbul secara bertahap. Karena tanda-tanda kesulitan (*distress*) potensial biasanya terjadi sebelum kegagalan benar-benar terjadi, maka seorang investor dapat melakukan tindakan perbaikan sebelum kegagalan benar-benar terjadi.

Dalam hal mendekati kesulitan keuangan dan kebangkrutan perusahaan penelitian yang dilakukan oleh para akademi dimulai dari Beaver (1996 dan 1968) dalam Machfoedz (1999) melakukan studi untuk menentukan nisbah keuangan yang bisa digunakan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan yang menjual sahamnya di pasar model new york. Kegagalan perusahaan ditandai oleh adanya kebangkrutan, gagal menyelesaikan utang obligasi, rekening bank yang negatif, atau gagal menyelesaikan kewajiban saham preferen. Pengujian yang digunakan adalah dengan membedakan lima nisbah keuangan selama lima tahun berturut-turut sebelum perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Kelima nisbah keuangan itu adalah *cash flow to total debt*, *net income to total assets*, *total debt to total assets*, *working capital to total assets* dan *current*

Studi serupa dilakukan Altman (1968) dengan mencari modal multivariat untuk menentukan model prediksi kebangkrutan perusahaan. Altman menemukan model yang disebut *Z₁ Score*, yaitu skor dari kombinasi nisbah-nisbah keuangan untuk menentukan prediksi kesulitan keuangan perusahaan. Nisbah yang masuk ke dalam model meliputi *working capital to total assesst*, *retained earning to total value of preffered and common stock to book value of liabilities* dan *sales to total assets*. Kelima nisbah yang digunakan tersebut ternyata bisa dimanfaatkan untuk

mendeteksi kebangkrutan perusahaan.

Dalam aplikasinya pada sebuah perusahaan di Amerika Serikat yaitu perusahaan mobil Chrysler, pada tahun 1979 dihasilkan nilai Z yang menunjukkan kategori menuju kepailitan. Hasil selanjutnya untuk Chrysler adalah bahwa perusahaan dalam keadaan kesulitan keuangan, namun pada kejadian itu jaminan pinjaman pemerintah Amerika Serikat telah menyelamatkan Chrysler dari kebangkrutan. Jelas bahwa analisis mendasar dari Chrysler pada industri mobil yang sedang berubah secara dinamis diperlukan untuk suatu keputusan akhir. Bagaimanapun juga sangat menarik untuk dicatat bahwa analisis diskriminasi posisi Chrysler adalah konsisten dengan kesimpulan bahwa Chrysler sedang menghadapi masalah, tetapi manajemen telah mempunyai beberapa kemungkinan untuk dapat menyalamatkannya dari kebangkrutan (Weston, 1986).

Penelitian tentang kinerja perusahaan dengan menggunakan model penemuan sebelumnya dilakukan pula Machfoedz (1999). Machfoedz menentukan indikator standar kesehatan perusahaan melalui indikator standar dari model penelitian terdahulu, yaitu bahwa sebuah perusahaan diprediksikan tidak mengalami kesulitan keuangan dengan standar hasil studi beaver (1968) zmejewski (1968) dan altman (1986). Studi ini dilakukan untuk mengetahui profil kinerja perusahaan – perusahaan yang go – public di pasar modal asean pada masa krisis moneter. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan jangka pendek dalam bentuk current ratio di seluruh pasar modal empat negara asean, yaitu : thailand, singapura, malaysia dan Indonesia menunjukkan indikator tidak sehat. Kemungkinan perusahaan menghadapi kesulitan keuangan jangka panjang sangat besar. Dari sisi penyelesaian utang jangka panjang, perusahaan – perusahaan di thailand kinerjanya kurang sehat dibandingkan dengan

tiga negara lainnya.

Dari penelitian terdahulu ditemukan standar kinerja keuangan yang sehat dan tidak sehat. Standar ini digunakan untuk membangun hipotesis yang dinyatakan sebagai hipotesis alternatif (H_a) sebagai berikut :

- H1 : perubahan nisbah – nisbah profitabilitas sebelum terjadi krisis moneter mempunyai hubungan negatif terhadap probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan pada saat terjadinya krisis moneter.
- H2 : perubahan nisbah – nisbah *leverage* sebelum terjadinya krisis moneter mempunyai hubungan positif terhadap probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan pada saat terjadinya krisis moneter.
- H3 : sektor usaha perusahaan berpengaruh terhadap probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kegagalan kesulitan keuangan perusahaan (*financial distress*) pada saat krisis moneter.

Deflnsi Operasional Variabel

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah strategi fungsional keuangan perusahaan. Umumnya ada dua ikhtisar keuangan yang lazim digunakan dalam analisis keuangan, melalui dua ikhtisar keuangan ini dapat dihitung nisbah – nisbah keuangan yang digunakan dasar implementasi strategi.

Pemilihan nisbah – nisbah keuangan didasarkan pada aspek strategi kinerja keuangan perusahaan serta berdasarkan pada penelitian – penelitian terdahulu yang dilakukan di Indonesia, bahwa nisbah – nisbah keuangan tertentu berpengaruh secara signifikan untuk memprediksi laba di masa

yang akan datang. Nisbah – nisbah keuangan tersebut adalah sebagai berikut :

- a. Likuiditas, merupakan kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan kewajiban – kewajiban jangka pendeknya.
 - Nisbah aktiva cepat (*quick*) terhadap kewajiban lancar. (1)
- b. Solvabilitas merupakan kemampuan perusahaan menyelesaikan seluruh kewajibannya pada saat dilikuidasi.
 - Nisbah aktiva lancar terhadap kewajiban lancar. (2)
 - Nisbah kekayaan bersih dan kewajiban total terhadap aktiva tetap. (3)
- c. Profitabilitas, merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.
 - Nisbah pendapatan operasi terhadap pendapatan bersih sebelum pajak. (4)
 - Nisbah pendapatan bersih sebelum pajak terhadap penjualan. (5)
 - Nisbah pendapatan kotor terhadap penjualan. (6)
 - Nisbah pendapatan operasi terhadap penjualan. (7)
 - Nisbah pendapatan bersih terhadap penjualan. (8)
- d. Produktivitas / efisiensi, merupakan ukuran efektivitas perusahaan dalam menjalankan operasinya.
 - Nisbah penjualan terhadap aktiva cepat (*quick*) (9)
 - Nisbah penjualan terhadap piutang dagang. (10)
 - Nisbah pendapatan bersih terhadap aktiva tetap (11)
- e. Intensitas investasi, merupakan intensitas perusahaan dalam penggunaan investasi
 - Nisbah aktiva lancar terhadap penjualan (12)
 - Nisbah aktiva cepat terhadap aktiva total (13)
- f. *Indebtness / equity*, merupakan ukuran aktiva perusahaan yang dibiayai dengan

utang.

- Nisbah kewajan total terhadap aktiva lancar (14)
- Nisbah pendapatan operasi terhadap kewajiban total (15)
- Nisbah pendapatan bersih terhadap kewajiban total (16)
- Nisbah kekayaan bersih terhadap kewajiban total (17)
- Nisbah kewajiban total terhadap aktiva total (18)

Sedangkan perubahan nisbah – nisbah keuangan tersebut dihitung sebagai berikut:

$$\Delta Y_{it} = \frac{(Y_{it} - Y_{it-1})}{Y_{it-1}}$$

Keterangan :

DY_{it} = perubahan nisbah perusahaan i tahun ke -t yaitu tahun 1996.

Y_{it} = nisbah perusahaan i tahun ke-t yaitu tahun 1996.

Y_{it-1} = nisbah perusahaan i tahun periode lag, yaitu tahun 1995.

Variabel sektor usaha bersifat dummy dengan ketentuan sektor III dijadikan sebagai variabel kategori referensi (=0). Penggolongan sektor seperti ditentukan dalam pengambilan sampel.

Variabel yang dijelaskan (*explained variabel*) dalam penelitian ini adalah indikator kesehatan perusahaan tahun 1997 (saat terjadinya krisis) yang ditentukan atas dasar standar hasil penelitian Altman (1968) bahwa sebuah perusahaan diprediksikan tidak mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*).

Metodelogi Penelitian

Metode Pengumpulan Data

Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari

Tabel 1.
Nilai Eigen Hasil Analisis Faktor 18 Perubahan Nisbah Keuangan

Variabel	Communalitu	Faktor	Eigenvalue	% of Var	Cum %
PN1	0,68335	1	4,32321	24,0	24,0
PN2	0,80768	2	3,11305	17,3	41,3
PN3	0,69104	3	2,63584	14,6	55,9
PN4	0,93441	4	2,22519	12,4	68,3
PN5	0,83642	5	1,48544	8,3	76,6
PN6	0,47480	6	0,94155	5,2	81,8
PN7	0,96030	7	0,80503	4,5	86,3
PN8	0,96231	8	0,68964	3,8	90,1
PN9	0,73976	9	0,56196	3,1	93,2
PN10	0,41279	10	0,40232	2,2	95,4
PN11	0,94764	11	0,25958	1,4	96,9
PN12	0,45879	12	0,23427	1,3	98,2
PN13	0,71151	13	0,11889	0,7	98,8
PN14	0,76913	14	0,10496	0,6	99,4
PN15	0,92639	15	0,05454	0,3	99,7
PN16	0,91762	16	0,03033	0,2	99,9
PN17	0,75819	17	0,00959	0,1	100,0
PN18	0,70962	18	0,00501	0,0	100,0

Sumber : Data sekunder yang diolah

kepuustakaan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ), Bank Indonesia dan institusi lainnya yang berhubungan dengan penelitian ini serta data yang diperoleh dari hasil studi pustaka. Data yang digunakan merupakan gabungan antara data deret waktu dan data kerat lintang. Data deret waktu berupa laporan keuangan perusahaan tahun 1995, 1996 dan 1997 yang diperoleh dari BEJ (Buku

Petunjuk Psar Uang di Indonesia). Data laporan keuangan perusahaan tahun 1995 dan 1996 digunakan untuk menghitung nisbah keuangan (1) sampai dengan (18). Perubahan nisbah keuangan dihitung dengan persamaan (19). Sedangkan data keuangan tahun 1997 digunakan untuk menentukan skor Z model Altman seperti pada persamaan (20). Data kerat lintang berupa laporan keuangan

perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

Populasi dan Sampling

Populasi yang digunakan sebagai sample frame adalah seluruh perusahaan yang *go – public* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Jumlah populasi perusahaan tersebut meliputi seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ dari tahun 1995 sampai dengan tahun 1997 dengan sampel yang dipilih secara *purposive* dengan ketentuan sebagai berikut :

- a. Perusahaan harus menerbitkan laporan keuangan untuk tiga tahun berturut – turut yaitu tahun 1995, 1996 dan tahun 1997, laporan keuangan berakhir pada tanggal 31 Desember, serta perusahaan pada tahun 1995 dan 1996 tidak sedang mengalami kerugian pada laba operasi dan laba bersihnya, hal ini untuk menentukan bahwa perusahaan dalam kondisi sehat dilihat dari dua indikator tersebut.
- b. Perusahaan harus menjadi anggota sektor yang ditentukan lebih dulu (lihat pada bagian variabel operasional untuk sektor usaha), dan jumlah sektor yang ditentukan harus memiliki minimal 30 perusahaan. Penentuan minimal 30 perusahaan ini untuk memenuhi kecukupan sampel dengan analisis statistik parametrik. Seperti dikemukakan oleh Bagoes (Singarimbun, 1995) bahwa, apabila data analisis dengan statistik parametrik, maka jumlah sampel harus besar, karena nilai – nilai atau skor yang diperoleh harus mengikuti distribusi normal, maka sampel untuk setiap kelompok yang harus diambil minimal 30 kasus. Mengingat pengujian antar industri tidak dapat dilakukan karena anggota beberapa industri tidak memenuhi kecukupan sampel, maka pengujian dilakukan berdasarkan sektor yang terdiri dari industri – industri yang saling berhubungan. Penentuan sektor

selanjutnya adalah sebagai berikut; sektor I meliputi sektor pertanian dan industri penghasil barang – barang kebutuhan sehari – hari terdiri dari industri agrikultur, kehutanan dan perikanan ; pakan ternak dan pertanian; makanan dan minuman; rokok; farmasi; dan barang konsumsi. Sektor II meliputi industri penghasil barang – barang instalasi dan *shopping goods* terdiri dari tekstil; garmen; plastik dan kaca; kimia; elektronik dan perlengkapan kantor; dan mesin. Sektor III meliputi industri konstruksi dan industri penghasil barang – barang bahan bangunan yang terdiri dari konstruksi; kayu dan pengolahannya; perekat; semen; logam; kabel; dan keramik. Jumlah sampel yang memenuhi syarat sebanyak 113 perusahaan terdiri dari Sektor I sebanyak 45 perusahaan, Sektor II sebanyak 36 perusahaan dan Sektor III sebanyak 32 perusahaan. Penggolongan industri berdasarkan pada Buku Petunjuk Pasar Modal di Indonesia terbitan tahun 1998.

Teknik Analisis

Dalam penelitian ini alat analisis yang digunakan analisis faktor dan regresi logistik (logit)

Hasil Analisis

Penentuan Jumlah Faktor

Pada umumnya, banyaknya faktor yang akan digunakan dikaitkan dengan nilai eigen (*eigenvalue*) yang lebih besar atau sama dengan satu. Nilai eigen merupakan dasar untuk menghitung prosentase besarnya sebuah faktor tak terukur tertentu dapat menjelaskan variasi dari data multivariat yang dianalisis. Hasil perhitungan nilai eigen dan prosentase variasi disajikan pada tabel 1.

Berdasarkan pembatasan pada nilai

Tabel 2.
Perubahan Nisbah Keuangan.

Variabel	Faktor 1	Faktor 2	Faktor 3	Faktor 4	Faktor 4
PN1	0,06658	0,41577	-0,10040	0,34973	0,61938
PN2	0,04450	0,58626	0,04273	0,01637	0,67817
PN3	0,00288	-0,13993	0,10673	0,07962	0,80853
PN4	-0,13870	-0,04642	0,94834	0,07070	0,09311
PN5	0,90159	0,02002	0,04610	-0,00205	-0,14501
PN6	0,26753	-0,01680	0,26788	0,21732	-0,53297
PN7	0,12977	0,02432	0,96458	0,08345	-0,07411
PN8	0,97975	-0,00930	0,01459	0,01776	-0,04229
PN9	0,05831	0,02100	0,05675	-0,85379	-0,06117
PN10	-0,02201	0,47009	0,01698	-0,36824	0,23559
PN11	0,97218	0,01144	0,03662	0,00587	0,03167
PN12	-0,09443	-0,02158	0,12064	0,65744	0,05119
PN13	0,10284	0,12918	0,00166	0,82719	0,00211
PN14	-0,13117	-0,80484	-0,08297	-0,31019	0,03240
PN15	0,15438	0,25503	0,91087	-0,08496	-0,02492
PN16	0,88380	0,34133	0,06071	-0,10732	0,06926
PN17	0,03973	0,85196	0,03434	-0,12378	0,11962
PN18	-0,09239	-0,87578	-0,07590	-0,05500	0,07937

Sumber : Data sekunder yang diolah

eigen lebih besar atau sama dengan satu, maka seperti terlihat dalam tabel tersebut dapat ditentukan banyaknya faktor tak terukur yaitu sebanyak lima faktor. Nilai eigen dalam analisis faktor selalu diturunkan menurut urutan mengecil, nilai eigen yang terbesar dan positif berkaitan dengan faktor pertama. Selanjutnya data berdasarkan hasil analisis faktor yaitu data dalam ruang berdimensi 18 sesuai dengan data multivariat (PN1, ..., PN18) akan disajikan sebagai data berdimensi lima (F1, F2, F3, F4 dan F5).

Matrik Faktor

Terdapat lima buah faktor tak terukur

yang dihasilkan oleh analisis faktor dengan memakai pembatas nilai eigen minimal sama dengan satu. Analisis dilakukan dengan memakai metode komponen utama (*principal component analysis*) yang ditunjukkan oleh faktor F1, F2, F3, F4 dan F5 yang independen atau mempunyai koefisien korelasi *bivariat* $r(F_i, F_j) = 0$. Selanjutnya dalam analisis faktor ini juga dilakukan rotasi dengan menggunakan metode *varimax*, hasil rotasi tersebut disajikan dalam tabel 2.

Dari tabel tersebut selanjutnya dapat dilakukan pengelompokan variabel dasar sebagai berikut :

Faktor 1, terdiri dari empat variabel sebagai berikut :

- ↳ PN5 yaitu perubahan nisbah pendapatan bersih sebelum pajak terhadap penjualan. Koefisien korelasi antara PN5 dengan F1/ $r(\text{PN5}, F1) = 0,902$.
- ↳ PN8, yaitu perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap penjualan $r(\text{PN8}, F1) = 0,980$.
- ↳ PN11, yaitu perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap aktiva tetap, $r(\text{PN11}/F1) = 0,972$.
- ↳ PN16, yaitu perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap kewajiban total $r(\text{PN16}, F1) = 0,884$.

Faktor 1 yang terdiri dari empat variabel ini dapat menjelaskan 24 % data multivariat. Apabila dilihat variabel – variabel yang tergabung dalam faktor ini, maka F1 menunjukkan perubahan tingkat profitabilitas perusahaan dilihat dari besarnya keuntungan bersih yang diperoleh dari penjualan kemampuan dana yang tertanam dalam aktiva tetap untuk menghasilkan keuntungan bersih dan kemampuan utang total untuk menghasilkan keuntungan bersih.

Faktor 2, terdiri dari empat variabel sebagai berikut :

- ↳ PN 10, yaitu perubahan nisbah penjualan terhadap piutang $r(\text{PN10}, F2) = 0,470$.
- ↳ PN14, yaitu perubahan nisbah kewajiban total terhadap aktiva lancar, $r(\text{PN14}, F2) = -0,850$.
- ↳ PN17, yaitu perubahan nisbah kekayaan bersih terhadap kewajiban total, $r(\text{PN17}, F2) = 0,852$.
- ↳ PN18, yaitu perubahan nisbah kewajiban total terhadap aktiva total, $r(\text{PN18}, F2) = -0,876$.

F2 menunjukkan perubahan tingkat *leverage*. Nisbah *leverage* merupakan ukuran dalam prosentase dana total yang diperoleh dari pinjaman.

Faktor 3, terdiri dari tiga variabel sebagai berikut :

- ↳ PN4, yaitu perubahan nisbah pendapatan operasi terhadap pendapatan bersih sebelum pajak, $r(\text{PN4}, F3) = 0,948$.

- ↳ PN7, yaitu perubahan nisbah pendapatan operasi terhadap penjualan, $r(\text{PN7}, F3) = 0,965$.

- ↳ PN15, yaitu perubahan nisbah pendapatan operasi terhadap kewajiban total, $r(\text{PN15}, F3) = 0,911$.

F3 menunjukkan perubahan profitabilitas perusahaan yang diukur dari kemampuan perusahaan memperoleh pendapatan operasi.

Faktor 4, terdiri dari tiga variabel sebagai berikut :

- ↳ PN9, yaitu perubahan nisbah penjualan terhadap aktiva cepat, $r(\text{PN9}, F4) = 0,854$.
- ↳ PN12, yaitu perubahan nisbah aktiva lancar terhadap penjualan, $r(\text{PN12}, F4) = 0,657$.
- ↳ PN13, yaitu perubahan nisbah aktiva cepat terhadap aktiva total, $r(\text{PN13}, F4) = 0,827$.

F4 menunjukkan perubahan nisbah aktivitas perusahaan dalam menjalankan operasinya melalui intensitas penggunaan investasi perusahaan, terutama investasi jangka pendek yang menyangkut penggunaan modal kerja perusahaan.

Faktor 5, terdiri dari empat variabel sebagai berikut :

- ↳ PN1, yaitu perubahan nisbah aktiva cepat terhadap kewajiban lancar, $r(\text{PN1}, F5) = 0,619$.
- ↳ PN2, yaitu perubahan nisbah lancar terhadap kewajiban total, $r(\text{PN2}, F5) = 0,678$.
- ↳ PN3, yaitu perubahan nisbah kekayaan bersih dan kewajiban total terhadap aktiva tetap, $r(\text{PN3}, F5) = 0,809$.

- ↳ PN6, yaitu perubahan nisbah pendapatan kotor terhadap penjualan, $r(\text{PN6}, F5) = -0,533$.

F5 menunjukkan tingkat likuiditas perusahaan.

Determinan Kesulitan Keuangan Perusahaan

Pembahasan tentang determinan kesulitan keuangan perusahaan dalam

Tabel 3.
Hasil Analisis Model Logit Untuk Kesulitan Keuangan

		Model Chi Square		: 18.862	
		Significance		: 0.0086	
Variabel	Parameter Estimate	Standard Error	Wald	Significance	
Contant	2.523	0.678	13.855	0.000	
Dummy 1	-1.881	0.779	5.830	0.010	
Dummy 2	-0.559	0.883	0.402	0.526	
Faktor 1	-0.893	0.406	4.827	0.028	
Faktor 2	-0.464	0.261	3.167	0.075	
Faktor 3	0.127	0.498	0.065	0.799	
Faktor 4	-0.096	0.240	0.161	0.688	
Faktor 5	-0.008	0.315	0.001	0.980	

Sumber : Data sekunder yang diolah

penelitian ini melalui pemanfaatan analisis regresi logistik (*logit*). Variabel dependen diukur dari besarnya skor Z. Berdasarkan nilai skor Z, selanjutnya dibentuk dua kategori yaitu perusahaan tergolong dalam kondisi kesulitan keuangan dan perusahaan yang tidak tergolong dalam kondisi kesulitan keuangan. Variabel ini dijadikan variabel *dummy*, kategori perusahaan yang tidak tergolong dalam kesulitan keuangan dijadikan referensi ($= 0$). Variabel independennya berupa faktor tak terukur dari hasil analisis faktor 18 perubahan nisbah keuangan, dan sektor perusahaan sebagai variabel *dummy*. Sektor III dijadikan sebagai kategori referensi ($= 0$), sektor I sebagai variabel *dummy* 1, dan Sektor

II sebagai variabel *dummy* 2.

Hasil penerapan teknik regresi logistik cukup menyakinkan, yaitu bahwa kondisi kesulitan keuangan perusahaan dipengaruhi oleh perbedaan sektor usaha, faktor tak terukur satu (F1) dan faktor tak terukur dua (F2). Hasil lengkap analisis ini disajikan dalam tabel 3.

Tabel di atas menunjukkan, setelah dikontrol, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kondisi kesulitan keuangan dengan $\alpha = 5\%$ lebih rendah pada perusahaan Sektor I. Probabilitas perusahaan tergolong dalam kesulitan keuangan untuk Sektor II dan Sektor III dengan $\alpha = 5\%$ nampak tidak berbeda. Namun bila dibandingkan dengan Sektor I,

maka perusahaan yang termasuk dalam Sektor II dan Sektor III memiliki probabilitas lebih tinggi tergolong ke dalam kesulitan keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa sektor usaha perusahaan mempengaruhi probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan tidak dapat ditolak.

Tabel tersebut juga menunjukkan dengan $\alpha = 5\%$ terdapat hubungan negatif antara F1 dengan probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan. Apabila dihubungkan dengan variabel – variabel yang tergabung dalam F1, maka menunjukkan hubungan sebagai berikut :

- Variabel PN5, koefisien korelasi antara PN5 dengan F1/ $r(PN5, F1) = 0,902$. Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah pendapatan bersih sebelum pajak terhadap penjualan, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin kecil.
- Variabel PN8, $r(PN8, F1) = 0,980$. Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap penjualan, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin kecil.
- Variabel PN11, $r(PN11, F1) = 0,972$. Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap aktiva tetap, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin kecil.
- Variabel PN16, $r(PN16, F1) = 0,884$. Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap kewajiban total, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan juga semakin kecil.

Hasil analisis ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan terhadap hubungan negatif antara perubahan nisbah profitabilitas dengan probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan tidak dapat ditolak.

Selain itu, model regresi logit tersebut juga menunjukkan dengan $\alpha = 10\%$ terdapat

hubungan negatif antara F2 dengan probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan. Apabila dihubungkan dengan variabel – variabel yang tergabung dalam F2, maka menunjukkan hubungan sebagai berikut :

- Variabel PN10, $r(PN10, F2) = 0,470$. Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah penjualan terhadap piutang dagang, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin kecil.
- Variabel PN14, $r(PN14, F2) = -0,805$. Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah kewajiban total terhadap aktiva lancar, probabilitas perusahaan tergolong kewajiban total terhadap aktiva lancar, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin besar.
- Variabel PN17, $r(PN17, F2) = 0,805$. Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah kekayaan bersih terhadap kewajiban total, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin kecil.
- Variabel PN18, $r(PN18, F2) = -0,876$. Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah kewajiban total terhadap aktiva total, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin besar.

Hasil analisis ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan terdapat hubungan positif antara tingkat *leverage* perusahaan dengan probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan tidak dapat ditolak.

Sedangkan ketiga lainnya yaitu F3, F4, dan F5 tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan. F3 menunjukkan perubahan nisbah – nisbah yang berhubungan dengan perubahan profitabilitas yang diukur dengan pendapatan operasi. F4 menunjukkan perubahan nisbah operasi perusahaan dalam intensitas penggunaan investasi jangka

Tabel 4.
Rata-Rata Perubahan Nisbah Determinan Kesulitan Keuangan Perusahaan

Nisbah	Sehat		Tidak Sehat		Total	
	Mean (%)	SD (%)	Mean (%)	SD (%)	Mean (%)	SD (%)
Faktor 1						
1. Pendapatan bersih sebelum pajak / Penjualan (PN5)	47.1 88	126.7 284.9	5.1 3	61.2 69	13.7 20.3	80.8 146.5
2. Pendapatan bersih / Penjualan (PN8)	154.4	490.4	-2.06	75.2	29.3	239.7
3. Pendapatan bersih / Aktiva tetap (PN11)	195.6	498.8	3.9	103.1	43	255.1
4. Pendapatan bersih / Kewajiban total (PN 16)						
Faktor 2	10.1	5.4	0.5	28.4	2.4	39.4
a. Penjualan / Piutang dagang (PN10)	0.4	51.7	11.1	40.4	8.9	43.2
b. Kewajiban total / Aktiva lancar (PN14)	62.2	188.9	8.6	108.1	19.5	130.5
c. Kekayaan bersih / Kewajiban total (PN17)	3.4	54.2	8.4	28.1	7.4	35.1
d. Kewajiban total / Aktiva total (PN 18)						

Sumber : Data sekunder yang diolah

pendek, terutama yang berhubungan dengan aktivitas modal kerja. Sedangkan F5 merupakan nisbah-nisbah yang menunjukkan likuiditas perusahaan.

Nilai model *Chi Square* (MSC) sebesar 18,862 dengan tingkat signifikansi 0,0086 menunjukkan, bahwa dengan $\alpha = 5\%$ variabel independen secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang berarti terhadap kesulitan keuangan perusahaan.

Evaluasi Posisi Keuangan Perusahaan

Evaluasi strategi merupakan pemantauan implementasi strategi

tercapainya sasaran perusahaan. Ujian penting suatu strategi menurut Pearce (1997) hanya dapat dilakukan setelah implementasi strategi. Dilihat dari tingkatan manajemen strategik, aspek keuangan perusahaan merupakan bagian dari strategi fungsional. Meskipun kebanyakan strategi fungsional memberikan pedoman implementasi dalam waktu jangka pendek, cakupan waktu untuk strategi fungsional di bidang keuangan sangatlah berbeda, karena strategi ini mengarahkan pemanfaatan sumber daya keuangan untuk mendukung strategi bisnis tujuan jangka panjang dan sasaran tahunan. Strategi fungsional keuangan yang cakupan

lima hari masih terlalu dekat dengan peristiwa ST-MPR. Pengaruh ST-MPR masih sudah terasa. Apalagi setelah sidang tahunan MPR tahun 2000 terdapat peristiwa-peristiwa politik penting lainnya yang membuat investor dan pra pelaku pasar memilih untuk berhati-hati sebelum memutuskan membeli atau menjual saham mereka, seperti akan diumumkannya yang baru kabinet; isu pergantian menteri Kwik Kin Gie dengan Rizal Ramli, Sri Mulyani, Faisal Basri, atau Dorodjatun Kuncorojati; pengalihan peran kepala pemerintahan dari Gus Dur kepada Megawati, dan lain-lain; yang membuat pasar cenderung menunggu dan melihat perkembangan politik lebih jauh, sehingga tidak terjadi aksi beli-maupun jual yang berlebihan. Para pelaku pasar dan investor masih meragukan dinamika politik Indonesia untuk jangka waktu setelah sidang tahunan MPR tahun 2000 mengarah ke perbaikan atau tidak.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian uji statistik non-parametrik Peringkat Tanda Wilcoxon (*Wilcoxon's Signed Ranks Test*) dapat dibuat beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Dari hasil pengujian hampir sebagian besar hipotesis ditolak. Artinya, dengan tingkat kepercayaan $\alpha = 5$ persen, tidak ada perbedaan yang signifikan untuk hampir semua hasil pengujian hipotesis antara harga-harga saham lima hari sebelum ST-MPR dengan saat berlangsung ST-MPR dan antara harga-harga saham saat berlangsungnya ST-MPR dengan harga-harga saham lima hari setelah ST-MPR.
2. Tidak adanya perbedaan yang signifikan antara lima hari sebelum ST-MPR dengan pada saat ST-MPR dikarenakan jangka waktu lima hari masih terlalu dekat dengan peristiwa ST-MPR. Pengaruh ST-MPR jauh-jauh hari sudah terasa. Apalagi menjelang ST-MPR terdapat peristiwa-peristiwa politik lain

seperti pemboman kedubes Filipina tanggal 1 Agustus 2000, isu *resuffel* kabinet, dan lain-lain yang membuat pasar cenderung menunggu, sehingga tidak terjadi aksi beli-maupun jual yang berlebihan. Jika rentang waktu pengujian dilonggarkan, misalnya 10 hari atau bahkan 20 hari, dengan asumsi tidak terjadi peristiwa-peristiwa politik nasional yang membuat investor berpikir *wait and see* (menunggu dan melihat) mungkin saja hasil pengujian akan berbeda.

3. Tidak adanya perbedaan yang signifikan antara saat ST-MPR dengan setelah lima hari ST-MPR disebabkan dalam jangka waktu lima hari terdapat peristiwa-peristiwa politik lain seperti akan diumumkannya yang baru kabinet, pengalihan peran kepala pemerintahan dari Gus Dur kepada Megawati, dan lain-lain yang membuat pasar cenderung menunggu. Jika rentang waktu pengujian lebih diperlebar dan peristiwa-peristiwa politik dalam negeri relatif stabil hasil pengujian hipotesis mungkin akan berbeda.

Implikasi

Keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini, seperti tidak memper-timbangkan berbagai faktor eksternal maupun internal baik di dalam pasar modal nasional maupun didalam perusahaan sendiri, yang mungkin berpengaruh terhadap harga-harga saham, misalnya tingkat suku bunga, imbas dari krisis moneter, restrukturisasi dan rekapitalisasi perusahaan, dan lain-lain. Sehingga masih mempunyai beberapa kelemahan diantaranya menyangkut pendekatan dalam pengukuran tingkat signifikansi perbedaannya. Disamping itu juga rentang waktu lima hari sebelum dan setelah sidang tahunan MPR tahun 2000 kemungkinan masih terlalu dekat, sehingga imbas dari peristiwa politik tersebut masih terasa. Kemungkinan akan lain jika rentang waktu dilonggarkan menjadi sepuluh atau dua puluh hari.

Dengan adanya keterbatasan tersebut, maka kesimpulan penelitian tingkat generalisasinya sangat terbatas. Namun hasil penelitian diatas dapat memberi masukan pada pihak-pihak yang berkepentingan terhadap fluktuasi harga-harga saham dipasar modal Indonesia. Implikasi pada penelitian ini selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Penelitian yang sama dimasa mendatang, diharapkan dapat memperbaiki dalam pengujian persoalan-persoalan politik

nasional yang berkait dengan pasar modal kita. Bagi para mahasiswa pasca sarjana dan mahasiswa S-1 penelitian penelitian semacam ini dapat terus dikembangkan lebih lanjut dengan berbagai teknik pengujian yang lain.

2. Jika penelitian ini akan diuji untuk kelompok sampel yang lebih luas, maka disarankan untuk memperhatikan masalah-masalah yang berkaitan dengan pemilihan dan ukuran sampel, normalitas data, dan alat uji lain yang lebih tepat.

DAFTAR PUSTAKA

- Asri S., Marwan dan Falzal Arief Setiawan, 1998. *Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996)*. Yogyakarta: Kelola, No. 17/II/1998.
- Bisnis Indonesia. 28 Juli 2000 – 25 Agustus 2000. *Surat Kabar*. Jakarta
- Gurajati, Damora, 1994. *Ekonometrika Dasar*. Cetakan II. Jakarta: Erlangga
- Husnan, Suad. 1993. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- INDEF. 1997. *Prospek Ekonomi Indonesia 1997: Kontroversi Kebijakan dan Illusi Efisiensi*. Jakarta
- Machfoedz, Mas'ud. 1999. *Profil Kinerja Finansial Perusahaan-perusahaan yang Go Public di Pasar Modal ASEAN*. Yogyakarta: Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol 14, No.3, hal 56-72
- Machfoedz, Mas'ud. 1999. *Pengaruh Krisis Moneter pada Efisiensi Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta*. Yogyakarta: Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 14, NO.1, 37-49
- Machfoedz, Mas'ud. 1999. *Evaluasi Kinerja Perusahaan Perbankan Sebelum dan Sesudah Menjadi Perusahaan Publik*. Yogyakarta: Kelola, No.20/VIII, hal 54-69
- Manurung, Adler. 1996. *Asef Pricing Model on Jakarta Stock Exchange: A Nonparametric Analysis*. Yogyakarta: Kelola, No. 12/V/hal 70-79
- Ps. Djarwanto. 1996. *Mengenal Beberapa Uji Statistik Dalam Penelitian*. Yogyakarta: Liberty.
- Panduan lengkap SPSS 6.0 for Windows. Cetakan ke-2. Semarang : Andi Offset dan Wahana Komputer
- Sudjana. 1997. *Statistika Untuk Ekonomi dan Niaga*. Bandung: Penerbit Tarsito
- Supranto, J. 1992. *Statistik Pasar Modal*. Jakarta: Rineka Cipta
- Wijaya, Helen. 1997. *Efisiensi Perusahaan Perbankan Sebelum dan Sesudah Go-Public Di Bursa Efek Jakarta*. Yogyakarta: Tesis-UGM