

STUDI TENTANG SISTEM PERINGATAN DINI PERFORMANSI KEUANGAN PERUSAHAAN TERBUKA SEKTOR KONSTRUKSI, PROPERTI DAN REAL ESTAT DI BURSA EFEK JAKARTA

Muhammad Ali

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Hasanuddin

Abstract: *This research is aimed to understand: (1) Kinds of financial ratios that discriminate takeover classification for the under levered and Over levered firms and its critical point. (2) Kinds of financial ratios that discriminate bankruptcy classification for the levered firms and its critical point. The result of the research shows; There are 4 financial ratios that discriminate takeover classification for the under levered firms and its critical point are 0.731. There are 3 financial ratios that discriminate bankruptcy classification for the Over levered firms and its critical point are 0.995.*

Keywords: *Early Warning System, Financial Performance, over levered and under levered, Bankruptcy Potential, and Takeover Potential.*

I. PENDAHULUAN

Perkembangan sektor keuangan Indonesia, tidak dapat dilepaskan dari perkembangan ekonomi dan keuangan regional maupun global. Oleh karena itu, krisis keuangan yang melanda Thailand, Philipina dan Malaysia, akhirnya juga melanda Indonesia sejak bulan Juli 1997, meskipun banyak analisis memperkirakan pada saat itu, bahwa bangsa Indonesia dapat terhindar dari krisis tersebut (asumsi fundamental ekonomi baik). Akan tetapi kenyataannya, mata uang Indonesia terdevaluasi lebih dari 40 %, bahkan rupiah pernah melemah (terdepresiasi) melewati Rp. 10.000,- persatu dollar Amerika pada saat 11 Maret 1998. Akibat dari krisis keuangan tersebut, juga melanda Pasar Modal Indonesia. Dalam tempo, kurang dari empat bulan, Indeks Harga Saham gabungan (IHSG) di Bursa Efek Jakarta (BEJ), telah turun lebih dari 44,31 %, sehingga Pasar Modal Indonesia mengalami tekanan yang kuat. Begitupula, suku bunga antar bank maupun deposito mengalami kenaikan yang sangat tinggi, sehingga menyebabkan kondisi dan alasan untuk berbisnis menjadi tidak irrasional. Tingkat bunga antar bank, bahkan pernah mencapai sekitar 300 % pertahun, sehingga iklim usaha atau investasi sektor riil di Indonesia menjadi mati (Harianto & Sudomo, 1988).

Jakarta Stock Exchange Sector Industry Classification (JASICA). JASICA membuat pengelompokan industri menjadi 9 sektor, yakni sebagai berikut : sektor pertanian meliputi 5 sub sektor, sektor pertambangan meliputi 4 sub sektor, industri dasar dan kimia meliputi 8 sub sektor, sektor aneka industri meliputi 6 sub sektor, industri barang konsumsi meliputi 4 sub sektor, sektor konstruksi, properti dan real estat meliputi 2 sub sektor, sektor infrastruktur,

utilitas dan transportasi meliputi 4 sub sektor, sektor keuangan meliputi 5 sub sektor, serta sektor perdagangan dan jasa meliputi 7 sub sektor.

Sektor Kontruksi, Properti dan Real Estat adalah tergolong sektor yang paling peka terhadap perubahan kondisi ekonomi, dimana pada awal krisis (1997), sektor ini umumnya mengalami kesulitan dalam pengelolaan usahanya, sehingga banyak produk (bangunan) yang tidak dapat diselesaikan, karena kesulitan di dalam memperoleh pembiayaan eksternal (termasuk untuk kredit konstruksi). Walaupun sektor Konstruksi, Properti dan Real Estat, paling peka terhadap perubahan kondisi ekonomi (krisis), akan tetapi sejak beberapa tahun terakhir ini, perkembangan sektor ini, dimana mengalami pertumbuhan investasi yang sangat pesat. Perubahan kondisi ekonomi (normal menjadi krisis), dapat memberikan pengaruh terhadap perubahan struktur modal perusahaan, dari *Underlevered* menjadi *Overlevered*, atau dari struktur modal Optimal menjadi *Underlevered* atau *Overlevered*, dan begitu pula sebaliknya. Perubahan struktur modal yang dimaksud, selanjutnya akan terkait dengan kinerja keuangan perusahaan yang bersangkutan. Antara perusahaan yang satu dengan perusahaan lainnya, tentu saja berbeda struktur permodalannya, dimana dapat dipengaruhi oleh bagaimana kecenderungannya dalam memperoleh jenis modal, sehingga dalam operasinya perusahaan dapat memiliki Struktur Modal yang *Overlevered* (penggunaan proporsi modal pinjaman yang lebih besar daripada yang seyogyanya). Sebaliknya dapat juga perusahaan memiliki struktur modal yang *Underlevered* (penggunaan proporsi modal pinjaman yang lebih kecil dari pada yang seyogyanya). Idealnya, perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal, akan tetapi dalam prakteknya sangat sulit untuk penerapannya. Kinerja keuangan perusahaan, antara lain dapat disebabkan oleh struktur modalnya. Berdasarkan alasan – alasan inilah, sehingga penulis tertarik menulis dengan judul penelitian “Studi Sistem Peringatan Dini Performansi Keuanagan Perusahaan Terbuka Sektor Konstruksi, Properti dan Real Estat yang Tercatat Di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan latar belakang permasalahan di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan mengkaji tentang;

1. Sistem Peringatan Dini yang bagaimana dalam kaitannya dengan performansi keuangan Perusahaan Terbuka Sektor Konstruksi, Properti dan Real Estat yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta.
2. Apakah terdapat rasio kinerja keuangan yang dapat menjadi pembeda klasifikasi potensi kebangkrutan dan pengambil-alihan pada perusahaan yang berstruktur *Overlevered* dan *Underlevered*.

II. KERANGKA TEORITIS

Performansi Keuangan Perusahaan

Performansi keuangan merupakan hasil dari semua keputusan manajemen yang dilakukan secara kontinyu. Penilaian terhadap performansi keuangan yang dimaksud, perlu mengaitkannya dengan kinerja keuangan kumulatif dan ekonomi dari keputusan-keputusan tersebut.

Analisis kinerja keuangan harus didasarkan pada data keuangan yang dipublikasikan, seperti tercermin dalam laporan keuangan yang dibuat sesuai dengan prinsip-prinsip akuntansi yang lazim. Performansi keuangan dapat

dipengaruhi oleh hubungan pemilik/manajer, nilai-nilai kepribadian, strategi bisnis dan kinerja perusahaan.

Rasio keuangan dapat membantu dalam menginterpretasikan hubungan antara beberapa angka dari dua atau lebih perangkat laporan keuangan yang dapat diperbandingkan untuk jangka waktu yang berbeda atau untuk perusahaan yang berbeda (Saphiro, 1991: 729). Brealey and Myers (1984: 355), mengemukakan bahwa struktur modal merupakan bauran perbedaan sekuritas perusahaan, dimana dalam memilih struktur modal adalah merupakan suatu persoalan pemasaran yang mendasar. Perusahaan dapat diperhadapkan pada selusin perbedaan sekuritas dengan kombinasi yang tak terhitung, akan tetapi tetap diupayakan untuk menemukan kombinasi khusus yang mengarah pada maksimisasi nilai perusahaan secara keseluruhan.

Selanjutnya, Bernstein and Wild (1998: 474) mengatakan bahwa struktur modal berhubungan pada sumber – sumber pembiayaan dari suatu kegiatan ekonomi. Bentuk – bentuk pembiayaan modal sendiri relatif permanen mempunyai resiko yang lebih tinggi, atau sumber – sumber pembiayaan jangka pendek yang sifatnya sementara. Stabilitas keuangan suatu perusahaan serta ketidakmampuan dalam memenuhi kewajibannya, adalah tergantung pada sumber pembiayaan, dan tipe – tipe serta komposisi aktiva yang dimilikinya.

Takeover dan Kebangkrutan

Potensi *Takover* merupakan suatu kondisi dimana kepemilikan saham dalam perusahaan *Go-Public* mempunyai kecenderungan untuk dikuasai oleh sekelompok investor tertentu. Ross et al. (1993) memberikan pengertian kesulitan keuangan, sebagai ketidakmampuannya perusahaan memenuhi semua kewajibannya (*Insolvency*). Ketidakmampuan yang dimaksud, dapat ditunjukkan melalui 2 metode, yaitu Pertama, *Stock – Based Insolvency*, yakni suatu kondisi yang menunjukkan suatu kondisi ekuitas negatif sebagaimana yang tergantung dalam neraca perusahaan (*Negative Net Worth*). Kedua, *Flow – Based Insolvency*, yakni suatu kondisi arus kas operasi (*Operating Cash Flow*) yang tidak dapat memenuhi semua kewajiban lancar perusahaan. Apabila suatu perusahaan sudah dihadapkan pada kondisi ekuitas negatif, maka dapat dikatakan perusahaan tersebut telah mengalami kepailitan dari segi ekuitas (Ross et.al., 1993).

III. METODE PENELITIAN

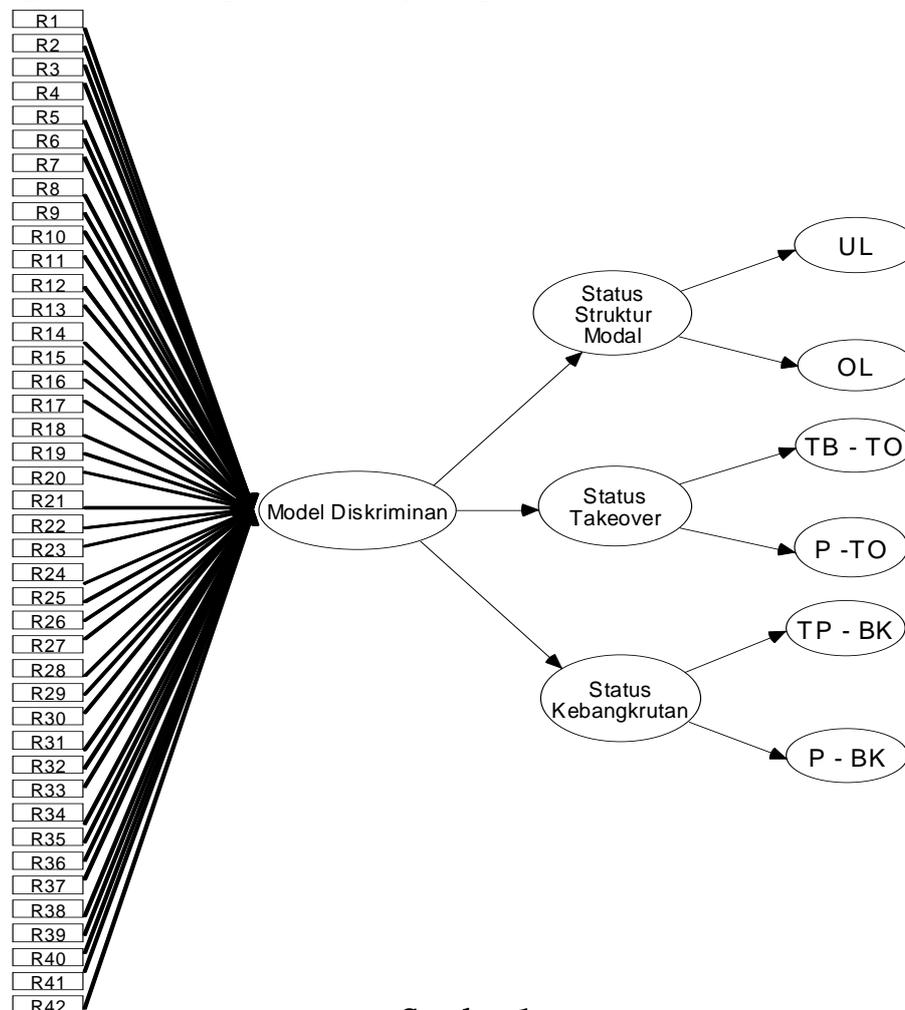
Penelitian ini dilakukan pada perusahaan *Go-Public* dengan membatasi pada studi performansi keuangan sebelum dan saat krisis pada Sektor Konstruksi, Properti dan Real Estat yang tercatat di Bursa Efek Jakarta, Penelitian ini merupakan kombinasi jenis penelitian induktif dan deduktif, dimana sebahagian dari permasalahan didekati dengan teori/konsep yang bersifat umum untuk mendapatkan pemecahan kasus. Permasalahan lainnya akan didekati dengan fakta yang sudah terjadi (kasus perusahaan yang menjadi obyek penelitian) untuk mendapatkan konsep yang bersifat umum (membangun model).

Populasi dalam penelitian ini, adalah perusahaan yang tergabung dalam Sektor Konstruksi, Properti dan Real Estat yang tercatat dalam Bursa Efek Jakarta (menurut *Jakarta Stock Exchange Sectoral Industry Classification, JASICA*).

Dalam penelitian ini digunakan *total sampling* (sampel jumlah), yakni seluruh unit populasi sekaligus menjadi unit sampel, dimana periode sebelum krisis akan diwakili periode 1994 sampai dengan periode 1996, sedangkan periode saat krisis akan diwakili periode 1998 sampai dengan periode 2000, sehingga jumlah subyek penelitian menjadi 108 (18 perusahaan x 6 periode).

Data yang diperlukan dalam penelitian ini, dapat diperoleh melalui studi dokumen terhadap berbagai laporan, baik yang diterbitkan oleh BAPEPAM, PT. Bursa Efek Jakarta, ECFIN ; Institute for Economic and Financial Research – International Fianance Corporation (IFC) Corespondent for Indonesia, maupun dari beberapa lembaga terkait lainnya.

Ketiga kelompok status dalam penelitian ini (Struktur Modal, *Takeover*, dan Kebangkrutan), akan diuji dengan menggunakan Metode Statistik Multivariat, yaitu Teknik Analisis Diskriminan terhadap rasio-rasio kinerja keuangan sebagai variabel independen. Berdasarkan Skala Interval dan Status Struktur Modal, Potensi *Takeover*, dan Potensi Kebangkrutan sebagai variabel dependen dengan Skala Nominal/Kategorik, selanjutnya dibangun suatu kerangka analisis seperti terlihat pada gambar berikut :



Gambar 1 :
Model Diskriminan Rasio-Rasio Kinerja Keuangan Menurut Status

Keterangan:

- R1-R42 = rasio-rasio kinerja keuangan
 UL = status struktur modal Underlevered
 OL = status struktur modal Overlevered
 TP-TO = Tidak berpotensi takeover
 P-TO = Berpotensi take over
 TP-BK = tidak berpotensi bangkrut
 P-BK = Berpotensi bangkrut

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Penentuan Status Struktur Modal

Status struktur modal perusahaan Go-Public yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada sektor Konstruksi, Properti dan Real Estat, yang dapat dibedakan menjadi status *Underlevered* dan *Overlevered*, yang didasarkan pada perbandingan perhitungan leverage (proporsi Hutang) antara Leverage-Aktual dengan Leverage yang Diharapkan (Expected leverage). Tingkat leverage yang diharapkan diperoleh dengan melakukan regresi rasio hutang-aktiva (Debt Weight) dengan Earning Before Taxes dan tingkat pajak efektif.

Status struktur modal *Underlevered*, merupakan suatu kondisi struktur modal pinjaman, dimana leverage-aktual lebih rendah daripada leverage yang diharapkan. Sebaliknya, status struktur modal *Overlevered*, status struktur modal *Overlevered* adalah merupakan suatu kondisi struktur modal perusahaan, dimana *Leverage*-aktual lebih tinggi daripada *Leverage* yang diharapkan.

Hasil persamaan regresi yang diperoleh beserta probabilitas signifikansi dan R^2 nya adalah:

$$E(DW) = 71.035 - 0.000056EBT + 0.176TAX$$

(0.000) (0.010) (0.017)

Sig. F = 0.004, $R^2 = 10\%$

Walaupun kekuatan penjelas model hanya 10%, namun model regresi ini memiliki nilai F yang signifikan. Kecilnya R^2 dapat diakibatkan oleh beberapa variabel non-keuangan yang tidak tercakup dalam informasi neraca dan laba rugi. Model ini kemudian digunakan dengan memakai data empirik sehingga memperoleh hasil Debt Weight (DW) yang diharapkan sebagai berikut:

Tabel 1
Penentuan Status Struktur Modal Perusahaan Go-Public

Status	Periode		Jumlah
	Sebelum Krisis	Saat Krisis	
Underlevered	43	22	65
Overlevered	11	32	43
<i>Jumlah</i>	54	54	108

Sumber : Hasil Penelitian, data diolah

Berdasarkan Tabel 1 dapat dijelaskan, bahwa dari 65 subyek penelitian yang tergolong ke dalam status struktur modal *Underlevered*, 43 subyek penelitian (66%) terdapat pada periode sebelum krisis sedangkan sisanya 22 subjek penelitian (34%) pada periode saat krisis. Sementara itu, dari 43 subyek penelitian yang tergolong ke dalam status struktur modal *Overlevered*, 32 subyek penelitian (74%) terdapat pada periode saat krisis. Sedangkan sisanya 11 subyek penelitian (26%) terjadi dalam periode sebelum krisis.

Bila dilihat dari aspek periode sebelum dan saat krisis, dari 54 kasus perusahaan Go-Public yang tergolong ke dalam sektor Konstruksi, Properti dan Real Estat yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sebelum krisis, 80% memiliki struktur modal *Underlevered*. Sedangkan setelah krisis, 60% kasus memiliki struktur modal yang *Overlevered*.

Berkaitan dengan teori *Risk and Return*, yang mengatakan bahwa semakin tinggi kemungkinan risiko yang dihadapi, maka semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh Pemodal (Investor), sehingga bilamana memilih Alternatif Investasi dalam sektor keuangan (seperti pemberian modal pinjaman), maka pemodal tersebut menetapkan tingkat keuntungan yang diinginkan (Required Rate of Return) yang lebih tinggi. Pihak perusahaan sebagai pengguna modal dengan terpaksa akan terbebani dengan biaya modal yang lebih tinggi terhadap perolehan tambahan permodalan. Terlebih lagi, pada kondisi saat krisis, banyak perusahaan (debitor) tidak mampu menyelesaikan kewajibannya kepada kreditor, sehingga terjadi tunggakan angsuran pokok (dari kebijakan perbankan) dan angsuran bunga (lembaga perbankan dan obligasi pada pasar modal). Kondisi ini akan menyebabkan meningkatnya biaya modal perusahaan (terutama modal pinjaman), yang selanjutnya berakibat pada proporsi hutang-aktual mempunyai kecenderungan yang lebih tinggi daripada proporsi hutang (*leverage*) yang seyogyanya (*prediksi*). Berbeda halnya, dalam kondisi sebelum krisis, perusahaan kecenderungan memiliki proporsi hutang (*leverage*)-aktual lebih pendek daripada *leverage* yang seyogyanya (berdasarkan hasil prediksi).

Penentuan Status *Takeover* pada Perusahaan yang Berstruktur Modal *Underlevered*

Status *Takeover* perusahaan Go-Public yang berstruktur modal *Underlevered*, dapat dibedakan menjadi status Tidak Berpotensi *Takeover* dan Berpotensi *Takeover*. Penentuan Status Berpotensi *Takeover*, adalah didasarkan pada suatu kondisi perusahaan dimana *Price to Book Value* (PBV)-Aktual lebih kecil daripada PBV yang diharapkan, dan sebaliknya, bilamana perusahaan berada pada suatu kondisi PBV-Aktual lebih besar daripada PBV yang diharapkan, merupakan Status Tidak Berpotensi Bangkrut. PBV yang diharapkan diperoleh dengan melakukan regresi PBV dengan Harga penutupan Saham (PRICE) dan ROE. Hasil persamaan regresi yang diperoleh beserta probabilitas signifikansi dan R^2 nya adalah:

$$E(PBV) = -1.234 - 0.014ROE + 0.0009PRICE$$

$$(0.029) \quad (0.000) \quad (0.001)$$

$$\text{Sig. F} = 0.000, R^2 = 93.7\%$$

Model ini kemudian digunakan dengan memakai data empirik sehingga memperoleh hasil DW yang diharapkan sebagaimana yang termuat dalam Lampiran 8 dan diikhtisarkan dalam tabel berikut:

Tabel 2
Penentuan Status Takeover

Status	Periode		Jumlah
	Sebelum Krisis	Saat Krisis	
Tidak berpotensi Takeover	13	21	34
Berpotensi Takeover	41	33	74
Jumlah	54	54	108

Sumber : Hasil penelitian, data diolah

Berdasarkan Tabel 2 dapat dijelaskan, bahwa dari 54 subyek penelitian dalam periode sebelum krisis, terdapat 41 subyek penelitian (75,93%) yang berpotensi *Takeover*. Sedangkan 13 subyek penelitian (24,07%) yang tidak berpotensi *Takeover*. Yang tidak berpotensi *Takeover*, sedangkan dalam periode saat krisis, terdapat 33 subyek penelitian (61,11%) yang berpotensi *Takeover*, sedangkan sisanya 21 subyek penelitian (38,89%) yang tidak berpotensi *Takeover*.

Hal ini berarti, bahwa pada kedua periode tersebut (baik sebelum krisis, maupun saat krisis) disimpulkan, bahwa terjadi kecenderungan terancam *Takeover* (74 subyek penelitian atau 68,25%). Hasil penelitian ini sesuai dengan latar belakang teori (*Theoretical Background*) dari Damodoran (1997,2001) dan fakta-fakta yang telah diketahui sebelumnya, bahwa perusahaan yang mempunyai struktur modal (dimana *Debt-ratio*)-(berdasarkan aktual) lebih rendah jika dibandingkan dengan *Debt-ratio* (berdasarkan hasil prediksi atau yang seyogyanya), yang selanjutnya dapat disebutkan struktur modal *Underlevered*, dapat terancam pengambil-alihan oleh pihak tertentu (*Takeover*). Hal ini dimaksudkan, bahwa perusahaan Go-Public adalah merupakan modal perusahaan (saham) yang dimiliki oleh masyarakat (publik), dimana kedudukan tertinggi berada pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Pada kondisi modal sendiri yang dimiliki lebih besar daripada yang seyogyanya (prediksi), maka dapat terjadi nilai saham perusahaan tersebut menjadi *Undervalued*, yakni suatu kondisi perusahaan yang nilai pasarnya lebih rendah dari yang seyogyanya, sehingga bagi mereka (investor) yang mengenali adanya selisih tersebut, dapat berspekulasi untuk memperoleh keuntungan (surplus), yang dapat terjadi kepemilikan mayoritas oleh pihak-pihak tertentu, sehingga pada hakekatnya kedudukan tertinggi dalam perusahaan tersebut tidak lagi berada pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), karena segala keputusan dan kebijakan penting ditentukan oleh sekelompok pemilik saham tertentu, tidak lagi oleh masyarakat pemodal (*public*).

Penentuan Status Kebangkrutan pada Perusahaan Go-Public yang Berstruktur Modal *Overlevered*

Status kebangkrutan perusahaan Go-Public, dapat dibedakan menjadi Status Berpotensi Bangkrut dan Status Tidak Berpotensi Bangkrut. Penentuan Status Berpotensi Bangkrut, adalah didasarkan pada suatu kondisi yang bakal

dihadapi perusahaan yang memiliki Nilai Buku Hutangnya lebih besar daripada Nilai Aktivanya, sehingga memiliki Kekayaan bersih yang negatif (Ekuitas negatif). Sedangkan Status Tidak Berpotensi Bangkrut, adalah didasarkan pada suatu kondisi perusahaan yang memiliki Nilai Buku Hutangnya lebih kecil daripada Nilai Buku Aktivanya, sehingga perusahaan tersebut masih mempunyai Kekayaan Bersih yang Positif (Ekuitas positif).

Tabel 3
Penentuan Status Kebangkrutan Perusahaan Go-Public

Status	Periode		Jumlah
	Sebelum Krisis	Saat Krisis	
Tidak Berpotensi Bangkrut	54	35	34
Berpotensi Bangkrut	0	19	74
Jumlah	54	54	108

Sumber : Hasil penelitian, data diolah

Berdasarkan Tabel 3 diatas, dapat dijelaskan bahwa dari 54 subyek penelitian yang berstruktur modal *Overlevered*, semuanya ditentukan menjadi Status Tidak Berpotensi Bangkrut (100%), sedangkan periode saat krisis ditentukan menjadi Status Berpotensi Bangkrut sebanyak 19 subyek penelitian (35,19%) diantara 54 subyek penelitian yang berstruktur modal *Overlevered*. Hasil penelitian yang diperoleh dapat menjelaskan bahwa ternyata pada perusahaan yang mempunyai Proporsi Hutang terhadap Total Aktivanya (*Debt Weight Ratio*) – Aktual yang lebih besar daripada Proporsi Hutang terhadap Total Aktivanya (*Debt Weight*) berdasarkan hasil prediksi, dapat disimpulkan bahwa pada kondisi yang normal (sebelum krisis) tidak ditemukan adanya indikasi Berpotensi Bangkrut. Akan tetapi, pada saat krisis, ditemukan adanya indikasi Berpotensi Bangkrut (35,19%).

Oleh karena itu, perusahaan yang bersangkutan tetap dapat berjalan dengan baik (Damodaran, 1997 dan 2001), asalkan masih mampu memperoleh kemampulabaan modal sendiri (*Return on Equity*) yang lebih tinggi daripada biaya modal sendiri (*Cost of Equity*), serta kemampulabaan total modal (*Return on Capital*) yang lebih tinggi daripada total biaya modalnya (*Cost of Capital*). Walaupun demikian, perusahaan perlu melakukan pemilihan unit usaha / produk yang masih layak, oleh karena terjadi penurunan daya beli masyarakat pada saat krisis.

Rasio Keuangan Pembeda Kinerja Keuangan antara Struktur Modal *Underlevered* dan *Overlevered*

Untuk menentukan rasio keuangan pembeda kinerja keuangan antara struktur modal *Underlevered* dan *Overlevered* digunakan teknik analisis diskriminan. Ringkasan hasil analisis dapat dilihat dalam tabel berikut:

Tabel 4
Ringkasan Hasil Analisis Model Diskriminan Linear dari Status Struktur Modal

Variabel	Rerata Rasio		Fungsi Matriks Struktur	Koef. Fungsi Diskr. Kanonik	Fungsi Sentroid Grup
	UL	OL			
NWLTD to fixed Assets	1.95	2.89	0.12	0.15	0 = -0.856
Net worth to total asset	0.44	0.13	-0.33	-3.00	1 = 1.320
Current Liab to Inventories	18.71	280.58	0.31	0.00	
Tot. Liabilities to Tot. Asset	0.55	0.78	0.4	2.49	
Net Income to Total Asset	-0.01	0.05	-0.25	5.26	
Constant				-1.17	

Catatan
 Titik kritis 0.463
 Angka Canonical Corellation : 0.732
 Chi Square (sig.) : 64.888 (0.000)

Sumber: Hasil penelitian, data diolah

Dari rata-rata rasio nampak bahwa kelompok perusahaan berstatus struktur modal *Underlevered* memiliki nilai yang lebih tinggi pada rasio NWTa. Sedangkan kelompok *Overlevered* lebih tinggi pada rasio NWLTDFa, CLI, TLTA dan NITA. Dari nilai absolut fungsi matriks struktur, angka absolut terbesar yaitu 0.4 dimiliki oleh rasio TLTA. Artinya, rasio inilah yang memiliki kekuatan pembeda terbesar. Nilai dari korelasi kanonik sebesar 0.732 yang jika dikuadratkan diperoleh 0.54 yang berarti 54% dari semua variabel status struktur modal dapat diterangkan oleh kelima variabel dalam fungsi diskriminan. Angka chi-square yang signifikan menunjukkan, bahwa kedua grup memiliki perbedaan nyata pada model diskriminan. Koefisien fungsi diskriminan menyusun persamaan diskriminan berikut:

$$D = -1.17 + 0.15\text{NWLTDFA} - 3\text{NWTa} + 0.001\text{CLI} + 2.49\text{TLTA} + 5.26\text{NITA}$$

Perhitungan terhadap nilai sentroid grup menghasilkan titik kritis sebesar 0.463. Dengan demikian, perusahaan dengan Z-Score di atas cut off point ini akan masuk ke kategori status struktur modal *Underlevered*. Dibawahnya, masuk ke kategori status struktur modal *Overlevered*.

Model diskriminan yang diperoleh kemudian digunakan untuk prediksi klasifikasi status struktur modal, dengan hasil berikut:

Tabel 5.
Hasil Klasifikasi Model Diskriminan Linear dari Status Struktur Modal

Keterangan	Klasifikasi	Hasil Prediksi		Total	
		UL	OL		
Asli	Jumlah	Underlevered	52	8	60
		Overlevered	10	29	39
	%	Underlevered	86.7	13.3	100
		Overlevered	25.6	74.4	100
Validasi	Jumlah	Underlevered	51	9	60
		Overlevered	13	26	39
	%	Underlevered	85	15	100
		Overlevered	33.3	66.7	100

81.8% dari kasus dapat diklasifikasikan dengan tepat oleh model
77.8% dari kasus yang divalidasi silang berhasil diklasifikasikan oleh model

Sumber : Hasil penelitian, data diolah

Tabel 5 menunjukkan dari 60 subyek penelitian Underlevered, ada 52 perusahaan yang tepat diklasifikasikan sebagai Underlevered, sedang 8 sisanya keliru diprediksikan sebagai overlevered. Sementara itu, untuk kelompok *Overlevered*, dari 39 subyek penelitian, ada 29 subyek penelitian yang benar diprediksikan sebagai *Overlevered* dan sisanya salah diklasifikasikan. Dengan demikian, secara keseluruhan, ketepatan prediksi model sangat tinggi, mencapai 81,8% dan validasi silang dengan metode leave-one out classification menghasilkan akurasi yang tetap tinggi, 77.8%.

Cutting-Point Z-Score Perusahaan Berstruktur Modal *Underlevered* Berpotensi *Takeover*

Untuk menentukan rasio keuangan pembeda kinerja keuangan antara struktur modal Underlevered yang berpotensi takeover dan tidak, digunakan teknik analisis diskriminan. Ringkasan hasil analisis dapat dilihat dalam tabel 6 di bawah.

Dari rata-rata rasio nampak, bahwa kelompok tidak berpotensi *Takeover* memiliki nilai yang lebih tinggi pada rasio TLTA dan NWTL. Dari nilai absolut fungsi matriks struktur, rasio NITA memiliki kekuatan pembeda terkuat dibanding rasio lainnya. Kuadrat dari angka korelasi kanonik adalah 0.42 yang berarti 42% dari variabel status takeover dapat diterangkan oleh keempat rasio. Angka chi-square yang signifikan menunjukkan bahwa kedua grup memiliki perbedaan nyata pada model diskriminan. Adapun persamaan diskriminan yang terbentuk adalah:

$$D = -6.135 + 7.40TLTA - 5.541NITA + 1.85NITL + 1.61NWTL$$

Dari Group Centroid untuk kedua kelompok, diperoleh hasil perhitungan titik kritis sebesar 0.731. Subyek penelitian dengan Z-Score diatas cut off point ini akan masuk ke kategori tidak berpotensi. Dibawahnya, tergabung ke dalam

Tabel 6
Ringkasan Hasil Analisis Model Diskriminan Linear dari Status *Takeover*
Untuk Perusahaan *Underlevered*

Keterangan	Rata-Rata Rasio		Fungsi Matriks Struktur	Koef. Fungsi Diskr. Kanonik	Fungsi Sentroid Grup
	TB-TO	P-TO			
Total Liab. to Tot. Asset	0.63	0.51	0.28	7.397	0 = 1.226
Net Income to Tot. Asset	-0.09	0.03	-0.48	-5.541	1 = -0.563
Net income to Tot. Liab.	-0.02	0.06	-0.12	1.853	
Net Worth to Tot. Liab.	1.4	1.15	0.12	1.611	
Constant				-6.135	

Catatan

Titik Kritis 0.731

Angka Canonical Corellation 0.646

Chi Square (sig.) 27.042 (.000)

Sumber : Hasil penelitian, data diolah

kategori potensial. Model diskriminan dan titik kritis yang diperoleh kemudian digunakan untuk prediksi klasifikasi status *Takeover* terhadap subyek pengamatan yaitu dengan membandingkan status prediksi dan status aktual, dengan hasil berikut:

Tabel 7
Hasil Klasifikasi Model Diskriminan Linear dari Status *Takeover*

Keterangan	Klasifikasi	Hasil Klasifikasi		Total	
		TP-TO	P-TO		
Asli	Jumlah	TP-TO	12	6	18
		P-TO	2	45	47
	%	TP-TO	66.7	33.3	100
		P-TO	4.3	95.7	100
Validasi Silang	Jumlah	TP-TO	12	6	18
		P-TO	3	44	47
	%	TP-TO	66.7	33.3	100
		P-TO	6.4	93.6	100

*87.7% dari kasus dapat diklasifikasikan dengan tepat oleh model

*86.2% dari kasus divalidasi silang berhasil diklasifikasikan oleh model

* TP-TO = Tidak Berpotensi *Takeover*, * P-TO = Berpotensi *Takeover*

Sumber : Hasil Penelitian, data diolah

Validasi terhadap kelompok yang tidak berpotensi *Takeover*, dari 18 subyek penelitian ada 12 subyek penelitian yang benar diprediksikan dan 6 yang keliru diprediksikan. Untuk kelompok potensial, dari 47 subyek penelitian ada 45 yang

benar diprediksikan dan sisanya salah. Secara keseluruhan, ketepatan prediksi masih cukup tinggi, mencapai 87.7% dan validasi silang dengan metode leave-one out classification menghasilkan akurasi yang tetap tinggi, yaitu 86.2%.

Cutting-Point Z-Score Perusahaan Berstruktur Modal Overlevered Berpotensi Bangkrut

Untuk menentukan rasio keuangan pembeda kinerja keuangan antara struktur modal Overlevered yang berpotensi mengalami kebangkrutan secara teknis atau sebaliknya, dan tidak, digunakan teknik analisis diskriminan. Ringkasan hasil analisis dapat dilihat dalam Tabel 8.

Dari rata-rata rasio nampak bahwa kelompok perusahaan yang tidak berpotensi bangkrut memiliki nilai yang lebih tinggi pada rasio CATA dan SFA. Sedangkan kelompok perusahaan yang berpotensi bangkrut lebih tinggi pada rasio TLTA. Angka chi-square yang signifikan menunjukkan bahwa kedua grup memiliki perbedaan nyata pada model diskriminan.

Kuadrat dari korelasi kanonik sebesar 0.77 yang berarti 77% dari semua variabel status kebangkrutan dapat diterangkan oleh kedua variabel dalam fungsi diskriminan. Dari nilai absolut fungsi matriks struktur, angka terbesar yaitu 0.9 dimiliki oleh rasio SFA. Artinya, rasio inilah yang memiliki kekuatan pembeda terbesar. Koefisien fungsi diskriminan dari konstanta dan kedua variabel kinerja keuangan menyusun persamaan diskriminan berikut:

$$D = -6.244 + 2.26CATA - 0.97SFA + 6.13TLTA$$

Tabel 8.
Ringkasan Hasil Analisis Model Diskriminan Linier dari Status
Kebangkrutan Untuk Perusahaan *Overlevered*

Sumber : Hasil Penelitian, data diolah

Titik kritis dari model diskriminan berdasar angka *group centroid*, adalah 0.995. Dengan demikian, subyek penelitian dengan Z-Score di atas cut off point ini akan masuk ke kategori tidak berpotensi bangkrut. Dibawahnya, masuk ke kategori berpotensi bangkrut. Model diskriminan yang diperoleh kemudian digunakan untuk prediksi klasifikasi status potensi kebangkrutan dengan hasil sebagaimana dalam Tabel 9:

Validasi terhadap kelompok perusahaan yang tidak berpotensi bangkrut, dari 26 subyek penelitian ada 24 subyek penelitian yang benar diprediksikan dan 2 yang keliru diklasifikasikan sebagai berpotensi bangkrut. Untuk kelompok potensial, dari 17 subyek penelitian ada 16 yang benar diklasifikasikan dan sisanya salah diklasifikasikan.

Secara keseluruhan, ketepatan prediksi sangat tinggi, mencapai 93% dan validasi silang dengan metode leave-one out classification menghasilkan akurasi yang tetap tinggi, yaitu 90.7%

Tabel 9
Hasil Klasifikasi Model Diskriminan Linear dari Status Kebangkrutan

Keterangan	Klasifikasi	Hasil Klasifikasi		Total	
		TP-BK	P-BK		
Asli	Jumlah	TP-BK	24	26	
		P-BK	1	17	
	%	TP-BK	92.3	7.7	100
		P-BK	5.9	94.1	100
Validasi	Jumlah	TP-BK	23	26	
		P-BK	1	17	
	%	TP-BK	88.5	11.5	100
		P-BK	5.9	94.1	100

Catatan
 93% dari kasus dapat diklasifikasikan dengan tepat oleh model
 90.7% dari kasus divalidasi silang berhasil diklasifikasikan oleh model
 *TP-BK = Tidak berpotensi bangkrut, P-BK = Berpotensi bangkrut

Sumber : Hasil Penelitian, data diolah.

V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI

Simpulan

1. Hanya terdapat 4 rasio keuangan yang secara signifikan merupakan pembeda klasifikasi potensi *Takeover* pada subyek penelitian yang berstatus *Underlevered*. Rasio yang dimaksud berkaitan dengan Aspek Ekuitas perusahaan. Model diskriminan yang terbentuk memiliki tingkat akurasi yang tinggi.
2. Terdapat 3 rasio keuangan yang secara signifikan merupakan pembeda potensi kebangkrutan pada subyek penelitian yang berstatus *Overlevered*. Rasio yang dimaksud berkaitan dengan aspek Profitabilitas dan Intensivitas investasi perusahaan.

Implikasi

1. Pada perusahaan yang berstruktur modal *Underlevered*, terutama terhadap perusahaan yang mempunyai Harga Pasar terhadap Nilai Buku Aktiva (*Price to Book Value*) menurun (*Undervalued*), sehingga perusahaan tersebut dapat berada di bawah ancaman pengambil-alihan (*Takeover*) oleh pihak tertentu, maka perusahaan yang bersangkutan dapat melakukan tindakan preventif (*Early Warning System*), yakni meningkatkan produksi proporsi hutang melalui : Rekapitalisasi, dengan cara : *Debt/Equity SWAP* dan atau mencari pinjaman yang akan digunakan membeli kembali sebahagian saham yang beredar. Divestasi, yakni melakukan penjualan aktiva secara tunai yang dapat digunakan untuk membeli kembali sebahagian saham perusahaan yang telah beredar, sebagai gantinya perusahaan dapat melakukan *leasing* operasi.
2. Pada perusahaan yang berstruktur modal *Overlevered*, kiranya lebih berhati-hati guna menghindari terjadinya Ekuitas Negatif (*Early Warning System*), terutama dalam kondisi krisis karena dapat berakibat pada perolehan pendapatan yang lebih kecil dari biayanya (terutama biaya modal), yang selanjutnya mempunyai konsekuensi perusahaan berada di bawah ancaman kebangkrutan. Perusahaan yang bersangkutan, perlu melakukan upaya-upaya pengurangan Rasio Hutang (*Leverage*), melalui : (a) Rekapitalisasi, dengan cara : *Equity/Debt SWAP* dan atau Negosiasi Kembali (penjadwalan kembali) dengan pihak pemilik modal pinjaman, (b) Divestasi, yakni lakukan penjualan tunai sebahagian aktiva untuk digunakan dalam pembayaran (pengurangan) pinjaman, sebagai gantinya perusahaan dapat melakukan *leasing* operasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Damodaran, Aswath. 2001. *Corporate Finance ; Theory and Practice*. Second Edition. Jhon Wiley and Sons, Inc. United States of America.
- Foster, George. 1986. *Financial Statement Analysis*. Second Edition. Prentice Hall : United States of America.
- Bernstein, Leopold, A. and Jhon J. Wild, 1998. *Financial Statement Analysis*; Third Edition, Irwin-McGraw Hill, Singapura.
- Brealey, Richard and Stewart Myers, 1984, *Principles of Corporate Finance*, International Student Edition, McGraw Hill, Inc. Singapura.
- Sapiro, Alan C., 1991, *Modern Corporate Finance*, Mc Millan Publishing Company, Singapura.