



Hak cipta dan penggunaan kembali:

Lisensi ini mengizinkan setiap orang untuk menggubah, memperbaiki, dan membuat ciptaan turunan bukan untuk kepentingan komersial, selama anda mencantumkan nama penulis dan melisensikan ciptaan turunan dengan syarat yang serupa dengan ciptaan asli.

Copyright and reuse:

This license lets you remix, tweak, and build upon work non-commercially, as long as you credit the origin creator and license it on your new creations under the identical terms.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 *Delisting* di Bursa Efek Indonesia

2.1.1 Bursa Efek Indonesia

Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah perseroan yang berkedudukan di Jakarta yang telah memperoleh izin usaha dari Otoritas Jasa Keuangan sebagai pihak yang menyelenggarakan dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan penawaran beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka (idx.co.id). Dalam undang-undang nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal, Bursa Efek Indonesia bertujuan untuk menunjang pelaksanaan pembangunan nasional dalam rangka meningkatkan pemerataan, pertumbuhan dan stabilitas ekonomi negara, salah satu caranya adalah sebagai sarana pembiayaan bagi dunia usaha, termasuk usaha menengah dan kecil, sedangkan di sisi lain, Bursa juga bisa menjadi pilihan investasi bagi masyarakat umum.

Bursa Efek Indonesia memiliki kewenangan untuk mengatur pelaksanaan kegiatannya, sehingga seluruh ketentuan yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia mempunyai kekuatan mengikat yang wajib ditaati oleh seluruh pihak yang bekerja sama dengan Bursa Efek Indonesia termasuk emiten yang efeknya tercatat di bursa, sehingga Bursa Efek Indonesia dapat memberikan sanksi apabila emiten melanggar peraturan yang ada di Bursa. Berikut adalah sanksi yang akan diberikan oleh Bursa

terhadap pelanggaran yang terjadi, diatur pada surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor: Kep-307/BEJ/07-2004 Peraturan Nomor I-H Tentang Sanksi:

1. Peringatan tertulis I;
2. Peringatan tertulis II;
3. Peringatan tertulis III
4. Denda, setinggi-tingginya Rp500.000.000 (lima ratus juta Rupiah);
5. Penghentian sementara perdagangan efek perusahaan tercatat (suspensi) di Bursa.

Bursa Efek Indonesia juga menetapkan persyaratan bagi perusahaan tercatat untuk tetap tercatat di Bursa sebagaimana diatur pada Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia Nomor: Kep-00001/BEI/01-2014 Peraturan Nomor I-A Tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham yang Diterbitkan oleh Perusahaan Tercatat sebagai berikut:

1. Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham bukan Pengendali dan bukan Pemegang Saham Utama paling kurang 50.000.000 (lima puluh juta) saham dan paling kurang 7,5% (tujuh koma lima per seratus) dari jumlah saham dalam modal disetor;
2. Jumlah pemegang saham paling sedikit 300 (tiga ratus) pemegang saham yang memiliki rekening efek di anggota bursa efek.

3. Memiliki Komisaris Independen.
4. Memiliki Direktur Independen.
5. Memiliki Komite Audit.
6. Memiliki Sekretaris Perusahaan.
7. Memiliki Direksi dan Komisaris.
8. Memiliki Unit Audit Internal
9. Perusahaan Tercatat wajib menyediakan dokumen terkait dengan pelaksanaan kegiatan Komisaris Independen, Komite Audit, maupun Sekretaris Perusahaan sesuai dengan ketentuan.
10. Dalam hal bursa sewaktu-waktu meminta laporan atau dokumen sebagaimana dimaksud dalam ketentuan nomor 9, maka perusahaan tercatat wajib menyampaikan laporan atau dokumen tersebut paling lambat 2 (dua) hari bursa setelah diterimanya permintaan bursa tersebut.

Selain syarat yang diatur pada peraturan nomor I-A, Bursa Efek Indonesia mewajibkan emiten untuk menyampaikan berbagai informasi kepada bursa. Bursa Efek Indonesia berhak untuk melakukan penghentian sementara efek satu emiten agar terjadi perdagangan efek yang teratur, wajar dan efisien serta memungkinkan penyebaran informasi secara lebih luas di bursa. Selain laporan berkala seperti laporan keuangan dan laporan tahunan, emiten juga wajib melaporkan segala kejadian, informasi atau fakta material yang berkaitan dengan perusahaan tercatat dan atau perusahaan anak yang laporan keuangannya dikonsolidasikan dengan

laporan keuangan perusahaan tercatat yang dapat mempengaruhi harga efek perusahaan tercatat dan atau keputusan pemodal.

2.1.2 *Delisting*

Menurut Surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta nomor: I-I Kep-308/BEJ/07-2004 tentang penghapusan pencatatan (*delisting*) dan pencatatan kembali (*relisting*) saham di bursa, definisi dari penghapusan pencatatan atau *delisting* adalah penghapusan Efek dari daftar Efek yang tercatat di bursa sehingga Efek tersebut tidak dapat diperdagangkan di Bursa. Bursa Efek Indonesia memiliki kewenangan untuk menghapus pencatatan efek tertentu di bursa, dan menyetujui atau menolak permohonan pencatatan kembali.

Pada surat keputusan I-I Kep-308/BEJ/07-2004, juga dijelaskan penyebab suatu efek di-*delisting* oleh Bursa, yaitu:

1. Permohonan *delisting* saham yang diajukan oleh perusahaan tercatat yang bersangkutan;
2. Dihapus pencatatan sahamnya oleh bursa sesuai dengan ketentuan.

Adapun ketentuan yang berlaku pada surat keputusan I-I Kep-308/BEJ/07 2004 pada poin III.3 bursa dapat menghapus pencatatan saham perusahaan tercatat apabila perusahaan tercatat mengalami sekurang-kurangnya satu kondisi berikut:

1. Mengalami kondisi, atau peristiwa yang secara signifikan berpengaruh negatif terhadap kelangsungan usaha Perusahaan Tercatat, baik secara finansial atau secara hukum, atau terhadap kelangsungan status

Perusahaan Tercatat sebagai Perusahaan Terbuka, dan Perusahaan Tercatat tidak dapat menunjukkan indikasi pemulihan yang memadai;

2. Saham Perusahaan Tercatat yang akibat suspensi di Pasar Reguler dan Pasar Tunai, hanya diperdagangkan di Pasar Negosiasi sekurang-kurangnya selama 24 (dua puluh empat) bulan terakhir.

Pada surat keputusan I-I Kep-308/BEJ/07-2004 dijelaskan prosedur *delisting* saham oleh bursa sebagai berikut:

1. Apabila terdapat indikasi bahwa Perusahaan Tercatat mengalami satu atau lebih kondisi sebagaimana yang dimaksud dalam ketentuan III.3 maka bursa melakukan dengar pendapat dengan perusahaan Tercatat.
2. Dalam hal bursa memutuskan untuk melakukan *delisting* maka bursa memberitahukan keputusan akan dilakukannya *delisting* saham Perusahaan Tercatat termasuk jadwal pelaksanaannya kepada Perusahaan Tercatat yang bersangkutan pada hari bursa yang sama diputuskannya *delisting* saham dimaksud dengan tembusan kepada Bapepam.
3. Bursa mengumumkan mengenai keputusan *delisting* saham Perusahaan Tercatat tersebut termasuk jadwal pelaksanaan *delisting* saham Perusahaan Tercatat yang bersangkutan. Pengumuman dilakukan selambat-lambatnya pada awal sesi I hari bursa berikutnya setelah diputuskannya *delisting* saham dimaksud.
4. Apabila dipandang perlu, bursa dapat melakukan suspensi selama 5 (lima) hari bursa dan selanjutnya diperdagangkan hanya di pasar

negosiasi selama 20 (dua puluh) hari bursa sebelum tanggal efektif *delisting*.

5. *Delisting* berlaku efektif pada tanggal yang ditetapkan oleh bursa dalam keputusan *delisting*, dan diumumkan di bursa.

2.2 Pailit

Menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 37 Tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang, kepailitan adalah sita umum atas semua kekayaan debitor pailit yang pengurusan dan pemberesannya dilakukan oleh kurator di bawah pengawasan hakim pengawas sebagaimana diatur dalam undang-undang nomor 37 tahun 2004. Debitor yang mempunyai dua atau lebih kreditor dan tidak membayar lunas sedikitnya satu utang yang telah jatuh tempo dan dapat ditagih, dinyatakan pailit dalam putusan Pengadilan. Menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia, kepailitan adalah kondisi seseorang atau badan hukum yang tidak mampu lagi membayar kewajibannya kepada si pemegang utang. Menurut Ross et al. (2016) semakin tinggi perusahaan menggunakan utang dalam pemodalannya, semakin besar pula risiko perusahaan tidak dapat melunasi kewajibannya. Ketika perusahaan pailit maka kepemilikan aset perusahaan berpindah dari pemegang saham ke pemegang utang. Pada dasarnya, saat perusahaan pailit, nilai aset perusahaan menjadi sama dengan nilai utangnya membuat nilai ekuitasnya menjadi nol (0) sehingga pemegang saham tidak memiliki kendali atas perusahaan. Bryan et al. (2013) menjelaskan bahwa ada dua faktor yang menimbulkan risiko kebangkrutan, yaitu produktivitas dan strategi perusahaan. Produktivitas adalah kemampuan perusahaan mengubah *input* menjadi

output. Dalam penelitiannya, semakin tinggi produktivitas risiko kebangkrutannya semakin kecil. Selain itu strategi perusahaan dalam menjalankan bisnisnya bila diterapkan dengan baik juga bisa menurunkan risiko kebangkrutan perusahaan.

Mbat dan Eyo (2013) menyebutkan dalam penelitiannya beberapa hal yang menjadi faktor kebangkrutan suatu perusahaan berdasarkan faktor eksternal dan internal, untuk faktor internal sebagai berikut:

1. Manajemen yang tidak efektif dan efisien.

Faktor ini yang paling sering menyebabkan kegagalan perusahaan, perusahaan tidak mampu menerapkan strategi bisnisnya dengan baik, dari faktor ini muncul beberapa faktor lain seperti, ekspansi berlebihan, penjualan yang tidak efektif, tingginya biaya produksi, buruknya manajemen keuangan, dan buruknya penilaian risiko perusahaan.

2. Ekspansi berlebihan.

Perusahaan yang melakukan ekspansi berlebihan akan cenderung untuk mengurangi aset jangka pendeknya, sehingga menciptakan peluang kepailitan perusahaan karena tidak mampu untuk membayar kewajibannya.

3. *Sales force* yang tidak efektif.

Hasil akhir dari produksi barang adalah menjual produk tersebut. Bila para *sales force* tidak dilatih dan dididik dengan tepat, perusahaan akan kesulitan untuk menjual produknya terutama bila produknya menggunakan strategi *differentiate*.

4. Tingginya biaya produksi

Hal ini bisa terjadi karena tidak efesiennya perusahaan dalam memproduksi barang, dari terlalu banyak pegawai atau sumber daya yang tidak tepat.

5. Buruknya manajemen keuangan.

Manajer keuangan yang tidak bisa mengambil keputusan keuangan seperti investasi, pembiayaan dan kebijakan dividen dengan tepat maka perusahaannya akan mengalami masalah keuangan yang berbahaya.

6. Manajemen risiko.

Segala risiko mengenai kebijakan investasi harus dievaluasi dengan baik. Alasannya adalah investasi dalam bentuk aset perusahaan mempengaruhi pendapatan perusahaan. Bila tidak dievaluasi dengan baik, maka pendapatan perusahaan akan terganggu.

7. Kebijakan kredit yang tidak sesuai.

Kebijakan mengenai penjualan terutama kredit penjualan harus dievaluasi dengan hati-hati, karena akan mengakibatkan piutang yang tinggi dan berimplikasi pada likuiditas keuangan.

8. Kurangnya pengembangan kemampuan karyawan.

Perusahaan yang tidak memiliki kebijakan pengembangan dan pelatihan karyawan akan berdampak pada para pekerjanya tidak bisa mencapai

tujuan perusahaan karena tidak memiliki kemampuan yang diinginkan oleh perusahaan.

9. Modal yang kurang.

Perusahaan yang kekurangan modal akan pailit cepat atau lambat. Alasannya adalah perusahaan ini tidak memiliki cukup modal untuk membiayai operasional dan berinvestasi pada aset yang digunakan untuk menghasilkan pendapatan.

Sedangkan untuk faktor eksternal sebagai berikut:

1. Faktor sosial kultural.

Perusahaan yang tidak mampu beradaptasi pada keadaan lingkungan pasar yang terus berubah akan kesulitan untuk menjual produknya.

2. Ketidakstabilan pendapatan.

Keadaan ekonomi yang tidak stabil bisa membuat perusahaan pailit, karena perusahaan kesulitan untuk menghasilkan pendapatan yang disebabkan oleh ketidakmampuan pasar untuk membeli produknya.

3. Kebijakan pemerintah.

Kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah menjadi salah satu faktor eksternal yang sangat berpengaruh bagi kepailitan perusahaan. Bila

kebijakan tersebut bertentangan dengan dengan kegiatan perusahaan, maka dalam waktu singkat, perusahaan akan pailit. Sebagai contoh, bila pemerintah membatasi impor barang yang digunakan oleh perusahaan untuk diolah dalam produksinya, maka perusahaan tidak bisa lagi memproduksi barang dan tidak memiliki pendapatan sehingga dalam waktu dekat perusahaan akan pailit.

Menurut Ross et al. (2016) perusahaan yang tidak bisa atau tidak memilih untuk membayar kewajibannya kepada kreditor memiliki dua pilihan sebagai proses dalam kepailitan, yaitu:

a. Likuidasi

Likuidasi berarti membubarkan perusahaan, termasuk menjual segala aset perusahaan. Segala proses dan hasil likuidasi didistribusikan kepada kreditor sesuai dengan prioritasnya.

b. Reorganisasi

Melakukan restrukturisasi keuangan untuk tetap menjalankan perusahaannya. Biasanya perusahaan menerbitkan sekuritas baru untuk mengganti sekuritas yang lama.

2.3 Model Altman's Z-Score

Menurut Ross et al. (2016) pailit dapat diprediksi dengan menggunakan *Altman's Z-Score*. *Altman's Z-Score* adalah persamaan linear menggunakan empat atau lima rasio bisnis yang cukup umum. Berdasarkan perhitungan *Altman's Z-Score*, perusahaan bisa diklasifikasikan menjadi tiga kategori, *Z-Score* dibawah

1.81 berada pada kategori berisiko tinggi untuk pailit, perusahaan yang memiliki nilai Z diatas 2,99 dikategorikan aman dan apabila nilai Z-nya berada diantara 1,81 dan 2,99 perusahaan akan masuk ke *gray zone*. Altman (1968) menyebutkan perusahaan yang berada pada *gray zone*, maka akan dikategorikan pada zona yang berbahaya, walaupun tingkat prediksinya tidak sepasti yang berada pada dalam zona *distress*. Pada penelitian Celli (2015) yang penulis gunakan sebagai acuan, perusahaan yang masuk ke dalam kategori *gray zone* akan diklasifikasikan menjadi *distress* karena perusahaan tersebut memiliki peluang untuk bangkrut. *Altman's Z-Score* dipublikasikan oleh Edward I. Altman pada tahun 1968 yang digunakan untuk melakukan analisa performa dari sebuah bisnis menggunakan rasio-rasio keuangan. *Z-Score* ini dapat memprediksi apakah sebuah perusahaan sedang menuju pailit atau berada pada kesulitan keuangan. Sehingga *Altman's Z-Score* dapat menjadi sinyal bagi investor atau manajemen dalam mengambil tindakan. Altman melakukan revisi terhadap modelnya beberapa kali yang kemudian diberi nama *Z'-Score* dan *Z''-Score*. Model *Z-Score* tahun 1968 adalah sebagai berikut:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5$$

Di mana:

$X_1 = \text{working capital/total assets,}$

$X_2 = \text{retained earnings/total assets,}$

$X_3 = \text{earning before interest and taxes/total assets,}$

$X_4 = \text{market value of equity/total liabilities}$

$X_5 = \text{sales/total assests}$

Penjelasannya menurut Altman (1968) adalah sebagai berikut:

1. X_1 *Working Capital/Total Assets*

Rasio ini mengukur modal kerja dibandingkan dengan total aset perusahaan. Modal kerja didapatkan dari total aktiva lancar dikurang total kewajiban lancar.

2. X_2 *Retained Earnings/Total Assets*

Rasio ini mengukur laba ditahan dibandingkan dengan total aset perusahaan. Rasio ini mampu memperlihatkan laba kumulatif sejak perusahaan terbentuk. Biasanya, perusahaan yang baru berdiri memiliki rasio RE/TA yang rendah karena tidak memiliki cukup waktu untuk membantu laba kumulatifnya.

3. X_3 *Earning Before Interest and Taxes/Total Assets*

Rasio ini mengukur produktivitas sebenarnya dari suatu perusahaan karena terlepas dari pajak dan faktor utang. Rasio ini sangat berpengaruh dalam memprediksi kebangkrutan suatu perusahaan karena keberadaan perusahaan didasarkan pada kemampuannya menghasilkan pendapatan atas asetnya.

4. X_4 *Market Value of Equity/Total Liabilities*

Rasio ini dapat memperlihatkan bagaimana nilai aset perusahaan berkurang (diukur dari nilai pasar ekuitas ditambah dengan

utang) sebelum kewajibannya melebihi asetnya dan akhirnya perusahaan bangkrut.

5. X_5 Sales/Total Assests

Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan penjualan dari total asetnya.

Dari perhitungan nilai Z, Altman mengelompokkan suatu perusahaan pada tiga kategori berikut:

Tabel 2.1 Interpretasi dari nilai Z-Score

No.	Nilai Z	Nama Zona	Interpretasi
1.	$Z > 2,99$	<i>Safe zone</i>	Perusahaan berada pada kondisi yang baik dan aman dari kesulitan keuangan.
2.	$1,81 \leq Z \leq 2,99$	<i>Gray zone</i>	Perusahaan memiliki peluang untuk menghadapi masalah kebangkrutan.
3.	$Z < 1,81$	<i>Distress Zone</i>	Perusahaan berada dalam kondisi menuju kebangkrutan.

Sumber: Altman (1968) dan Calandro (2007)

Pada tahun 1983, Altman mengembangkan model *Z-Score*-nya dengan tujuan untuk memperluas cakupan perusahaan yang dapat diprediksi oleh *Altman's Z-Score*, karena model tahun 1968 hanya dapat digunakan untuk perusahaan manufaktur, dengan mengurangi variabel X_5 dari model sebelumnya. Salah satu alasan Altman mengeluarkan *Sales/Total Assets* dalam model *Z''* adalah untuk mengurangi karakteristik suatu sektor industri, perusahaan manufaktur memiliki *sales/total assets* yang lebih tinggi dari perusahaan non-manufaktur sehingga untuk mengurangi bias ini, variabel X_5 dikeluarkan dari model *Z''*. Model yang baru ini dimaksudkan untuk

memprediksi kepailitan pada perusahaan privat maupun publik, untuk manufaktur dan non-manufaktur (Altman et al., 2016). Berikut adalah *Altman's Z''-Score* yang dikembangkan oleh Altman:

$$Z'' = 6,65X_1 + 3,26X_2 + 6,73X_3 + 1,05X_4$$

Di mana:

$X_1 = \text{working capital/total assets}$,

$X_2 = \text{retained earnings/total assets}$,

$X_3 = \text{earning before interest and taxes/total assets}$,

$X_4 = \text{book value of equity/total liabilities}$

Dalam mengintepretasi hasilnya, *Z''-Score* juga mengalami perubahan pada nilai penentuan *distress*, *gray*, dan *safe zone*, sebagai berikut:

Tabel 2.2 Interpretasi dari nilai *Z''-Score*

No.	Nilai <i>Z''</i>	Nama Zona	Interpretasi
1.	$Z'' > 2,60$	<i>Safe zone</i>	Perusahaan berada pada kondisi yang baik dan aman dari kesulitan keuangan.
2.	$1,10 \leq Z'' \leq 2,60$	<i>Gray zone</i>	Perusahaan memiliki peluang untuk menghadapi masalah kebangkrutan.
3.	$Z'' < 1,10$	<i>Distress Zone</i>	Perusahaan berada dalam kondisi menuju kebangkrutan.

Sumber: Altman (n.d.) dan Calandro (2007)

2.4 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.3 Penelitian terdahulu

Judul Penelitian	Teori yang digunakan	Hasil Penelitian	Sumber
<i>Can Z-Score Model Predict Listed Companies' Failures in Italy? An Empirical Test</i>	Altman Z'-Score	Model Altman dapat memprediksi kepailitan 87.3% pada satu tahun sebelum kepailitan, 77.5% dua tahun sebelum kepailitan, dan 66,6% sebelum perusahaan pailit menggunakan 102 perusahaan, 51 perusahaan adalah perusahaan pailit dan 51 perusahaan sehat.	Massimiliano Celli (2015)
<i>Best Predictors of Bankruptcy Analysis Methods Using Altman, Springate And Zmijewski In Delisting Company Of The Indonesia Stock Exchange 2012 (Study Of Financial Report 2007-2011)</i>	Altman, Springate, Zmijewski	Metode Altman menempati urutan tertinggi dalam memprediksi kebangkrutan yaitu 100%, Springate sebesar 66,67% dan Zmijewski sebesar 33,33%	Dita Wisnu Savitri (2012)

<i>Bankruptcy Prediction Models: A Comparative Study of The Baltic Listed Companies</i>	Altman, Zmijewski	Model Zmijewski memiliki tingkat <i>error</i> paling kecil diantara Altman Z' dan Altman Z"	Irina Berzkalne, Elvira Zelgalve (2013)
<i>A Study of the Efficacy of Altman's Z to Predict Bankruptcy of Specialty Retail Firms Doing Business in Contemporary Times</i>	Altman	Model Altman mampu memprediksi kebangkrutan hingga 90% pada perusahaan retail	Suzanne K. Hayes, Kay A. Hodge, Larry W. Hughes (2010)
<i>Business Failure Prediction for Publicly Listed Companies in China</i>	Altman	Model Altman mampu memprediksi kebangkrutan pada perusahaan di China	Yin Wang, Michael Campbell (2010)
<i>Comparing Models of Corporate Bankruptcy Prediction: Distance to Default vs. Z-Score</i>	<i>Morningstar's Distance to Default, Altman</i>	Peneliti merekomendasikan menggunakan model Distance to Default dibandingkan milik Altman ketika ingin memprediksi kebangkrutan	Warren Miller (2009)

<p><i>Predicting Corporate Bankruptcy of Jordanian Listed Companies: Using Altman and Kida Models</i></p>	<p>Altman, Kida</p>	<p>Model Altman mampu memprediksi kepailitan sebuah perusahaan sebesar 75% pada 5 tahun sebelum pailit, 94% pada 4 tahun sebelum pailit, dan 100% pada 3, 2, dan 1 tahun sebelum pailit, sedangkan model Kida hanya mampu mencapai 70.2% ketepatan</p>	<p>Khalid Alkhatib dan Ahmad Eqab Al Bzour (2011)</p>
---	---------------------	--	---

UMMN