

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

Gusti Ayu Mita Dwi Lestari¹, I Gede Agus Pertama Yudiantara²

Jurusan Ekonomi dan Akuntansi
Universitas Pendidikan Ganesha
Singaraja, Indonesia

e-mail: gustiayumitadwilestari27@undiksha.ac.id¹, agus.yudiantara@undiksha.ac.id²

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui 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. Sampel penelitian ini dipilih menggunakan teknik *purposive sampling* dan terdiri atas 15 perusahaan Badan Usaha Milik Negara Non-Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berasal dari laporan keuangan perusahaan dan ringkasan saham periode 2015-2020. Metode penelitian yang digunakan adalah deskriptif kuantitatif. Teknik analisis penelitian ini menggunakan statistik dengan penerapan SPSS. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial, prediksi kebangkrutan menggunakan model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham, sehingga kedua model dapat digunakan untuk mengestimasi perubahan harga saham di masa depan. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa prediksi kebangkrutan menggunakan kedua model secara simultan berpengaruh terhadap harga saham.

Kata kunci: Altman, Fulmer, Harga Saham

Abstract

This study aims to determine the effect of bankruptcy prediction by the Altman Z-Score and Fulmer H-Score models on the stock price of Non-Banking State-Owned Enterprises listed on the Indonesia Stock Exchange. The sample of this study was selected using a purposive sampling technique and consisted of 15 Non-Banking State-Owned Companies listed on the Indonesia Stock Exchange. This study used secondary data derived from the company's financial statements and stock summaries for the 2015-2020 period. The research method used is descriptive quantitative. The analysis technique of this research was statistics using the SPSS application. The results show that partially, bankruptcy prediction using the Altman Z-Score and Fulmer H-Score models has a significant positive effect on stock prices, so both models can be used to estimate future stock price changes. The results also show that bankruptcy prediction using both models simultaneously affects the stock prices.

Keywords: Altman, Fulmer, Stock Price

PENDAHULUAN

Bursa Efek adalah pihak penyelenggara dan penyedia sistem dan/atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek dari pihak-pihak yang ingin memperdagangkan efek tersebut. Fungsi Bursa Efek di Indonesia dilaksanakan oleh PT. Bursa Efek Indonesia. Sejak resmi berdiri pada tahun 2007 silam, BEI terus mengalami pertumbuhan. Kurang lebih terdapat 710 perusahaan yang telah *listing* di BEI hingga saat ini.

Sejak dulu, mayoritas saham perusahaan BUMN yang *listing* di BEI menjadi pilihan favorit para investor, terutama investor pemula. Mereka beranggapan bahwa perusahaan BUMN tidak akan bangkrut karena disokong oleh pemerintah. Mereka juga menganggap bahwa saham perusahaan BUMN akan memberikan *capital gain* yang cukup signifikan. 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 yang bergerak di sektor non-perbankan, antara lain PT Bukit Asam (Persero) Tbk (PTBA), PT Timah (Persero) Tbk (TINS), PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk (PGAS), PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk (GIAA), dan PT Krakatau Steel (Persero) Tbk (KRAS). Kemudian, pada akhir tahun 2019, Kementerian Keuangan (Kemenkeu) merilis daftar sejumlah BUMN yang rentan bangkrut. Dari sejumlah nama yang masuk ke dalam daftar, salah satunya adalah PT Krakatau Steel (Persero) Tbk (KRAS). Penyebab sejumlah BUMN berada di zona merah lantaran kurangnya aset lancar perusahaan. Selain itu, laba sebelum bunga dan pajak perusahaan tidak cukup untuk menghadapi tekanan perekonomian (Santoso, 2019).

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 (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 (Muthmainah, 2018).

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, yang menyebabkan minat investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut menurun. Akibatnya, permintaan atas saham perusahaan ikut menurun. Hal ini dikarenakan investor, khususnya investor jangka panjang, cenderung tidak ingin mengambil risiko kehilangan dana mereka di masa depan. Mereka akan memilih untuk berinvestasi 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 berakibat jumlah penawaran saham lebih banyak dari jumlah permintaan. Sesuai dengan hukum permintaan dan penawaran pasar, ketika jumlah yang ditawarkan lebih banyak dari jumlah permintaan maka harga akan turun.

Kondisi perusahaan dapat diketahui dengan melakukan analisis laporan keuangan. Salah satu bentuk analisis laporan keuangan adalah analisis prediksi kebangkrutan. Terdapat berbagai model prediksi kebangkrutan, seperti Zmijewski, Altman Z-Score, Fulmer H-Score, Grover,

dan lain-lain. Namun, penelitian ini hanya menggunakan dua model, yaitu Altman Z-Score dan Fulmer H-Score.

Altman Z-Score adalah salah satu bentuk analisis diskriminan yang digunakan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan. Altman mengklasifikasikan kondisi perusahaan ke dalam tiga kategori, yakni diprediksi bangkrut, zona abu-abu (*gray area*), dan sehat. Perusahaan diprediksi bangkrut ketika Z-Score di bawah 1,81, sedangkan perusahaan dikategorikan pada zona abu-abu ketika Z-Score di antara 1,81-2,99. Sementara, perusahaan dikategorikan sehat ketika Z-Score di atas 2,99. Dalam praktiknya, Altman Z-Score merupakan model prediksi kebangkrutan yang paling banyak digunakan. Hal ini dikarenakan model Altman menggabungkan berbagai macam rasio yang diperlukan untuk menilai likuidasi, profitabilitas, solvabilitas, dan aktivitas. Selain itu, rasio-rasio pada model Altman telah mencakup penilaian internal dan eksternal perusahaan karena turut memasukan rasio nilai pasar saham terhadap total utang (Brimantyo, dkk., 2013).

Berdasarkan kriteria Altman maka perusahaan dengan Z-Score yang tinggi, harga sahamnya akan mengalami kenaikan. 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.

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 dalam dua kategori, yaitu bangkrut dan tidak bangkrut. Suatu 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. Berdasarkan kriteria Fulmer maka perusahaan dengan H-Score di bawah 0, harga sahamnya akan mengalami penurunan. Sebaliknya, perusahaan dengan H-Score di atas 0 maka harga sahamnya akan mengalami kenaikan. Dengan kata lain, semakin tinggi H-Score maka harga saham akan semakin tinggi.

Grand theory yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori sinyal (*signaling theory*). Teori sinyal menjelaskan bahwa pihak pengirim (pemilik informasi; manajemen) memberikan suatu isyarat atau sinyal berupa informasi yang mencerminkan kondisi suatu perusahaan, yang bermanfaat bagi pihak penerima (investor). Sinyal yang dikeluarkan perusahaan ada yang dapat diamati secara langsung ataupun harus ditelaah lebih mendalam terlebih dahulu. Prediksi kebangkrutan merupakan salah satu sinyal yang diberikan perusahaan. Namun, sinyal ini tidak disampaikan secara langsung melainkan dapat diketahui dengan cara menganalisis informasi-informasi keuangan pada laporan keuangan perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh prediksi kebangkrutan dengan model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score secara parsial dan simultan terhadap harga saham Badan Usaha Milik Negara Non-Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2020.

Adapun hipotesis dalam penelitian ini, sebagai berikut:

H₁: Prediksi kebangkrutan menggunakan model Altman Z-Score berpengaruh positif terhadap harga saham.

Hasil penelitian Wiyarni (2018) menunjukkan bahwa nilai Z-Score

berpengaruh positif terhadap harga saham. Hasil penelitian Irama (2018) menunjukkan bahwa potensi kebangkrutan Altman Z-Score berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Sejalan dengan penelitian tersebut, hasil penelitian Saraswati dan Harahap (2020) menunjukkan bahwa potensi kebangkrutan Altman Z-Score berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Sebaliknya, hasil penelitian Karaca dan Özen (2017) menunjukkan bahwa tidak ada hubungan antara prediksi kebangkrutan dengan model Altman Z-Score terhadap harga saham. Hasil penelitian Prasetyo dan Widyawati (2020) menunjukkan bahwa variabel bebas Altman Z-Score tidak berpengaruh dan tidak signifikan terhadap harga saham.

H₂: Prediksi kebangkrutan menggunakan model Fulmer H-Score berpengaruh positif terhadap harga saham.

Hasil penelitian terdahulu oleh Kifana, dkk. (2014) menunjukkan bahwa secara parsial, potensi kebangkrutan perusahaan dengan model Fulmer berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Rolanda dan Laksmiwati (2020) meneliti pengaruh setiap variabel Fulmer H-Score terhadap harga saham Badan Usaha Milik Negara non-bank di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa variabel Fulmer H-Score, antara lain *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.

H₃: Prediksi kebangkrutan menggunakan model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score secara simultan berpengaruh terhadap harga saham.

Hasil penelitian Nurhayati (2015) menunjukkan bahwa model kebangkrutan yang digunakan secara simultan berpengaruh terhadap harga saham. Hasil penelitian Syamni, dkk. (2018) menunjukkan bahwa secara simultan, skor prediksi kebangkrutan setiap model prediksi berpengaruh terhadap harga saham. Berbeda dengan kedua hasil penelitian tersebut, hasil penelitian Abadi dan Ghoniyah (2016) menunjukkan bahwa model prediksi kebangkrutan secara simultan tidak berpengaruh terhadap harga saham.

METODE

Penelitian ini merupakan jenis penelitian deskriptif kuantitatif, yaitu penelitian yang mengacu kepada angka dan data-data empiris dari suatu variabel yang diteliti melalui prosedur statistik guna mendapatkan bukti dan hasil dari hipotesis yang ada. Populasi dalam penelitian ini adalah Badan Usaha Milik Negara Non-Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2020 berjumlah 16 perusahaan. Pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dan diperoleh sampel sejumlah 15 perusahaan. Adapun kriteria pemilihan sampel, sebagai berikut:

- 1) Perusahaan merupakan Badan Usaha Milik Negara yang bergerak di sektor non-perbankan.
- 2) Perusahaan telah *listing* di Bursa Efek Indonesia dan belum di-*delisting* hingga saat ini.
- 3) Perusahaan menyampaikan laporan keuangan secara rutin, khususnya selama periode 2015-2020 dan diunggah pada situs resmi perusahaan atau Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).
- 4) Laporan keuangan tahunan perusahaan memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan untuk menganalisis pengaruh prediksi kebangkrutan dengan model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score terhadap harga saham.

Data dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan dan ringkasan saham periode 2015-2020.

Instrumen yang digunakan dalam penelitian ini meliputi Z-Score, H-Score, dan harga saham penutupan akhir tahun setiap perusahaan. Laporan keuangan perusahaan diperoleh dengan cara mengakses situs resmi perusahaan dan situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Ringkasan harga saham juga diperoleh dengan mengakses situs resmi Bursa Efek Indonesia.

Teknik Analisis Data

Analisis data dalam penelitian ini terdiri atas analisis prediksi kebangkrutan dan analisis statistik menggunakan SPSS versi 25. Analisis prediksi kebangkrutan dilakukan menggunakan model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score. Formula setiap model prediksi, sebagai berikut:

1) Model Altman Z-Score

$$Z - Score = 1,21X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0 X_5$$

(1)

Keterangan:

$X_1 = Working\ Capital/Total\ Asset$

$X_2 = Retained\ Earning/Total\ Asset$

$X_3 = EBIT/Total\ Asset$

$X_4 = Market\ Value\ of\ Equity/Book\ Value\ of\ Total\ Liabilities$

$X_5 = Sales/Total\ Asset$

Adapun kriteria penilaian menurut model Altman, yaitu (a) jika Z-Score kurang dari 1,81 maka perusahaan diprediksi bangkrut; (b) jika Z-Score di antara 1,81-2,99 maka perusahaan berada di zona abu-abu (*gray area*); dan (3) jika Z-Score lebih dari 2,99 maka perusahaan dikatakan sehat (Aliando dalam Saraswati dan Harahap, 2020).

2) Model Fulmer

$$H - Score = 5,528V_1 + 0,212V_2 + 0,073V_3 + 1,270V_4 - 0,120V_5 + 2,335V_6 + 0,575V_7 + 1,083V_8 + 0,894V_9 - 6,075$$

Keterangan:

$V_1 = Retained\ Earning/Total\ Asset$

$V_2 = Sales/Total\ Asset$

$V_3 = EBT/Equity$

$V_4 = Cash\ flow/Total\ Debt$

$V_5 = Total\ Debt/Total\ Asset$

$V_6 = Current\ Liabilities/Total\ Asset$

$V_7 = Log\ Tangible\ Asset$

$V_8 = Working\ Capital/Total\ Debt$

$V_9 = Log\ EBIT/Interest$

Kriteria penilaian model Fulmer adalah (a) jika H-Score < 0 maka perusahaan diklasifikasikan sebagai perusahaan yang tidak sehat atau diprediksi bangkrut dan (b) jika H-Score > 0 maka perusahaan diklasifikasikan sebagai perusahaan yang sehat atau tidak mengalami kebangkrutan (Rolanda dan Laksmiwati, 2020).

Setelah diketahui Z-Score dan H-Score masing-masing perusahaan sampel, analisis data dilanjutkan dengan melakukan analisis statistik menggunakan SPSS versi 25, yang meliputi uji statistik deskriptif, uji asumsi klasik, dan uji hipotesis.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Analisis Model Altman Z-Score

Tabel 1 merupakan hasil analisis model Altman (Z-Score) dari 15 perusahaan BUMN non-perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2015-2020. Hingga saat ini, belum ada perusahaan yang dinyatakan bangkrut (*delisting*). Namun, terdapat 5 perusahaan yang diprediksi bangkrut selama 6 tahun berturut-turut, antara lain: PT Adhi Karya (Persero) Tbk, PT Jasa Marga (Persero) Tbk, PT Krakatau Steel (Persero) Tbk, PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk, dan PT Waskita Karya (Persero) Tbk. Ada juga perusahaan yang berada dalam kategori sehat selama 6 tahun berturut-turut yaitu PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.

Hasil Analisis Model Fulmer H-Score

Tabel 2 merupakan hasil analisis model Fulmer (H-Score) dari 15 perusahaan BUMN non-perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2015-2020. Belum ada perusahaan yang dinyatakan bangkrut (*delisting*) hingga saat ini dan hasil analisis model Fulmer juga menunjukkan sekitar 80% perusahaan berada pada kategori sehat selama 6

tahun berturut-turut. Meskipun demikian, ada juga perusahaan

Tabel 1. Hasil Analisis Model Altman (Z-Score)
BUMN Non-Perbankan yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2020

No	Kode	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	ADHI	1,528	1,213	1,238	1,147	0,846	0,514
		Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut
2	ANTM	0,827	1,581	1,321	1,924	2,631	3,699
		Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Grey Area	Grey Area	Sehat
3	INAF	1,869	12,406	12,143	14,080	3,198	7,040
		Grey Area	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
4	JSMR	1,332	0,963	1,020	0,700	0,406	0,473
		Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut
5	KAEF	4,504	5,910	4,178	2,738	0,979	2,001
		Sehat	Sehat	Sehat	Grey Area	Bangkrut	Grey Area
6	KRAS	-0,075	0,359	0,199	0,094	-1,574	-0,275
		Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut
7	PGAS	1,807	1,699	1,562	1,379	1,504	0,971
		Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut
8	PTBA	2,428	3,680	4,413	6,083	4,364	4,123
		Grey Area	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
9	PTPP	2,147	1,800	1,384	1,120	0,955	0,707
		Grey Area	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut
10	SMBR	6,925	14,105	14,386	5,800	1,954	3,255
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Grey Area	Sehat
11	SMGR	5,996	4,265	3,575	4,096	2,318	2,413
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Grey Area	Grey Area
12	TINS	1,744	2,496	2,061	1,631	1,149	1,779
		Bangkrut	Grey Area	Grey Area	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut
13	TLKM	4,397	5,148	4,990	4,260	3,907	3,034
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
14	WIKA	1,821	1,755	1,329	1,362	1,220	0,589
		Grey Area	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut
15	WSKT	1,563	1,190	1,005	0,944	0,664	-0,058
		Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut

(Sumber: data diolah, 2021)

Tabel 2. Hasil Analisis Model Fulmer (H-Score)
BUMN Non-Perbankan yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2020

No	Kode	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	ADHI	4,227	3,711	3,911	4,063	3,980	3,385
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
2	ANTM	0,590	-0,793	0,540	1,591	2,824	2,949
		Sehat	Bangkrut	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
3	INAF	3,662	2,525	3,131	2,485	2,045	2,164
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
4	JSMR	0,386	0,976	1,187	0,895	0,829	0,326
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
5	KAEF	4,577	4,138	3,745	3,543	2,306	2,582
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
6	KRAS	-0,128	-1,502	-0,445	-0,359	-2,792	-3,017
		Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut	Bangkrut
7	PGAS	3,354	3,264	3,270	3,641	3,355	2,644
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
8	PTBA	1,145	1,110	2,399	3,580	2,573	1,535
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
9	PTPP	4,165	4,217	4,098	4,013	3,914	3,398
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
10	SMBR	11,047	2,371	2,876	0,860	0,552	0,482
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
11	SMGR	6,290	5,541	4,610	5,004	3,155	3,490
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat

12	TINS	0,119	0,675	0,367	0,003	-0,721	-0,709
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Bangkrut	Bangkrut
13	TLKM	1,302	1,407	1,374	1,179	0,996	0,863
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
14	WIKA	2,089	2,347	2,631	2,672	2,578	1,771
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat
15	WSKT	3,900	3,604	3,822	3,999	3,390	2,454
		Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat	Sehat

(Sumber: data diolah, 2021)

Tabel 3. Statistik Deskriptif

		Statistics		
		Z-Score	H-Score	Harga Saham
N	Valid	90	90	90
	Missing	0	0	0
Mean		2.82555	2.31441	3007.82
Std. Deviation		3.109579	2.009274	2850.534
Minimum		-1.574	-3.017	168
Maximum		14.386	11.047	12500

(Sumber: data diolah, 2021)

yang diprediksi bangkrut, seperti PT Krakatau Steel (Persero) Tbk yang diprediksi bangkrut selama 6 tahun berturut-turut dan PT Timah (Persero) Tbk yang diprediksi bangkrut selama 2 tahun terakhir.

1) Statistik Deskriptif

Berdasarkan tabel 3, diketahui jumlah sampel sebanyak 90 data. Nilai minimum dari Z-Score sebesar -1,574 dan nilai maksimumnya sebesar 14,386. Rata-rata Z-Score berada di angka 2,82555 dengan standar deviasi sebesar 3,109579. Nilai rata-rata ini menunjukkan bahwa

rata-rata perusahaan berada di zona abu-abu (*gray area*) jika dianalisis menggunakan model Altman. Nilai minimum H-Score sebesar -3,017 dan nilai maksimumnya sebesar 11,047. Rata-rata H-Score berada di angka 2,31441 dengan standar deviasi 2,009274. Nilai rata-rata ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan memiliki kondisi yang sehat jika dianalisis menggunakan model Fulmer. Nilai minimum harga saham sebesar 168 dan nilai maksimumnya sebesar 12.500. Rata-rata harga saham sebesar 3.007,82 dengan standar deviasi sebesar 2.850,534.

Tabel 4. Uji Normalitas One-Sample Kolmogorov Smirnov

		Unstandardized Residual
N		90
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.85487275
Most Extreme Differences	Absolute	.087
	Positive	.087
	Negative	-.084
Test Statistic		.087
Asymp. Sig. (2-tailed)		.089 ^c

Exact Sig. (2-tailed)	.477
Point Probability	.000

(Sumber: data diolah dengan SPSS versi 25, 2021)

Tabel 5. Uji Autokorelasi Durbin-Watson

Model	R	R Square	Adjusted R		Durbin-Watson
			Square	Std. Error of the Estimate	
1	.420 ^a	.176	.157	.86464	1.102

(Sumber: data diolah dengan SPSS versi 25, 2021)

2) Uji Normalitas

Uji normalitas pada penelitian ini menggunakan Uji One-Sample Kolmogorov Smirnov. Nilai residual dikatakan terdistribusi normal ketika Exact Sig. (2-tailed) > 0,05. Berdasarkan tabel 4, terlihat bahwa nilai Exact Sig. (2-tailed) sebesar 0,477 > 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa nilai residual terdistribusi normal.

adalah kriteria Santoso (2012), yaitu: (a) jika nilai Durbin-Watson di bawah -2 berarti terjadi autokorelasi positif; (b) jika nilai Durbin-Watson di antara -2 sampai +2 berarti tidak terjadi autokorelasi; dan (c) jika nilai Durbin-Watson di atas +2 berarti terjadi autokorelasi negatif. Berdasarkan tabel 5, terlihat bahwa nilai Durbin-Watson sebesar 1,102. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi dan model regresi layak digunakan untuk melakukan prediksi.

3) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan Uji Durbin-Watson. Kriteria pengambilan keputusan yang digunakan

Tabel 6. Uji Multikolinearitas

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	7.114	.151		47.038	.000		
	Z-Score	.094	.030	.310	3.080	.003	.936	1.068
	H-Score	.101	.047	.215	2.139	.035	.936	1.068

(Sumber: data diolah dengan SPSS versi 25, 2021)

Tabel 7. Uji Heteroskedastisitas Glejser

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	.600	.104		5.772	.000
	Z-Score	-.009	.021	-.047	-.427	.670
	H-Score	.018	.032	.061	.550	.584

(Sumber: data diolah dengan SPSS versi 25, 2021)

4) Uji Multikolinearitas

Tidak terjadinya multikolinearitas ditunjukkan dengan nilai *tolerance* > 0,10 dan nilai VIF < 10. Berdasarkan tabel 6,

diketahui nilai *tolerance* untuk variabel Z-Score dan H-Score sebesar 0,936 > 0,10. Sementara, nilai VIF untuk variabel Z-Score dan H-Score sebesar 1,068 < 10.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas.

5) Uji Heteroskedastisitas

Dasar pengambilan keputusan menggunakan Uji Glejser adalah jika nilai signifikansi (Sig.) antara variabel independen dengan absolut residual lebih

besar dari 0,05 maka tidak terdapat gejala heteroskedastisitas. Berdasarkan tabel 7, diketahui bahwa nilai signifikansi Z-Score sebesar 0,670 > 0,05 dan nilai signifikansi H-Score sebesar 0,584 > 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala heteroskedastisitas dalam model regresi ini

Tabel 8. Analisis Regresi Linear Berganda

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	7.114	.151		47.038	.000
	Z-Score	.094	.030	.310	3.080	.003
	H-Score	.101	.047	.215	2.139	.035

(Sumber: data diolah dengan SPSS versi 25, 2021)

Tabel 9. Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.420 ^a	.176	.157	.86464

(Sumber: data diolah dengan SPSS versi 25, 2021)

Tabel 10. Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	13.892	2	6.946	9.291	.000 ^b
	Residual	65.042	87	.748		
	Total	78.934	89			

(Sumber: data diolah dengan SPSS versi 25, 2021)

6) Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh linier dari beberapa variabel independen terhadap sebuah variabel dependen. Bentuk umum dari model regresi linear berganda adalah $Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_kX_k + e$. Berdasarkan tabel 8 maka diperoleh konstanta sebesar 7,114, koefisien b_1 sebesar 0,094 dan b_2 sebesar 0,101. Dengan demikian, bentuk model regresi yang digunakan dalam penelitian ini, sebagai berikut.

$$Y = 7,114 + 0,094X_1 + 0,101X_2 \quad (3)$$

Pembahasan Hipotesis Pertama (H₁)

Hipotesis pertama (H₁) dalam penelitian ini adalah prediksi kebangkrutan

menggunakan model Altman Z-Score berpengaruh positif terhadap harga saham. Pada tabel 8, terlihat bahwa nilai signifikansi (Sig.) Z-Score sebesar 0,003 dan nilai t-hitung Z-Score sebesar 3,080. Nilai signifikansi ini < 0,05 dan nilai t-hitung > t-tabel sebesar 1,98761. Artinya, Z-Score berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Model regresi menunjukkan bahwa besarnya koefisien Z-Score (X_1) adalah 0,094, berarti setiap kenaikan 1 satuan variabel Z-Score akan menyebabkan kenaikan pada variabel harga saham sebesar 0,094. Dengan asumsi, variabel lain diabaikan ($X_2 = 0$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa prediksi kebangkrutan menggunakan model Altman Z-Score berpengaruh positif signifikan terhadap

harga saham. Oleh sebab itu, hipotesis pertama (H_1) diterima.

Semakin tinggi Z-Score suatu perusahaan akan menyebabkan harga saham perusahaan tersebut semakin tinggi atau mengalami kenaikan. Hal ini dikarenakan, semakin tinggi Z-Score mengindikasikan bahwa kondisi keuangan perusahaan semakin baik. Apabila Z-Score perusahaan di atas 2,99 maka perusahaan dikategorikan sehat. Akibatnya, calon investor merasa yakin untuk berinvestasi di perusahaan tersebut dan permintaan atas saham perusahaan meningkat. Sebaliknya, semakin rendah Z-Score suatu perusahaan akan menyebabkan harga saham perusahaan tersebut semakin rendah atau mengalami penurunan. Z-Score yang rendah (di bawah 2,99) mengindikasikan bahwa perusahaan sedang dalam kondisi tidak sehat, baik berada di zona abu-abu ataupun berpotensi bangkrut. Ketika perusahaan berada di zona abu-abu atau bahkan bangkrut akan mengakibatkan munculnya keraguan dari para calon investor. Minat calon investor terhadap perusahaan akan menurun, yang dapat berdampak pada menurunnya permintaan atas saham perusahaan. Sesuai dengan hukum permintaan dan penawaran pasar, ketika permintaan atas saham lebih sedikit dari jumlah penawaran maka harga saham akan turun. Sebaliknya, ketika permintaan atas saham lebih banyak dari jumlah penawaran maka harga saham akan naik.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Wiyarni (2018), Irama (2018), serta Saraswati dan Harahap (2020) yang menunjukkan bahwa potensi kebangkrutan Altman Z-Score berpengaruh positif terhadap harga saham. Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Karaca dan Özen (2017) serta Prasetyo dan Widyawati (2020) yang menunjukkan bahwa prediksi kebangkrutan Altman Z-Score tidak berpengaruh terhadap harga saham.

Pembahasan Hipotesis Kedua (H_2)

Hipotesis kedua (H_2) dalam penelitian ini adalah prediksi kebangkrutan

menggunakan model Fulmer H-Score berpengaruh positif terhadap harga saham. Berdasarkan tabel 8, terlihat bahwa nilai signifikansi (Sig.) H-Score sebesar 0,035 dan nilai t-hitung H-Score sebesar 2,139. Nilai signifikansi ini kurang dari 0,05 dan nilai t-hitung lebih dari t-tabel sebesar 1,98761. Artinya, H-Score berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Dari model regresi, diketahui bahwa koefisien H-Score (X_2) sebesar 0,101, berarti setiap kenaikan 1 satuan H-Score akan menyebabkan kenaikan pada variabel harga saham sebesar 0,101. Dengan asumsi, variabel lain diabaikan ($X_1 = 0$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa prediksi kebangkrutan menggunakan model Fulmer H-Score berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Oleh sebab itu, hipotesis kedua (H_2) diterima.

Semakin tinggi H-Score perusahaan ($H\text{-Score} > 0$) maka harga saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi atau mengalami kenaikan. Ketika H-Score perusahaan lebih dari 0, perusahaan tersebut dikategorikan sebagai perusahaan yang sehat. Semakin tinggi H-Score suatu perusahaan juga mengindikasikan bahwa kondisi keuangan perusahaan semakin baik. Sebaliknya, semakin rendah H-Score perusahaan ($H\text{-Score} < 0$) maka harga saham perusahaan tersebut akan semakin rendah atau mengalami penurunan. Ketika H-Score perusahaan kurang dari 0, perusahaan tersebut dianggap berpotensi bangkrut. Semakin rendah H-Score perusahaan juga dapat mengindikasikan bahwa kondisi keuangan perusahaan semakin buruk.

Calon investor tentunya akan memilih perusahaan dengan kondisi keuangan yang baik, dengan kata lain perusahaan yang sehat. Perusahaan yang sehat membuat calon investor merasa yakin untuk menginvestasikan dana mereka di perusahaan tersebut. Akibatnya, permintaan atas saham perusahaan cenderung meningkat. Sebaliknya, perusahaan yang diprediksi bangkrut menyebabkan calon investor tidak yakin untuk menanamkan dana mereka di perusahaan tersebut.

Akibatnya, permintaan atas saham perusahaan cenderung turun. Sesuai hukum permintaan dan penawaran pasar, ketika jumlah permintaan lebih sedikit dari jumlah saham yang ditawarkan maka harga saham akan turun dan ketika jumlah permintaan lebih banyak dari jumlah saham yang ditawarkan maka harga saham akan naik. Dengan demikian, perusahaan yang sehat akan mengalami peningkatan pada harga sahamnya. Sementara, perusahaan yang diprediksi bangkrut akan mengalami penurunan pada harga sahamnya. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Kifana, dkk. (2014) yang menunjukkan bahwa secara parsial, potensi kebangkrutan perusahaan yang dianalisis menggunakan model Fulmer berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham.

Pembahasan Hipotesis Ketiga (H₃)

Hipotesis ketiga (H₃) dalam penelitian ini adalah prediksi kebangkrutan menggunakan model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score secara simultan berpengaruh terhadap harga saham. Syamni, dkk. (2018) mengungkapkan bahwa skor prediksi kebangkrutan dari model yang berbeda memiliki pengaruh yang berbeda terhadap harga saham. Hanya mengandalkan satu model untuk memprediksi kebangkrutan dianggap dapat mengakibatkan estimasi yang tidak akurat serta mengarah kepada pengambilan keputusan yang tidak tepat.

Berdasarkan hasil uji F, diketahui nilai signifikansi (Sig.) sebesar 0,000 dan nilai F-hitung sebesar 9,291. Nilai signifikansi $0,000 < 0,05$ sedangkan nilai F-hitung $9,291 >$ nilai F-tabel sebesar 3,10. Artinya, prediksi kebangkrutan dengan model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score secara simultan berpengaruh terhadap harga saham. Oleh sebab itu, hipotesis ketiga (H₃) diterima. Tabel 9 menunjukkan nilai Adjusted R² sebesar 0,157 atau 15,7%. Hal ini berarti 15,7% kenaikan atau penurunan harga saham dipengaruhi oleh variabel Z-Score dan H-Score. Sementara, sebesar 84,3% sisanya disebabkan oleh faktor-faktor lain yang tidak dijelaskan dalam penelitian ini.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Nurhayati (2015) dan Syamni, dkk. (2018). Hasil kedua penelitian tersebut menunjukkan bahwa model prediksi kebangkrutan yang digunakan secara simultan berpengaruh terhadap harga saham. Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Abadi dan Ghoniyah (2016) yang menunjukkan bahwa model prediksi kebangkrutan secara simultan tidak berpengaruh terhadap harga saham.

SIMPULAN DAN SARAN

Hasil analisis model Altman Z-Score menunjukkan bahwa, selama 6 tahun berturut-turut, terdapat 5 perusahaan BUMN non-perbankan yang diprediksi bangkrut dan 1 perusahaan yang dikategorikan sehat. Sementara, hasil analisis model Fulmer H-Score menunjukkan bahwa, selama 6 tahun berturut-turut, sebanyak 12 perusahaan BUMN non-perbankan dikategorikan sehat dan 1 perusahaan diprediksi bangkrut. Meski terdapat perbedaan, hasil uji t menunjukkan bahwa baik prediksi kebangkrutan dengan model Altman Z-Score maupun Fulmer H-Score, secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Dengan kata lain, kedua model dapat digunakan untuk mengestimasi perubahan harga saham di masa depan. Hasil uji F juga menunjukkan bahwa prediksi kebangkrutan dengan model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score secara simultan berpengaruh terhadap harga saham.

Adapun saran yang dapat penulis berikan, yaitu: (a) bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk menggunakan kedua model ini pada perusahaan lain, misalnya pada perusahaan asuransi dan jasa lainnya dengan periode pengamatan yang sama atau lebih lama; (b) bagi investor disarankan untuk mencari tahu kondisi perusahaan terlebih dahulu sebelum memutuskan untuk berinvestasi di perusahaan tersebut, salah satu caranya dengan melakukan analisis prediksi kebangkrutan menggunakan model Altman Z-Score dan Fulmer H-Score. Bagi OJK dan BEI disarankan untuk mengadakan sosialisasi atau edukasi

kepada investor dan masyarakat mengenai adanya isu prediksi kebangkrutan pada perusahaan BUMN.

DAFTAR PUSTAKA

- Abadi, M. T., & Ghoniyah, N. (2016). Studi Potensi Kebangkrutan Pada Perusahaan Industri Properti Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Bisnis Indonesia*, 13(1), 91–100.
- Azzharah, S. D. (2019). Analisis Pengaruh Prediksi Kebangkrutan dan Residual Income Terhadap Harga Saham Perusahaan yang Terdaftar dalam ISSI. *Salatiga: Institut Agama Islam Negeri Salatiga*.
- Brimantyo, H., Topowijono & Husaini, A. (2013). Penerapan Analisis Altman Z-Score Sebagai Salah Satu Alat untuk Mengetahui Potensi Kebangkrutan Perusahaan (Pada Perusahaan Telekomunikasi yang Listing di BEI Periode Tahun 2009-2011). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 1(1), 188-198.
- Irama, O. N. (2018). Pengaruh Potensi Kebangkrutan Terhadap Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Net Vol. 1 No. 1 Januari 2018*.
- Karaca, S., & Özen, E. (2017). Financial failure estimation of companies in BIST tourism index by Altman Model and its effect on market prices. *BRAND. Broad Research in Accounting, Negotiation, and Distribution*, 8(2), 11-23.
- Kifana, B. D., Kamaliah., & Halim, E. H. (2014). Analisis Kinerja Keuangan dan Potensi Kebangkrutan Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Terbuka Sektor Telekomunikasi di BEI. *PEKBIS (Jurnal Pendidikan Ekonomi Dan Bisnis)*, 6(3), 147-158.
- Manurung, F., Tiara, S., & Ovami, D. C. (2019). Model Springate, Model Fulmer dan Kebangkrutan Perusahaan. *Seminar Nasional Sains & Teknologi Informasi (SENSASI)*, 30(3), 65–67.
- Muthmainah, D. A. (2018). Pemerintah Restrukturisasi Merpati dan Tiga BUMN Bangkrut. (<https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20180716181159-92-314593/pemerintah-restrukturisasi-merpati-dan-tiga-bumn-bangkrut>) diakses pada Selasa, 11 Mei 2021.
- Nurhayati, D. (2015). Pengaruh Prediksi Kebangkrutan Dengan Menggunakan Metode Altman Z-Score dan Springate Terhadap Harga Saham (Studi Pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia) (*Thesis, Fakultas Ekonomi Unpas*).
- Prasetyo, V. R., & Widyawati, D. (2020). Pengaruh Prediksi Kebangkrutan yang Dihitung dengan Zscore Dan S-Score Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Food and Beverage. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 9(7).
- Rolanda, I., & Laksmiwati, M. (2020). Pengaruh variabel fulmer h-score terhadap harga saham pada Badan Usaha Milik Negara Non Bank di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017. *Jurnal Akuntansi, Keuangan, dan Manajemen*, 1(2), 67-82. <https://doi.org/10.35912/jakman.v1i2.8>
- Santoso, S. 2012. Statistik Parametrik. Jakarta: PT Gramedia Pustaka.
- Santoso, Y. I. (2019). Banyak BUMN Masuk List Rentan Bangkrut, Ini Penyebabnya. (<https://nasional.kontan.co.id/news/banyak-bumn-masuk-list-bangkrut-ini-penyebabnya?page=3>) diakses pada Sabtu, 6 Februari 2021.
- Sudarman., Efni, Y., & Savitri, E. (2020). Perbandingan Analisis Prediksi

- Kebangkrutan Model Springate's, Fulmer, Foster dan Altman Z-Score (Studi pada Perusahaan Sektor Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ekonomi KIAT*, 31(1), 15–21. <https://journal.uir.ac.id/index.php/kiat/article/view/2705>
- Syamni, G., Majid, M. S. A., & Siregar, W. V. (2018). Bankruptcy Prediction Models and Stock Prices of the Coal Mining Industry in Indonesia. *Etikonomi*, 17(1), 57–68. <https://doi.org/10.15408/etk.v17i1.6559>
- Wiyarni, C. A. M. (2018). Z-Score Bankruptcy Prediction Model and Stock Prices of The Cigarette Companies in Indonesia. *International Journal of Business Marketing and Management*, 3(10), 2456–4559. www.ijbmm.com