

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Proses Penghapusan Pencatatan (*Delisting*) oleh Bursa Efek Indonesia

Prosedur penghapusan pencatatan saham dari BEI mengacu pada Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-308/BEJ/07-2004 tentang Peraturan Nomor I-I tentang Penghapusan Pencatatan (*Delisting*) sebagai berikut:

1. *Voluntary Delisting*

Voluntary delisting berarti perusahaan tercatat mengajukan permohonan kepada BEI untuk keluar dari bursa. Beberapa syarat harus terpenuhi sebelum mengajukan permohonan kepada BEI, yaitu perusahaan telah tercatat atau terdaftar dan melakukan perdagangan efek di BEI minimal lima tahun, pemegang saham perusahaan telah bersepakat untuk mengajukan permohonan *delisting* melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dan perusahaan telah tuntas membeli kembali (*buyback*) saham dari pemegang saham yang tidak setuju atas rencana *delisting* berdasarkan harga yang tertera pada peraturan (harga nominal atau harga wajar atau harga tertinggi di pasar reguler selama dua tahun terakhir). Pembelian kembali saham dapat dilakukan oleh perusahaan tersebut, pemegang saham utama (biasanya bertujuan untuk menjadi perusahaan tertutup), atau pemenang tender. Pembelian kembali saham juga menyebabkan tingkat likuiditas,

salah satu syarat utama perusahaan terbuka, menurun akibat adanya pengurangan jumlah saham beredar (Prananingtyas & Sitepu, 2019).

Setelah persyaratan terpenuhi, perusahaan tercatat dapat mengumumkan rencana *delisting* kepada publik setelah melakukan pengajuan permohonan *delisting* pada BEI. Pengajuan permohonan *delisting* wajib disertai alasan dan tujuan yang jelas dan pihak yang bersedia membeli saham perusahaan tersebut dari investor ritel dan institusional beserta harga pembelian. Setiap tahapan dalam proses *delisting* wajib disampaikan kepada publik secara nasional sesuai dengan prinsip keterbukaan informasi dan prinsip lainnya yang diatur oleh OJK dalam Surat Edaran OJK Nomor 32/SEOJK.04/2015 tentang Pedoman Tata Kelola Perusahaan Terbuka. Beberapa rekomendasi OJK dalam keterbukaan informasi untuk fakta material, yaitu adanya kebijakan penilaian sendiri untuk menilai dan mengevaluasi kinerja yang tertuang dalam laporan tahunan perusahaan terbuka, adanya kebijakan komunikasi antara manajemen dan pemegang saham baik melalui media cetak ataupun elektronik, dan sebagainya. Setiap keterbukaan informasi juga wajib dilaporkan kepada bursa.

Proses *buyback* menghasilkan *output* berupa laporan pembelian saham dan opini konsultan hukum yang independen yang menyatakan proses pembelian tersebut tuntas dan sesuai dengan peraturan yang berlaku. *Output* tersebut sebagai syarat yang diberikan kepada BEI bersama dengan permohonan *delisting*. Setelah itu, bursa melakukan suspensi terhadap perusahaan yang telah mengajukan permohonan *delisting*. *Delisting* saham perusahaan tercatat berlaku efektif setelah

perusahaan tercatat menyelesaikan seluruh kewajibannya, membayar biaya *delisting*, dan telah mendapat persetujuan dari bursa.

2. *Forced/Involuntary Delisting*

Forced/involuntary delisting adalah penghapusan pencatatan perusahaan tercatat di bursa oleh bursa bukan karena inisiatif perusahaan itu sendiri. Hal itu terjadi karena perusahaan tercatat mengalami kondisi negatif yang mengancam keberlangsungan perusahaan baik secara hukum maupun ekonomi dan tidak memungkinkan adanya restrukturisasi atau pemulihan. Selain itu, *involuntary delisting* juga dapat terjadi ketika saham perusahaan tercatat terkena suspensi di pasar tunai dan hanya dapat diperdagangkan di pasar negosiasi minimal dua puluh empat bulan terakhir. Kedua hal tersebut dapat tercermin dari pelaporan laporan keuangan terbuka perusahaan tercatat dan pergerakan saham di bursa sehingga dapat dijadikan indikasi bahwa perusahaan tercatat tidak memenuhi aturan BEI sehingga bursa melakukan dengar pendapat dengan perusahaan tercatat.

Dalam dengar pendapat perusahaan tercatat, bursa meminta penjelasan dari emiten dan juga rencana bisnis untuk tiga tahun mendatang sebagai bentuk pertimbangan analisis BEI dalam menentukan apakah emiten tersebut harus *delisting* dari bursa. Metode analisa *delisting* yang detailnya tidak disebarluaskan secara publik sepenuhnya merupakan kewenangan BEI sebagai SRO (*Self-Regulatory Organization*). Menurut Abubakar dan Handayani (2020), SRO bertujuan untuk memberi perlindungan terhadap pemegang saham, menciptakan keamanan dan kenyamanan dalam transaksi di pasar modal, dan menerapkan tata kelola perusahaan yang baik. SRO yang juga disupervisi oleh OJK terdiri dari

BEI, KPEI (Kliring Pinjaman Efek Indonesia), dan KSEI (Kustodian Sentral Efek Indonesia).

Dalam hal bursa memutuskan untuk melakukan *delisting*, bursa memberitahukan keputusan akan dilakukan *delisting* saham perusahaan tercatat termasuk jadwal pelaksanaannya kepada perusahaan tercatat perusahaan tercatat yang bersangkutan pada hari bursa yang sama diputuskannya *delisting* saham dimaksud dengan tembusan kepada Bapepam (Sekarang OJK). Setelah itu, bursa menyampaikan informasi tersebut kepada publik paling lama pada awal sesi I hari bursa berikutnya setelah diputuskannya *delisting* saham dimaksud. Bursa juga dapat melakukan suspensi selama lima hari bursa dan selanjutnya saham perusahaan yang diputuskan *delisting* tersebut hanya dapat diperdagangkan di pasar negosiasi selama dua puluh hari bursa sebelum tanggal efektif *delisting*. Tanggal efektif *delisting* ditetapkan dan diumumkan oleh bursa.

BEI selaku SRO memberikan sinyal untuk memproteksi investor publik dengan cara (1) mengumumkan perusahaan tercatat yang terkena suspensi di laman BEI, (2) menerbitkan pengumuman sedang diadakannya dengar pendapat dengan perusahaan terancam *delisting* melalui laman BEI, (3) mencantumkan notasi khusus pada laman BEI, dan (4) tidak mengizinkan pemegang saham utama, komisaris, dan direksi calon perusahaan tercatat bukan pihak yang menjabat sebagai pemegang saham utama, komisaris, dan direksi pada saat perusahaan dinyatakan *involuntary delisting* dalam lima tahun terakhir setelah tanggal efektif *delisting*. Poin empat dilakukan sebagai bentuk tanggung jawab pemegang saham utama kepada pemegang saham minoritas dengan tidak menjual

sahamnya selama proses *delisting*. Apabila pemegang saham utama melepaskan sahamnya, nilai saham perusahaan akan semakin terpuruk sehingga sangat merugikan pemegang saham minoritas. Selain belum adanya standar operasional mengenai pemegang saham utama tidak boleh mentransaksikan sahamnya, tidak adanya kebijakan *buyback* yang ada pada *voluntary delisting*, tetapi tidak ada pada *forced delisting* membuat pemegang saham minoritas semakin kesulitan menjual sahamnya terlebih lagi hanya diberikan waktu 20 hari bursa di pasar negosiasi (Abubakar & Handayani, 2020). Pasar negosiasi merupakan tempat untuk pemilik saham menjual sahamnya dengan harga sesuai kesepakatan dengan investor lain yang membeli saham tersebut. Saham pada pasar negosiasi biasanya saham yang dibatasi pergerakannya di pasar reguler (mengindikasikan bahwa perusahaan tercatat mengalami masalah, seperti suspensi dan kabar *forced delisting*). Oleh karena itu, nilai saham di pasar negosiasi biasa lebih rendah daripada di pasar reguler (Hendrayana, 2021).

2.2 Metode Altman Z-Score

2.2.1 Perkembangan Metode Altman Z-Score

Menurut Altman, Hochkiss, dan Wang (2019), pada mulanya, perkembangan metode untuk memprediksi kebangkrutan adalah untuk menilai tingkat kelayakan kredit sehingga institusi keuangan dapat menilai apakah debitur dapat mengembalikan pinjaman. Pada tahun 1800-an, tingkat kelayakan kredit (*credit scoring*) diukur secara subjektif dan berdasarkan jaminan. Pada tahun 1900-an, sistem penilaian kelayakan kredit berkembang dengan membuat perhitungan akuntansi univariat (satu variabel) dan membuat kategori atau *rating*

dari industri yang sama untuk menilai kelayakan jumlah pinjaman. Perhitungan akuntansi itu menghasilkan sebuah *database* untuk membantu analisa dan membandingkan *database* perusahaan baik secara *time-series* dan industri sejenis. Metode Altman *Z-Score* merupakan perkembangan dari sistem penilaian perusahaan yang masih digunakan hingga hari ini. Metode Altman *Z-Score* merupakan perhitungan dengan *Multiple Analysis Discriminant* yang berarti menggunakan beberapa variabel untuk melakukan penilaian dari sisi prediksi tidak sanggupnya perusahaan untuk melanjutkan usaha. Tiap perkembangan metode ditujukan untuk menyesuaikan dengan perusahaan sehingga tiap jenis metode *Z-Score* masih dapat digunakan. Metode Altman *Z-Score* mengalami perkembangan sebagai berikut:

1. *The Original Altman Z-Score Model (Z-Score)*

The Original Altman Z-Score Model pertama kali dikemukakan pada tahun 1968. *Z-Score* berdasarkan sampel dari 66 perusahaan manufaktur yang dibagi menjadi dua kelompok secara rata, yaitu kelompok bangkrut dan tidak bangkrut. Pengumpulan data berupa lima indikator yang diambil dari laporan keuangan tahunan perusahaan dan satu indikator dari nilai pasar ekuitas perusahaan. Selain itu, sampel merupakan perusahaan terbuka yang memiliki nilai aset kurang dari \$25juta. Penyusunan *database* dilakukan secara manual. Berikut model Altman *Z-Score (Z-Score)* kali pertama.

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5$$

Sumber: (Altman et al., 2019)

Keterangan :

Z = *Bankruptcy Index*

X_1 = *Working Capital (Current Asset-Current Liability) to Total Asset*

X_2 = *Retained Earnings to Total Asset*

X_3 = *Earning Before Interest and Taxes to Total Assets*

X_4 = *Market Value of Equity to Book Value of Debt*

X_5 = *Sales to Total Asset*

Perhitungan tersebut merupakan penjumlahan dari perkalian antara beberapa variabel dengan persentase nilai (*weighting factor*). Hasil dari model tersebut merupakan indeks kebangkrutan yang dibagi menjadi tiga kategori, yaitu:

Tabel II-1 Zona pada The Origin of Altman Z-Score Model (Z)

Indeks Kebangkrutan (Z)	Kategori/ Zona/area
$Z > 2,99$	Tidak Bangkrut/Sehat/ <i>Safe</i>
$1,81 < Z < 2,99$	Rawan Bangkrut/abu-abu/ <i>Grey</i>
$Z < 1,81$	Bangkrut/ <i>Distress</i>

Sumber: (Altman et al., 2019)

2. *Z-Score Private Firm Model (Z'-Score)*

Sesuai namanya, *Z-Score Private Firm Model* disesuaikan dengan perusahaan tertutup atau non publik. Selain itu, industri juga terus berkembang sehingga model *Z-Score* yang pertama tidak cukup relevan untuk perusahaan nonmanufaktur, seperti perusahaan ritel atau jasa. Perusahaan ritel atau jasa memiliki struktur aset dan liabilitas yang berbeda, misal *sales to total aset ratio* perusahaan ritel akan lebih besar karena perputaran aset atau persediaannya lebih

cepat. Perbedaan model antara *Z-Score* dan *Z'-Score* ada pada variabel X_4 yang mensubstitusi *market value* menjadi *book value* karena perusahaan tidak tercatat di bursa.

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,874 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5$$

Sumber : (Altman et al., 2019)

Keterangan :

Z' = *Bankruptcy Index*

X_1 = *Working Capital to Total Asset*

X_2 = *Retained Earnings to Total Asset*

X_3 = *Earning Before Interest and Taxes to Total Assets*

X_4 = *Book Value of Equity to Book Value of Debt*

X_5 = *Sales to Total Asset*

Pembaharuan model tersebut mengakibatkan perubahan persentase nilai yang berbeda sehingga rentang nilai untuk klasifikasi zona menjadi berbeda. Hasil dari model tersebut merupakan indeks kebangkrutan yang dibagi menjadi tiga kategori, yaitu:

Tabel II-2 Z-Score Private Firm Model

Indeks Kebangkrutan (Z)	Kategori/ Zona/area
$Z > 2,90$	Tidak Bangkrut/Sehat/ <i>Safe</i>
$1,23 < Z < 2,99$	Rawan Bangkrut/abu-abu/ <i>Grey</i>
$Z < 1,23$	Bangkrut/ <i>Distress</i>

Sumber: (Altman et al., 2019)

3. *The Z''-Score Model*

The Z''-Score Model merupakan model yang paling praktis dan fleksibel karena dapat digunakan baik di perusahaan manufaktur, nonmanufaktur, terbuka, maupun tertutup. Oleh karena itu, variabel X_4 sama seperti *Z'-Score*, yaitu menggunakan *book equity*. Pergantian dari nilai wajar menjadi nilai buku juga menjadi relevan karena pasar modal tidak menjadi pertimbangan yang cukup baik karena ukuran, ruang lingkup, likuiditas, atau faktor perdagangannya. Selain itu, variabel X_5 dihilangkan karena menghasilkan nilai yang jauh berbeda antara perusahaan manufaktur dan nonmanufaktur, khususnya persediaan. *The Z''-Score Model* digambarkan sebagai berikut.

$$Z'' = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$$

Sumber : (Altman et al., 2019)

Keterangan :

$Z'' = \text{Bankruptcy Index}$

$X_1 = \text{Working Capital to Total Asset}$

$X_2 = \text{Retained Earnings to Total Asset}$

$X_3 = \text{Earning Before Interest and Taxes to Total Assets}$

$X_4 = \text{Book Value of Equity to Book Value of Debt}$

Hasil dari model tersebut merupakan indeks kebangkrutan yang dibagi menjadi tiga kategori, yaitu:

Tabel II-3 Zona The Z"-Score Model

Indeks Kebangkrutan (Z)	Kategori/ Zona/area
$Z > 2,60$	Tidak Bangkrut/Sehat/ <i>Safe</i>
$1,1 < Z < 2,60$	Rawan Bangkrut/abu-abu/ <i>Grey</i>
$Z < 1,1$	Bangkrut/ <i>Distress</i>

Sumber: (Altman et al., 2019)

2.2.2 Rasio-Rasio pada Altman Z-Score

Setiap variabel X pada Altman Z-Score didefinisikan dengan rasio keuangan yang memiliki penjelasan sebagai berikut (Kadim & Sunardi, 2018).

1. Variabel X_1

$$X_1 = \frac{\text{Modal Kerja}}{\text{Total Aset}} = \frac{\text{Aset Lancar} - \text{Kewajiban Lancar}}{\text{Total Aset}}$$

Gambar II-1 Rasio pada X_1 Altman Z-Score

Rasio pada variabel X_1 bertujuan untuk mengukur likuiditas perusahaan. *Working capital* berarti modal kerja atau sumber dana bagi perusahaan untuk beroperasi sehingga bentuk aktiva jangka pendek menjadi pertimbangan. Oleh karena itu, *working capital* dinyatakan dengan total aset lancar yang dikurangi total kewajiban lancar. *Working capital* yang negatif dapat menjadi sinyal bahwa ada masalah pada perusahaan karena aset lancarnya tidak dapat menutupi kewajibannya. Semakin likuid perusahaan berarti perusahaan mampu

membayar seluruh utangnya tepat waktu atau seberapa cepat perusahaan dapat mencairkan uang, begitu sebaliknya.

2. Variabel X_2

$$X_2 = \frac{\text{Laba Ditahan}}{\text{Total Aset}}$$

Gambar II-2 Rasio pada X_2 Altman *Z-Score*

Rasio pada variabel X_2 bertujuan untuk mengukur profitabilitas dalam memperoleh laba selama perusahaan beroperasi. Laba ditahan merupakan laba bersih yang tidak dibagikan kepada pemegang saham dan akan digunakan untuk mendanai kegiatan perusahaan. Oleh karena itu, rasio X_2 dapat negatif bila perusahaan mengalami kerugian secara terus-menerus. Hal tersebut dapat menjadi sinyal bahwa kondisi keuangan perusahaan tidak sehat dan adanya ancaman bangkrut.

3. Variabel X_3

$$X_3 = \frac{\text{Laba Sebelum Bunga dan Pajak (EBIT)}}{\text{Total Aset}}$$

Gambar II-3 Rasio pada X_3 Altman *Z-Score*

Rasio pada variabel X_3 bertujuan untuk tingkat profitabilitas operasi perusahaan. Rasio tersebut menentukan tingkat kesuksesan manajemen dalam mengendalikan biaya-biaya. Selain itu, rasio tersebut menentukan tingkat produktivitas dan efisiensi penggunaan aset untuk menghasilkan laba.

4. Variabel X_4

$$X_4 = \frac{\text{Nilai Pasar Saham Biasa}}{\text{Total Kewajiban}}$$

Gambar II-4 Rasio pada X_4 Altman *Z-Score*

Rasio pada variabel X_4 bertujuan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka panjangnya dan menunjukkan nilai modal saham perusahaan untuk membantu memenuhi kewajiban tersebut. Nilai pasar modal diambil dari jumlah lembar saham biasa yang beredar dikalikan dengan nilai wajar saham per lembar saham biasa. Semakin kecil nilai rasio dapat dijadikan tanda kondisi keuangan perusahaan tidak sehat karena modal perusahaan tidak sanggup memenuhi kewajibannya. Nilai pasar ekuitas dapat diganti dengan nilai buku ekuitas bagi perusahaan tertutup.

5. Variabel X_5

$$X_5 = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}}$$

Gambar II-5 Rasio pada X_5 Altman *Z-Score*

Rasio pada variabel X_5 bertujuan untuk menggambarkan jumlah penjualan yang dihasilkan per aset yang digunakan atau tingkat perputaran aset. Semakin besar rasio ini berarti manajemen semakin efisien dalam penggunaan aset untuk memperoleh laba.