



---

## Bisma: Jurnal Bisnis dan Manajemen

<https://jurnal.unej.ac.id/index.php/BISMA>

Vol. 15 No. 2, 2021, Hal. 97 - 105

---

### ANALISIS POTENSI KEBANGKRUTAN MENGGUNAKAN METODE Z-SCORE

Zainul Arifin<sup>1</sup>, Larosa Dhea Martha<sup>2</sup>  
<sup>1,2</sup>STIE Malangkucecwara, Malang

**Abstrak**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis potensi kebangkrutan pada empat perusahaan rokok yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018 dengan menggunakan metode Altman *Z-Score*. Adapun data yang digunakan adalah data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan empat perusahaan dengan menggunakan metode pengambilan sampel *purposive sampling*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dari empat perusahaan yang dianalisis, terdapat satu perusahaan yang mengalami kebangkrutan pada tahun 2018 yaitu PT Bentoel International Investama Tbk, sedangkan perusahaan lainnya, yaitu PT Gudang Garam Tbk, PT Hanjaya Mandala Sampoerna, dan PT Wisnilak Inti Makmur Tbk, dikategorikan dalam kondisi sehat. Temuan penelitian ini dapat menjadi *early warning* bagi investor dalam melakukan keputusan investasi, sehingga dapat menginvestasikan dananya dengan lebih aman. Sedangkan bagi perusahaan yang diprediksi mengalami kebangkrutan dapat segera mencari solusi yang tepat untuk memperbaiki kinerjanya.

**Kata Kunci:** kebangkrutan, rasio keuangan, saham, *Z-score*

**Abstract**

*The objective of this study is to analyze the potential for bankruptcy of four cigarette companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2016-2018 period using the Altman Z-Score method. The data used in the research were secondary data sourced from the financial statements of four companies taken using the purposive sampling method. The results indicated that, in 2018, one company went bankrupt, i.e., PT Bentoel International Investama Tbk. Meanwhile, the other three companies, i.e., PT Gudang Garam Tbk, PT Hanjaya Mandala Sampoerna, and PT Wisnilak Inti Makmur Tbk, were categorized in a healthy condition. These results can be used as an early warning for investors in making safe investment decisions. As for companies that are predicted to go bankrupt, they can immediately find the right solution to improve their performance.*

**Keywords:** *bankruptcy, company share, financial ratio, Z-score*

## Pendahuluan

Industri rokok memiliki peran penting dalam menggerakkan ekonomi nasional, karena memiliki *multiplier effect* yang sangat luas. Hal ini sebagaimana disampaikan oleh Hadi dan Friyatno (2008) bahwa industri rokok memberikan sekitar tujuh persen sumbangan kepada negara. Sumbangan industri rokok dan turunannya memang sangat besar, dimana pada tahun 2015 saja penerimaan yang diperoleh negara dari sektor bea dan cukai, pajak daerah, dan pajak bumi dan bangunan (PPB) komoditi tembakau maupun rokok tercatat melebihi angka Rp. 170 triliun (Kemkes, 2018). Selain itu, menurut Setiyadi dan Santosa (2013) dikatakan bahwa industri rokok berdampak secara signifikan terhadap penyerapan tenaga kerja.

Namun demikian, meski industri rokok memberikan kontribusi yang besar dalam penerimaan negara, industri ini kian surut oleh kampanye pemerintah. Terlebih lagi dengan hadirnya Peraturan Menteri Keuangan Nomor 200 Tahun 2008 yang sangat membatasi ruang gerak industri rokok, seperti pelarangan merokok di tempat-tempat umum, dukungan pemerintah yang kurang terhadap pengembangan pertanian tembakau, dan semakin tingginya tarif cukai tembakau yang diberlakukan bagi industri ini (Kemenkeu, 2008). Dampak lain dari adanya peraturan tersebut adalah kenaikan biaya upah, kenaikan biaya bahan baku, dan biaya lainnya. Hal ini menjadi alasan utama terjadinya kebangkrutan, jika tidak diimbangi dengan kemampuan perusahaan dalam mengelola usahanya. Oleh karena itu, industri rokok ini memerlukan strategi dan perencanaan yang baik dalam menjalankan usahanya agar dapat tetap bertahan dan berkembang.

Kebangkrutan dapat terjadi jika perusahaan mengalami kesulitan keuangan di masa depan, yang bila tidak diatasi secara intensif akan berakibat fatal bagi keberlangsungan perusahaan. Risiko ini akan semakin besar bila di dalam perusahaan terjadi *mismanagement* atau pengelolaan sumber daya yang tidak tepat. Oleh sebab itu, perusahaan harus sedini mungkin melakukan berbagai analisis terutama yang menyangkut kebangkrutan suatu perusahaan (Prasandri, 2018). Ada dua

indikator yang bisa digunakan untuk mendeteksi tingkat kebangkrutan, yaitu indikator internal dan eksternal (Purwanti dan Wibowo, 2018). Indikator internal antara lain bisa dilihat dari aliran kas perusahaan, strategi perusahaan, laporan keuangan, tren penjualan, serta kemampuan manajerial perusahaan. Sedangkan, indikator eksternal dapat dilihat dari kondisi pasar uang dan modal, *supplier*, *dealer*, dan *costumer* (Hanafi, 2014).

Berbagai macam metode analisis untuk memprediksi kebangkrutan dari sektor keuangan telah dikembangkan dan digunakan oleh berbagai negara, salah satunya adalah metode Altman (*Z-Score*). Tambunan, *et al.* (2015) menilai metode tersebut mudah digunakan dengan tingkat ketepatan prediksi hingga 95%. Berbeda dengan penilaian tersebut, Prasandi (2018) menemukan bahwa metode Altman *Z-score* memiliki tingkat keakuratan yang rendah dalam memprediksi tingkat kebangkrutan.

Altman (1968) mengklasifikasikan nilai *Z-Score* ke dalam tiga kriteria, yaitu nilai  $Z < 1,81$  masuk dalam kriteria bangkrut,  $1,81 < Z < 2,99$  masuk dalam kriteria *grey area*, dan  $> 2,99$  masuk dalam kriteria sehat. Sagho dan Merkusiwati (2015) berusaha memodifikasi kriteria nilai *Z-Score* yang telah ditetapkan Altman, walau tetap dalam tiga tingkatan kategori, yaitu kategori sehat (*Z-Score*  $> 2,60$ ), *grey area* (*Z-Score* antara 1,1 dan 2,60), dan bangkrut (*Z-Score*  $< 1,1$ )”

Hasil penelitian yang membicarakan potensi kebangkrutan disampaikan oleh beberapa penelitian terdahulu. Sondakh, *et al.* (2014) meneliti tentang perusahaan ritel di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan memiliki penjualan tertinggi. Mereka menyebutkan ada tiga perusahaan yang berpotensi bangkrut berdasarkan penilaian dengan menggunakan teori Altman, Zmijewski, dan Springate. Begitu juga dengan Silaban (2014) yang meneliti potensi kebangkrutan pada perusahaan telekomunikasi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa di tahun 2010-2012, perusahaan telekomunikasi XL Axiata mengalami penurunan keuangan dan pada tahun 2012 berada pada zona tidak sehat. Lain

halnya dengan PT Telkom yang mengalami peningkatan setiap tahunnya, sehingga disimpulkan sebagai perusahaan dengan kesehatan perusahaan yang sangat baik. Sedangkan untuk perusahaan telekomunikasi Indosat, meskipun setiap tahun kinerjanya meningkat, tetapi tergolong ke dalam kategori zona yang tidak sehat.

Beberapa hasil penelitian yang menunjukkan potensi kebangkrutan di industri rokok antara lain disampaikan oleh Purwanti dan Wibowo (2018) dan Prasadri (2018). Purwati dan Wibowo (2018) mengungkapkan bahwa dari tiga perusahaan rokok yang diteliti, pada tahun 2010 semuanya dalam posisi sehat. Namun memasuki tahun 2011 kinerja keuangan PT Bentoel Tbk mulai mengalami penurunan, bahkan di tahun 2014 mengalami penurunan nilai *Z-Score* sebesar 0,576 atau sekitar 45% dan tergolong ke dalam kondisi bangkrut. Sementara kinerja PT Gudang Garam Tbk dan PT HM Sampoerna Tbk pada periode yang sama tetap tergolong ke dalam kondisi sehat. Di lain pihak, hasil penelitian Prasadri (2018) mengungkapkan bahwa selama periode waktu penelitian, PT Gudang Garam Tbk dan PT HM Sampoerna Tbk dalam kondisi sehat, PT Wismilak Inti Makmur Tbk dalam posisi *grey area*, dan PT Bentoel Internasional Investama dalam kondisi bangkrut.

Untuk memprediksi kebangkrutan, beberapa penelitian menggunakan lima rasio keuangan, yaitu *variabel working capital to total assets, retained earnings to total assets, earning before interest and taxes (EBIT) to total assets, market value equity to book value of total debt, dan sales to total assets* (Andriawan dan Salean, 2016; Nugroho, 2018; Purwanti dan Wibowo, 2018; Tambunan, *et al.*, 2015). Ada pula yang hanya menggunakan empat variabel seperti yang dilakukan oleh Korry, *et al.* (2019) dan Sagho dan Merkusiwati (2015), dimana mereka meneliti dengan empat variabel tanpa *variabel sales to total assets*.

Berdasarkan perbedaan hasil penelitian terdahulu serta perbedaan dalam penggunaan rasio keuangan, penelitian ini akan menganalisis dan menguji kembali kondisi keuangan dari perusahaan industri rokok sebagaimana yang telah dilakukan oleh

Purwanti dan Wibowo (2018). Penelitian ini akan mengamati laporan keuangan untuk periode 2016 – 2018 termasuk kondisi harga saham saat itu, dimana yang telah dilakukan oleh Purwanti dan Wibowo (2018) adalah pengamatan terhadap laporan keuangan untuk periode tahun 2012 hingga 2015. Selain itu, diyakini penggunaan lima variabel akan memberikan hasil yang lebih akurat. Berdasarkan alasan ini, maka penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menganalisis potensi kebangkrutan, serta menganalisis keadaan dan harga saham perusahaan rokok yang terdaftar di BEI periode tahun 2016-2018.

## Metode

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan rokok yang terdaftar di BEI tahun 2016-2018. Objek penelitian adalah *working capital to total assets, retained earning to total assets, EBIT to total assets, book value of equity to liabilities, dan sales to total assets* dari perusahaan rokok yang terdaftar di BEI. Populasinya adalah semua perusahaan rokok yang terdaftar di BEI, yang berjumlah empat perusahaan, yaitu PT Gudang Garam Tbk, PT HM Sampoerna Tbk, PT Bentoel Internasional Investama Tbk, dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk. Penelitian ini menggunakan sampling jenuh, yaitu teknik penentuan sampel bila semua populasi dipakai sebagai sampel. Penggunaan teknik ini dilakukan apabila jumlah populasi relatif kecil atau peneliti ingin membuat generalisasi dengan tingkat kesalahan yang relatif kecil (Sugiyono, 2017).

Data yang digunakan adalah laporan keuangan tahunan perusahaan yang diperoleh dari BEI melalui [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Analisis data dilakukan dengan menggunakan model Altman *Z-Score* sebagai alat prediksi kebangkrutan perusahaan. Langkah-langkah dalam analisisnya sebagai berikut:

1. Menghitung lima rasio keuangan yang menjadi variabel penting dalam memprediksi kebangkrutan model Altman *Z-Score*
2. Menghitung nilai *Z-Score* dari masing-masing perusahaan yang diteliti dengan menggunakan formula atau rumus Altman *Z-Score* sebagai berikut:

$$Z\text{-Score} = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + 1.0 X_5$$

Dimana:

$X_1$  = *Working capital to total asses*

$X_2$  = *Retained earnings to total assets*

$X_3$  = *EBIT to total assets*

$X_4$  = *Market value equity to book value of total debt*

$X_5$  = *Sales to total assets*

3. Mengklasifikasikan atau menggolongkan hasil perhitungan *Z-Score* yang telah diperoleh berdasarkan kriteria penilaian sebagai berikut:
4. Apabila  $z < 1,81$ , maka perusahaan dinilai mengalami kesulitan dalam keuangan, sehingga berpotensi besar untuk bangkrut;
5. Apabila  $1,81 < z < 2,99$ , maka perusahaan masuk ke dalam kategori *grey area* atau rawan;
6. Apabila  $z > 2,99$ , maka perusahaan masuk ke dalam kategori sehat.
7. Menghitung rata-rata *Z-Score* dan mengaitkannya dengan harga saham perusahaan pada tahun 2016, 2017, dan 2018. Dari perhitungan tersebut, dapat diketahui perusahaan apa saja yang selama tiga tahun tersebut berpotensi mengalami kebangkrutan.

## Hasil dan Pembahasan

Berdasarkan tahapan dalam analisis data, hasil dan pembahasan diuraikan sebagai berikut:

### Menghitung Rasio Keuangan Perusahaan

Perhitungan ini dimaksudkan untuk menentukan nilai  $z$  dan mengkategorikan nilai tersebut ke dalam kelompok aman, rawan, atau bangkrut dengan cara menghitung rasio keuangan yang menjadi variabel penting dalam prediksi kebangkrutan model Altman *Z-Score*. Hasil perhitungan rasio keuangan yang telah dilakukan dirangkum dalam Tabel 1 sampai dengan Tabel 6 berikut ini:

**Tabel 1. Perhitungan *Working Capital to Total Assets Ratio (X<sub>1</sub>)* Perusahaan Rokok Periode 2016 -2018**

No	Nama Perusahaan	2016	2017	2018
1.	PT Gudang Garam Tbk	0,322	0,316	0,336
2.	PT HM Sampoerna Tbk	0,640	0,642	0,623
3.	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	0,377	0,308	0,238
4.	PT Wismilak Inti Makmur Tbk	0,519	0,571	0,588

Sumber: data sekunder, 2020, diolah

Berdasar hasil perhitungan *working capital to total assets (X<sub>1</sub>)* pada Tabel 1, diketahui hasil terendah dimiliki oleh PT Bentoel Internasional Investama Tbk pada tahun 2018 dengan nilai 0,228 atau 2,28%. Hal ini berarti, setiap penggunaan Rp. 1 aktiva PT Bentoel Internasional Investama Tbk akan menghasilkan modal kerja sebesar Rp. 0,228. Sedangkan nilai *working capital to total assets* tertinggi dicapai oleh PT HM Sampoerna Tbk pada tahun 2017 dengan nilai 0,642 atau 64,2%.

**Tabel 2. Perhitungan *Retained Earnings to Total Assets Ratio (X<sub>2</sub>)* Perusahaan Rokok Periode 2016 - 2018**

No.	Nama Perusahaan	2016	2017	2018
1.	PT Gudang Garam Tbk	0,608	0,613	0,636
2.	PT HM Sampoerna Tbk	0,294	0,289	0,292
3.	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	-0,429	-0,447	-
4.	PT Wismilak Inti Makmur Tbk	0,362	0,405	0,435

Sumber: data sekunder, 2020, diolah

Berdasarkan perhitungan *retained earnings to total assets* pada Tabel 2, diketahui *retained earnings to total assets ratio* terendah dimiliki oleh PT Bentoel Internasional Investama Tbk pada tahun 2018 dengan nilai -0,461. Hal ini berarti setiap Rp. 1 aset yang dimiliki oleh PT HM Sampoerna menghasilkan -0,461 atau -4,61% *retained earning*. Sedangkan *retained earnings to total assets* rasio terbesar dimiliki oleh perusahaan PT Gudang Garam Tbk dengan nilai 0,636, yang berarti setiap Rp. 1 aset yang dimiliki PT Gudang Garam Tbk

dijamin oleh 0,636 atau 63,6% *retained earning* perusahaan.

**Tabel 3. Perhitungan EBIT to Total Assets Ratio ( $X_3$ ) Perusahaan Rokok Periode 2016 -2018**

No	Nama Perusahaan	2016	2017	2018
1.	PT Gudang Garam Tbk	0,141	0,156	0,151
2.	PT HM Sampoerna Tbk	0,400	0,391	0,385
3.	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	-0,103	-0,028	-
4.	PT Wismilak Inti Makmur Tbk	0,100	0,044	0,056

Sumber: data sekunder, 2020, diolah

Berdasar perhitungan *EBIT to total assets ratio* pada Tabel 3, diketahui *EBIT to total assets ratio* ( $X_3$ ) perusahaan rokok mengalami fluktuasi setiap tahunnya. Nilai terendah dimiliki oleh perusahaan PT Bentoel Internasional Investama Tbk pada tahun 2018 dengan nilai sebesar -0,021. Hal ini berarti setiap Rp. 1,- total aset PT Bentoel Internasional Investama Tbk menghasilkan EBIT negatif sebesar -0,021 atau -2,1%. Sedangkan *EBIT to total assets ratio* tertinggi dicapai oleh PT HM Sampoerna Tbk pada tahun 2016 dengan nilai 0,400 atau 40%.

**Tabel 4. Perhitungan Market Value Equity to Book Value of Total Debt Ratio ( $X_4$ ) Perusahaan Rokok Periode 2016-2018**

No	Nama Perusahaan	2016	2017	2018
1.	PT Gudang Garam Tbk	1,691	1,716	1,883
2.	PT HM Sampoerna Tbk	4,101	3,778	3,144
3.	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	2,343	1,729	1.284
4.	PT Wismilak Inti Makmur Tbk	0,773	3,949	4,015

Sumber: data sekunder, 2020, diolah

Berdasar hasil perhitungan *market value equity to book value of total debt ratio* ( $X_4$ ) pada Tabel 4, diketahui *market value equity to book value of total debt ratio* terendah dimiliki oleh PT Wismilak Inti Makmur Tbk tahun 2016 dengan nilai sebesar 0,733. Hal ini berarti setiap Rp. 1 hutang PT Wismilak Inti Makmur Tbk dijamin oleh 0,733 atau 7,33% nilai buku ekuitas yang dimiliki perusahaan.

Sedangkan *market value equity to book value of total debt ratio* tertinggi dicapai oleh PT HM Sampoerna Tbk pada tahun 2016 dengan nilai sebesar 4,101 atau 41%.

**Tabel 5. Perhitungan Sales to Total Assets Ratio ( $X_5$ ) Perusahaan Rokok Periode 2016 -2018**

No	Nama Perusahaan	2016	2017	2018
1.	PT Gudang Garam Tbk	1,211	1,247	1,385
2.	PT HM Sampoerna Tbk	2,245	2,294	2,290
3.	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	1,247	1,438	1.473
4.	PT Wismilak Inti Makmur Tbk	1,245	1,204	1,119

Sumber: data sekunder, 2020, diolah

Berdasar perhitungan *sales to total assets ratio* ( $X_5$ ) pada Tabel 5, diketahui *sales to total assets* terendah dimiliki oleh PT Wismilak Inti Makmur pada tahun 2018 dengan nilai sebesar 1,119. Hal ini berarti setiap Rp. 1,- penjualan yang dilakukan dijamin oleh 1,119 atau 11,2% aktiva perusahaan. Sedangkan *sales to total assets* rasio tertinggi dimiliki oleh PT HM Sampoerna Tbk pada tahun 2017 dengan nilai 2,294 atau 22,9%.

Setelah diperoleh nilai-nilai rasio keuangan masing-masing perusahaan sebagaimana telah disajikan pada Tabel 1 hingga Tabel 5, langkah selanjutnya adalah melakukan perhitungan *Z-Score* dari hasil nilai rasio tersebut untuk kemudian dibandingkan dengan kriteria yang telah ditetapkan.

Hasil perhitungan *Z-Score* tampak pada tabel berikut ini:

**Tabel 6. Hasil Analisis dan Perhitungan Perusahaan Rokok Periode 2016 - 2018 dengan Metode Z-Score**

Th	PT Gudang Garam Tbk					Z-Score	Hasil
	$X_1$	$X_2$	$X_3$	$X_4$	$X_5$		
2016	0,322	0,608	0,141	1,691	1,211	3,928	Sehat
2017	0,317	0,613	0,156	1,716	1,247	4,030	Sehat
2018	0,337	0,639	0,151	1,385	1,385	4,307	Sehat
	PT HM Sampoerna Tbk						
2016	0,640	0,294	0,400	4,101	2,245	7,205	Sehat
2017	0,642	0,289	0,391	3,778	2,296	7,028	Sehat
2018	0,623	0,292	0,385	3,144	2,290	6,603	Sehat
	PT Bentoel Internasional Investama Tbk						
2016	0,377	-0,429	-0,103	2,343	1,427	2,344	Rawan
2017	0,306	-0,447	-0,028	1,729	1,438	2,124	Rawan
2018	0,238	-0,461	-0,021	1,284	1,473	1,814	Bangkrut
	PT Wismilak Inti Makmur Tbk						
2016	0,519	0,362	0,100	2,733	1,245	4,344	Sehat

2017	0,571	0,405	0,044	3,949	1,204	4,970
2018	0,588	0,435	0,056	4,015	1,119	5,027

Sumber: data sekunder, 2020, diolah

Berdasarkan perhitungan *Z-Score* yang disajikan pada Tabel 6, PT Gudang Garam Tbk diprediksi berada dalam posisi aman dari kebangkrutan karena nilai *Z-Score* perusahaan ini selama tiga tahun berada di atas 2,99. Bahkan nilainya selalu mengalami kenaikan setiap tahunnya, yaitu 3,928 pada tahun 2016, 4,030 tahun 2017, dan 4,307 tahun 2018.

Posisi aman ini juga dialami oleh PT HM Sampoerna Tbk dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk, yang nilai *Z-Score*-nya juga berada di atas 2,99. Secara rinci, nilai *Z-Score* PT Wismilak Inti Makmur Tbk adalah 7,205 pada tahun 2016, 7,028 pada tahun 2017, dan 6,603 pada tahun 2018. Sedangkan untuk PT HM Sampoerna Tbk, nilai *Z-Score* secara rinci adalah 4,344 pada tahun 2016, 4,970 pada tahun 2017, dan 5,027 tahun 2018.

Adapun kondisi PT Bentoel Internasional Investama Tbk berada dalam posisi yang kurang atau tidak menguntungkan, karena posisinya pada tahun 2016 dan 2017 berada pada *grey area*. Hal ini diketahui dari nilai *Z-Score* PT Bentoel Internasional Investama Tbk pada tahun 2016 dan 2017 yang kurang dari 2,99, yaitu 2,344 dan 2,124. Kondisi ini semakin tidak menguntungkan, karena pada tahun 2018 nilai *Z-Score* PT Bentoel Internasional Investama Tbk menurun, menjadi kurang dari 1,81. Dengan demikian, berdasarkan analisis yang dilakukan pada tahun 2018, posisi PT Bentoel Internasional Investama Tbk bisa dikatakan bangkrut.

#### Menghitung Rata-Rata *Z-Score* dan Harga Saham

Setelah mengetahui nilai *Z-Score* masing-masing perusahaan sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 1 hingga Tabel 6 di atas, maka langkah berikutnya adalah menghitung rata-rata *Z-Score* dan mengaitkannya dengan harga saham. Hasil perhitungan tersebut dirangkum dalam Tabel 7.

Berdasarkan perhitungan *Z-Score* yang disajikan pada Tabel 6, serta perhitungan harga saham perusahaan yang disajikan pada Tabel 7, selama 3 tahun berturut-turut

diketahui PT Gudang Garam Tbk diprediksi aman dari kebangkrutan karena nilai *Z-Score*-nya berada < 2,99. Bahkan, setiap tahun nilai *Z-Score* PT Gudang Garam Tbk mengalami kenaikan. Pada tahun 2016, nilai *Z-Score* PT Gudang Garam Tbk adalah 3,928 dengan harga saham Rp. 63,9 per lembarnya. Pada tahun 2017, nilai *Z-Score* PT Gudang Garam Tbk naik menjadi 4,03, dengan *return* saham sebesar Rp. 19,9 harga saham menjadi Rp. 83,8. Pada tahun 2018, nilai *Z-Score* PT Gudang Garam Tbk kembali naik menjadi 4,307, namun dengan *return* saham yang berkurang sebesar Rp. -0,2, sehingga harga saham menjadi Rp. 83,6.

**Tabel 7. Harga Saham Perusahaan Rokok Periode 2016 - 2018**

Tahun	MVOE (Juta Rupiah)	Total Saham (Juta Lembar)	Harga (Rupiah)
<b>PT Gudang Garam Tbk</b>			
2016	39.564.228	619.159	63,9
2017	42.187.664	503.433	83,8
2018	45.133.283	539.872	83,6
<b>PT HM Sampoerna Tbk</b>			
2016	34.175.014	892.298	38,3
2017	34.112.985	721.205	47,3
2018	35.358.233	953052	37,1
<b>PT Bentoel Internasional Investama Tbk</b>			
2016	9.441.670	1.950.758	4,84
2017	8.923.670	2.348.334	3,80
2018	8.365.971	2.681.400	3,12
<b>PT Wismilak Inti Makmur Tbk</b>			
2016	991.093	225.248	4,40
2017	978.091	337.273	2,90
2018	1.005.238	712.935	1,41

Sumber: data sekunder, 2020, diolah

Namun demikian, PT Gudang Garam Tbk masih aman dari kebangkrutan karena memiliki kemampuan yang cukup baik dalam memenuhi kewajiban atau hutangnya. Hal ini dapat dilihat dari nilai  $X_4$  atau nilai pasar ekuitas terhadap total kewajiban yang tiap tahunnya selalu meningkat dari tahun 2016 sampai 2018. Secara rinci nilai tersebut adalah 1,691 pada tahun 2016, menjadi 1,716 pada tahun 2017, dan meningkat lagi menjadi 1,883 pada tahun 2018. Hal ini mengindikasikan kekuatan laba atau aset perusahaan yang baik pula, yaitu sebesar Rp. 8.931.136 (juta) pada tahun 2016, sebesar Rp. 10.436.512 (juta) pada tahun 2017, dan sebesar Rp. 10.479.242 (juta) pada tahun 2018.

Selain itu, kenaikan tersebut juga terjadi karena meningkatnya penjualan di tiap tahunnya, yaitu tahun 2016 sebesar Rp. 76.274.147 (juta), tahun 2017 sebesar Rp. 83.305.925 (juta), dan tahun 2018 sebesar Rp. 95.707.663 (juta). Berdasarkan keadaan perusahaan yang telah dijelaskan, maka PT Gudang Garam Tbk bisa dipastikan dapat mempertahankan kinerjanya atau bahkan lebih ditingkatkan lagi. Peningkatan terutama dapat dilakukan dari segi pengurangan ketergantungan akan hutang lancar serta peningkatan *trust* dari investor.

Berdasarkan perhitungan *Z-Score*, PT HM Sampoerna Tbk juga diprediksi aman dari kebangkrutan selama tiga tahun berturut-turut. Secara rinci nilai *Z-Score*-nya pada tahun 2016 adalah 7,205 dengan harga saham Rp. 38,3 per lembarnya. Pada tahun 2017, nilai *Z-Score*-nya menurun, menjadi 7,028 dengan *return* saham sebesar Rp. 9. Dengan demikian, maka harga saham menjadi Rp. 47,3. Pada tahun 2018, nilai *Z-Score* juga turun menjadi 6,603, dengan *return* saham yang juga mengalami penurunan sebesar Rp. 10,2, sehingga harga saham perusahaan menjadi Rp. 37,1.

Bila dibandingkan dengan perusahaan rokok lainnya, PT HM Sampoerna Tbk dikategorikan dalam kondisi paling sehat dan merupakan perusahaan yang memiliki nilai *Z-Score* yang paling tinggi. Namun demikian, perusahaan tetap harus waspada, karena jika perusahaan tidak dapat meningkatkan kinerjanya, maka nilai *Z-Score* akan terus mengalami penurunan. Hal tersebut dapat dilihat dari rasio nilai pasar saham PT HM Sampoerna Tbk yang terus menurun dari tahun ke tahun. Secara rinci, nilai *Z-Score* pada tahun 2016 sebesar 4,101, turun menjadi 3,778 tahun 2017, dan turun lagi menjadi 3,144 tahun 2018. Selain rasio nilai pasar saham, rasio laba sebelum bunga dan pajak dari PT HM Sampoerna Tbk juga mengalami penurunan selama tiga tahun berturut-turut, yaitu 0,400 pada tahun 2016, 0,391 pada tahun 2017, dan 0,385 pada tahun 2018. Dengan adanya hasil analisis ini, diharapkan PT HM Sampoerna Tbk dapat memperhatikan dengan lebih seksama kinerja keuangannya, seperti meningkatkan kembali penjualan dan meminimalkan hutang

lancar, sehingga dapat meningkatkan laba atau penghasilan.

Perhitungan *Z-Score* terhadap PT Bentoel Internasional Investama Tbk mengindikasikan perusahaan ini berada dalam posisi *grey area* atau rawan atas kebangkrutan selama dua tahun berturut-turut. Hal ini terlihat dari nilai *Z-Score* PT Bentoel Internasional Investama Tbk pada tahun 2016 dan 2017 yang kurang dari 2,99. Secara rinci nilai *Z-Score*-nya pada tahun 2016 adalah 2,344 dengan harga saham Rp. 4,84 per lembarnya. Sedangkan nilai *Z-Score*-nya pada tahun 2017 adalah 2,124 dengan *return* saham menurun sebesar Rp. 1,04, sehingga harga saham menjadi Rp. 3,80.

Kondisi tersebut diperparah lagi dengan nilai *Z-Score* yang kembali turun menjadi 1,814 pada tahun 2018. Apabila hal ini dikaitkan dengan kriteria yang ditetapkan oleh Altman, maka posisi PT Bentoel Internasional Investama Tbk berada pada kondisi bangkrut. Hal ini diperparah lagi dengan kondisi *return* saham perusahaan yang juga mengalami penurunan sebesar Rp. 0,68, sehingga harga sahamnya menjadi Rp. 3,12. Apabila dikaitkan dengan rasio keuangan PT Bentoel Internasional Investama Tbk, kondisi ini bisa dilihat dari nilai modal kerja bersih yang terus menurun 3 tahun berturut-turut, yaitu tahun 2016 sebesar Rp. 5.082.758, turun di tahun 2017 menjadi Rp. 4.317.219, dan turun lagi di tahun 2018 menjadi Rp. 3.555.795. Penurunan ini juga disebabkan oleh hutang lancar dari perusahaan yang terus mengalami peningkatan, yaitu pada tahun 2016 sebesar Rp. 3.625.665, tahun 2017 sebesar Rp. 4.687.842, dan tahun 2018 sebesar Rp. 6.028.559.

Kebangkrutan yang dialami PT Bentoel Internasional Investama Tbk juga dapat dilihat dari nilai laba perusahaan, yaitu selama tiga tahun berturut-turut tidak memiliki laba sama sekali, bahkan mengalami kerugian. Secara rinci, pada tahun 2016 laba sebelum pajak PT Bentoel Internasional Investama Tbk adalah Rp. -1.391.369 (juta) pada tahun 2017 sebesar Rp. -400.127 (juta) dan tahun 2018 sebesar Rp. -324.590 (juta). Berdasarkan analisis ini, PT Bentoel Internasional Investama Tbk harus berupaya semaksimal mungkin untuk memulihkan dan bahkan meningkatkan

penjualannya, mengurangi hutang lancarnya, dan mendapatkan *trust* dari investor agar bersedia untuk berinvestasi pada perusahaan.

Adapun untuk PT Wismilak Inti Makmur Tbk, berdasarkan perhitungan *Z-Score*, diprediksi selama tahun 2016 hingga 2018 berada dalam posisi aman dari kebangkrutan. Hal ini diketahui dari nilai *Z-Score* PT Wismilak Inti Makmur Tbk pada tahun 2016 hingga 2018 yang melebihi 2,99. Secara rinci, nilai *Z-Score* PT Wismilak Inti Makmur Tbk adalah sebesar 4,344 pada tahun 2016 dengan harga saham Rp. 4,40 per lembarnya, 4,970 pada tahun 2017 dengan *return* saham turun sebesar Rp. 1,5, sehingga harga saham menjadi Rp. 2,90, dan 5,027 pada tahun 2018 dengan *return* saham yang kembali turun sebesar Rp. 1,49, sehingga harga sahamnya menjadi Rp. 1,41.

Posisi PT Wismilak Inti Makmur Tbk yang sehat disebabkan oleh rasio modal kerja bersih terhadap total aktiva yang tergolong baik. Dikatakan demikian karena rasio tersebut terus mengalami peningkatan selama tiga tahun berturut-turut, yaitu sebesar 0,519 pada tahun 2016, sebesar 0,71 pada tahun 2017, dan sebesar 0,588 pada tahun 2018. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan berada pada posisi *liquid* karena mampu mengelola dan memenuhi kewajiban atau hutang-hutangnya yang jatuh tempo. Selain itu, kelebihan aktiva lancarnya digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. Kondisi ini juga di perkuat dengan nilai *Z-Score* yang selalu mengalami peningkatan tiap tahunnya.

Namun demikian, meski nilai *Z-Score* PT Wismilak Inti Makmur Tbk terus naik, harga saham PT Wismilak Inti Makmur Tbk pada tahun 2017 mengalami penurunan. Hal tersebut dikarenakan penurunan total ekuitas menjadi Rp. 978.091 (juta), dimana pada tahun sebelumnya total ekuitas bernilai Rp. 991.091 (juta). Berdasarkan analisis ini, diharapkan PT Wismilak Inti Makmur Tbk dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan berupaya meningkatkan *trust* dari investor agar investor bersedia menanamkan modalnya, sehingga perusahaan mendapatkan tambahan modal.

## Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dikemukakan, dapat disimpulkan bahwa di antara perusahaan-perusahaan rokok yang terdaftar di BEI, terdapat satu perusahaan yang masuk dalam kategori rawan dan bangkrut. Perusahaan tersebut adalah PT Bentoel Internasional Investama Tbk yang memiliki nilai *Z-Score* di bawah 2,99 pada tahun 2016 dan 2017, secara berturut-turut yaitu 2,344 dan 2,124. Bahkan nilai *Z-Score* PT Bentoel Internasional Investama Tbk pada tahun 2018 semakin menurun menjadi 1,814. Apabila dikaitkan dengan kriteria yang ditetapkan oleh Altman, ini mengindikasikan bahwa PT Bentoel Internasional Investama Tbk berada dalam posisi bangkrut. Berbeda dengan tiga perusahaan lainnya, yaitu PT Gudang Garam Tbk, PT HM Sampoerna Tbk, dan PT Wismilak Inti Makmur Tbk, yang memiliki nilai *Z-Score* di atas 2,99 selama tiga tahun berturut-turut, sehingga termasuk ke dalam kategori kondisi sehat.

Berdasarkan hasil analisis juga diketahui bahwa PT HM Sampoerna merupakan perusahaan rokok yang paling sehat. Hal ini diindikasikan dari nilai *Z-Score* yang paling tinggi, yaitu 7,205 pada tahun 2016, 7,028 pada tahun 2017 dan 6,603 pada tahun 2018. Sementara nilai *Z-Score* PT Gudang Garam Tbk adalah sebesar 3,928 pada tahun 2016, 4,030 pada tahun 2017, dan 4,307 pada tahun 2018. Adapun nilai *Z-Score* PT Wismilak Inti Makmur Tbk adalah sebesar 4,344 pada tahun 2016, 4,970 pada tahun 2017, dan 5,027 pada tahun 2018.

Temuan penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi secara teoritis, dengan memperkuat prediksi kebangkrutan perusahaan rokok menggunakan metode Altman *Z-Score*. Hasil penelitian ini juga bisa dijadikan *early warning* bagi investor dalam melakukan keputusan investasi, sehingga dapat menginvestasikan dananya dengan lebih aman. Sedangkan bagi perusahaan yang diprediksi mengalami kebangkrutan, temuan penelitian ini dapat menjadi *early warning* untuk segera mencari solusi yang tepat guna memperbaiki kinerjanya.

Keterbatasan dalam penelitian ini antara lain berkaitan dengan periode waktu penelitian



yang singkat, yaitu tiga tahun, dan hanya menggunakan satu metode dalam menganalisis laporan keuangan guna memprediksi potensi kebangkrutan perusahaan. Dengan demikian, penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan menambah periode waktu penelitian, sehingga diperoleh hasil yang lebih objektif. Selain itu, penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan alat analisis lain sebagai variasi dalam memprediksi kebangkrutan perusahaan, sehingga dihasilkan model prediksi yang lebih baik dan optimal.

## Daftar Referensi

- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Andriawan, N. F., & Salean, D. (2016). Analisis Metode Altman Z-Score sebagai Alat Prediksi Kebangkrutan dan Pengaruhnya terhadap Harga Saham pada Perusahaan Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Akuntansi*, 1(1), 67-82.
- Hadi, P. U., & Friyatno, S. (2008). Peranan Sektor Tembakau dan Industri Rokok dalam Perekonomian Indonesia: Analisis Tabel I-O Tahun 2000. *Jurnal Agro Ekonomi*, 26(1), 90-121.
- Hanafi, M. M. (2014). *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Kemenkeu. (2008). Tata Cara Pemberian, Pembekuan, dan Pencabutan Nomor Pokok Pengusaha Barang Kena Cukai untuk Pengusaha Pabrik dan Importir Hasil Tembakau. Diakses dari <https://jdih.kemenkeu.go.id/fulltext/2008/200~PMK.04~2008Per.HTM>.
- Kemkes. (2018). Dilema Industri Rokok Indonesia. Diakses dari <http://p2ptm.kemkes.go.id/kegiatan-p2ptm/dilema-industri-rokok-indonesia>.
- Korry, I. K. T. S., Dewi, M. P., & Ningsih, N. L. A. P. (2019). Analisis Prediksi Kebangkrutan berdasarkan Metode Altman Z-Score. *Buletin Studi Ekonomi*, 24(2), 191-200.
- Nugroho, A. Y. (2018). Model Analisis Z-Score terhadap Prediksi Kebangkrutan (Studi pada PT. Garuda Indonesia, Tbk. Tahun 2015-2017). *J-Macc: Jurnal of Management and Accounting*, 1(2), 124-138.
- Prasandri, E. F. (2018). Analisis Financial Distress dengan Menggunakan Metode Z-Score (Altman), Springate, dan Zmijewski untuk Memprediksi Kebangkrutan Perusahaan Rokok yang Terdaftar di Bei pada Tahun 2013-2016. *Jurnal Penelitian Ekonomi dan Akuntansi*, 3(2), 713-724.
- Purwanti, E., & Wibowo, M. A. (2018). Analisis Rasio Keuangan untuk Memprediksi Kebangkrutan Perusahaan Rokok. *Jurnal Among Makarti*, 11(21), 1-16.
- Sagho, M. F., & Merkusiwati, N. K. L. A. (2015). Penggunaan Metode Altman Z-Score Modifikasi untuk Memprediksi Kebangkrutan Bank yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 11(3), 730-743.
- Setiyadi, R. I., & Santosa, P. B. (2013). Analisis Penyerapan Tenaga Kerja pada Industri Rokok di Kabupaten Kudus Tahun 1993-2010. *Diponegoro Journal Of Economics*, 2(1), 1-12.
- Silaban, P. (2014). Analisis Kebangkrutan dengan Menggunakan Model Altman (Z-Score) Studi Kasus pada Perusahaan Telekomunikasi. *Jurnal Akuntansi & Auditing*, 18(3), 322-334.
- Sondakh, C. A., Murni, S., & Mandagie, Y. (2014). Analisis Potensi Kebangkrutan dengan Menggunakan Metode Altman Z-Score, Springate dan Zmijewski pada Industri Perdagangan Ritel yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2013. *Jurnal EMBA: Ekonomi, Manajemen, Bisnis, dan Akuntansi*, 2(4), 364-373.
- Sugiyono, S. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R & D*. Bandung: Alfabeta.
- Tambunan, R. W., Dwiatmanto, D., & N.P, M. G. W. E. (2015). Analisis Prediksi Kebangkrutan Perusahaan dengan Menggunakan Metode Altman (Z-Score) (Studi Pada Subsektor Rokok yang Listing dan Perusahaan Delisting di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2013). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 2(1), 1-11.