

BAB III

METODE PENELITIAN

III.1 Gambaran Umum

III.1.1 Sejarah Pasar Modal di Indonesia

Pasar modal di Indonesia secara resmi berdiri sejak jaman penjajahan belanda tepatnya tanggal 14 Desember 1912 bersamaan dengan didirikannya *Vereniging Voor de Effecten Handle* di Jakarta.⁸

Efek yang diperjual belikan adalah saham dan obligasi perusahaan perkebunan Belanda yang beroperasi di Indonesia. Namun kegiatan pasar modal saat itu terpaksa dihentikan karena perang dunia kedua, dan bersamaan dengan itu Indonesia menyatakan kemerdekaannya, maka pasar modal ditutup.

Pada tahun 1950 pemerintah Indonesia mengeluarkan obligasi yang mendorong diaktifkannya lagi pasar modal Indonesia melalui UU Darurat No. 3 Tanggal 01 September 1951, yang kemudian Undang-Undang tersebut ditetapkan sebagai UU No. 15 Tahun 1952. Namun karena pada saat itu inflasi dan tingkat suku bunga sangat tinggi menyebabkan mekanisme pasar modal tidak berjalan dengan baik, sehingga pada tahun 1958 praktis bursa tidak lagi berfungsi. Barulah pada tahun 1977 kegiatan pasar modal resmi dibuka kembali oleh Presiden dengan misi dan motivasi untuk pemerataan pemilikan saham sehingga tidak jatuh ketangan satu orang

⁸ DepKeu RI, 1984, Pasar Modal Dan Pembangunan Nasional, Publikasi Bapepam, Jakarta, Hal 16

saja. Tetapi kenyataannya bursa masih sulit berkembang, karena masih banyaknya campur tangan pemerintah dalam pengelolaannya serta ketatnya aturan-aturan yang diberlakukan. Bahkan pasar modal dikelola sekaligus diawasi oleh lembaga yang sama yakni BAPEPAM yang selain bertindak sebagai pelaksana juga sebagai pengawas pasar modal.

Melihat situasi seperti ini, pemerintah berusaha menggairahkan kembali pasar modal dengan mengeluarkan berbagai kebijakan yang meliputi :

- Paket 27 Desember 1976, pemerintah menghidupkan kembali lembaga pasar modal melalui Kepres No. 52 Tahun 1976 dengan mendirikan BAPEPAM dan PT. Danareksa.
- Paket 23 Desember 1987, Menteri Keuangan menetapkan berbagai kebijakan berupa, penyempurnaan dan persyaratan yang lebih longgar bagi perusahaan yang ingin menjual sahamnya, prosedur pembelian izin profesi pasar modal semuanya sekaligus diurus dan berlaku seterusnya tanpa perlu di perpanjang, dimulainya bursa paralel, dibukanya pasar modal bagi investor asing sampai batas maksimal 49 % dan penghapusan peraturan yang membatasi fluktuasi harga sampai maksimum 4 % perubahan pada satu hari perdagangan.
- Paket 27 Oktober 1988 dan paket 20 Desember 1988, memberikan lebih banyak kesempatan bagi pasar modal untuk berkembang melalui perlakuan yang sama antara bunga deposito dan deviden saham dikenakan

pajak 15 %, dibukanya kesempatan pengelolaan bursa efek oleh pihak swasta termasuk kesempatan mendirikan bursa baru diluar Jakarta, dan mulainya Company Listing yang meningkatkan jumlah saham dan perusahaan yang terdaftar di pasar modal.

- Tanggal 17 April 1992 diswastakanya Bursa Efek Jakarta (BEJ) oleh pemerintah.
- Penghujung tahun 1995 telah diundangkan UU No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal yang berlaku hingga sekarang.
- Dimulainya penerapan perdagangan saham jarak jauh (remote trading) mulai bulan Juni, sistem ini akan menghubungkan investor, broker, bursa, KPEI (Kliring Efek Penjaminan Indonesia), serta perbankan secara online. Saat ini baru merupakan awal (penerapan sistem online) karena memperhatikan kesiapan anggota bursa, jadi prosesnya akan bertahap. Jika hubungan antara investor, broker, bursa, dan semua yang terlibat perdagangan saham sudah online dengan sistem STP (straight true processing) maka tidak ada lagi intervensi manual.
- Pada Juli 2000, BEJ menerapkan perdagangan tanpa warkat (Scripless Trading) dengan tujuan untuk meningkatkan likuiditas pasar dan menghindari peristiwa saham hilang dan pemalsuan saham, dan juga untuk mempercepat proses penyelesaian transaksi

- Tahun 2002, BEJ juga mulai menerapkan perdagangan jarak jauh (RemoteTrading), sebagai upaya meningkatkan akses pasar, efisiensi pasar, kecepatan dan frekuensi perdagangan.

Swastanisasi Bursa Efek Jakarta

Pada 13 Juli 1992, Bursa Efek Jakarta (BEJ) diswastakan dan mulai menjalankan pasar saham di Indonesia - sebuah awal pertumbuhan baru setelah terhenti sejak didirikan pada awal abad ke-19. Pada tahun 1912, dengan bantuan pemerintah kolonial Belanda, bursa efek pertama Indonesia didirikan di Batavia, pusat pemerintahan kolonial Belanda yang dikenal sebagai Jakarta saat ini. Bursa Batavia sempat ditutup selama periode Perang Dunia Pertama dan kemudian dibuka lagi pada 1925. Selain bursa Batavia, pemerintahan kolonial juga mengoperasikan bursa paralel di Surabaya dan Semarang. Namun kegiatan bursa saham ini dihentikan lagi ketika terjadi pendudukan oleh tentara Jepang di Batavia.

Pada 1952, tujuh tahun setelah Indonesia memproklamkan kemerdekaan, bursa saham dibuka lagi di Jakarta dengan memperdagangkan saham dan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan Belanda sebelum Perang Dunia. Kegiatan bursa saham kemudian berhenti lagi ketika pemerintah meluncurkan program nasionalisasi pada tahun 1956

Tidak sampai tahun 1977, bursa saham kembali dibuka dan ditangani oleh Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM), institusi baru dibawah Departemen

Keuangan. Kegiatan perdagangan dan kapitalisasi pasar saham pun mulai meningkat seiring dengan perkembangan pasar finansial dan sektor swasta - puncak perkembangannya pada tahun 1990 -. Pada tahun 1991, bursa saham diswastanisasi menjadi PT Bursa Efek Jakarta dan menjadi salah satu bursa saham yang dinamis di Asia. Swastanisasi bursa saham menjadi PT BEJ ini mengakibatkan beralihnya fungsi Bapepam menjadi Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM).

Tahun 1995 adalah tahun BEJ memasuki babak baru. Pada 22 Mei 1995, BEJ meluncurkan Jakarta Automated Trading System (JATS), sebuah sistem perdagangan otomatis yang menggantikan sistem perdagangan manual. Sistem baru ini dapat memfasilitasi perdagangan saham dengan frekuensi yang lebih besar dan lebih menjamin kegiatan pasar yang fair dan transparan dibanding sistem perdagangan manual.

Pada Juli 2000, BEJ menerapkan perdagangan tanpa warkat (Scripless Trading) dengan tujuan untuk meningkatkan likuiditas pasar dan menghindari peristiwa saham hilang dan pemalsuan saham, dan juga untuk mempercepat proses penyelesaian transaksi

Tahun 2002, BEJ juga mulai menerapkan perdagangan jarak jauh (Remote Trading), sebagai upaya meningkatkan akses pasar, efisiensi pasar, kecepatan dan frekuensi perdagangan.

III.1.2 Kinerja Pasar Modal Indonesia

Meski pada awalnya berjalan tertatih-tatih, namun kinerja pasar modal Indonesia saat ini bisa dibilang cukup lumayan. Artinya, gerbong pasar modal Indonesia telah berjalan sesuai dengan ukuran dan standar internasional. Sebutlah di bidang infrastruktur lainnya, bursa Indonesia telah melakukan komputerisasi perdagangan. Dengan mulai berfungsinya *Jakarta Automated Trading System (JATS)* minimal sistem perdagangan, pencatatan dan back office lainnya bisa ditangani jauh lebih cepat. Dan sistem ini menjadi tonggak baru bagi pasar modal Indonesia dalam memacu diri, untuk menyusul pasar modal lain di dunia.

Tentu saja, bersamaan dengan pembenahan infrastruktur itu, otomatis sumber daya manusia di pasar modal pun dituntut makin berkualitas. Belakangan ini banyak sekali professional muda yang berkiprah di pasar modal Indonesia. Terjunnya para professional muda yang berpikiran maju dan dinamis, tidak saja membuat gairah investor semakin menggebu, tapi juga terjadi terobosan-terobosan baru di bidang pasar modal.

Para professional muda tersebut – yang tak jarang mengenyam pendidikan di luar negeri – seringkali bergaul dan berdiskusi dengan professional asing tentang cara mengembangkan pasar modal di Indonesia agar setara dengan pasar modal kelas dunia. Lewat cara itu kemudian mereka menularkan praktik bisnisnya yang dikenal secara internasional ke masyarakat luas. Sehingga secara tak langsung dari professional muda inilah terjadi alih pengetahuan yang amat besar artinya bagi

perkembangan dunia pasar modal Indonesia. Dengan kata lain, profesionalisme sedang berjalan di Indonesia.

Lahirnya professional muda di pasar modal ini tidak bisa dilepaskan dari perkembangan kinerja bursa sendiri. Mereka terangsang untuk menekuni pasar modal karena yakin kinerja bursa Indonesia akan mengalami peningkatan yang cukup pesat. Sampai saat ini, meski sempat dipukul krismon, kinerja pasar modal Indonesia relatif cukup baik. Setelah digerus krismon, bukan berarti pasar modal Indonesia tidak memiliki prospek. Malah, untuk jangka panjang prospeknya akan lebih baik. Pasar modal Indonesia telah beberapa kali mengalami ujian. Selain krismon yang masih belum juga berakhir hingga saat ini, sebelumnya bursa juga sudah sering ditimpa musibah. Kebijakan uang ketat adalah salah satu contohnya. Kali ini pun, setelah ditimpa krismon, pasar modal akan kembali bangkit untuk menunjukkan keperkasaannya. Dalam masa krismon, pasar modal telah menunjukkan jati dirinya sebagai institusi keuangan yang cukup fleksibel dan dinamis. Buktinya, pasar cukup cepat pulih menghadapi krisis. Ini akan menyadarkan semua pihak, baik investor, pengusaha, maupun pemerintah bahwa institusi pasar modal ini merupakan institusi keuangan yang bisa diandalkan, baik sebagai sumber pembiayaan maupun sebagai sarana investasi. Ada beberapa indikasi bahwa pasar modal Indonesia memiliki masa depan gemilang.

Pertama, semakin lemahnya peranan perbankan sebagai institusi sumber pembiayaan. Dunia perbankan nasional sedang sakit keras dan untuk

menyembuhkannya memerlukan waktu yang cukup panjang. Kondisi ini membuat pasar modal sebagai alternatif pengganti yang menarik untuk pembiayaan.

Kedua, adanya emiten potensial dan diversifikasi industri. Banyaknya investor yang menanamkan modalnya di segala sektor, membuat pasar modal tertiuap angin segar. Bagi pasar modal, keberadaan pengusaha itu dari sisi suplai tentu amat potensial untuk melakukan penawaran umum. Diversifikasi jenis usaha perusahaan di Indonesia juga cukup tinggi. Hal itu juga menjadi faktor positif dalam rangka pendiversifikasian portofolio efek untuk memperkecil resiko investasi. Sedangkan dari sisi *demand*, tentu investor lokal bisa dipancing untuk bermain di pasar modal.

Ketiga, mulai *go public*-nya BUMN. Pemerintah akan mempercepat proses penawaran saham dalam rangka privatisasi BUMN. Pemerintah pun sudah menyatakan niatnya bahwa di masa datang BUMN yang sehat akan diprivatisasi. Dan pilihan utamanya melalui pasar modal. Dengan masuknya perusahaan negara, ternyata dapat menggairahkan investor lokal untuk bermain di pasar modal.

Keempat, hadirnya perusahaan efek dan manajer investasi berskala internasional. Sejak 1989, pemerintah telah mengundang investor asing untuk berpartisipasi aktif di pasar modal Indonesia. Perubahan iklim politik dan tekad masyarakat untuk memberantas praktik korupsi, kolusi, dan nepotisme serta penegakan hukum, akan semakin mendorong investor asing untuk menanamkan investasinya di Indonesia.

Kelima, potensi *earning growth* yang tinggi. Terjadinya krismon yang menurunkan nilai tukar rupiah terhadap dollar AS dan juga menyebabkan terjadinya koreksi harga atas saham-saham unggulan merupakan daya tarik tersendiri bagi pemodal asing. Jika dihitung dengan kurs dollar AS, maka saham di bursa efek Indonesia memiliki potensi untuk meraih *gain* yang besar.

Itu semua belum mempertimbangkan potensi *supply* dan *demand* pasar. Dari sisi penawaran, Indonesia memiliki ribuan perusahaan besar, menengah dan kecil yang layak masuk bursa. Dari sisi permintaan, sejauh ini potensi dana masyarakat yang masuk bursa relatif masih terlalu kecil. Dari jumlah penduduk Indonesia yang lebih dari 200 juta, belum ada satu persennya yang melakukan investasi di pasar modal.

Salah satu hal yang harus dijaga dalam pengembangan pasar modal adalah kepercayaan masyarakat terhadap sistem yang ada. Oleh karena itu, pemerintah harus bisa menjaga dan memelihara integritas pasar. Dalam hal ini, upaya-upaya yang dilakukan adalah mengawasi secara ketat setiap perilaku perusahaan efek dan mengenakan sanksi yang sesuai terhadap pihak yang melanggar. Bapepam mewajibkan bursa efek sebagai *self regulatory organizations* (SROs) untuk melakukan pengawasan yang ketat terhadap setiap anggotanya. Upaya penegakan hukum terus dilakukan untuk memastikan para investor mendapat perlindungan yang memadai dan setiap pelaku pasar modal melakukan sesuai dengan peraturan yang berlaku.

Berbagai upaya efisiensi terus dilakukan, misalnya penurunan biaya-biaya yang memberatkan investor seperti *transaction fee*, *listing fee* oleh bursa efek. Di samping itu, *fee* dalam rangka proses emisi oleh penunjang pasar modal, serta biaya-biaya dalam rangka *clearing and settlement* juga harus diturunkan. Sedangkan dari emiten ada beberapa hal yang harus diperhatikan, seperti mengenai keterbukaan informasi. Emiten wajib menyampaikan laporan keuangan secara berkala kepada Bapepam dan mengumumkannya ke masyarakat luas. Laporan berkala itu berisi antara lain, laporan keuangan tahunan dan tengah tahunan, laporan penggunaan dana hasil emisi. Berdasarkan ketentuan yang ada, laporan keuangan tahunan sudah wajib disampaikan kepada Bapepam mulai tahun buku 1995. Emiten juga wajib melaporkan kepada Bapepam dan mengumumkan kepada masyarakat tentang peristiwa material yang dapat mempengaruhi harga efek, selambat-lambatnya pada akhir hari kerja kedua setelah peristiwa tersebut. Selain itu direktur atau komisaris emiten wajib wajib melaporkan kepada Bapepam atas kepemilikan dan setiap perubahan kepemilikannya atas saham perusahaan. Pihak yang sekurang-kurangnya memiliki 5% saham emiten wajib melaporkan kepada Bapepam atas kepemilikan dan setiap perubahan kepemilikannya.

Emiten yang akan melakukan penjualan saham, pendirian perusahaan baru, penggabungan, peleburan, atau pembelian aktiva, maka sebelum transaksi tersebut dilakukan, wajib memperhatikan ketentuan:⁹

⁹ I Putu Gede Ary Suta, Menuju Pasar Modal Modern, Yayasan SAD Satria Bhakti, Jakarta, 2000.

1. Peraturan No. IX.D.1 lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-04/PM/1994 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu, apabila transaksi tersebut mengandung benturan kepentingan.
2. Surat Ketua Bapepam No. S-456/PM/1991 tentang Pembelian Saham atau Penyertaan Pada Perusahaan Lain apabila transaksi tersebut mengandung unsur materialitas, yaitu: Lima persen dari pendapatan (revenues) perusahaan dan sepuluh persen dari modal sendiri (*owner equity*).

Hal lain yang perlu diperhatikan emiten adalah menghindari transaksi yang dapat mengakibatkan risiko tinggi, seperti berspekulasi atas *transaksi derivatif* yang bertentangan dengan tujuan perusahaan. Apabila transaksi tersebut dilakukan, maka emiten wajib memperhatikan peraturan No. IX.K.1 tentang Keterbukaan Informasi yang harus segera diumumkan kepada publik dan surat ketua Bapepam No. S-1560/PM/1995 tentang Kegiatan Spekulatif atas Transaksi Derivatif.

Persoalan lain yang juga harus diperhatikan oleh Bapepam adalah bagaimana menghindari adanya penipuan, manipulasi pasar dan perdagangan orang dalam. Sebab dalam perdagangan efek, setiap dilarang secara langsung ataupun tidak langsung menipu atau mengelabui pihak lain dengan menggunakan sarana dan atau cara apapun. Atau membuat pernyataan tidak benar mengenai fakta material, yang tujuannya untuk mengeruk keuntungan sendiri.

Bapepam juga mengontrol ketat pihak yang langsung, tidak langsung menciptakan gambaran menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar atau harga efek di bursa efek. Tindakan lain yang perlu dicegah adalah adanya kegiatan *insider trading*. Untuk menjegal tindakan yang merugikan orang banyak itu, maka Bapepam akan mengenakan sanksi. Mulai dari peringatan tertulis, denda, pembatasan kegiatan usaha, pembekuan kegiatan usaha, pencabutan izin usaha, pembatalan persetujuan dan pembatalan pendaftaran. Setiap pihak yang melanggar ketentuan penipuan, manipulasi pasar dan perdagangan orang dalam diancam pidana penjara paling lama 10 tahun dan denda paling banyak Rp 15 miliar. Sedangkan pelanggaran atas kewajiban menyampaikan pernyataan pendaftaran bagi perusahaan publik diancam pidana penjara paling lama 3 tahun dan hukuman denda paling banyak Rp 5 miliar.

III.1.3 Industri Makanan dan Minuman dalam Pasar Modal di Indonesia

Dari 10 emiten industri makanan dan minuman yang sahamnya tercatat di BEJ rata-rata masih harus berjuang keras untuk melewati tahun 2004 ini dengan baik. Hingga kuartal II tahun berjalan ini, daya beli masyarakat sedikit membaik, meskipun terdapat sedikit kendala yang masih harus dihadapi oleh emiten tersebut. Kenaikan harga produksi yang dilakukan oleh emiten pada tahun sebelumnya, tidak akan menjamin perbaikan kinerjanya di tahun ini. Sebab di sisi lain, para emiten tersebut masih harus menghadapi biaya operasional yang tidak lagi murah.

Masalah dari luar seperti kenaikan tariff daya listrik, BBM, maupun peraturan anti monopoli, serta persaingan bisnis, akan mengganjal perkembangannya tahun ini. Sementara dari dalam, para emiten masih harus menghadapi tuntutan kenaikan upah buruh, bahkan aksi mogok para pegawainya. Sehingga untuk bisa menyamai prestasi di tahun-tahun sebelumnya yang dianggap paling baik, dibutuhkan suatu sistem kerja yang ekstra keras dari pihak manajemen perusahaan. Dengan menguatnya kembali nilai tukar Rupiah terhadap dollar AS, kenaikan harga jual dan permintaan produk di pasaran, serta restrukturisasi hutang yang sudah dijalankan para emiten, diharapkan bisa memberikan kontribusi yang positif bagi perusahaan.

Krisis yang berkepanjangan mulai tahun 1997 telah berdampak buruk terhadap kinerja para emiten di lantai bursa, termasuk kesepuluh emiten industri makanan dan minuman yang menjadi obyek penelitian. Di tahun 1999, kerugian paling besar dialami oleh PT. Prasida Aneka Niaga Tbk sebesar Rp 278.949.471.928 yang pada tahun sebelumnya merugi sebesar Rp 200.907.0000.000. Emiten lain yang mengalami kerugian dialami oleh PT. Davomas Abadi Tbk sebesar Rp 1.546.381.944 yang pada tahun sebelumnya mencatatkan kerugiannya sebesar Rp 51.746.000.000. Meskipun demikian, walaupun PT. Cahaya Kalbar Tbk pada tahun sebelumnya mengalami kerugian sebesar Rp 79.832.000.000,- namun emiten tersebut tetap mampu meraih keuntungan di tahun 1999 sebesar Rp 21.454.460.184. Hal yang sama juga ditunjukkan oleh PT. Ades Alfindo Putrasetia Tbk yang pada tahun sebelumnya mengalami kerugian sebesar Rp 86.414.000.000, namun mampu meraih keuntungan

di tahun 1999 sebesar Rp 263.271.278. Emiten yang mendapatkan keuntungan paling besar adalah PT. Indofood Sukses Makmur Tbk sebesar Rp 1.395.399.461.005.

Sedangkan pada tahun 2000, tercatat ada tiga emiten yang mengalami kerugian. PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk mengalami kerugian yang lebih besar dari tahun sebelumnya menjadi Rp 542.271.802.805. Kemudian disusul oleh PT. Davomas Abadi sebesar Rp 148.264.474.525. Emiten lain yang mengalami kerugian adalah PT. Cahaya Kalbar Tbk, yang mana pada tahun sebelumnya emiten ini mendapatkan keuntungan sebesar Rp Rp 21.454.460.184 namun di tahun 2000 ini mengalami kerugian sebesar Rp 6.774.615.681. Sedangkan emiten yang mencatat keuntungan paling besar adalah PT. Indofood Sukses Makmur sebesar Rp 646.172.334.187.

PT. Ades Alfindo Putrasetia Tbk, PT. Cahaya Kalbar, dan PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk pada tahun 2001 tercatat mengalami kerugian masing-masing sebesar Rp 10.239.862.229,- Rp 4.802.506.449,- Rp 245.335.700.429,- . Tercatat ada enam emiten yang tidak mengalami kerugian dari tahun 1999 hingga tahun 2001. Mereka adalah PT. Aqua Golden Mississippi Tbk, PT. Delta Djakarta Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur, PT. Multi Bintang Indonesia Tbk, PT. Sari Husada Tbk, dan juga PT. Siantar Top Tbk.

Di tahun 2002 hanya ada satu emiten yang masih tetap mengalami kerugian dari tahun 1998, adalah PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk yang mengalami peningkatan kerugian dari tahun sebelumnya menjadi Rp 387.537.655.892. Sedangkan emiten yang lain tercatat mendapatkan keuntungan yang tidak terlalu berbeda jauh dari

tahun-tahun sebelumnya. Baru pada tahun 2003 kesepuluh emiten industri makanan dan minuman tersebut mencatatkan keuntungannya. Keuntungan terbesar sebesar Rp 819.632.916.080, justru dicatat oleh PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk yang selama lima tahun terakhir selalu mengalami kerugian. Sedangkan keuntungan terkecil dicatat oleh PT. Cahaya Kalbar Tbk sebesar Rp 3.175.094.476.

Dengan mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta dan masuknya mitra asing ke dalam tubuh perseroan, diharapkan dapat menambah modal pengusaha industri makanan dan minuman untuk meningkatkan produksinya. Disamping itu, standarisasi mutu produk dan kualitas kemasan juga perlu diperhatikan oleh produsen dalam menghadapi persaingan masuknya produk impor di pasar dalam negeri.

III.1.4 Emiten Dalam Masa Krisis

Krisis moneter merupakan musibah besar dalam perekonomian nasional. Para pelaku bursa telah merasakan bahwa krisis yang sedang dihadapi dewasa ini, telah memberikan dampak yang kurang menyenangkan terhadap upaya-upaya yang telah dilakukan dalam rangka pengembangan pasar modal di Indonesia. Karena pasar modal adalah suatu sub system yang bersifat *dependent* terhadap sistem perekonomian secara keseluruhan, maka akibat dari krisis tersebut secara langsung tercermin di dalam kegiatan pasar modal. Dampak langsung terhadap pasar modal adalah turunnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang cukup signifikan serta semakin menipisnya volume dan nilai perdagangan, serta semakin menurunnya kapitalisasi pasar. Dari sisi emiten sendiri, dampaknya secara gambling dapat tercermin melalui

performance keuangan perusahaan. Perekonomian Indonesia sedang menghadapi suatu *extraordinary situations*, sehingga untuk mengatasinya pun diperlukan keberanian mengambil langkah-langkah yang menuju pada *extraordinary solutions*.

Semua pelaku pasar harus menyadari bahwa penurunan kinerja emiten itu rata-rata disebabkan oleh krisis moneter yang sama sekali tidak diperkirakan semua orang. Karena itu, penerapan peraturan *delisting* tidak dilakukan seperti sebuah *check list*, akan tetapi melalui sebuah penerapan yang sangat bijaksana dengan melalui berbagai pertimbangan-pertimbangan tertentu berdasarkan kondisi krisis yang berlangsung. *Delisting* hanya diperlakukan terhadap perusahaan yang secara *de facto* sudah “dikosongkan” melalui tindakan rekayasa yang tidak terpuji dan melanggar hukum yang berlaku.

Setiap pihak diminta untuk memiliki *sense of crisis* yang tinggi dalam menghadapi situasi perekonomian yang sulit akhir-akhir ini. Yang lebih penting lagi adalah agar semua pihak saling mendukung upaya-upaya yang sedang dan akan ditempuh untuk meningkatkan kinerja pasar modal Indonesia. Pemerintah seharusnya menempuh setiap langkah yang dipandang perlu agar pasar modal Indonesia tetap eksis dan terselamatkan dari krisis yang sedang terjadi sampai sekarang ini.

III.2 Variabel Penelitian

1. Variabel Dependen :

$$R_{i,t} = \text{Ln} \left(\frac{P_{i,t+1}}{P_{i,t-1}} \right)$$

$R_{i,t}$ = Return Saham perusahaan i pada periode t

Ln = Natural Logaritma

$P_{i,t+1}$ = Harga saham perusahaan i pada akhir periode t .

$P_{i,t-1}$ = Harga saham perusahaan i pada awal periode t .

2. Variabel Independen :

1. CFO_{it}

Yaitu arus kas dari operasi perusahaan pada periode t .

2. E_{it}

Yaitu laba bersih perusahaan pada periode t .

3. WC_{it}

Modal kerja, yaitu seluruh elemen aktiva lancar yang terdiri atas kas dan setara kas, piutang dagang, persediaan barang dagangan, dan penyusutan – penyusutan pada periode t .

III.3 Definisi Variabel Penelitian

Definisi istilah yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Laba (*earning*) adalah laba bersih sebelum peristiwa luar biasa dan penghentian operasi.
2. Modal kerja adalah keseluruhan elemen dari aktiva lancar, atau sering disebut sebagai Gross Working Capital, yaitu : kas dan setara kas, piutang, persediaan, dan penyusutan.
3. Arus kas operasi adalah arus kas yang dihasilkan oleh perusahaan dari kegiatan operasi utamanya.

III.4 Data dan Teknik Pengumpulan Data

Data dalam penelitian ini menggunakan sampel perusahaan-perusahaan pada industri makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama lima tahun. Data terdiri dari laporan keuangan tahunan yang telah diaudit oleh akuntan public, yaitu Laporan Neraca, Laporan Rugi Laba, Laporan Arus Kas, dan return saham harian. Proses pengumpulan data dilakukan di Pojok BEJ MM-UII. Berdasarkan database yang terdapat pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2003, diperoleh sebanyak 10 perusahaan yang tergolong dalam industri makanan dan minuman. Perusahaan-perusahaan tersebut adalah :

- PT Ades Alfindo Putrasetia Tbk (ADES)
- PT Aqua Golden Mississippi Tbk (AQUA)
- PT Cahaya Kalbar Tbk (CEKA)
- PT Davomas Abadi Tbk (DAVO)

- PT Delta Djakarta (DLTA)
- PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF)
- PT Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI)
- PT Prasadha Aneka Niaga Tbk (PSDN)
- PT Sari Husada Tbk (SHDA)
- PT Siantar Top Tbk (STTP)

Setelah data-data yang dibutuhkan dalam penelitian ini diperoleh, baru kemudian diolah lagi untuk mengetahui sejumlah data-data khusus secara tahunan. Karena data-data yang diperoleh dari BEJ selama lima tahun yaitu, dari tahun 1999 – 2003, masih ada yang dalam bentuk data harian, sehingga perlu untuk diolah lagi, dengan tujuan agar lebih mudah bagi peneliti dalam melakukan penelitian ini.

III.5 Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah sepuluh (10) perusahaan yang bergerak dalam industri makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1999 hingga tahun 2003. Sampel menggunakan purposive sampling, yaitu sampel dengan menggunakan metode-metode tertentu. Sedangkan sampel dalam penelitian ini adalah sepuluh (10) perusahaan yang bergerak dalam bidang industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta hingga tahun 2003. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini akan ditentukan dengan kriteria sebagai berikut:

1. Sampel adalah sepuluh (10) perusahaan yang bergerak dalam bidang industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta hingga tahun 2003.
2. Sampel memiliki informasi yang diperlukan dalam penelitian dengan lengkap seperti: arus kas (operasi, investasi and pendanaan), laba dan modal kerja dari operasi, serta harga saham.
3. Sampel mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit.

III.6 Teknik Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan model matematis yang digunakan oleh Ashiq Ali (1994) dengan sedikit perubahan. Adapun model matematis tersebut adalah sebagai berikut:

$$RET_{it} = a_{0t} + a_{1t} WC_{it} + a_{2t} E_{it} + a_{3t} CFO_{it} + \mu_{it}$$

Keterangan simbol:

a_{0t}	: Konstanta
a_{1t}, a_{2t}, a_{3t}	: Koefisien Regresi (Modal Kerja: Laba Bersih: Arus Kas Operasi)
RET_{it}	: Variabel Dependen (return saham)
CFO_{it}	: Variabel Independen Arus Kas Operasi perusahaan pada periode t
E_{it}	: Variabel Independen Laba bersih perusahaan pada periode t
WC_{it}	: Variabel Independen Modal kerja perusahaan pada periode t
μ_{it}	: Faktor Pengganggu / error term

1. Goodness of Fit Test

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui tingkat ketepatan yang paling baik dalam analisa regresi yang dinyatakan dengan koefisien determinasi majemuk (R^2). Jika $R^2 = 1$ berarti independen variabel berpengaruh sempurna terhadap variabel dependen, sebaliknya jika $R^2 = 0$ berarti independen variabel tidak berpengaruh terhadap dependen variabel.

2. Pengujian Koefisien Regresi Serentak (Uji F)

Pengujian untuk mengetahui apakah independen variabel secara serentak berpengaruh terhadap dependen variabel. Hipotesis pengujian koefisien regresi serentak (uji F) adalah sebagai berikut :

$H_0 : \mu = \mu_0$ Variabel bebas secara serentak tidak mempengaruhi variabel terikat.

$H_A : \mu \neq \mu_0$ Variabel bebas secara serentak mempengaruhi variabel terikat.

Jika p-value nilai $F \leq \alpha$, maka independen variabel secara serentak berpengaruh terhadap dependen variabel.

3. Pengujian Koefisien Regresi Partial (Uji t)

Pengujian ini untuk mengetahui apakah independen variabel secara individu berpengaruh terhadap dependen variabel. Hipotesis pengujian koefisien regresi parsial (uji t) adalah sebagai berikut :

$H_0 : \mu = \mu_0$ Variabel bebas secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel terikat.

$H_A : \mu \neq \mu_0$ Variabel bebas secara individual berpengaruh terhadap variabel terikat.

Jika nilai p-value nilai $t \leq \alpha$, maka independen variabel secara individual signifikan berpengaruh terhadap dependen variabel. Sedangkan untuk nilai dari α sebagai taraf signifikansi adalah ditentukan sebesar 5%.

