

KESULITAN KEUANGAN PERUSAHAAN DAN PERSONAL

Sebab
Akibat
Prediksi
Tata Kelola
Peluang *Survive*
Antisipasi
Rekomendasi
Dzikir

KHAIRA AMALIA FACHRUDIN

USU Press

Art Design, Publishing & Printing

Gedung F

Jl. Universitas No. 9, Kampus USU

Medan, Indonesia

Telp. 061-8213737; Fax 061-8213737

Kunjungi kami di:

<http://usupress.usu.ac.id>

Terbitan Pertama 2008

© USU Press 2008

Hak cipta dilindungi oleh undang-undang; dilarang memperbanyak, menyalin, merekam sebagian atau seluruh bagian buku ini dalam bahasa atau bentuk apapun tanpa izin tertulis dari penerbit.

ISBN: 979 458 391 X

Perpustakaan Nasional: Katalog Dalam Terbitan (KDT)

Fachrudin, Khaira Amalia

Kesulitan keuangan perusahaan dan personal / Khaira Amalia Fachrudin. –
Medan: USU Press, 2008.

vi, 134 p. ; illus. ; 24 cm

Bibliografi

ISBN: 979-458-391-X

1.Keuangan I. Judul

658.154 ddc22

Dicetak di Medan, Indonesia

BISMILLAHIRRAHMAANIRRAHIIM

BUKU INI DIPERSEMBARKAN UNTUK:

MAMA MULIYATI

DAN

BAPAK FACHRUDIN

Keikhlasan cinta mama dan bapak
tidak akan pernah dapat terbalas
Ya Allah, berikanlah segala
yang terindah untuk mereka

PENDAHULUAN

Tahun 1929 Amerika Serikat mengalami krisis. Krisis ini akhirnya menjadi resesi ekonomi dunia (dikenal dengan zaman malaise) yang berdampak ke Hindia Belanda, termasuk Batavia. Setelah Perang Dunia II tahun 1940-an terjadi krisis dunia yang juga berdampak ke Indonesia, pada masa ini di Indonesia terdapat istilah Gunting Syarifudin - uang kertas digunting menjadi dua. Tahun 1950-an di Indonesia terdapat kebijakan sanering akibat krisis. Di Indonesia akibat serangan G30SPKI juga terjadi penurunan mata uang, nilai Rp1000,- menjadi Rp1,-. Tahun 1960-an dan 1970-an dunia mengalami krisis lagi. Tahun 1991-1992 terjadi resesi di Amerika akibat Perang Teluk. Tahun 1997 terjadi krisis Asia yang menyebabkan nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat menurun lebih 100%. Awal 2006, George Soros, spekulan mata uang kelas dunia memperkirakan perekonomian Amerika akan mengalami resesi tahun 2007 karena kegagalan membendung tingkat bunga. Perkiraan ini didukung Edelson, analisis keuangan dari *Money and Markets*. Mantan pimpinan *The Federal Reserve*, Allan Greenspan, juga mengatakan hal yang sama, akibat presiden Bush menghamburkan banyak dana untuk perang Irak sehingga anggaran negara tidak stabil. Perkiraan mengenai akan adanya resesi tersebut ternyata terjadi. September 2008, Lehman Brothers, perusahaan sekuritas terbesar keempat di Amerika Serikat, mengalami kejatuhan akibat macetnya pembayaran dari sektor perumahan. Selanjutnya Amerika mengalami krisis keuangan.

Penyebabnya bukan semata-mata disebabkan kekurangan likuiditas, kesalahan sistem, atau usangnya ideologi kapitalisme. Masalah yang mendasar adalah tata kelola (kesimpulan pertemuan *World Economic Forum* di Tianjin, China pada akhir September 2008). Selama ini tata kelola dalam sistem keuangan ditentukan oleh pasar sehingga mendorong pertumbuhan pasar sekaligus meminimalisasi dampak negatif yang berpotensi terjadi. Sistem keuangan global yang canggih tidak dapat mendeteksi dan mengantisipasi kemungkinan adanya *ill intention* atau tujuan buruk dari para pemain pasar. Kuncinya adalah tata kelola yang efektif (Lutfi, 2008).

Krisis keuangan di Amerika ini menyebar kemana-mana. Indeks saham di seluruh dunia anjlok ke level terendah dibandingkan dengan 3-5 tahun terakhir. Indeks harga saham gabungan di Bursa Efek Indonesia yang tahun 2007 mengalami kinerja baik menjadi berbalik arah.

Walaupun fundamental perusahaan di Indonesia cukup baik, namun kekhawatiran akan dampak krisis di Amerika juga dirasakan. Dalam sektor pertanian - selama ini Amerika adalah pengimpor hasil pertanian Indonesia, bila permintaan dari Amerika menurun, maka perusahaan sektor pertanian di Indonesia juga mengalami penurunan pendapatan. Gejolak 2008 menyebabkan Bank Indonesia meningkatkan tingkat suku bunga. Akibatnya perusahaan *multifinance* juga memperketat bahkan menyetop pembiayaan sementara waktu. Hal ini juga akan membuat pendapatan perusahaan menurun. Jika gejolak tidak teratasi, perusahaan dalam sektor lain mungkin juga akan terkena dampaknya pada tahun berikutnya.

Belajar dari sejarah, krisis memang dapat selalu datang setiap kurun waktu tertentu, sekitar 10 tahun. Kewaspadaan terhadap kesulitan keuangan harus selalu dilakukan oleh setiap pihak, terutama oleh perusahaan. Perusahaan perlu melakukan lindung nilai terhadap hutang dalam mata uang asingnya untuk menjaga agar hutang tidak membengkak bila kurs melemah; dan atau melakukan diversifikasi usaha untuk menjaga agar pendapatan tidak menurun bila permintaan dari luar berkurang. Selain ancaman dari luar, kesulitan keuangan dapat juga disebabkan dari dalam, misalnya karena manajemen yang kurang baik. Untuk itu diperlukan tata kelola perusahaan yang baik (*good governance governance*). Bagian pertama buku ini akan membahas masalah kesulitan keuangan perusahaan yang dilengkapi dengan rumus prediksi yang dapat diterapkan.

Krisis keuangan memang memiliki siklus tertentu seperti halnya kehidupan manusia. Roda selalu berputar. Ada saatnya seseorang berada di atas, ada saatnya berada di samping, dan adakalanya di bawah. Seseorang boleh berusaha agar tidak terpuruk karena ulahnya sendiri. Ulah yang salah dalam membelanjakan penghasilan karena ingin pola hidup yang lebih dari sewajarnya dapat menyebabkan kesulitan keuangan pribadi (*personal financial distress*). Buku ini akan membahas masalah kesulitan keuangan pribadi pada bagian kedua.

Selamat membaca.

DAFTAR ISI

PENDAHULUAN.....	iv
DAFTAR ISI.....	vi
BAGIAN I. KESULITAN KEUANGAN PERUSAHAAN.....	1
Definisi Kesulitan Keuangan Perusahaan	2
Penyebab Kesulitan Keuangan Perusahaan.....	6
Akibat Kesulitan Keuangan Perusahaan	15
Tanggapan terhadap Kesulitan Keuangan Perusahaan.....	17
Kesulitan Keuangan Perusahaan, Keputusan Pendanaan, dan Struktur Modal.	19
Kesulitan Keuangan Perusahaan dan Indikator Keuangan.....	22
Kesulitan Keuangan Perusahaan dan Tata Kelola Perusahaan	23
Penelitian Mengenai Kesulitan Keuangan Perusahaan	46
Penelitian Rangkaian Peristiwa Kesulitan Keuangan Perusahaan Secara <i>Longitudinal</i>	65
Antisipasi dan Rekomendasi.	116
BAGIAN II. KESULITAN KEUANGAN PERSONAL	118
Definisi Kesulitan Keuangan Personal.....	118
Penyebab Kesulitan Keuangan Personal	119
Mengidentifikasi Orang yang Kesulitan Keuangan	120
Akibat Kesulitan Keuangan Personal.....	120
Pertolongan yang Dapat Diberikan	121
Tata Kelola	122
Antisipasi dan Rekomendasi	123
Dzikir Dibebaskan dari Hutang.....	125
PENUTUP.....	126
DAFTAR PUSTAKA.	128

BAGIAN I

KESULITAN KEUANGAN PERUSAHAAN

Bagian pertama dari buku ini membahas masalah kesulitan keuangan perusahaan (*corporate financial distress*) yang meliputi definisi, penyebab, akibat, tanggapan, kaitan dengan keputusan pendanaan dan struktur modal, kaitan dengan indikator keuangan, kaitan dengan tata kelola perusahaan, penelitian-penelitian yang berkaitan, antisipasi, dan rekomendasi.

Berbagai definisi kesulitan keuangan perusahaan dari para pakar akan dikemukakan. Walaupun definisi tersebut berbeda-beda, terutama bila dibandingkan antara definisi pada riset-riset awal dan riset-riset terkini, namun dapat dikatakan bahwa kesulitan keuangan perusahaan adalah suatu keadaan perusahaan yang tidak dapat memenuhi kewajibannya.

Penyebab kesulitan keuangan perusahaan akan ditinjau dari berbagai sisi. Demikian juga akibat dan tanggapan terhadap kesulitan keuangan. Kedudukan masalah kesulitan keuangan dalam manajemen keuangan yang berada pada fungsi keputusan pendanaan akan dibahas pada bagian kesulitan keuangan perusahaan, keputusan pendanaan dan struktur modal. Pada bagian ini juga akan dibahas kaitan antara struktur modal dan teori *pecking order* sehingga akan dipahami mengapa perusahaan menggunakan pendanaan dalam bentuk hutang yang beresiko menyebabkan kesulitan keuangan.

Prediksi kesulitan keuangan banyak sekali dilakukan dengan menggunakan indikator berupa rasio-rasio keuangan. Hal ini akan disajikan pada bagian kesulitan keuangan perusahaan dan indikator keuangan dan pada bagian penelitian mengenai kesulitan keuangan perusahaan.

Masalah tata kelola perusahaan (*corporate governance*) akan dibahas pada bagian selanjutnya. Keterkaitan antara tata kelola perusahaan dan

kesulitan keuangan perusahaan juga akan dibahas. Demikian juga penelitian mengenai pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kemungkinan kesulitan keuangan perusahaan.

Perusahaan kesulitan keuangan dapat kembali *survive*. Penelitian mengenai estimasi peluang *survive* menunjukkan beberapa hal yang mempengaruhinya.

Penelitian secara *longitudinal* telah pula dilakukan. Penelitian yang mengamati perusahaan-perusahaan dalam jangka panjang tersebut menemukan penyebab kesulitan keuangan, situasi dan upaya yang dilakukan, upaya restrukturisasi hutang, model prediksi kesulitan keuangan, atribut tata kelola yang berkaitan, faktor yang meningkatkan peluang *survive*, dan kebijakan-kebijakan yang dilakukan perusahaan kokoh dalam menghadapi serangan krisis.

Antisipasi dan rekomendasi berdasarkan pengamatan sejarah dan penelitian akan diberikan pada akhir bagian satu. Hal ini dapat menjadi masukan bagi perusahaan.

Definisi Kesulitan Keuangan Perusahaan

Kesulitan keuangan dimulai ketika perusahaan tidak dapat memenuhi jadwal pembayaran atau ketika proyeksi arus kas mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut akan segera tidak dapat memenuhi kewajibannya (Brigham dan Daves, 2003). Ada beberapa definisi kesulitan keuangan, sesuai tipenya, yaitu *economic failure*, *business failure*, *technical insolvency*, *insolvency in bankruptcy*, dan *legal bankruptcy* (Brigham dan Gapenski, 1997). Berikut ini adalah penjelasannya:

1. Economic failure

Economic failure atau kegagalan ekonomi adalah keadaan dimana pendapatan perusahaan tidak dapat menutupi total biaya, termasuk cost of capitalnya. Bisnis ini dapat melanjutkan operasinya sepanjang kreditur mau menyediakan modal dan pemiliknya mau menerima tingkat pengembalian (*rate of return*) di bawah pasar. Meskipun tidak ada suntikan modal baru saat aset tua sudah harus diganti, perusahaan dapat juga menjadi sehat secara ekonomi.

2. *Business failure*

Kegagalan bisnis didefinisikan sebagai bisnis yang menghentikan operasi dengan akibat kerugian kepada kreditur.

3. *Technical insolvency*

Sebuah perusahaan dikatakan dalam keadaan *technical insolvency* jika tidak dapat memenuhi kewajiban lancar ketika jatuh tempo. Ketidakmampuan membayar hutang secara teknis menunjukkan kekurangan likuiditas yang sifatnya sementara, yang jika diberi waktu, perusahaan mungkin dapat membayar hutangnya dan *survive*. Di sisi lain, jika *technical insolvency* adalah gejala awal kegagalan ekonomi, ini mungkin menjadi perhentian pertama menuju bencana keuangan (*financial disaster*).

4. *Insolvency in bankruptcy*

Sebuah perusahaan dikatakan dalam keadaan *Insolvent in bankruptcy* jika nilai buku hutang melebihi nilai pasar aset. Kondisi ini lebih serius daripada *technical insolvency* karena, umumnya, ini adalah tanda *economic failure*, dan bahkan mengarah kepada likuidasi bisnis. Perusahaan yang dalam keadaan *insolvent in bankruptcy* tidak perlu terlibat dalam tuntutan kebangkrutan secara hukum.

5. *Legal bankruptcy*

Perusahaan dikatakan bangkrut secara hukum jika telah diajukan tuntutan secara resmi dengan undang-undang (Brigham dan Gapenski, 1997).

Brigham dan Gapenski (1997) menjelaskan pula, ketidakmampuan perusahaan yang mengalami *technical insolvency* disebabkan masalah arus kas secara temporer. Biasanya masalah ini diselesaikan dengan restrukturisasi hutang oleh para kreditur. Sedangkan pada *insolvency in bankruptcy*, masalahnya bersifat permanen dan dapat mengarah pada likuidasi bisnis. Brigham dan Gapenski memasukkan *legal bankruptcy* sebagai salah satu tipe kesulitan keuangan. Namun literatur lain membedakannya. Misalnya Scott (1981) yang mengatakan bahwa perusahaan yang kesulitan memenuhi komitmen keuangannya tidak selalu mengarah kepada kebangkrutan (Low et al., 2001).

Technical insolvency dalam Brigham dan Gapenski di atas sama dengan *equity insolvency* menurut Altman (1983). *Equity insolvency* tergambar jika perusahaan tidak dapat membayar hutangnya ketika jatuh tempo dalam kegiatan bisnis yang biasa. *Insolvency in bankruptcy* dalam Brigham dan Gapenski sama dengan *bankruptcy insolvency* menurut

Altman (1983), dapat dilakukan dengan uji neraca, jika total aset perusahaan lebih kecil dari jumlah kewajiban.

Di Amerika, *legal bankruptcy* diatur dalam *Chapter 7 Bankruptcy Code* tentang *liquidation bankruptcy* yang merinci prosedur dalam melikuidasi perusahaan. Dalam hal ini pengadilan menunjuk wali (*trustee*), yang mengumpulkan properti perusahaan, mengurangi kas, dan mendistribusikan kelebihan pada kreditor dengan dasar pro rata dengan secepat dan seefisien mungkin. Distribusi aset yang rapi dan adil kepada kreditor akan dapat mengurangi dampak negatif dari kegagalan bisnis.

Untuk perusahaan kesulitan keuangan yang enggan menyerah dan berusaha meraih *survive*, aturannya terdapat dalam *Chapter 11 Bankruptcy Code*. Perusahaan akan berusaha untuk meyakinkan kreditor agar membekukan klaimnya untuk sementara selagi perusahaan tersebut melakukan reorganisasi dan membangun kembali operasi sampai diraih laba yang memuaskan. Pendekatan reorganisasi kebangkrutan ini dapat dilakukan berdasarkan kemampuan perusahaan meyakinkan kreditor bahwa ia dapat berhasil di pasar dengan mengimplementasikan strategi perencanaan baru. Ketika menghasilkan laba, perusahaan dapat membayar kembali kreditor, barangkali secara penuh. Jadi, *chapter 11 Bankruptcy Code* dilakukan jika ada peluang kemungkinan hidup jangka panjang secara nyata.

Chapter 11 memberi waktu dan perlindungan bagi debitur perusahaan untuk reorganisasi dan menggunakan pendapatan mendatang guna membayar kreditor. Perusahaan mungkin merestrukturisasi hutang, menutup divisi atau toko yang tidak profitable, menegosiasikan kembali kontrak pekerja, mengurangi kekuatan pekerjaan, atau mengajukan tindakan lain yang dapat menciptakan bisnis yang lebih menguntungkan. Jika rencana disetujui kreditor, perusahaan akan diberi peluang lain untuk menghindari likuidasi dan lahir kembali dari kebangkrutan (Pearce dan Robinson, 2003).

Bahasa hukum di Inggris agak berbeda dengan di Amerika. Bangkrut digunakan untuk merujuk pribadi, sedang untuk perusahaan digunakan istilah insolvensi (Franks dan Sussman, 2005).

Di Indonesia kepailitan (*failure*) diatur dalam UU. No.1 tahun 1998, disebutkan bahwa debitur yang mempunyai dua atau lebih kreditor dan tidak dapat membayar sedikitnya satu utang yang telah jatuh waktu dan tidak dapat ditagih, dinyatakan pailit dengan putusan pengadilan yang berwenang, baik atas permohonan sendiri, maupun atas permintaan

seorang atau lebih krediturnya. Permohonan ini dapat juga diajukan oleh kejaksaan untuk kepentingan umum.

Definisi kesulitan keuangan menurut Peraturan Pencatatan Saham Shanghai Stock Exchange (SHSE) dan Shenzhen Stock Exchange (SZSE) artikel 9.2.1 tahun 2001 adalah situasi keuangan yang tidak normal. Suatu perusahaan berada dalam keadaan situasi yang tidak normal bila perusahaan tersebut menghadapi salah satu dari situasi-situasi ini, yaitu: laba bersih selama dua tahun terakhir negatif, nilai saham bersih kurang dari *face value* saham dalam tahun terakhir, auditor memberi opini *adverse* atau *disclaimer* pada laporan keuangan tahun terakhir, nilai kepemilikan ekuitas yang diakui auditor dan departemen terkait kurang dari nilai modal yang tercatat pada tahun terakhir, dan situasi tidak normal lain berdasarkan pertimbangan China Securities Regulation Commission (CSRC), atau SHSE dan SZSE. Standar situasi tidak normal tersebut menekankan profitabilitas dan penurunan kinerja yang sangat buruk. Namun, perusahaan-perusahaan publik di China yang status keuangannya sudah *totally hopeless* pun tidak dinyatakan bangkrut secara undang-undang (Deng dan Wang, 2006).

Definisi kesulitan keuangan dalam riset-riset awal disinonimkan dengan kegagalan bisnis (misalnya Altman, 1968; Altman et al., 1977; Ball and Foster, 1982; Moses dan Liao, 1987 dalam Turetsky dan McEwen, 2001). Tetapi perkembangan selanjutnya mengatakan bahwa kesulitan keuangan mempunyai beberapa karakteristik sehubungan dengan peristiwa antara kesehatan perusahaan dan kebangkrutan (Lau, 1987; Gilbert et al., 1990; Anyane-Ntow, 1991; dan Johnsen and Melicher, 1994 dalam Turetsky dan McEwen, 2001). Turetsky dan McEwen (2001) menggambarkan kesulitan keuangan sebagai rangkaian peristiwa keuangan yang merefleksikan berbagai macam tingkatan *corporate adversity*.

Suatu perusahaan sudah dapat dikatakan menderita kesulitan keuangan pada tahun pertama aliran kas kurang dari kewajiban jangka panjang yang jatuh tempo (Whitaker, 1999). Aliran kas didefinisikan sebagai pendapatan bersih ditambah beban-beban non kas.

Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan umumnya mengalami penurunan dalam pertumbuhan, kemampuan, dan aset tetap, serta peningkatan dalam tingkatan persediaan relatif terhadap perusahaan yang sehat (Kahya dan Theodossiou, 1999). Di samping itu kesulitan keuangan dapat juga dilihat dari melemahnya kondisi keuangan, kreditur yang mulai mengambil tindakan, pemasok yang mungkin tak mengirim bahan

baku secara kredit, investasi modal yang menguntungkan mungkin harus dilepas, dan pembayaran dividen yang terganggu (Keown et al., 1997).

Penyebab Kesulitan Keuangan Perusahaan

Lizal (2002) mengelompokkan penyebab-penyebab kesulitan dan menamainya dengan Model Dasar Kebangkrutan atau Trinitas Penyebab Kesulitan Keuangan. Menurut beliau, ada tiga alasan yang mungkin mengapa perusahaan menjadi bangkrut, yaitu:

1. *Neoclassical model*

Pada kasus ini kebangkrutan terjadi jika alokasi sumber daya tidak tepat. Kasus restrukturisasi ini terjadi ketika kebangkrutan mempunyai campuran aset yang salah.

Mengestimasi kesulitan dilakukan dengan data neraca dan laporan laba rugi. Misalnya *profit/assets* (untuk mengukur profitabilitas), dan *liabilities/assets*.

2. *Financial model*

Campuran aset benar tapi struktur keuangan salah dengan *liquidity constraints* (batasan likuiditas). Hal ini berarti bahwa walaupun perusahaan dapat bertahan hidup dalam jangka panjang tapi ia harus bangkrut juga dalam jangka pendek. Hubungan dengan pasar modal yang tidak sempurna dan struktur modal yang *inherited* menjadi pemicu utama kasus ini. Tidak dapat secara terang ditentukan apakah dalam kasus ini kebangkrutan baik atau buruk untuk direstrukturisasi. Model ini mengestimasi kesulitan dengan indikator keuangan atau indikator kinerja seperti *turnover/total assets*, *revenues/turnover*, ROA, ROE, *profit margin*, *stock turnover*, *receivables turnover*, *cash flow/total equity*, *debt ratio*, *cash flow/(liabilities-reserves)*, *current ratio*, *acid test*, *current liquidity*, *short term assets/daily operating expenses*, *gearing ratio*, *turnover per employee*, *coverage of fixed assets*, *working capital*, *total equity per share*, *EPS ratio*, dan sebagainya.

3. *Corporate governance model*

Disini, kebangkrutan mempunyai campuran aset dan struktur keuangan yang benar tapi dikelola dengan buruk. Ketidakefisienan ini mendorong perusahaan menjadi *out of the market* sebagai konsekuensi dari masalah dalam tata kelola perusahaan yang tak terpecahkan.

Model ini mengestimasi kesulitan dengan informasi kepemilikan. Kepemilikan berhubungan dengan struktur tata kelola perusahaan dan *goodwill* perusahaan.

Aziz dan Dar (2006) menjelaskan beberapa tipe penyebab kebangkrutan yang disajikan berikut ini:

Tipe-Tipe Model Teoritis yang Menentukan Sebab-Sebab Kebangkrutan

Model	Ciri Utama
<i>Balance sheet decomposition measures</i> (BSDM)/teori <i>entropy</i> (lihat Theil, 1969; Lev, 1973; Booth, 1983)	Salah satu cara mengidentifikasi kesulitan keuangan adalah dengan menguji perubahan struktur neraca, dengan argumen bahwa perusahaan mencoba menjaga ekuilibrium struktur keuangannya. Jika laporan keuangan mencerminkan perubahan signifikan dalam komposisi aset dan kewajiban dalam neracanya maka kemungkinan besar ia tidak mampu menjaga ekuilibriumnya. Jika perubahan-perubahan ini tidak dikontrol pada masa depannya, perusahaan ini akan mengalami kesulitan keuangan.
Gambler's ruin theory (lihat Scott, 1981; Morris, 1998)	Pada pendekatan ini, perusahaan dianggap pemain judi yang mempunyai peluang rugi berulang kali, meneruskan operasi sampai <i>net worth</i> -nya menjadi nol (bangkrut). Dengan asumsi jumlah kas awal, dalam beberapa periode tertentu, ada peluang <i>net positive</i> bahwa arus kas perusahaan akan terus menerus negatif pada periode-periode berjalan, pada akhirnya mengarah pada kebangkrutan
Cash/management Theory (lihat Aziz et al, 1998; Laitinen and Laitinen, 1998).	Manajemen keseimbangan kas jangka pendek korporat adalah perhatian utama setiap perusahaan. Ketidakseimbangan antara arus kas masuk dan keluar akan berarti kegagalan fungsi manajemen kas perusahaan, keberterusan akan hal ini mungkin menyebabkan kesulitan keuangan perusahaan, karena itu, bangkrut.
Credit resiko theories (termasuk JP Morgan's CreditMetrics, Moody's KMV model (lihat Black and Scholes, 1973; Merton, 1973), CSFB's CreditRisk + (lihat Credit Suisse, 1997), dan McKinsey's	Teori resiko kredit berkaitan dengan persetujuan Basel I dan Basel II dan paling banyak berkenaan dengan perusahaan keuangan. Resiko kredit adalah resiko dimana peminjam/ <i>counterparty</i> akan gagal, karena beberapa alasan. Mengikuti aturan Basel II, sejumlah usaha akhir-akhir ini dibuat untuk mengembangkan model penaksiran internal resiko kredit. Model-model ini dan prediksi resiko mereka berdasar kepada

Model	Ciri Utama
CreditPortfolio View (lihat Wilson, 1997a,b, 1998).	<p>teori ekonomi dari keuangan korporat dan dirujuk bersama sebagai teori resiko kredit. Misalnya:</p> <p>JP Morgan's CreditMetrics dan Moody's KMV model mempercayakan <i>option pricing theory</i>^a, kegagalan secara <i>endogenous</i> berhubungan dengan struktur modal dan perusahaan mungkin gagal atas kewajibannya ini jika nilai asetnya jatuh di bawah tingkat kritis (ditentukan oleh model resiko kredit). CSFB's CreditRisk + mengikuti kerangka ilmu aktuaria untuk memperoleh distribusi kerugian bond/portfolio hutang dimana kegagalan diasumsikan mengikuti proses <i>exogenous</i> Poisson. Model menangkap karakteristik penting peristiwa kegagalan kredit dan mengizinkan perhitungan eksplisit untuk distribusi kerugian penuh untuk portfolio <i>credit exposures</i>. Model McKinsey's CreditPortfolio View menggunakan pendekatan ekonomi makro untuk pengukuran resiko. Siklus kredit mengikuti siklus bisnis secara teliti, dengan probabilitas gagal menjadi fungsi dari variabel-variabel seperti tingkat pengangguran, suku bunga, tingkat pertumbuhan, pengeluaran pemerintah, tingkat kurs mata uang asing, dan tabungan agregat, maka ekonomi yang memburuk diikuti dengan penurunan rating sekuritas dan gagal.</p>

^a Option adalah klaim keuangan yang memberikan pemegangnya hak untuk membeli (*call option*) atau menjual (*put option*) sebuah *underlying* aset dimasa depan pada harga *exercise* yang ditentukan terlebih dahulu. Merton (1974) mengakui bahwa model dapat diaplikasikan sebagai teori pricing untuk kewajiban korporat secara umum. Option pricing sebagai model penilaian untuk investasi dalam ketidakpastian, "*real option*" telah dikembangkan oleh Dixit dan Pindyck (1994).

Sumber: Aziz dan Dar (2006).

Dari uraian di atas tersirat bahwa kesulitan keuangan dapat ditinjau dari komposisi neraca - jumlah aset dan kewajiban, dari laporan laba rugi - jika perusahaan terus menerus rugi, dan dari laporan arus kas - jika arus kas masuk lebih kecil dari arus kas keluar. Sedangkan teori resiko kredit yang dipaparkan dapat diartikan bahwa kegagalan berhubungan dengan struktur modal dan struktur modal berkaitan dengan kondisi ekonomi. Jika ekonomi buruk hutang akan meningkat karena tingkat bunga meningkat. Akhirnya perusahaan akan gagal. Hal ini sesuai dengan

uraian Copeland dan Weston (1992) bahwa *interest* perlu dipertimbangkan sehubungan dengan perubahan hutang perusahaan yang beresiko dalam basis *firm by firm*. Metode umum untuk menentukan resiko kegagalan hutang jangka panjang perusahaan adalah dengan merujuk *rating bond* yang disediakan oleh berbagai agensi, misalnya Moody's Investors Service, Inc., Standard & Poor's Corp., dan Fitch Investor Service.

Dun & Bradstreet meneliti penyebab-penyebab kegagalan bisnis (Brigham dan Daves, 2003). Penyebab utama adalah faktor ekonomi (37,1%) dan faktor keuangan (47,3%), selain itu disebabkan oleh kelalaian, malapetaka, dan kecurangan (*neglect, disaster, dan fraud*), yaitu sebanyak 14%, serta faktor-faktor lain yang tidak dirinci yaitu sebanyak 1,6%. Faktor ekonomi meliputi kelemahan industri dan lokasi yang buruk. Faktor keuangan meliputi hutang yang terlalu banyak dan modal yang tidak memadai. Pentingnya faktor-faktor yang berbeda ini bervariasi dari waktu ke waktu, bergantung beberapa hal seperti keadaan ekonomi dan tingkat suku bunga. Juga, kebanyakan kegagalan bisnis terjadi karena kombinasi sejumlah faktor yang membuat bisnis tidak dapat bertahan.

Menurut statistik dari Dun & Bradstreet, 88% kegagalan bisnis disebabkan kesalahan manajemen (*management mistakes*). Ada 12 hal yang kesalahan manajemen tersebut, yaitu:

1. *going into business for the wrong reasons*
2. *advice from family and friends*
3. *being in the wrong place at the wrong time*
4. *entrepreneur gets worn-out and or underestimated the time requirements*
5. *family pressure on time and money commitments*
6. *pride*
7. *lack of market awareness*
8. *the entrepreneur falls in love with the product/business*
9. *lack of financial responsibility and awareness*
10. *lack of clear focus*
11. *too much money*
12. *optimistic/realistic/pessimistic*

Dun dan Bradstreet juga menemukan penyebab-penyebab kegagalan bisnis per industri (Deva Industries, Inc., 1997). Tabel berikut ini menyajikan persentase penyebab kegagalan bisnis menurut industri dari Dun dan Bradstreet tersebut.

Persentase Penyebab-Penyebab Kegagalan Bisnis Menurut Industri

Penyebab – Penyebab	A	B	C	D	E	F	G	H	I
<i>Neglect</i> : konflik bisnis, masalah keluarga, kurang komitmen, kebiasaan kerja buruk	4,4	11,1	6,2	4,0	4,5	4,7	3,7	9,5	1,7
<i>Disaster</i> : takdir ilahi, pencurian, kebakaran, wafatnya pemilik, serangan	2,2	0,0	4,9	8,1	1,8	8,3	13,1	4,8	2,3
<i>Fraud</i> : kecurangan karyawan, penggelapan, pernyataan yang salah, <i>disposal</i> aset yang tidak beres, penyesatan nama, pembelian berlebih terencana	0,0	3,7	1,4	3,7	6,4	9,0	3,1	11,9	2,4
<i>Economic</i> : tingkat bunga, penjualan tidak memadai, kelemahan industri, kesukaran persediaan, prospek pertumbuhan buruk, lokasi buruk	47,8	77,8	36,6	45,2	46,3	48,3	38,4	14,3	32,0
<i>Keuangan</i> : hutang institusi, beratnya beban operasi, modal tidak memadai	43,4	7,4	47,4	36,3	40,1	26,8	39,8	58,9	61,0
<i>Experience</i> : kurang pengetahuan bisnis, kurangnya pengalaman dalam bidang industri atau manajerial	0,0	0,0	0,5	1,0	0,0	1,5	1,1	0,6	0,2
<i>Strategy</i> : kelebihan aktiva tetap, <i>over</i> ekspansi, kesukaran piutang	2,2	0,0	3,0	1,7	0,9	1,4	0,8	0,0	0,4

- A. Pertanian, kehutanan, dan perikanan
- B. Pertambangan
- C. Konstruksi
- D. Manufaktur
- E. Transportasi dan keperluan umum
- F. Perdagangan besar
- G. Perdagangan eceran
- H. Keuangan, asuransi, dan perumahan
- I. Jasa

Sumber: Deva Industries, Inc. (1997)

Penyebab umum kegagalan juga dikemukakan oleh Dylan (1996).
Penyebab-penyebab tersebut diuraikan berikut ini:

Pasar

- Penurunan pasar (atau terlalu optimis)
- Peningkatan persaingan
- Kurang daya saing

Keuangan

- Overtrading* (perdagangan berlebih) atau satu proyek besar
- Banyak hutang
- Kurang modal
- Pengurusan kas yang tidak memadai
- Pengawasan tidak memadai
- Pengambilan uang berlebihan

Operasional

- Lokasi bisnis
- Terlalu ambisi dalam memulai bisnis
- Estimasi biaya terlalu optimis

Manusia

- Bidang pengurusan tidak seimbang atau tidak memadai
- Kurang perhatian atau dorongan dari pemilik – manajer
- Kurang kepemimpinan dan pengarahan
- Rekrutmen tidak memadai atau tidak tepat

Faktor-faktor kegagalan bisnis yang penting (menurut urutannya) telah pula diteliti oleh Deakin, 1991 (dalam Dylan, 1996), yaitu:

1. *Lack of knowledge of marketing*
2. *Competing task demands from family/domestic sources*
3. *Problems of outlets*

4. *Lack of market awareness of product/service*
5. *The costs of business premises*
6. *Inappropriate business premises*
7. *Insufficient mark-up*
8. *Unacceptable risk*
9. *Change in home circumstances*
10. *Inappropriate size of premises*

Wruck (1990) dalam Whittaker (1999) mengatakan bahwa kesulitan keuangan terjadi akibat *economic distress*, penurunan dalam industri perusahaan, dan manajemen yang buruk. Manajemen yang buruk didefinisikan sebagai kecenderungan penurunan persentase pendapatan operasi perusahaan terhadap pendapatan operasi industri dalam lima tahun terakhir.

Penyebab kegagalan perusahaan lain yang dikemukakan para pakar adalah: tidak adanya atau kurangnya upaya mengawasi kondisi keuangan sehingga penggunaan uang tidak sesuai dengan keperluan, akibatnya perusahaan kekurangan uang untuk membayar gaji, membeli bahan baku, dan membayar hutang (Mackey, 1983); hutang yang berlebihan (*highly leverage*), kualitas manajemen rendah, dan pegawai yang tidak jujur (Kaplan, 1993); modal tidak mencukupi, piutang lapuk, rugi bersih, aliran kas tidak mencukupi, kerugian karena tuntutan undang-undang, manajer tidak berpengalaman, manajer tidak pandai, manajemen kredit yang tidak baik, perusahaan bermasalah, pembelian yang berlebihan, aset yang hilang, lokasi yang tidak sesuai, persaingan yang ketat, penentuan harga tidak tepat, biaya penjualan yang tinggi (Fejerstein, 1996); serta kegagalan mengurus modal kerja (Robbie, Wright, dan Ennew, 1993). Selanjutnya dari kajian kualitatif Argenti (1976) ditemukan bahwa kegagalan adalah puncak dari urutan *defect* dan *mistake* yang akhirnya memberikan *symptoms*. *Defect* meliputi kecacatan dalam manajemen dan akuntansi. *Defect* dalam manajemen meliputi CEO yang autokrat, dualitas CEO dan ketua dewan direktur, dewan direktur pasif dan CEO tidak menyadarinya, komposisi dewan direktur tidak seimbang misalnya didominasi orang teknik atau didominasi orang keuangan, direktur keuangan yang lemah dan kurangnya keahlian manajemen. *Defect* dalam akuntansi meliputi ketiadaan anggaran belanja atau pengawasan biaya untuk menaksir varians dan lain-lain; tidak ada anggaran arus kas atau tidak diperbaharui; tidak ada sistem biaya, biaya dan pembebanannya ke masing-masing output tidak diketahui; kurang mengikuti *trend*, produk yang ketinggalan zaman, pabrik yang usang; serta direktur-direktur tua dan menggunakan pemasaran cara lama. *Mistake* meliputi hutang yang tinggi sehingga dapat menimbulkan kesulitan keuangan; *overtrading* –

beban lebih cepat timbul daripada dana yang masuk; serta modal dasar terlalu kecil atau tidak seimbang dengan ukuran dan jenis usaha. Sedangkan *symptoms* yang nampak meliputi tanda keuangan seperti skor z yang menunjukkan perusahaan sudah dekat ke masa kegagalan; *creative accounting*, menyembunyikan tanda-tanda kegagalan dari pihak kreditur dan bank dengan mempercantik akun-akun seperti membesarkan nilai persediaan, menggunakan penyusutan yang lebih rendah, dan lain-lain; kantor yang tidak rapi, gaji yang ketat, CEO yang “sakit”, *turnover* pegawai yang tinggi, moral atau semangat yang rendah; dan tanda-tanda tutup (Fachrudin, 2004).

Studi kasus menunjukkan bahwa *financial difficulties* biasanya terjadi karena serangkaian kesalahan, pengambilan keputusan yang tidak tepat, dan kelemahan-kelemahan yang saling berhubungan yang dapat menyumbang secara langsung maupun tidak langsung kepada manajemen. Sinyal-sinyal potensi kesulitan keuangan biasanya nampak jelas melalui analisa rasio sebelum perusahaan benar-benar gagal (Brigham dan Daves, 2003).

Pemilik bisnis dan analis luar mungkin menginterpretasikan kegagalan dengan sangat berbeda. Dylan (1996) mengemukakan perbedaan tersebut sebagaimana terlihat dalam tabel di bawah ini.

Penyebab-Penyebab Kegagalan Bisnis dari Sudut Pandang Analis dan Pemilik Bisnis

Penyebab-Penyebab Kegagalan Bisnis yang Diidentifikasi Analis		Penyebab-Penyebab Kegagalan Bisnis yang didefinisikan Pemilik Bisnis	
Tidak kompeten/tidak berpengalaman	44%	Penjualan tidak memadai	49,9%
Kurang pengalaman manajerial	17%	Daya saing lemah	25,3%
Pengalaman tidak seimbang	16%	Beban operasi berat	13%
Tidak berpengalaman di bidang industri	15%	Kesukaran <i>debtor</i>	8,3%
Kelalaian	1%	Kesukaran pengawasan barang	7,7%
Kecurangan atau malapetaka	1%	Kelebihan biaya tetap	3,2%
Faktor yang tidak diketahui	6%	Lokasi buruk	2,7%

Sumber: Dylan (1996)

Storey (1994) dalam Dylan (1996) menyampaikan pula faktor-faktor yang mempengaruhi kegagalan, yaitu:

1. Umur perusahaan; semakin lama perusahaan berdiri, semakin kecil kemungkinan gagal
2. Ukuran perusahaan; semakin besar perusahaan, semakin kecil kemungkinan gagal
3. Pertumbuhan; perusahaan yang tumbuh lebih mungkin *survive*

4. Kondisi ekonomi makro; tingkat kegagalan meningkat selama resesi
5. Sektor; tingkat kegagalan tinggi pada beberapa sektor industri
6. Manusia; ada bukti-bukti bahwa tingkat kegagalan berbanding terbalik terhadap tingkat pendidikan, umur dan pengalaman terdahulu pemilik – manajer
7. Tipe perusahaan; terdapat sedikit kegagalan dalam usaha waralaba
8. Lokasi – tingkat kegagalan agak rendah di daerah pedesaan.

Brigham dan Gapenski (1997) mengatakan bahwa semakin besar pembiayaan dari hutang, dan semakin besar beban bunga tetap, semakin besar probabilitas bahwa penurunan *earning* akan mengarah kepada kesulitan keuangan, karena itu semakin tinggi probabilitas biaya kesulitan keuangan akan dikenakan. Jadi hutang dapat pula menyebabkan kesulitan keuangan.

Tata kelola perusahaan yang buruk pada obligor-obligor besar Badan Penyehatan Perbankan Nasional (BPPN) dapat pula menimbulkan kesulitan keuangan. Misalnya penggunaan dana kredit bukan untuk operasional perusahaan (PT. Bentoel Prima dari Grup Rajawali), penyelewengan dana pinjaman untuk kepentingan pemegang saham dan direktur utama (salah satu perusahaan dalam Group Tirtamas yaitu PT. Tirtamas Comexindo, akhirnya dipailitkan oleh BPPN tanggal 30 Desember 1999), penyelewengan dana pinjaman bank untuk kepentingan anak-anak perusahaan (Grup Barito), penyelewengan untuk anak perusahaan dan proyek lain - bahkan ada indikasi dana pinjaman digunakannya untuk membeli saham anak perusahaan saat *right issue*-nya tak direspon pasar (Grup Dharmala), dan penyelewengan dengan membuat perusahaan fiktif atau *paper company* (Grup Ongko) (Faktor, 2000).

Kesulitan juga terjadi karena kelalaian manajemen. Contohnya ketika manajemen lama PT. Indofarma Tbk membeli alat-alat kesehatan yang ketinggalan zaman sehingga tidak dapat dijual sehingga akhirnya dihapusbukukan.

Aksi menaikkan nilai atau *mark-up* atas jaminan hutang juga menimbulkan masalah pada kesulitan. Terutama pada proses *asset settlement* dan *cash settlement* oleh bank. Nilai jaminan lebih kecil dari nilai hutangnya. Hal ini terjadi pada Grup Humpuss. Bahkan ada yang sama sekali tidak memiliki jaminan atas hutang-hutangnya, seperti Grup

Bakri yang kesulitan membayar kewajibannya yang berjumlah Rp 4,926 triliun kepada BPPN.

Kesulitan keuangan yang diderita beberapa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (dahulu Bursa Efek Jakarta) sejak 1997 disebabkan oleh krisis ekonomi 1997. Pada saat itu kurs meningkat sangat pesat. Peningkatan dari 31 Desember 1996 sampai 31 Desember 1997 sebesar 1,95 kali. Padahal komposisi hutang bank dan lembaga keuangan lainnya pada perusahaan-perusahaan kesulitan keuangan tersebut cukup tinggi, yaitu 80,34% pada tahun 1996 dan 85,71% pada tahun 1997. Persentase hutang bank dan lembaga keuangan lainnya dalam US\$ terhadap jumlah hutang bank dan lembaga keuangan lainnya dalam mata uang asing juga cukup tinggi, yaitu 98,27% pada tahun 1996 dan 98,97% pada tahun 1997. Kerugian karena beban bunga dan selisih kurs yang tinggi, dan mungkin juga biaya-biaya yang meningkat pada masa krisis menyebabkan profitabilitas perusahaan tersebut menjadi negatif. Tingginya hutang dan rendahnya profitabilitas menyebabkan kesulitan keuangan perusahaan.

Akibat Kesulitan Keuangan Perusahaan

Kerugian utama perusahaan yang mempunyai tingkat hutang yang lebih tinggi adalah peningkatan resiko kesulitan keuangan, dan akhirnya likuidasi. Hal ini mungkin mempunyai pengaruh merugikan bagi pemilik ekuitas dan hutang (NetTel Africa, 2002).

Akibat kesulitan keuangan sebagai berikut:

- Resiko biaya kesulitan keuangan mempunyai dampak negatif terhadap nilai perusahaan yang meng*offset* nilai pembebasan pajak (*tax relief*) atas peningkatan *level* hutang.
- Jika pun manajer perusahaan menghindarkan likuidasi ketika kesulitan, hubungannya dengan supplier, pelanggan, pekerja, dan kreditor menjadi rusak parah.
- Suplier penyedia barang dan jasa secara kredit mungkin lebih berhati-hati, atau bahkan menghentikan pasokan sama sekali, jika mereka yakin tidak ada kesempatan peningkatan perusahaan dalam beberapa bulan.
- Pelanggan mungkin mengembangkan hubungan dengan suplier mereka, dan merencanakan sendiri produksi mereka dengan andaian ada keberlanjutan dari hubungan tersebut. Adanya keraguan tentang *longevity* perusahaan tidak menjamin kontrak yang baik. Pelanggan umumnya menginginkan jaminan bahwa perusahaan cukup stabil untuk menepati janji.

Situasi kesulitan keuangan mungkin juga membuat pekerja kurang termotivasi jika mereka merasa semakin gelisah dalam bekerja dan prospek untuk maju sangat sedikit. Staf terbaik akan bersiap pindah posisi ke perusahaan yang lebih aman.

Bank dan pemberi pinjaman lain akan cenderung melihat dengan *prejudiced eye* atas pinjaman lanjutan yang diajukan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan - mengambil tindakan berjaga-jaga – dan ini dapat berlanjut selama beberapa tahun setelah krisis berlalu.

Manajemen merasa bahwa banyak waktu mereka terbuang dalam “api perkelahian” – dari hari ke hari berhadapan dengan masalah likuiditas– dan berfokus pada cash flow jangka pendek daripada kesejahteraan pemegang saham jangka panjang (NetTel Africa, 2002).

Kesulitan keuangan menimbulkan biaya tidak langsung dan langsung yang akan dijelaskan berikut ini:

Biaya tidak Langsung

Biaya tidak langsung yang berhubungan dengan kesulitan keuangan dapat jadi lebih signifikan daripada biaya langsung nyata. Biaya ini umumnya tidak langsung keluar dalam bentuk kas. Contoh biaya tidak langsung adalah ketidakpastian dalam pikiran pelanggan sehubungan dengan perusahaan - *lost sales* (kehilangan penjualan), *lost profits*, *lost goodwill*; ketidakpastian dalam pikiran *supplier* sehubungan dengan perusahaan ini - *lost inputs*, terminologi perdagangan yang lebih mahal; jika aset harus segera dijual maka harganya akan sangat rendah; keterlambatan, pemaksaan legal, dan kekusutan pengorganisasian keuangan kembali mungkin membatasi tindakan manajemen, bertentangan dengan jalannya bisnis yang efisien; manajemen mungkin memberi perhatian berlebihan pada likuiditas jangka pendek, seperti memangkas R&D dan pelatihan, mengurangi penjualan kredit dan tingkat persediaan; godaan untuk menjual bisnis sehat jika meningkatkan jumlah tunai, kehilangan semangat staf, kecenderungan untuk menguji pekerja alternatif; serta penawaran term kredit yang rendah ke pelanggan demi memelihara kas padahal ini berakibat pada usaha pemasaran (NetTel Africa, 2002); pelanggan akan berfikir untuk membeli barang-barang, khususnya dari perusahaan penghasil barang-barang tahan lama, karena ketidakpastian jasa reparasi atau ketersediaan suku cadang dimasa depan (Brigham dan Gapenski, 1997); kehilangan proyek baru karena manajemen berkonsentrasi kepada penyelesaian kesulitan keuangan dalam jangka pendek, dan hilangnya nilai perusahaan saat manajer atau

hakim melikuidasi perusahaan yang masih memiliki *net present value* positif (Hadad et al., 2003).

Biaya Langsung

Biaya langsung kesulitan keuangan adalah biaya yang dikeluarkan sehubungan dengan kesulitan. Contoh biaya langsung adalah *fee* pengacara, *fee* akuntan, *fee* pengadilan, waktu manajemen (NetTel Africa, 2002), tenaga profesional lain untuk merestrukturisasi keuangannya yang kemudian dilaporkan kepada kreditur, bunga yang dibayar perusahaan untuk pinjaman selanjutnya yang biasanya jauh lebih mahal (Hadad et al., 2003), beban administratif (Brigham dan Gapenski, 1997).

Tanggapan terhadap Kesulitan Keuangan Perusahaan

Perusahaan yang menghadapi kesulitan keuangan umumnya menanggapi atau merespon dengan tindakan-tindakan seperti pengurangan dividen (Turetsky dan McEwen, 2001), pengurangan tenaga kerja, dan menutup pabrik atau divisi. Dalam hal ini juga ada kemungkinan bahwa direktur utama akan mengundurkan diri.

Jensen (1989) mengatakan bahwa kesulitan keuangan memicu tindakan perbaikan manajemen untuk memperbaiki kinerja perusahaan. Tindakan perbaikan manajemen dapat memulihkan dan memperbaiki nilai pasar *industry adjusted* perusahaan kesulitan keuangan bila kesulitan tersebut disebabkan manajemen yang buruk, tetapi tidak bila kesulitan tersebut disebabkan *economic distress* (Whitaker, 1999).

Kesulitan keuangan juga menyebabkan penghentian operasi, pabrik, atau divisi, pengurangan produksi, penundaan proyek tertentu, tidak dibayarnya dividen, auditor independen tidak memberikan pendapat atas laporan keuangan perusahaan, dan pengurangan jumlah karyawan (Fachrudin, 2007).

Perusahaan dapat menyembunyikan kesulitan keuangan dengan *window dressing*. Misalnya dengan mengalihkan hutang ke perusahaan se-group seperti yang terjadi pada PT. Artika Optima Inti milik obligor Djayanti dalam upaya *go public* tahun 1997. Tahun 2000, setelah ketahuan, total hutang perusahaan kepada BPPN sebesar Rp 2,89 triliun. *Window dressing* juga dilakukan dengan mencatat penjualan yang tinggi pada akhir tahun sehingga diperoleh laba yang tinggi. Namun pada awal tahun

menurun drastis dengan alasan terjadi retur penjualan secara besar-besaran. Ini dilakukan PT. Indofarma (Yuliawati, 2004). Cara lain adalah dengan tidak membukukan kerugian, seperti PT. Sekar Bumi yang mempunyai kerugian transaksi derivatif sebesar Rp.233 miliar. Besarnya total hutang PT. Sekar Bumi menyebabkan Bursa Efek Jakarta melakukan delisting terhadap sahamnya pada tanggal 14 September 1999 (Peng-408 BEJ 09-1999). Demikian juga PT. Sekar Laut dari grup yang sama, Grup Sekar. *Overstatement* atas penyajian akun penjualan dan piutang juga dapat dilakukan. Misalnya PT. Great River International, sebuah perusahaan manufaktur terbuka yang juga mengalami kesulitan keuangan, telah terbukti melakukan *overstatement* dalam laporan keuangan per 31 Desember 2003, dan melakukan penambahan aktiva tetap perseroan, khususnya yang terkait dengan penggunaan dana hasil emisi obligasi, yang tidak dapat dibuktikan kebenarannya (Bapepam, 2005).

Manipulasi laporan keuangan juga dilakukan di luar negeri. Contohnya adalah skandal korporasi di Amerika Serikat seperti Enron, Xerox, WorldCom, dan Merck. Sebelum skandal akuntansi yang mereka lakukan terungkap, umumnya rasio keuangan perusahaan tersebut baik dan kuat sehingga harga saham menjadi tinggi. Begitu manipulasi tersebut terungkap, harga saham anjlok drastis dan akhirnya terjadi kebangkrutan seperti yang dialami WorldCom.

Perusahaan kesulitan berupaya mengambil langkah-langkah restrukturisasi. Namun sebagian restrukturisasi merubah status kepemilikan. Contohnya ketika hutang PT. Sekar Laut yang berjumlah Rp. 431,964 miliar direstrukturisasi berdasarkan persetujuan dan pengesahan Pengadilan Niaga Surabaya, sebahagian hutang dikonversi menjadi saham untuk krediturnya, yaitu Bank Sindikasi (76,2% saham) dan Bank Negara Indonesia (12,7% saham). Sedangkan saham yang dimiliki pemegang saham sebelumnya terdilusi sebagai berikut: saham PT. Alamiyah Sari terdilusi dari 64,3% menjadi 7,1%, saham pendiri terdilusi dari 7,1% menjadi 0,8%, dan saham masyarakat terdilusi dari 28,6% menjadi 3,2%. Kesulitan keuangan telah menjadikan pemegang saham mayoritas menjadi minoritas sedangkan pihak luar menjadi pemilik, dan kepemilikan baru ini biasanya perusahaan atau orang asing.

Kesulitan Keuangan Perusahaan, Keputusan Pendanaan, dan Struktur Modal

Manajemen keuangan dapat diartikan sebagai manajemen dana, yang berkaitan dengan pengalokasian dana dalam berbagai bentuk investasi secara efektif, pengumpulan dana untuk pembiayaan investasi secara efisien, dan pengelolaan aktiva dengan tujuan menyeluruh. Dengan demikian, fungsi pembuatan keputusan manajemen keuangan dapat dibagi menjadi tiga area utama, yaitu keputusan investasi atau penggunaan dana, keputusan pendanaan atau mendapatkan dana, dan keputusan manajemen aktiva, termasuk mengatur pembagian keuntungan (Moeljadi, 2006).

Keputusan pendanaan (*financing decision*) berhubungan dengan pemilihan sumber pembiayaan perusahaan. Keputusan pendanaan tercermin di sisi kanan neraca, yang akan menampilkan berbagai sumber pendanaan, seperti hutang, saham, dan laba ditahan (Moeljadi, 2006).

Hutang dan modal atau ekuitas perusahaan merupakan dana investasi perusahaan yang disediakan oleh investor. Pemilik hutang (*debt holder*) mendapat bunga yang jumlahnya sudah dipastikan berdasarkan perjanjian sebelumnya, sedangkan pemegang saham (*equity holder*) mendapat *return* yang besarnya tidak pasti. Campuran pembiayaan hutang dan ekuitas perusahaan ini disebut struktur modal (Copeland dan Weston, 1992).

Baxter (1967), Stiglitz (1972), Kraus dan Litzenberger (1973), dan Kim (1978) mengatakan bahwa jika porsi hutang dalam struktur modal perusahaan meningkat, kemungkinan bangkrut juga meningkat (Copeland dan Weston, 1992).

Struktur modal optimal sering dikaitkan dengan nilai perusahaan. Ada beberapa model untuk menerangkan hubungan ini. Model yang menghubungkan dengan kesulitan keuangan adalah model *trade-off*. Kesimpulan model ini dipaparkan sebagai berikut, yaitu penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan penggunaan hutang tidak seimbang dengan kenaikan biaya kesulitan keuangan dan masalah agensi. Titik balik tersebut disebut struktur modal optimal, menunjukkan jumlah hutang optimal (Atmaja, 1999). Namun dalam praktek titik maupun *range* struktur modal optimal sangat sulit ditentukan. Kebanyakan perusahaan hanya memperhatikan apakah

perusahaan terlalu banyak menggunakan hutang atau tidak. Selain itu dampaknya pada nilai perusahaan tidak terlalu besar. Artinya, keputusan struktur modal tidaklah sepenting keputusan investasi, yang memiliki dampak lebih besar terhadap nilai perusahaan (disarikan dari hasil Pertemuan tahunan *Financial Management Association*).

Struktur Modal dan Teori *Pecking Order*

Donaldson (1961) dalam Brigham et al. (1999) mengungkapkan bahwa manajer lebih menyukai pendanaan internal kecuali bila terjadi kekurangan dana. Kekurangan dana dipenuhi dengan pendanaan eksternal, yaitu dengan hutang (*debt*) dan alternatif terakhir adalah dengan penerbitan saham baru (*issued new stock*). Konsep ini dikembangkan oleh Myers (1984) dalam bentuk teori *Pecking Order*. Dikatakan bahwa perusahaan menyukai laba ditahan (tersedia dalam bentuk aset lancar) sebagai sumber utama investasi. Pilihan selanjutnya berurut dari yang risikonya paling rendah, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, yang lebih beresiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen, dan terakhir adalah pendanaan dari saham biasa. Perusahaan ingin menghindari pengeluaran saham atau sekuritas beresiko lain agar tidak menemui dilema apakah tidak dapat memenuhi nilai kini proyek yang positif atau mengeluarkan saham baru pada harga yang terlalu rendah. Penerbitan saham baru juga dapat menimbulkan persepsi negatif dari investor lama sehubungan dengan pembagian dividen, selain itu manajemen dihadapkan pada biaya emisi saham baru (Copeland dan Weston, 1992). Pengeluaran saham baru juga menimbulkan masalah dan biaya agensi (*agency cost of external equity*) karena akan ada *monitoring* dari pemegang saham baru untuk menjamin bahwa tindakan-tindakan perusahaan akan sesuai dengan kepentingannya (Watts dan Zimmerman, 1979 dalam Copeland dan Weston, 1992).

Teori *Pecking Order* adalah *dynamic story*. Pengamatan tentang struktur modal perusahaan tergantung pada sejarahnya. Misalnya perusahaan yang mempunyai luar biasa (*unusually profitable firm*) dalam industri yang pertumbuhannya relatif rendah (sedikit peluang investasi) pada akhirnya akan mempunyai rasio *debt-to-equity* yang luar biasa rendah. Tidak ada dorongan untuk berhutang dan membayar ekuitas. Sebaliknya, perusahaan tidak berlaba dalam industri yang sama pada akhirnya akan mempunyai rasio hutang yang tinggi.

Teori *Pecking Order* Myers-Majluf (1984) didukung oleh bukti-bukti empiris struktur modal yang dilakukan Modigliani dan Miller (1958) dengan mengestimasi *weighted average cost of capital* dan Hamada (1972) dengan mengkombinasikan teori Modigliani dan Miller serta

CAPM. Semakin *profitable* suatu perusahaan akan cenderung sedikit menggunakan pendanaan eksternal. Dapat dikatakan bahwa terdapat hubungan terbalik antara profitabilitas dan *leverage* keuangan (Copeland dan Weston, 1992).

Kesulitan Keuangan Perusahaan dan Indikator Keuangan

Indikator keuangan berupa rasio-rasio keuangan dapat digunakan untuk memprediksi atau menganalisa kesulitan keuangan perusahaan, dan untuk mengkaji kemungkinan *survive* perusahaan kesulitan keuangan. Brigham dan Daves (2003) mengatakan bahwa tanda-tanda potensi kesulitan keuangan biasanya terbukti dalam analisis rasio jauh sebelum perusahaan benar-benar gagal dan para periset menggunakan analisis rasio untuk memprediksi probabilitas perusahaan yang akan bangkrut.

Menurut Keown et al. (1997), rasio-rasio keuangan dapat merupakan petunjuk seberapa jauh likuiditas perusahaan, apakah manajemen menghasilkan laba operasi yang cukup atas aktiva perusahaan yang ada, bagaimana perusahaan mendanai aktivasinya, dan apakah pemilik (para pemegang saham) mendapatkan pengembalian atas investasi mereka.

Likuiditas suatu perusahaan didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk memenuhi semua kewajibannya yang sudah jatuh tempo, yaitu, apakah perusahaan memiliki sumber dana yang cukup untuk membayar kreditur saat kewajiban itu jatuh tempo (Keown et al., 1997). Rasio-rasio yang digunakan dapat berupa rasio lancar (*current ratio*) yang membandingkan aset lancar dan kewajiban lancar, rasio cepat (*quick ratio*) yang membandingkan aset lancar dan persediaan dengan kewajiban lancar, rasio periode penagihan rata-rata (*average collection period ratio*) yang membandingkan piutang dagang dengan penjualan kredit harian, rasio perputaran piutang dagang (*accounts receivable turnover ratio*) yang membandingkan penjualan kredit dengan piutang dagang, dan rasio perputaran persediaan (*inventory turn over ratio*) yang membandingkan beban pokok penjualan dengan persediaan.

Rasio profitabilitas digunakan untuk mengetahui secara relatif apakah laba yang dihasilkan perusahaan sudah cukup jika dibandingkan dengan aset yang diinvestasikan. Indikator profitabilitas perusahaan yang biasa dipakai perusahaan adalah tingkat pengembalian aset (*return on assets*) yang membandingkan pendapatan bersih dengan total aset.

Tingkat pengembalian ekuitas pemegang saham biasa dapat diukur dengan *return on equity* yang membandingkan pendapatan bersih dengan ekuitas pemegang saham biasa (termasuk pari, ekuitas yang disetor serta laba ditahan). Tingkat pengembalian ekuitas para pemegang saham merupakan fungsi dari perbedaan antara tingkat pengembalian operasi atas investasi dan tingkat bunga serta jumlah hutang yang digunakan dalam struktur modal relatif terhadap besarnya perusahaan.

Masalah pendanaan perusahaan, apakah menggunakan hutang atau ekuitas dapat dijawab dengan rasio hutang (*debt ratio*) yang membandingkan total hutang dengan total aset, rasio laba operasi terhadap beban bunga (*times interest earned ratio*) yang membandingkan laba operasi dengan bunga, serta rasio-rasio lain yang berhubungan dengan keputusan pendanaan (Keown et al., 1997).

Rasio hutang termasuk dalam kelompok rasio manajemen hutang (Brigham dan Gapenski, 1997). Beberapa pengukuran hutang yang sering digunakan perusahaan untuk menilai kinerja adalah *debt ratio (total debt to total assets)*, *long term debt to equity ratio*, *long term debt to capitalization ratio*, *time interest earned*, *total debt coverage*, and *the overall coverage ratio* (Moeljadi, 2006).

Rasio aktifitas digunakan untuk mengukur seberapa efektif perusahaan mengelola aktiva. Beberapa pengukuran rasio aktifitas adalah *total assets turnover*, *receivable turnover*, *average collection period*, *inventory turnover*, and *net working capital turnover* (Moeljadi, 2006).

Perusahaan kesulitan keuangan umumnya mempunyai rasio likuiditas, profitabilitas, dan aktifitas yang rendah. Indikator keuangan lain yang dipakai dalam prediksi adalah ukuran (*size*) perusahaan yang diukur dengan logaritma dari jumlah aset (Parker et al., 2002), struktur pasar yang membandingkan nilai pasar ekuitas dengan nilai buku hutang (Altman, 1968), dan persepsi pasar yang membandingkan nilai buku *common equity* dengan nilai pasar *equity* (Parker et al., 2002).

Kesulitan Keuangan Perusahaan dan Tata Kelola Perusahaan

Pada bagian ini akan dibahas pengertian tata kelola perusahaan, posisi-posisi dalam perusahaan guna mewujudkan tata kelola perusahaan yang baik, kesulitan keuangan dan tata kelola perusahaan, teori keagenan, dan karakteristik tata kelola perusahaan.

Tata Kelola Perusahaan

Pengertian Tata Kelola Perusahaan

Tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance* disingkat GCG) merupakan konsep yang menekankan pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar, akurat, dan tepat waktu serta kewajiban perusahaan untuk mengungkapkan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu, dan transparan mengenai semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan stakeholder. Prinsip tata kelola perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan, yang pada akhirnya meningkatkan kepercayaan pemakai laporan keuangan, termasuk investor (Sulistyanto, 2003).

Tata kelola perusahaan atau *corporate governance* dapat juga didefinisikan sebagai seperangkat aturan dan prinsip-prinsip – antara lain *fairness, transparency, accountability, dan responsibility* – yang mengatur hubungan antara pemegang saham, manajemen perusahaan (direksi dan komisaris), pihak kreditur pemerintah, karyawan, serta *stakeholders* lainnya yang berkaitan dengan hak dan kewajiban masing-masing pihak. Tujuannya adalah untuk menciptakan nilai tambah bagi seluruh *stakeholders* dalam perusahaan. Adanya nilai tambah bagi *stakeholders* ini akan menarik investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan yang bersangkutan.

Survey McKinsey & Co tahun 1999 terhadap investor institusional yang menyebutkan investor bersedia membayar premium 27 persen lebih untuk perusahaan Indonesia yang telah mempraktekkan tata kelola perusahaan dibandingkan dengan perusahaan Indonesia yang tidak mempraktekkan tata kelola perusahaan. Dengan investasi (plus 27 persen lebih premiumnya) yang ditanamkan oleh investor di suatu perusahaan, diharapkan kondisi keuangan perusahaan tersebut menjadi lebih kuat. Ini selanjutnya direfleksikan dalam laporan keuangan dengan rasio keuangan yang diharapkan akan menjadi lebih baik juga. Dalam jangka panjang penerapan tata kelola perusahaan diharapkan (dan harus diupayakan) menjadikan rasio keuangan perusahaan lebih baik dan sehat. Karena bagaimana mungkin bisa dikatakan suatu perusahaan transparan dan *accountable* serta bertanggung jawab dan *fair* terhadap para pemegang saham dan *stakeholders*-nya apabila perusahaan telah direncanakan membukukan laba tapi ternyata merugi terus. Pasti ada sesuatu yang patut dipertanyakan dalam *governance processes*-nya. Singkat kata, tata kelola perusahaan adalah mekanisme dimana kondisi keuangan yang baik dan sehat dapat dipelihara secara berkesinambungan. Apabila krisis internal maupun eksternal datang melanda, perusahaan tetap berada dalam

koridornya untuk menyajikan rasio keuangan yang transparan dan *accountable* (Alijoyo, 2004).

Tata kelola perusahaan biasanya mengacu pada pekerjaan mengurus korporasi, menjamin bahwa aset digunakan sedemikian rupa sehingga cara dapat memaksimalkan *return* bagi investor. Namun dalam konteks insolvensi, *governance* ditujukan untuk memaksimalkan *return* bagi kreditor. Masalahnya bukan semata-mata nilai likuidasi atau nilai *going concern*. Tapi bagaimana perusahaan melanjutkan usaha selama periode terbatas. Perusahaan mempunyai peluang untuk bernegosiasi dengan kreditor. Pada periode interim ini, *governance* perusahaan menjadi sangat penting, karena kreditor memerlukan kepercayaan akan kemampuan pengambil keputusan perusahaan untuk merencanakan strategi *going forward*. Sebagai tambahan, kreditor memerlukan jaminan mengenai kesediaan dan kemampuan manajemen korporat untuk melindungi aset yang tersisa untuk sementara waktu sehingga tidak mengurangi kemungkinan *recovery* kreditor (Davis, 2003).

Tata kelola perusahaan meliputi mikro dan makro. Tata kelola perusahaan secara mikro (*micro-governance*) didefinisikan dalam prinsip-prinsip tata kelola seperti transparansi, independensi, kewajaran, akuntabilitas, dan responsibilitas. Penilaiannya terdiri atas struktur kepemilikan, kehadiran komisaris independen, penggantian direktur utama, atau sistem penggajian eksekutif (Prasetyantoko, 2005). Sedangkan tata kelola perusahaan secara makro (*macro-governance*) memerlukan peran lembaga seperti Komisi Pemberantasan Korupsi (KPK) dan Tim Pemberantasan Tindak Pidana Korupsi (Tipikor) untuk perburuan koruptor di segala level.

Alijoyo dan Zaini (2004) mengatakan bahwa menurut survey yang dilakukan Pricewaterhouse Coopers (1999) terhadap investor di Singapura, Indonesia menerapkan standar tata kelola perusahaan yang paling buruk dibandingkan dengan negara Australia, Singapura, Hongkong, Jepang, Taiwan, Korea, Malaysia, Filipina, dan Thailand. Namun, kondisi tata kelola perusahaan Indonesia sudah lebih baik dibandingkan dengan saat krisis mulai (dan tentunya juga menggambarkan kondisi sebelum krisis terjadi). Pada Januari 1997 Indonesia belum memiliki *official code of best practices* dan perusahaan-perusahaan belum memiliki *mandatory independent directors*, dan *mandatory audit committee*, sedangkan pada Januari 2003 ketiganya sudah dimiliki. Hal ini terjadi karena sejak tahun 2000 upaya-upaya penyadaran akan arti penting tata kelola perusahaan telah banyak dilakukan. Mulai dari pembentukan Komnas GCG (*good corporate*

governance) oleh Kantor Menko Perekonomian dan disusunnya *National Code of Good Corporate Governance* atau Pedoman Nasional GCG (Sutawinangun, 2006).

Menurut Amirudin (2004), sejak Indonesia terperosok dalam krisis ekonomi, maka *good corporate governance* menjadi bagian untuk membenahan pengelolaan korporasi. Secara formal, *good corporate* hanya ditujukan bagi perusahaan yang statusnya merupakan perusahaan publik, khususnya emiten yang telah menyerap dana dari masyarakat dan memiliki saham publik yang sifatnya minoritas dan independen. Secara sederhana dapat digambarkan sebagai bentuk dari pelaksanaan tanggung jawab antara perusahaan sebagai badan hukum, direksi, dan komisaris sebagai pengurus dengan para pemegang saham.

Tata Kelola Perusahaan dan Teori Agensi

Teori agensi meliputi hubungan antara *principal*, misalnya, pemilik bisnis, dan agen, seperti, karyawan pada bisnis tersebut. Teori ini dikembangkan Michael C. Jensen dan William H. Meckling tahun 1976. Mereka mengatakan bahwa pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan sangat rentan terhadap konflik agensi.

Beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* telah dipaparkan oleh Sudarma (2004), yaitu; pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham manajemen. Kepemilikan manajemen akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Mackling, 1976). Dengan demikian manajemen diharapkan dapat menggunakan utang secara optimal, sehingga dapat meminimumkan biaya agensi (*agency cost*). Kedua, *institutional investor* sebagai *monitoring agents*, dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost* (Moh'd et.al, 1998). (catatan: Ini dapat meningkatkan pengawasan optimal terhadap kinerja manajemen). Ketiga, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan di luar untuk membiayai investasi perusahaan (Rozeft, 1982; Dempsey dan Laber, 1992; Crutchley dan Hansen, 1989). Keempat, meningkatkan pendanaan dengan hutang sehingga dapat menurunkan konflik antara manajemen dengan pemegang saham, di samping itu utang juga dapat menurunkan *excess cash flow*, sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

Alternatif pengurangan biaya agensi tersebut sebenarnya bagian dari karakteristik tata kelola perusahaan, yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Sedangkan meningkatkan pendanaan dengan hutang adalah bagian dari pembahasan mengenai struktur modal optimal.

Masalah agensi melahirkan keperluan akan adanya tata kelola perusahaan yang efektif (Baysinger and Hoskisson, 1990; Pfeffer and Salancik, 1978; Walsh and Seward, 1990 dalam Chatterjee, Harrison, and Bergh, 2003). Hal ini sejalan dengan kajian Berle dan Means (1934), isu *corporate governance* dilatarbelakangi adanya *agency theory* yang menyatakan bahwa masalah agensi (*agency problem*) muncul ketika kepengurusan suatu perusahaan terpisah dari pemilikannya. Dewan komisaris dan direksi yang berperan sebagai agen dalam suatu perusahaan diberi kewenangan mengurus jalannya perusahaan dan mengambil keputusan atas nama pemegang saham (Lastanti, 2005).

Husnan (2001) juga menjelaskan tentang hubungan tersebut dengan mengatakan bahwa masalah tata kelola perusahaan dapat ditelusuri dari pengembangan *agency theory* yang mencoba menjelaskan bagaimana pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan (manajer, pemilik perusahaan dan kreditur) akan berperilaku, karena mereka pada dasarnya mempunyai kepentingan yang berbeda.

Asian Development Bank (ADB) menjelaskan:

“The issue of corporate governance arises because of separation of ownership control in modern corporations. When salaried managers run companies on behalf of dispersed shareholders, they may not act in shareholders’ best interest. This agency or moral hazard problem could exist not just between shareholders and managers, but also between controlling and minority shareholder, between shareholders and creditors and between controlling shareholders and other stakeholders, including suppliers and workers. A sound corporate governance system should provide effective protection for shareholders and creditors such that they are not denied the return on their investment.”

Ada beberapa hal yang menarik dari penjelasan ADB tersebut. Pertama, bahwa pemilik perusahaan dapat terbagi menjadi dua kelompok, yaitu *controlling* dan *minority shareholders*, yang dapat saja terjadi ketidakselarasan kepentingan. Seringkali, seperti di Indonesia dan Korea, karena *controlling shareholders* mengendalikan manajemen, keputusan-keputusan yang diambil dapat merugikan kepentingan *minority shareholders*. Kedua, masalah agensi antara manajer dengan *shareholders* dapat terjadi, tetapi masalah tersebut akan lebih banyak

terjadi pada perusahaan yang kepemilikannya sangat menyebar (*manager-controlled*) daripada yang kepemilikannya relatif terkonsentrasi seperti di Indonesia (*owner-controlled*). Ketiga, sistem *corporate governance* yang baik seharusnya dapat memberikan perlindungan kepada pemegang saham dan kreditor. Perlindungan ini dapat dilakukan lewat mekanisme dari dalam perusahaan (*monitoring* dan *internal control*) maupun lewat mekanisme dari luar. Dua bentuk mekanisme eksternal yang penting adalah mekanisme ekonomi dan mekanisme (penegakan) hukum.

Masalah *corporate governance* ini menjadi menarik perhatian karena beberapa negara Asia terkena krisis finansial (yang dimulai pada tahun 1997), banyak para ahli berpendapat kelemahan di dalam *corporate governance* merupakan salah satu sumber utama kerawanan ekonomi yang menyebabkan memburuknya perekonomian negara-negara tersebut pada tahun 1997 dan 1998 (Husnan, 2001).

Filosofinya, tata kelola perusahaan menerangkan semua faktor yang mempengaruhi proses organisasi dalam rangka menghasilkan dan menjual barang atau jasa. Di samping itu, penunjukan *controllers* dan *regulators* juga merupakan substansi penting dalam membangun tata kelola perusahaan yang baik (Turnbull, 1997 dalam Syakhroza, 2003).

Posisi-Posisi yang Diperlukan Perusahaan Guna Mewujudkan Tata Kelola Perusahaan yang Baik

Bapepam dan Bursa Efek Indonesia mengatur tentang perlunya posisi komisaris independen, komite audit, dan *corporate secretary* dalam perusahaan untuk turut mendorong pelaksanaan GCG oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia. Ketiga posisi tersebut akan dijelaskan di bawah ini. Posisi komisaris independen, karena berhubungan dengan kemungkinan kesulitan keuangan, akan dibahas lebih rinci.

1. Komisaris Independen

Sebelum membahas komisaris independen, ada baiknya bila dibahas terlebih dahulu mengenai komisaris dalam perusahaan. Komisaris dalam perusahaan adalah orang yang bertugas mengawasi dan memberi nasihat kepada direksi mengenai penyelenggaraan perusahaan. Posisi komisaris dan direksi sering ditemui pada perusahaan di Eropa (misalnya di Jerman dan Belanda), dan Indonesia. Sedangkan di Amerika Serikat, dan United Kingdom yang dikenal adalah posisi *non executive director* dan *executive*

director. Ini terjadi karena Eropa dan Indonesia menganut *two-tier system*, sedangkan Amerika Serikat dan United Kingdom, juga Belgia, Prancis, dan Italia menganut *one-tier system*.

Dalam struktur korporasi *two-tier system* terdapat dua dewan dalam perusahaan, yaitu direksi dan komisaris (Zaini, 2006). Direksi bertugas dalam kepengurusan perusahaan. Komisaris bertugas mengawasi kebijakan direksi dalam menjalankan perusahaan dan memberi nasihat. Sedangkan dalam struktur korporasi *one-tier system* hanya terdapat satu dewan, yaitu dewan direksi (*board of director*) yang CEO-nya bertanggung jawab mengurus perusahaan (Zaini, 2006).

Dua model kepengurusan tergambar dalam tabel di bawah ini:

Model kepengurusan *one-tier system* dan *two-tier system*

<i>One-tier system</i>	<i>Two-tier system</i>
Mempunyai satu dewan, terdiri atas: <i>Non executive directors (outside director)</i> <i>Chairman of the board Independent (non executive) director (Non executive) director</i> <i>Executive directors (inside directors)</i> <i>Chief Executive Officer</i>	Mempunyai dua dewan: 1. Dewan Komisaris, terdiri atas: Komisaris utama (<i>president commissioner</i>) Komisaris Independen Komisaris 2. Dewan Direksi, terdiri atas: Direktur utama (<i>president director</i>) Direktur-direktur

Sumber: Antam (2003), Weir, Laing, dan McKnight (2002), dan Zaini (2006), diolah

Posisi komisaris dapat disamakan dengan non eksekutif dalam *one-tier system*, dengan jabatan komisaris utama dapat dikatakan sama dengan jabatan *chairman* pada *one-tier system*. Posisi direksi dapat disamakan dengan posisi eksekutif dalam *one-tier system* dan posisi direktur utama sama dengan posisi *Chief Executive Officer* (Antam, 2003). Istilah *non-executive director* dan *executive director* digunakan dalam jurnal yang meneliti tentang perusahaan di UK. Di US, *non-executive directors* merujuk pada *outside directors* dan *executive directors* sebagai *inside directors* (Weir, et al., 2002).

Dalam perusahaan yang hanya memiliki satu dewan diperlukan adanya *outside director* atau *non-executive director* yang melindungi kepentingan pemegang saham perusahaan (Zaini, 2006). Menurut Weir, et al. (2002), *non executive director* mempunyai fungsi monitoring.

Dalam *non-executive director* terdapat direktur yang independen dan yang tidak. *Independent non-executive director* dikatakan independen jika sebelumnya ia tidak pernah menjadi direktur eksekutif dalam perusahaan atau tidak mempunyai posisi senior dalam *firm's advisor*. Definisi ini tidak mencakup auditor, *lawyer*, dan *advisor* lain seperti konsultan manajemen tapi meliputi *non-executive directors* yang bekerja pada posisi senior dalam bank perusahaan (Gilson, 1990 dalam Weir, et al., 2002).

Namun dalam struktur korporasi yang mempunyai dua dewan, maka menurut definisinya maka semua komisaris bersifat independen. Mereka tidak terlibat dalam pengelolaan perusahaan dan diharapkan mampu melaksanakan tugasnya secara independen, semata-mata untuk kepentingan perusahaan, terlepas dari pengaruh berbagai pihak yang memiliki kepentingan yang dapat berbenturan dengan kepentingan pihak lainnya. Namun kenyataannya banyak komisaris di perusahaan Indonesia tidak melaksanakan fungsi kontrolnya terhadap direksi dengan baik. Salah satu sebabnya adalah banyak perusahaan di Indonesia – meskipun telah *listed* di bursa – masih dikendalikan oleh pemegang saham pengendali. Sehingga diperlukan komisaris independen yang mampu mendorong dan menciptakan iklim yang lebih independen, objektif, dan menempatkan kesetaraan (*fairness*) sebagai prinsip utama dalam memperhatikan kepentingan pemegang saham minoritas dan stakeholder lainnya. Peran komisaris independen diharapkan mampu mendorong diterapkannya prinsip dan praktek *corporate governance* pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia, termasuk BUMN (Zaini, 2006).

Bapepam mendefinisikan komisaris independen sebagai anggota komisaris yang berasal dari luar emiten atau perusahaan publik; tidak mempunyai saham langsung maupun tidak langsung pada perusahaan; tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan emiten atau perusahaan publik, komisaris, direktur, atau pemegang saham utama dari emiten atau perusahaan publik; dan tidak memiliki hubungan usaha baik langsung maupun tidak langsung yang berkaitan dengan kegiatan usaha emiten atau perusahaan (Keputusan Ketua Bapepam No. 29/PM/2004).

Komisaris independen bertanggung jawab untuk mendorong secara proaktif agar komisaris dalam melaksanakan tugasnya sebagai pengawas dan penasihat direksi dapat memastikan perusahaan memiliki strategi bisnis yang efektif (termasuk di dalamnya memantau jadwal, anggaran, dan efektifitas strategi tersebut), memastikan perusahaan memiliki eksekutif dan manajer yang profesional, memastikan perusahaan

memiliki informasi, sistem pengendalian, dan sistem audit yang bekerja dengan baik, memastikan perusahaan mematuhi hukum dan perundangan yang berlaku maupun nilai-nilai yang ditetapkan perusahaan dalam menjalankan operasinya, memastikan resiko dan potensi krisis selalu diidentifikasi dan dikelola dengan baik, serta memastikan prinsip-prinsip dan praktek *Good Corporate Governance* dipatuhi dan diterapkan dengan baik (Zaini, 2005).

Komisaris independen yang baik:

1. Komisaris-komisaris ini semestinya orang yang berkaliber, berkredibilitas, dan mempunyai keahlian yang diperlukan dan berpengalaman untuk menghasilkan judgement yang independen sehubungan untuk menghasilkan strategi perusahaan, kinerja dan sumber daya, mencakup *key appointment* untuk perusahaan (Malaysian Code of Corporate Governance, 2001 dalam Pascoe dan Rachagan, 2005).
2. Memiliki kriteria sebagai berikut: tidak memiliki hubungan afiliasi dengan pemegang saham pengendali, tidak memiliki hubungan afiliasi dengan direktur dan atau komisaris lainnya pada perusahaan yang bersangkutan, tidak menduduki jabatan eksekutif pada perusahaan dan perusahaan lainnya yang terafiliasi dalam jangka waktu 3 tahun terakhir, tidak menjadi partner atau principal di perusahaan konsultan yang memberikan jasa pelayanan profesional pada perusahaan dan perusahaan lainnya yang terafiliasi, tidak menjadi pemasok dan pelanggan signifikan dari perusahaan atau perusahaan lainnya yang terafiliasi, serta tidak memiliki hubungan yang mengikat dengan perusahaan atau perusahaan lainnya yang terafiliasi kecuali hanya sebagai komisaris independen (Zaini, 2005).
3. Memiliki kompetensi pribadi, yaitu: memiliki integritas dan kejujuran yang tidak pernah diragukan, memahami seluk beluk pengelolaan bisnis dan keuangan perusahaan, memahami dan mampu membaca laporan keuangan perusahaan dan implikasinya terhadap strategi bisnis, memahami seluk beluk industri yang digeluti perusahaan, memiliki kepekaan terhadap perkembangan lingkungan yang dapat mempengaruhi bisnis perusahaan, memiliki wawasan yang luas dan kemampuan berfikir strategis, memiliki karakter sebagai pemimpin yang profesional, memiliki kemampuan berkomunikasi serta kemampuan untuk mempengaruhi dan bekerjasama dengan orang lain, memiliki komitmen dan konsisten dalam melakukan profesinya sebagai komisaris independen, serta

memiliki kemampuan untuk berfikir objektif dan independen secara profesional (Zaini, 2005).

Malaysian Code of Corporate Governance bahkan mengharuskan komisaris independen untuk membuktikan status independennya dengan sertifikasi. Komisaris independen harus mengikuti general test independensi dan tujuh *exclusion* spesifik. Peserta yang gagal dalam general test atau gagal dalam beberapa *exclusion* akan didiskualifikasi untuk menjadi *independent directors*.

Di Indonesia, keperluan akan adanya direksi dan komisaris diatur dalam Undang-Undang RI Nomor 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas (UUPT). Hal ini merupakan kerangka paling penting bagi perundang-undangan yang ada mengenai *corporate governance* di Indonesia. Berdasarkan UUPT, suatu perusahaan adalah suatu badan hukum tersendiri dengan direksi dan komisaris yang mewakili perusahaan (*Forum for Corporate Governance in Indonesia*, 2003). UUPT memang tidak ada mengatur tentang komisaris independen.

Acuan yang menjadi landasan adanya komisaris independen adalah: pertama acuan tentang kedudukan komisaris dalam suatu perseroan terbatas seperti yang diatur dalam Pasal 94 s/d 101 UUPT No.1/1995; kedua, ketentuan Pasal 80 UU No.8/1995 tentang Pasar Modal, yaitu tentang tanggung jawab atas informasi yang tidak benar dan menyesatkan, dimana komisaris termasuk pihak yang diancam oleh pasal tersebut, bila ikut menandatangani setiap dokumen yang berhubungan dengan penyampaian informasi kepada publik di dalam rangka pernyataan pendaftaran. Bagi setiap calon emiten yang akan mencatatkan saham di bursa efek, maka PT. Bursa Efek Jakarta, mewajibkan adanya komisaris independen di dalam kepengurusan emiten tersebut; ketiga adanya pedoman yang dikeluarkan Komite Nasional *Good Corporate Governance* sehubungan kehadiran komisaris independen yang ada di perusahaan publik dimana di bagian II.1 menyebutkan bahwa pada prinsipnya, komisaris bertanggung jawab dan berwenang untuk mengawasi kebijakan dan tindakan direksi, dan memberikan nasehat kepada direksi jika diperlukan. Untuk membantu komisaris dalam menjalankan tugasnya, berdasarkan prosedur yang ditetapkan sendiri, maka seorang komisaris dapat meminta nasehat dari pihak ketiga dan/ atau membentuk komite khusus. Setiap anggota komisaris harus berwatak amanah dan mempunyai pengalaman dan kecakapan yang diperlukan untuk menjalankan tugasnya (Indra Safitri, 2002 dalam Amirudin 2004). Aturan dari PT. Bursa Efek Jakarta dan Bapepam mengenai komisaris independen adalah aturan PT. BEJ No.KEP-315/BEJ/06-2000 tentang

kewajiban perusahaan terdaftar memiliki komisaris independen, komite audit, sekretaris perusahaan dalam rangka penyelenggaraan pengelolaan perusahaan yang baik dan aturan Bapepam No.KEP-06/PM/2000 dalam peraturan VIII.G.7.

Jumlah komisaris independen yang diperlukan diatur dalam peraturan Pencatatan Efek No.1-A tentang Ketentuan Umum Pencatatan Efek yang bersifat Ekuitas di Bursa, dalam angka 1-a disebutkan tentang rasio komisaris independen yaitu komisaris independen yang jumlahnya secara proporsional sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki oleh yang bukan pemegang saham pengendali dengan ketentuan jumlah komisaris independen sekurang-kurangnya 30% (tigapuluh persen) dari seluruh jumlah anggota komisaris (Amirudin, 2004).

Di Malaysia aturan mengenai perlunya komisaris independen untuk tata kelola perusahaan yang baik tertuang dalam *Malaysian Code on Corporate Governance* (2001). Disebutkan bahwa praktek terbaik dalam tata kelola perusahaan memerlukan *independent, non executive directors* yang meliputi sekurang-kurangnya sepertiga anggota dewan untuk perusahaan yang terdaftar (listed). Kebutuhan ini kini dikemukakan paragraf 15.02 dalam Bursa Malaysia securities Berhad Listing Requirements (LRs), *listed issuer* perlu memiliki sekurangnya dua komisaris independen atau sepertiga dari dewan (yang mana yang terbanyak). Berarti jumlah minimal komisaris independen yang kita wajibkan di Indonesia sedikit lebih rendah dari pada Malaysia.

Komisaris Independen dan Tata Kelola Perusahaan yang Baik

Dewan yang aktif, berwawasan luas, dan independen sangat diperlukan untuk memastikan standar tata kelola perusahaan yang terbaik (Barton dan Wong, 2006). Amirudin (2004) menjelaskan, sejak Indonesia terperosok dalam krisis ekonomi, maka tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) menjadi bagian untuk membenahan pengelolaan korporasi. Setiap emiten, direksi, dan komisaris harus secara ikhlas bersedia mengubah dan menjadikan setiap gerak dari usaha mereka, telah mencerminkan prinsip tersebut.

Secara formal, *good corporate governance* hanya ditujukan bagi perusahaan yang statusnya merupakan perusahaan publik, khususnya emiten yang telah menyerap dana dari masyarakat dan memiliki saham publik yang sifatnya minoritas dan independen (Amirudin, 2004). Secara sederhana dapat digambarkan sebagai bentuk dari pelaksanaan tanggung

jawab antara perusahaan sebagai badan hukum, direksi, dan komisaris sebagai pengurus dengan para pemegang saham. Caranya dengan menjalankan ketentuan Anggaran Dasar (AD) dalam rangkaian kewajiban untuk transparansi, bertanggung jawab, adil dan akuntabilitas.

Sehubungan dengan hal tersebut, dalam rangka pelaksanaan prinsip *good corporate governance*, maka dunia usaha sekarang ini, memerlukan komisaris independen yang duduk dalam jajaran pengurus perseroan (Amirudin, 2004).

Kemampuan dan pemahaman komisaris independen terhadap bidang usaha emiten akan sangat mempengaruhi persetujuan dan keputusan yang dibuat, sesuai dengan tanggung jawab hukum emiten kepada pemegang sahamnya, komisaris independen tidak boleh secara gegabah memberikan persetujuannya terhadap transaksi-transaksi atau kegiatan emiten, yang secara material mengandung informasi yang tidak benar atau menyesatkan (Pasal 80 ayat 1 UU No.8/1995 tentang Pasar Modal).

2. Komite Audit

Komite audit adalah komite yang dibentuk oleh dewan komisaris dalam rangka membantu melaksanakan tugas dan fungsinya (Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-29/PM/2004 tanggal 24 September 2004). Komite Audit bertugas untuk memberikan pendapat kepada dewan komisaris terhadap laporan atau hal-hal yang disampaikan oleh direksi kepada dewan komisaris, mengidentifikasi hal-hal yang memerlukan perhatian komisaris, yang antara lain meliputi penelaahan atas informasi keuangan yang dikeluarkan perusahaan seperti laporan keuangan, proyeksi, dan informasi keuangan lainnya; penelaahan atas ketaatan perusahaan terhadap perundang-undangan di bidang Pasar Modal dan peraturan perundang-undangan lainnya yang berhubungan dengan kegiatan perusahaan; penelaahan atas pelaksanaan pemeriksaan oleh auditor internal; pelaporan berbagai risiko yang dihadapi perusahaan dan pelaksanaan manajemen risiko oleh direksi kepada komisaris; penelaahan dan melaporkan kepada Komisaris atas pengaduan yang berkaitan dengan Emiten atau Perusahaan Publik; dan menjaga kerahasiaan dokumen, data dan informasi perusahaan.

3. *Corporate Secretary*

Corporate Secretary berbeda dengan sekretaris eksekutif yang menjadi sekretaris direktur, komisaris, atau eksekutif lainnya di perusahaan. Peran dan fungsi pokoknya adalah: mengikuti perkembangan Pasar Modal khususnya peraturan-peraturan yang berlaku di Pasar Modal, memberikan pelayanan informasi kepada masyarakat yang berkaitan dengan kondisi emiten atau perusahaan publik, memberikan masukan kepada Direksi dalam rangka mematuhi ketentuan UUPM dan peraturan pelaksanaannya, dan menjadi penghubung antara perusahaan dengan BAPEPAM dan perusahaan dengan masyarakat (Keputusan Ketua BAPEPAM No.63 tahun 1996 dalam Sutawinangun, 2006). Fungsi *Corporate Secretary* semakin diperluas dalam Keputusan Direksi BEJ No. 339 tahun 2001. Pertama, menyiapkan daftar khusus yang berkaitan dengan direksi, komisaris, dan keluarganya dalam perusahaan tersebut yang mencakup kepemilikan saham, hubungan bisnis, dan peranan lainnya yang dapat menimbulkan benturan kepentingan. Kedua, membuat daftar pemegang saham termasuk kepemilikan 5% saham atau lebih. Ketiga, menghadiri rapat direksi dan membuat berita acara rapat. Terakhir, bertanggung jawab dalam penyelenggaraan RUPS perusahaan. (Sutawinangun, 2006).

Hubungan Tata Kelola Perusahaan dan Kesulitan Keuangan

Tata kelola perusahaan biasanya mengacu pada sekumpulan mekanisme yang mempengaruhi keputusan yang akan diambil manajer ketika ada pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian. Beberapa pengendalian ini terletak pada fungsi dari dewan direksi, pemegang saham institusional, dan pengendalian dari mekanisme pasar (Larcker et.al, 2005 dalam Wardhani, 2006). Pengambilan keputusan oleh direksi, pengawasan oleh komisaris independen, peran kreditur dalam pemberian kredit dapat mempengaruhi kemungkinan kesulitan keuangan, walaupun tidak mutlak.

Tata kelola perusahaan telah menjadi perdebatan hangat para akademisi garis depan, pembuat regulasi, dan investor. Kunci debat ini adalah peran yang dimainkan *corporate governance* dalam menghasilkan pulangan ekonomi (*generating economic return*) pada pemilik dan stakeholdernya. Bagian dari *generating economic return* meliputi kemampuan dalam menyesuaikan diri dan menghadapi masa-masa kesulitan keuangan (Parker, et al., 2002).

Kebangkrutan digambarkan sebagai ‘proses menurun yang berlarut-larut’ (protracted process of decline) dan ‘spiral yang cenderung menurun’ (*downward spiral*) (Hambrick and d’Aveni, 1988). Tentu, ada bukti-bukti empiris yang menunjukkan faktor pembeda antara perusahaan bangkrut dan tidak selama lima tahun sebelum ia masuk file kebangkrutan (Daily dan Dalton, 1994). Serangan yang menurunkan kestabilan keuangan sampai kebangkrutan mungkin memberi dasar konseptual untuk hubungan antara struktur *governance* dan kebangkrutan formal.

Hubungan teoritis antara tata kelola perusahaan dan kesulitan keuangan dimulai dari literatur teori organisasi (Parker, et al., 2002). Berikut ini akan digambarkan beberapa aspek literatur organisasional untuk mengembangkan latar belakang teoritis guna menyelidiki hubungan antara struktur *governance* dan timbulnya kebangkrutan. Secara spesifik tertuju pada ancaman/kekakuan (*threat/rigidity*), perubahan haluan (*turnaround*), ketergantungan sumber daya (*resources dependence*), dan perspektif keagenan (*agency perspectives*) (Daily dan Dalton, 1994).

Ancaman/Kekakuan (*Threat/Rigidity*)

Dalam periode menurun atau krisis, Straw, Sandelands, dan Dutton (1981) mengatakan bahwa organisasi sering melakukan pergeseran mekanistik dari pemusatan otoritas yang hasilnya dikenali secara luas. Penelitian lain yang berkaitan dengan ini mengidentifikasi aspek disfungsional lain yang meliputi konservatisme, peningkatan yang meragukan, berpegang teguh pada kebijakan lama, kekakuan, tingkat sentralisasi dan formalitas yang lebih tinggi, dan menolak perubahan.

Ketika dihadapkan dengan ancaman lingkungan, respon organisasi ini mungkin terbatas secara signifikan. Dapat dikatakan bahwa sentralisasi otoritas mempunyai fakta-fakta yang dapat diterapkan dalam hubungan antara struktur *governance* dan kebangkrutan, sebagaimana dilambangkan dengan CEO/*board chair structure* dan komisaris independen. Lebih jauh, penggunaan struktur *governance* ini nampaknya memperburuk tendensi organisasi yang mempunyai keterbatasan kemampuan adaptasi.

Perubahan Haluan Organisasi (*Organizational Turnaround*)

Literatur *turnaround* juga tertuju pada kemampuan perusahaan untuk beradaptasi selama krisis. Tidak semua bisnis *turnaround* (lihat Pearce dan Robinson, 1993) tidak terelak dari bangkrut, ada perusahaan yang

menerapkan strategi yang baik pada masa krisis, ada yang tidak diproses sebagai kebangkrutan formal. Strategi *turnaround* secara khas mencakup kepindahan manajemen yang ada (Argenti, 1986a dan 1986b).

Dalam hal ini, struktur *governance* pada perusahaan kesulitan relevan. Tidak benar dengan seketika, misalnya, apakah proses terletak pada upaya mengganti CEO/*board chair* dengan dewan dependen yang lebih besar dalam keadaan ini. Kemampuan dan kepastian waktu – seperti aktifitas akan bergantung pada beberapa ukuran dalam wujud struktur *governance*, yang ditangkap dengan komposisi dan struktur kepemimpinan.

Perspektif Agensi (*Agency Perspectives*)

Teori agensi memberi lagi perspektif ketiga mengenai hubungan struktur *governance* dan kebangkrutan. Isu sentralisasi otoritas dan masalah yang melekat dapat diterapkan pada masalah agensi. Isu ini luas, mulai dari *inside directors* dapat menghindari konflik yang sekiranya muncul dalam usaha mempertahankan loyalitas kepada CEO - selagi pada saat yang sama mencoba untuk mengantar organisasi secara layak melalui masa krisis. Argenti (1986a, b dalam Daily dan Dalton, 1994) menyinggung mengenai kesulitan tugas ini, menyarankan bahwa kegagalan organisasional berhubungan langsung dengan CEO, dewan direktur, dan anggota tim manajemen puncak. Sekali lagi, adalah meragukan bahwa anggota tim manajemen puncak dan *inside director* - dua pihak yang bekerja untuk CEO setiap hari - dapat diharapkan secara masuk akal memonitor dan mengawasi CEO pada masa - masa krisis, atau sebaliknya.

Pemisahan posisi CEO dan *board chairpersons* dan struktur dewan yang mayoritas terdiri atas komisaris independen dapat mengurangi peluang CEO dan *inside directors* untuk berperilaku yang menguntungkan dirinya sendiri dan berbiaya tinggi bagi pemilik perusahaan. Kedua struktur *governance* yang direkomendasikan ini didisain untuk membolehkan dewan untuk menjalankan fungsi pengawasannya dengan lebih baik (Fama dan Jensen, 1983; Zahra dan Pearce, 1989). Dengan tidak adanya pemisahan struktur kepemimpinan dewan dan adanya *insider* yang mendominasi dewan, pemilik perusahaan akan memikul sejumlah resiko yang tidak layak (Eisenhardt, 1989). Resiko yang berlebihan sebagai akibat struktur *governance* yang tidak memadai mungkin menyumbang krisis untuk perusahaan, bahkan kebangkrutan.

Ketergantungan Sumber Daya (*Resources Dependence*)

Perspektif ketergantungan sumber daya (Burt, 1983; Pfeffer dan Salancik, 1978; Selznick, 1949) memandang *outside directors* (komisaris independen) sebagai penghubung kritis ke lingkungan luar. Perspektif ini mendukung wakil yang ditunjuk dari konstituante luar yang signifikan sebagai anggota *outside board*. Penunjukan seperti ini dapat dipandang sebagai strategi untuk mengurus (*manage*) hubungan dengan lingkungan luar organisasi. Keefektifan mengurus saling ketergantungan adalah kekhususan penting untuk perusahaan dalam menghadapi krisis keuangan, seperti penarikan konstituante kritikal organisasi (misalnya kreditur) mungkin mempunyai konsekuensi efektif.

Penambahan pihak luar ke dalam dewan akan bermanfaat untuk memperluas masukan kepada dewan guna memberi akses sumber daya dan informasi yang berlimpah, memfasilitasi komitmen antar perusahaan, dan membantu menetapkan legitimasi (Bazerman and Schoorman, 1983; Pfeffer and Salancik, 1978; Provan, 1980; Stearns and Mizruchi, 1993). Seperti beberapa demonstrasi mengenai nilai potensial *outside directors*, Stearns and Mizruchi (1993) menemukan bahwa *outside directors* mewakili institusi keuangan adalah berhubungan positif dengan kecenderungan perusahaan untuk meminjam tipe dana spesifik dari institusi-institusi ini. Mengakses modal melalui *outside directors* mungkin membantu perusahaan yang kesulitan keuangan melewati krisis keuangan. Singkatnya, *outside directors* mungkin dapat memproteksi organisasi dengan lebih baik dari hal-hal yang kurang baik (Zahra dan Pearce, 1989). Itu mungkin karena, pada masa krisis, insider yang mendominasi dewan kurang memadai sehubungan dengan dimensi ini.

Kakabadse, Kakabadse, dan Kouzman (2001) dan Beasley dan Petroni (2001) menyatakan bahwa jika perusahaan memiliki *Board Governance* yang baik maka perusahaan tersebut akan memiliki kinerja yang baik pula (Syakhroza, 2003). Selanjutnya Syakhroza menjelaskan bahwa, berdasarkan review terhadap hasil penelitian tentang *Corporate Governance*, maka Kakabadse et al. (2001) menyimpulkan ada 4 (empat) elemen *Board Governance* yaitu: *Board composition*, *board characteristics*, *board structure*, dan *board process*. Adapun rincian dari atribut *good corporate governance* dapat dilihat dalam tabel berikut:

Board Governance

<i>Board Governance</i>	<i>Board Attributes</i>
<i>Board Composition</i>	<i>Board size</i> <i>Outsider representation</i> <i>Minority representation</i>
<i>Board Characteristics</i>	<i>Director's background, beliefs and attributes</i> <i>Director's orientation (internal/external)</i> <i>Insiderness</i> <i>External expertise</i> <i>Interest groups</i> <i>Asset impact</i>
<i>Board Structure</i>	<i>Board leadership</i> <i>Efficiency of board structure (board leadership, activities amongst committees, flow of information among directors)</i>
<i>Board Process</i>	<i>Intensity and quality of director's interaction</i> <i>Interface between the CEO/Chairperson and the Board</i> <i>Levels of director consensus</i> <i>Process of board evaluation</i> <i>Comprehensiveness and explicitness of board proceedings and action</i> <i>Internal proceeding</i>

Sumber: Kakabadse et al. (2001) dalam Syakhroza (2003)

Atribut-atribut mengenai komposisi dewan, khususnya mengenai ukuran dewan dan representasi pihak luar, berhubungan dengan kemungkinan kesulitan keuangan perusahaan.

Karakteristik Tata Kelola Perusahaan yang Berhubungan dengan Kesulitan Keuangan

Ada beberapa karakteristik tata kelola perusahaan yang berhubungan dengan kesulitan keuangan perusahaan. Karakteristik-karakteristik tersebut akan dijelaskan berikut ini:

1. Proporsi Komisaris Independen dalam Dewan

Fama (1980) mencatat bahwa pasar memberi insentif untuk komisaris independen guna memonitor manajemen (Eloumi dan Gueyie, 2001).

Hal ini diperlukan agar manajemen tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan, bahkan stakeholder yang lain.

Dalam kondisi kesulitan keuangan, mungkin tekanan dari luar juga meningkat. Pfeffer dan Salancik (1978) mengatakan bahwa dengan semakin meningkatnya tekanan dari lingkungan perusahaan maka kebutuhan akan dukungan dari luar juga meningkat (dalam Wardhani, 2006). Daily dan Dalton (1994a) juga mengatakan bahwa apabila ada resistensi dari CEO untuk menerapkan strategis yang agresif untuk mengatasi kinerja perusahaan yang terus menurun, maka adanya direksi dari luar akan mendorong pengambilan keputusan untuk melakukan perubahan. Hal ini disebabkan oleh kecenderungan bahwa semakin tinggi representasi direksi dari dalam maka keterlibatan direksi dalam pengambilan keputusan strategis juga rendah (Judge and Zeithaml, 1992 dalam Wardhani, 2006).

2. Pergantian Direktur

Insider turnover atau *turnover* manajemen dan direktur dapat dipandang sebagai peningkatan harapan pengembalian (*return*) untuk pemegang saham perusahaan yang kesulitan. Dengan mengandaikan bahwa kesulitan keuangan adalah hasil dari buruknya keputusan yang difasilitasi *governance* yang buruk, kehadiran pejabat berupa manajemer dan direktur baru akan menghambat kemampuan pemulihan diri perusahaan. *Turnover* manajer dan direktur (khususnya kemasukan pihak luar yang tidak mempunyai investasi pada proyek yang gagal dan strategis) mungkin memfasilitasi alokasi kembali sumber daya ekonomi perusahaan (Wruck, 1990).

Literatur mengenai peran executive turnover telah menghasilkan 2 teori *succession* (penggantian, suksesi) yang saling bersaing. Menurut teori *succession-crisis*, penggantian eksekutif mengganggu kinerja organisasi karena ia menambah ketidakpastian dan konflik, dan menurunkan semangat anggota organisasi. Sedemikian, turnover diharapkan menguatkan “*downward spiral*” yang dipacu dengan munculnya masalah kinerja (Hambrick dan D’Aveni, 1988).

Ada alasan untuk meyakini bahwa perubahan ini dapat benar-benar menghambat kemampuan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan untuk recover. Teori *succession-crisis* mengatakan bahwa *turnover* eksekutif mengganggu karena akan merendahkan moral organisasi dan meningkatkan ketidakpastian dan konflik. Kepergian

manajemen dan direktur dalam juga menurunkan pengetahuan spesifik perusahaan pada tingkat puncak perusahaan. Juga manajer dan direktur mungkin secara proaktif meninggalkan perusahaan dalam rangka menghindarkan eksposur proses pengadilan yang meningkat, mengurangi reputasi mereka, atau permintaan waktu (*time demands*) dari perusahaan yang mengalami kesulitan. Pada gilirannya, ini mungkin menjadi tanda-tanda awal peningkatan kesulitan keuangan. Seperti itu, *turnover* dapat menguatkan kecenderungan penurunan keuntungan perusahaan (Hambrick dan D'Aveni, 1988).

Sebaliknya, hipotesis *succession-adaptation* menganjurkan perlunya *turnover* eksekutif dengan menekankan keuntungan dari keragaman manajerial atas pembuatan keputusan strategis dan kemampuan perusahaan bereaksi terhadap perubahan lingkungan (Virany, Tushman, dan Romanelli, 1992). Ada andaian implisit bahwa pengalokasian kembali ini memungkinkan perusahaan terhindar dari kebangkrutan, dan ini merupakan hasil yang diharapkan. Pandangan "*succession – adaptation*" mengatakan bahwa keragaman manajerial meningkatkan kemampuan organisasi untuk merespon perubahan lingkungan (Hubbard dan Kosnik, 1996).

Dalam situasi kesulitan keuangan direktur utama menghadapi tugas yang lebih besar. Terutama masalah arus kas untuk operasi yang masih berlanjut serta melakukan perundingan restrukturisasi hutang dengan kreditur. Masalah ini dan juga masalah ketidakpastian serta reputasi mungkin akan membuatnya berfikir untuk mengundurkan diri. Ini menarik untuk dicermati.

Penggantian manajemen puncak (CEO) sering pula dilakukan perusahaan yang sedang *recover* (memulihkan diri) dari kesulitan agar dapat *survive*. Alasannya manajer baru meniadakan wawasan baru untuk situasi perubahan, memudahkan tindakan drastis seperti pemotongan anggaran untuk program-program yang sudah ditetapkan (Pearce dan Robinson, 2003).

Pergantian CEO diistilahkan Brockmann, Hoffman, and Dawley (2006) dengan CEO *Successor* (pergantian CEO). Ini berkaitan dengan masa jabatan tim manajemen puncak atau *top management team* (TMT). Teori *resource-based* menyarankan bahwa karakteristik tertentu TMT perusahaan memainkan peran yang sangat penting dalam hal bagaimana baik sebuah perusahaan dapat menyesuaikan kembali sistem, budaya, personil, dan prosedur dengan struktur baru dan akhirnya pulih dari kebangkrutan. Sumber daya pengetahuan yang ada pada TMT berpotensi

memenuhi kriteria untuk mempengaruhi kinerja organisasi (Castansias and Helfat, 1991). Secara rinci, manajer yang sudah lama menjabat umumnya memahami operasi perusahaan secara detail (Wruck, 1990) dan mengakses jaringan yang sudah mantap di dalam dan di luar organisasi. Tetapi, jika organisasi gagal, sumber daya mungkin tidak mencukupi dan karena itu perlu pergantian.

CEO atau direktur utama yang baru, sebagai agen perubahan, akan memasuki organisasi dengan amanat yang tepat. Tetapi, direktur utama baru umumnya kurang mengetahui dengan jelas tentang kontrak dan prosedur untuk diperlukan untuk melakukan pekerjaannya dengan sukses, dan pengetahuan-pengetahuan tersebut harus berangsur-angsur diperoleh terus menerus (Boeker, 1997; Hambrick and Fukotomi, 1991). Karena itu, keberadaan TMT yang sudah lama menjabat, menguasai, dan mempunyai akses pada jaringan yang sudah mantap sepatutnya menjadi nilai ganda dalam membantu CEO dalam *progress* melalui proses yang kacau (*disruptive*).

Karena itu, dalam *resources-based style*, diasumsikan bahwa sumber daya pengetahuan TMT sudah ada, tapi kurang terjelma dalam kegagalan organisasi. Karena itu penggantian CEO dari luar akan memfokuskan kembali sumber daya saat itu untuk manfaat organisasi, misalnya untuk pulih dari kebangkrutan (Brockmann, et al., 2006).

3. Ukuran Dewan

Dewan direksi menentukan kebijakan perusahaan. Dewan komisaris memonitor penerapan kebijakan tersebut. Berapa banyak anggota dewan yang dibutuhkan? Wardhani (2006) menuliskan bahwa jumlah dewan yang besar menguntungkan perusahaan dari sudut pandang *resources dependence* (Alexander, Fernell, Halporn, 1993; Goodstein, Gautarn, Boeker, 1994; Mintzberg, 1983). Maksud dari pandangan *resources dependence* adalah bahwa perusahaan akan tergantung dengan dewannya untuk dapat mengelola sumber dayanya secara lebih baik. Kerugian dewan yang besar adalah meningkatnya permasalahan dalam hal komunikasi dan koordinasi serta turunnya kemampuan dewan untuk mengendalikan manajemen, sehingga menimbulkan permasalahan agensi yang muncul dari pemisahan antara manajemen dan kontrol (Jensen, 1993; Yermack, 1996).

Dalton et al. (1999) menyatakan ada hubungan positif antara ukuran dewan dengan kinerja perusahaan. Sedangkan Eisenberg et al. (1998)

menyatakan bahwa ada hubungan negatif antara ukuran dewan dan kinerja perusahaan, dengan menggunakan sampel di Finlandia (Wardhani, 2006).

4. Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan adalah salah satu faktor dominan yang menentukan sistem tata kelola perusahaan (Gunner, 2004). Struktur kepemilikan dapat berupa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan asing.

Deng dan Wang (2006) menuliskan dua argumen mengenai peran kepemilikan manajerial dalam tata kelola perusahaan – *convergence of interest* (pemusatan kepentingan) atau *managerial entrenchment* (pertahanan manajerial). Berle dan Means (1932) menunjukkan bahwa ketika kepemilikan manajerial meningkat, dorongan untuk menggelapkan sumber daya perusahaan menurun. Hipotesis pemusatan kepentingan (*convergence-of-interest*) Jensen and Meckling mendukung argumen ini. Mereka memandang bahwa manajer mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk memuaskan kepentingan diri sendiri, yang dengan begitu mengganggu kepentingan pemegang saham diluar manajemen tersebut (*outside shareholder*). Kepemilikan manajerial, bagaimanapun, dapat menyatukan kepentingan pemegang saham dari dalam dan dari luar manajemen. Sebaliknya, Fama and Jensen (1983) berpendapat bahwa ketika manajer mengontrol cukup kepemilikan untuk mendominasi dewan, mereka dapat mengambil alih dari para pemegang saham tanpa khawatir posisi dan kompensasinya terancam. Stulz (1988) menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial dan lebih banyak hak voting yang dikontrol oleh manajemen, semakin kecil kemungkinan terjadi *hostile takeover*, yang konsekuensinya memperkuat pertahanan manajerial (*managerial entrenchment*). Shleifer and Vishny (1989) juga menerangkan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajer, semakin kecil kemampuan para pemegang saham untuk menekan mereka dalam tindakan untuk kepentingannya.

Kepemilikan institusional dari pihak luar berfungsi sebagai *external monitoring*. Kepemilikan institusional ini berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan perusahaan, dan berhubungan positif dengan kemungkinan *survive* perusahaan kesulitan keuangan (Parker, et al., 2002).

Kepemilikan asing dikenal juga dengan sebutan investor asing. Investor asing ini selalu mengembangkan mekanisme *governance* untuk mengamankan investasinya (Lin dan Chow, 2005). Investor asing dapat berupa investor strategis maupun investor institusional. Investor strategis asing selalu membantu dari segi teknologi maupun manajemen. Investor strategis asing di China membantu bank-bank lokal dalam meningkatkan tata kelola perusahaan (Hawes dan Chiu, 2007). Sedangkan investor strategis institusional umumnya hanya menanamkan saham untuk meraih keuntungan jangka pendek.

Lemmon dan Lins (2003) juga mengatakan bahwa struktur kepemilikan saham adalah penyebab utama timbulnya masalah agensi antara *controlling insiders* dan investor ekstern. Model agensi menyarankan adanya tata kelola perusahaan untuk mengurangi biaya agensi. Buruknya tata kelola perusahaan berhubungan dengan struktur modal. Du dan Dai (2004) menyatakan bahwa struktur modal yang relatif beresiko pada perusahaan-perusahaan di Asia Timur disebabkan oleh buruknya tata kelola perusahaan sehubungan pemisahan hak aliran kas (*cash flow rights*) dan hak pengawasan (*control rights*). Scherrer (2002) mengatakan, di US, ada suatu hubungan beda antara tata kelola perusahaan dan karakteristik kesulitan keuangan dalam perusahaan.

Apabila perusahaan memerlukan dana tambahan, pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) umumnya menyukai rasio hutang yang tinggi untuk menjaga dominansinya sebab mengeluarkan ekuitas baru akan berpengaruh pada pertahanan dominansi. Mereka juga menyukai adanya *leverage* sebagai sinyal ke pasar modal bahwa tata kelola perusahaan telah diterapkan. Tetapi di sisi lain, tingginya hutang meningkatkan resiko kesulitan keuangan yang mengancam kepentingan mereka dan karena itu mereka tertuntun untuk mengurangi rasio hutang. Hal ini tampak berlawanan.

Pemegang saham pengendali mempunyai kecenderungan yang kuat terhadap resiko; ia mempunyai kepemilikan saham yang relatif kecil tapi hak pengawasan yang besar sehingga jika terjadi kesulitan keuangan kerugiannya kecil tetapi mendapat banyak keuntungan dari struktur modal yang beresiko jika investasi berjalan baik.

Konsentrasi kepemilikan mempengaruhi struktur modal dengan cara yang berbeda. Literatur terdahulu mendokumentasikan aturan positif yang dimainkan hutang dan konsentrasi kepemilikan dalam tata kelola perusahaan (Shleifer dan Vishny, 1997). Umumnya tim manajemen korporat menghindari tingkat hutang yang tinggi dalam struktur modal

korporat karena hutang akan memaksa manajer membayarkan cadangan kas bebas dan mencegah mereka untuk menggunakannya untuk kepentingan pribadi melalui pertimbangan penggunaan kelebihan sumber daya keuangan korporat (Jensen, 1985). Kehadiran pemegang saham yang besar akan menyebabkan timbulnya masalah agensi dalam manajemen perusahaan. Pemegang saham yang besar mempunyai insentif tata kelola perusahaan yang besar untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan secara efektif meningkatkan *leverage* korporat sehingga memaksa tim manajemen untuk membayar jumlah yang berarti dari *free cash flow*. Ini mengimplikasikan bahwa ada hubungan positif antara konsentrasi kepemilikan dengan *leverage* perusahaan. Dengan kata lain, hutang dan konsentrasi kepemilikan dapat menjadi instrumen yang saling melengkapi dalam tata kelola perusahaan.

Meskipun begitu, hutang dan konsentrasi kepemilikan dapat juga menjadi alat yang saling menggantikan dalam tata kelola perusahaan. Keberadaan pemegang saham yang besar akan mengurangi peran utama hutang dalam tata kelola perusahaan, dan kemudian tidak diperlukan *leverage* yang tinggi untuk menjalankan. Lebih jauh, konsentrasi kepemilikan juga menghasilkan efek pertahanan. Pemegang saham yang besar akan mendapat keuntungan pribadi yang substansial dari posisi mereka sebagai pemegang saham pengendali, dan mereka berusaha untuk menjaga pengawasan terhadap perusahaan. *Leverage* perusahaan yang tinggi mungkin menunjukkan resiko kesulitan keuangan yang besar atau kebangkrutan. Dalam ketakutan akan hak kontrol setelah kegagalan hutang, pemegang saham pengendali cenderung untuk mengurangi hutang (Du dan Dai, 2004).

5. Peran Kreditur

Gilson (1990) dalam Parker et al. (2002) membuktikan semasa kesulitan keuangan, kontrol manajerial dan klaim terhadap nilai residual perusahaan ditransfer ke kreditur, biasanya bank. Pada saat itu, kreditur meningkatkan representasinya dalam dewan dan kontrol tidak langsungnya melalui kepemilikan saham. Kreditur mungkin ingin memaksimalkan pembayaran penuh jika setelah restrukturisasi perusahaan dapat *survive*, atau likuidasi. Di satu sisi mereka ingin klaim, bukan kepemilikan. Karena itu, mereka tidak selalu bertindak untuk kepentingan terbaik perusahaan. Tapi di sisi lain, orang dapat berargumen bahwa kontrol kreditur dapat dihubungkan dengan meningkatnya kemungkinan *survive* perusahaan. Sebagai contoh, restrukturisasi hutang sering mencakup modifikasi perjanjian hutang sebagai upaya agar

perusahaan tetap berjalan sehingga akhirnya dapat membayar kewajibannya (Parker et al., 2002).

Surat kabar Financial Times tanggal 13 Mei 2002 mengatakan bahwa tantangan yang dihadapi negara-negara di Asia sehubungan dengan tata kelola perusahaan yang terdaftar di bursa adalah kepemilikan yang terkonsentrasi karena lahir dari perusahaan keluarga, hubungan bank dan peminjam yang seringkali merupakan hubungan yang tidak sesuai etika (*incestuous relationships*), dan sebagainya. Dari sini jelas bahwa hubungan perusahaan dengan kreditur adalah memang bagian dari tata kelola perusahaan.

6. Peran Pemerintah

Pemerintah melalui Bapepam berupaya mengembangkan pelaku pasar modal, termasuk emiten yang mengalami kesulitan keuangan. Salah satu upaya yang dilakukan adalah mempercepat proses restrukturisasi emiten bermasalah. Dalam Cetak Biru Pasar Modal Indonesia 2000-2004 dikatakan bahwa pemulihan kondisi keuangan emiten akan mempengaruhi kelangsungan hidup emiten yang pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja pasar modal Indonesia. Oleh karena itu usaha restrukturisasi keuangan yang dilanjutkan dengan restrukturisasi perusahaan diharapkan membawa dampak positif terhadap perkembangan pasar modal. Dalam upaya restrukturisasi, emiten dapat melakukannya secara langsung dengan kreditor atau menggunakan bantuan pihak ketiga sebagai fasilitator antara lain Satuan Tugas Prakarsa Jakarta. Fasilitas yang ada seperti yang disediakan oleh *Indonesian Debt Restructuring Agency* (INDRA) perlu dimanfaatkan (Bapepam, 2004). Satuan Tugas Prakarsa Jakarta (STPJ) dibentuk sebagai fasilitator dan mediator penyelesaian restrukturisasi hutang-hutang swasta di luar pengadilan.

Keringanan pajak juga diberikan. Dalam peraturan Pemerintah Republik Indonesia No.7 tahun 2001 dikatakan bahwa keringanan pajak penghasilan diberikan kepada wajib pajak yang melakukan restrukturisasi hutang usaha melalui lembaga khusus yang dibentuk pemerintah. Lembaga tersebut adalah STPJ (*Jakarta Initiative Task Force*). Sedangkan Komite Kebijakan Sektor Keuangan (KKSK) adalah lembaga pemerintah yang memberikan keputusan atas syarat-syarat persetujuan dan kondisi dasar restrukturisasi hutang perusahaan kesulitan keuangan dan atau memberi rekomendasi kepada Direktorat Jendral Pajak untuk memberikan keringanan pajak tertentu kepada perusahaan.

BPPN juga berperan dalam restrukturisasi hutang perusahaan. BPPN adalah lembaga khusus yang dibentuk oleh Pemerintah, pada awal tahun 1998, untuk membantu sektor perekonomian nasional melalui program penjaminan Pemerintah, program penyehatan perbankan, serta restrukturisasi hutang perusahaan. BPPN menerima seluruh asset bank yang dibekukan operasinya, (BBO maupun BBKU) dan juga kredit macet kategori 5 dari Bank yang diambil alih (BTO), Bank Rekapitalisasi, dan Bank Pemerintah yang direkapitalisasi oleh BPPN. Dengan demikian, pinjaman perusahaan kepada bank pemerintah, bank rekapitalisasi, bank yang diambil alih dan bank yang dibekukan operasinya, administrasinya telah dialihkan kepada BPPN.

Tahun 2002 BPPN mengubah kebijakannya terhadap masalah hutang kepada para debiturnya, dengan menghentikan seluruh proses restrukturisasi hutang dan menempuh program baru yang dikenal dengan nama PPAK (Program Penjualan Aset Kredit). Dengan program tersebut, hutang-hutang perusahaan tersebut ditawarkan kepada publik investor yang berminat. Pemerintah juga mengeluarkan peraturan-peraturan yang membantu meringankan beban perusahaan kesulitan keuangan, misalnya dengan membolehkan pengangguhan beban selisih kurs dan revaluasi aktiva tetap.

Pengadilan niaga juga berperan dalam restrukturisasi hutang perusahaan. Pengadilan niaga dapat berperan dalam proses restrukturisasi, mengesahkan keputusan restrukturisasi antara perusahaan kesulitan dan krediturnya, serta menolak tuntutan pailit dari para kreditur.

Penelitian Mengenai Kesulitan Keuangan Perusahaan

Definisi dan Indikator Kesulitan Keuangan Perusahaan yang Digunakan Peneliti

Kesulitan keuangan berarti ketidakmampuan membayar hutang/kewajiban ketika jatuh tempo (Low et al., 2001). Terdapat tiga strategi alternatif yang dapat dilakukan perusahaan yang kesulitan keuangan, yaitu bangkrut, meneruskan operasi dengan harapan dapat meraih kemampuan membayar, atau melakukan penggabungan usaha/merger. Jadi tidak semua perusahaan yang meragukan akan gagal tetapi ada yang dapat *survive* (Pastena dan Ruland, 1986).

Kebangkrutan hanya peristiwa tunggal dalam proses kegagalan bagi perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan (Giroux and Wiggins, 1983). Mereka berpendapat bahwa kegagalan bisnis meliputi rangkaian peristiwa kesulitan yang didefinisikan sebagai titik awal, sinyal penurunan “kesehatan”, dan meliputi peristiwa antara seperti pengurangan pembayaran dividen, kegagalan teknis atau kegagalan hutang, atau kegagalan restrukturisasi hutang (Giroux and Wiggins, 1983, 1984; Lau, 1987; Flagg et al., 1991 Aksu; 1993; Chen and Lee, 1983; Turetsky dan McEwen, 2001).

Foster (1986) memandang kesulitan keuangan perusahaan sebagai sebuah konsep ekonomi dimana ada beberapa point dalam rangkaian kesulitan keuangan. John (1993) menggambarkan peristiwa kesulitan sebagai titik waktu ketika aset lancar perusahaan tidak cukup untuk memenuhi keperluan kontraknya.

Periset lain mengatakan bahwa kesulitan keuangan heterogen dengan karakteristik-karakteristik berbeda serta menimbulkan sinyal-sinyal informasi yang bervariasi (Pastena and Ruland, 1986; Lau, 1987; Gilbert, et al., 1990; Anyane-Ntow, 1991; Johnsen and Melicher, 1994; Ward and Foster, 1997).

Turetsky dan McEwen (2001) menggambarkan kesulitan keuangan sebagai rangkaian peristiwa keuangan yang merefleksikan berbagai macam tingkatan dari kesusahaan korporat (*corporate adversity*). Pengurangan yang bersifat berubah-ubah (*volatile*) dalam arus kas dari operasi berjalan adalah sinyal serangan kesulitan keuangan, dan tingkatan kesulitan berikutnya mungkin ditandai dengan pengurangan pembayaran dividen, kegagalan pinjaman secara teknis, kegagalan hutang, dan restrukturisasi hutang bermasalah (TDR). Ditemukan bukti bahwa peristiwa kegagalan berhubungan positif dengan kebangkrutan. Pengurangan dividen atau restrukturisasi hutang bermasalah, sebagai tingkah laku dalam menanggapi kesulitan, memperlihatkan pergeseran faktor resiko yang berhubungan dengan kegagalan berikutnya. Keseluruhan faktor resiko berhubungan dengan perubahan kegagalan bisnis, bergantung pada kemajuan perusahaan melalui tingkat-tingkat atau tahapan kesulitan yang berbeda.

Karena itulah kajian mengenai kesulitan keuangan cenderung menggunakan definisi yang berbeda. Definisi kesulitan keuangan yang menggunakan bahasa hukum jarang sekali dijumpai seperti halnya definisi kebangkrutan dan likuidasi. Kesulitan keuangan mendahului hampir semua kebangkrutan kecuali jika ada percepatan secara mendadak

dan kejadian yang tidak diharapkan seperti bencana alam, perubahan peraturan pemerintah, atau pertimbangan hukum (*anonym a*).

Gilbert et al. (1990) mengatakankan bahwa tidak semua perusahaan yang mengalami kesusahan dalam hal keuangan akan masuk *file* kebangkrutan pada akhirnya; maka faktor-faktor yang menyokong kondisi kesulitan keuangan tidak harus sama dengan apa yang mendorong ke *file* kebangkrutan. Hopwood et al. (1994) dalam Anandarajan, Lee, dan Anandarajan (2001) mengatakan bahwa kesulitan keuangan berhubungan dengan kemungkinan bangkrut.

Dichev (1998) dalam Griffin dan Lemmon (2002) serta Griffin dan Lemmon sendiri menggunakan ukuran rasio kebangkrutan untuk mengidentifikasi perusahaan yang kemungkinan besar akan mengalami kesulitan keuangan. Bahkan banyak kajian bertajuk kesulitan keuangan tetapi menggunakan data perusahaan yang bangkrut juga. Misalnya Foster, Sullivan, dan Ward (1998) mengidentifikasi perusahaan manufaktur yang gagal membayar bunga dan pokok pinjamannya, menerima *favorable debt accommodation*, atau yang telah masuk *file* kebangkrutan. Jones dan Hensher (2004) menggunakan data perusahaan yang tidak gagal, *insolvent*, dan yang telah masuk *file* kebangkrutan. Casey dan Bartczak (1985) menggunakan data perusahaan yang bangkrut.

Penelitian lain tentang kesulitan keuangan menggunakan indikator sebagai berikut: adanya bukti pemberhentian sementara (*layoffs*), restrukturisasi, atau penghapusan dividen (Lau, 1987), *interest coverage ratio* yang rendah (Asquith, Gertner, dan Scharfstein, 1994), *interest coverage ratio* yang kurang dari satu (Classens et al., 1999 dan Wardhani, 2006), arus kas lebih rendah daripada kewajiban jangka panjang yang telah jatuh tempo (Whitaker, 1999), perubahan dalam harga ekuitas atau EBIT yang negatif (John, Lang, dan Netter, 1992), dan *negative net income before special items* (Hofer, 1980). Ada pula yang menggunakan tiga kriteria penyaringan yang meliputi *negative EBITDA Interest coverage* (serupa dengan Asquith, Gertner, dan Scharfstein, 1994), *negative EBIT* (John, Lang, Netter, 1992), dan *negative net income before special items* (Hofer, 1980).

Indikator kesulitan keuangan sebelum terjadi kebangkrutan yang diberikan Gajpal et al., 1994; Gilson et al., 1990; Giroux dan Wiggins, 1984; dan Turetsky, 1997 adalah arus kas masuk dari operasi yang negatif, pengurangan atau penghapusan pembayaran dividen, ketidakmampuan membayar hutang (termasuk kegagalan teknis atau

kegagalan pembayaran pinjaman), dan kesulitan melakukan restrukturisasi hutang (Anandarajan et al., 2001). Anandarajan et al. (2001) menggunakan arus kas masuk dari operasi yang negatif, pengurangan atau penghapusan pembayaran dividen, pelanggaran perjanjian hutang, dan kegagalan restrukturisasi hutang sebagai tanda-tanda kesulitan keuangan. Dan kriteria ini digunakan untuk memilih sampel perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan.

Altman dan McGough, 1974 (dalam Coats dan Fant, 1993) menggunakan laporan auditor untuk mengidentifikasi perusahaan yang *troubled*, dan bukan dari file kebangkrutan tradisional, karena laporan auditor memberi peringatan awal mengenai kondisi perkembangan kesulitan (*distress*). Asumsi yang mendasari laporan keuangan yang diuji oleh auditor adalah bahwa perusahaan memiliki kemampuan dan tujuan untuk meneruskan kehidupan usahanya dengan sehat, *going concern*. Coats dan Fant juga menggunakan laporan auditor sebagai indikator kesulitan keuangan berdasarkan keinginan menangkap keterkaitan “praktis” dari peristiwa yang diramal. Perusahaan yang bangkrut terjadi setelah melewati masa kesulitan keuangan yang panjang.

Zopounidis dan Doumpos (1999) mensyaratkan perusahaan yang masuk dalam sampel kelompok *distressed*-nya harus memperoleh opini *going concern* dan melalui proses penyaringan yang dirancang untuk membuang data yang salah dan meyakinkan bahwa semua informasi yang diperlukan untuk menghitung lima rasio model Altman pada tahun dikeluarkannya opini *going concern* dan tiga tahun setelah proses penyaringan tersedia.

Kahya dan Theodossiou (1999) memilih sampel perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan (*failed*) berdasarkan kriteria kegagalan hutang (*debt default*), seperti kelalaian atau usaha merundingkan kembali (*renegotiate*) hutang dengan kreditur dan institusi keuangan. Waktu kegagalan adalah pada kali pertama perusahaan mengalami satu dari tanda-tanda kegagalan dengan menggunakan pendekatan sampling yang digunakan Theodossiou et al. (1996).

Menurut Baldwin dan Scott (1983) dalam Elloumi dan Gueyie (2001), “Jika bisnis perusahaan memburuk sehingga tidak mampu lagi memenuhi kewajiban keuangan, maka perusahaan dikatakan telah memasuki status kesulitan keuangan. Tanda-tanda pertama kesulitan biasanya pengingkaran perjanjian hutang dan penghapusan atau pengurangan dividen.” Whitaker (1999) mendefinisikan perusahaan masuk dalam kesulitan keuangan adalah pada tahun pertama aliran kas kurang dari

hutang jangka panjang yang jatuh tempo. Sedangkan Elloumi dan Gueyie (2001) menandai perusahaan yang mempunyai *earning per share* negatif dalam lima tahun berturut-turut sebagai perusahaan kesulitan keuangan.

Sebuah perusahaan telah memasuki status kesulitan keuangan jika bisnis perusahaan sudah memburuk sehingga tidak mampu lagi memenuhi kewajiban keuangan. Tanda-tanda awal kesulitan biasanya adalah pengingkaran perjanjian hutang dan penghapusan atau pengurangan dividen (Baldwin dan Scott, 1983 dalam Elloumi dan Gueyie (2001).

Rasio-rasio keuangan dapat pula digunakan sebagai indikator proses kesulitan keuangan sebagaimana terlihat dalam tabel berikut:

**Rasio-Rasio Keuangan sebagai Indikator Proses Kesulitan Keuangan
Perusahaan**

Tingkatan Proses Kesulitan Keuangan	Indikator Keuangan (<i>Covariate</i>)
1. Kemampulabaan rendah	1. <i>Return on investment ratio</i> <i>Net profit to net sales ratio</i> <i>Growth in net sales</i>
2. Aliran kas rendah	2. <i>Cash flow to net sales ratio</i>
3. Peningkatan pembiayaan hutang (<i>debt financing</i>)	3. <i>Equity ratio</i> <i>Cash flow to debt ratio</i>
4. Peningkatan hutang lancar	4. <i>Equity ratio</i> <i>Quick ratio</i>
5. Penurunan asset-aset keuangan	5. <i>Quick ratio</i>
6. Kegagalan pembayaran	

Sumber: Laitinen (2005)

Definisi dan Indikator *Survive* dalam Penelitian

Perusahaan kesulitan keuangan dapat menjadi bangkrut, dapat kehilangan independensi melalui merger dan sebagainya, dan dapat pula *survive*.

Laitinen (2005) menentukan perusahaan yang tidak kesulitan keuangan lagi pada akhir tahun 2001 sebagai perusahaan yang *survive* pada penelitiannya terhadap beberapa perusahaan sampel yang kesulitan keuangan di Finlandia tahun 1997-2001. Asterbo (2002), menentukan *survival* perusahaan jika skor Z Altman lebih kecil atau sama dengan nol koma lima.

Kahl (2001) mengidentifikasi perusahaan yang tetap independen pada tahun pertama setelah masa kesulitan dengan melihat kondisi sebagai berikut: tidak dalam *Chapter 11*, tidak dalam kegagalan, tidak dalam proses negosiasi restrukturisasi hutang guna menghindari kegagalan. Untuk dikualifikasi sebagai tahun keluar, satu dari dua kriteria tambahan dilakukan. Pertama, melihat tanda-tanda dalam artikel Dow Jones Interactive dan Lexis/Nexis yang menunjukkan apakah perusahaan secara jelas telah keluar dari kesulitan keuangan. Ini dipertimbangkan dalam kasus jika, misalnya, perusahaan membayar dividen atau menambah dana dalam bentuk hutang atau memasarkan ekuitas. Jika tidak ditemukan bukti yang jelas apakah perusahaan telah keluar dari kesulitan keuangan, digunakan kriteria formal untuk menentukan apakah perusahaan masih tetap dalam kesulitan atau tidak. Sebuah perusahaan dikatakan telah keluar dari kesulitan keuangan jika mempunyai *interest coverage* di atas satu sekurang-kurangnya dalam satu tahun dan ada tambahan, bahwa harus terpenuhi salah satu dari kriteria-kriteria berikut: *book leverage ratio* telah berkurang minimal 15 *basis point relative* terhadap serangan kesulitan atau memiliki rasio *leverage* yang lebih rendah dari rata-rata perusahaan dalam 2 digit SIC industry code.

Whittaker (1999) mendefinisikan perusahaan yang telah pulih dari kesulitan keuangan bila arus kas lebih besar dari hutang jangka panjang yang jatuh tempo pada tahun setelah serangan kesulitan keuangan terjadi. Kepulihan dari kesulitan lebih banyak dihasilkan oleh peningkatan kondisi ekonomi tanpa mengabaikan tindakan manajemen.

Prediksi Kesulitan Keuangan Perusahaan

Prediksi kesulitan keuangan dilakukan dengan indikator keuangan sebelum kesulitan keuangan itu terjadi. Indikator keuangan diturunkan dari laporan keuangan. Laporan keuangan lazimnya berisi informasi-informasi penting mengenai kondisi dan prospek perusahaan tersebut di masa mendatang (Fraser, 1995 dalam Hadad, 2003). Model prediksi kebangkrutan akan lebih tepat diinterpretasikan sebagai satu penjelasan mengenai kondisi perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan

daripada prediksi kebangkrutan secara hakikat (Taffler, 1984 dalam Low et al., 2001), demikian juga halnya dengan model prediksi kesulitan keuangan.

Prediksi kesulitan keuangan dengan indikator keuangan dan teknik statistik terus menerus ditingkatkan sejak Beaver (1966) memperkenalkan statistik univariat dengan teknik sampel berpasangan yang dapat membedakan perusahaan yang gagal dan tidak gagal selama 5 tahun sebelum kegagalan terjadi. Tonggak sejarah perkembangan model untuk peramalan kesulitan perusahaan non keuangan yang berangkat dari kerja Beaver melangkah pada analisa multivariat yang dilakukan oleh Edward I. Altman (1968). Altman (1968) melakukan penelitian mengenai *corporate failure* di perusahaan manufaktur dengan menggunakan teknik *multivariate discriminat analysis* dan menghasilkan model Z-Score dengan lima rasio keuangan.

Formula Z-score Altman adalah sebagai berikut:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$$

X_1 = *working capital to total assets*

X_2 = *retained earning to total assets*

X_3 = *earning before interest and taxes to total assets*

X_4 = *market value of equity to book value of total debt*

X_5 = *sales to total assets*

Z = *overall index*

Nilai *cut-off* adalah:

$Z < 1,81$ perusahaan masuk dalam kategori bangkrut

$1,81 < Z\text{-Score} < 2,67$ perusahaan masuk dalam wilayah abu-abu (*grey area* atau *zone of ignorance*)

$Z > 2,67$ perusahaan tidak bangkrut.

Untuk perusahaan yang tidak go publik, Altman melahirkan formula Z-score yang lain, yaitu:

$$Z = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

X_1 = *working capital to total assets*

X_2 = *retained earning to total assets*

X_3 = *earning before interest and taxes to total assets*

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

X_5 = *sales to total assets* (Altman,1983).

Pada tahun 1977 Altman dan Zeta Service, Inc., sebuah perusahaan keuangan, mengembangkan model Zeta yang lebih akurat dalam mengklasifikasikan kebangkrutan. Tetapi, koefisien model ini tidak ditetapkan (tanpa menggunakan Zeta Service, Inc). Model Zeta ini

berdasarkan variabel-variabel berikut: *return on assets, stability of earnings, debt service, cumulative profitability, liquidity/current ratio, capitalization (five year average of total market value), and size (total tangible assets.)* (Jones, 2002).

Ohlson (1980) juga meneliti kebangkrutan/kepailitan, tetapi menggunakan analisa regresi logistik (*logistic regression, logit*). Ohlson menemukan tujuh rasio keuangan yang mampu mengidentifikasi perusahaan yang pailit dengan tingkat ketepatan yang mendekati hasil penelitian Altman (Hadad, Santoso, dan Rulina, 2003).

Formula O-score didefinisikan sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{O-score} = & -1.32 - 0,407 \log (\text{total assets}) \\
 & +6,03 (\text{total liabilities to total assets}) \\
 & -1,43 (\text{working capital to total assets}) \\
 & +0,076 (\text{current liabilities to current assets}) \\
 & -1,72 (1 \text{ if total liabilities} > \text{total assets, } 0 \text{ if otherwise}) \\
 & -2,37 (\text{net income to total assets}) \\
 & -1,83 (\text{funds from operations to total liabilities}) \\
 & +0,285 (1 \text{ if net loss for the last two years, } 0 \text{ otherwise}) \\
 & -0,521 \frac{\text{net income}_t - \text{net income}_{t-1}}{|\text{net income}_t| + |\text{net income}_{t-1}|}
 \end{aligned}$$

Makin tinggi nilai O-score maka makin besar peluang bangkrut.

Walaupun pada awalnya Altman (1968 dan 1977) dan Ohlson (1980) meneliti tentang kebangkrutan, namun ukuran rasio kebangkrutannya dapat dipakai untuk mengidentifikasi perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Griffin dan Lemmon (2002) menyatakan bahwa Dichev (1998) menggunakan ukuran resiko kebangkrutan Altman (1968) dan Ohlson (1980) ini untuk mengidentifikasi perusahaan yang kemungkinan besar akan mengalami kesulitan keuangan. Griffin dan Lemon juga menggunakan ukuran Ohlson (O-score) ini untuk kemungkinan kesulitan keuangan. Mereka membagi sampel menjadi lima kelompok berdasarkan ranking kemungkinan financial distress yang dihitung dengan O-score dan book-to-market equity (BE/ME). Kelompok tersebut adalah *low*, 2, 3, 4, dan *high*.

Formula Altman telah diuji Coats dan Fant (1993) dengan data dari Standard & Poor's COMPUSTAT tahun 1970-1989. Dengan tetap memakai variabel independen Altman, ditemukan indikator yang sama dengan Altman namun dengan koefisien yang berbeda. Variabel tersebut adalah *working capital to total assets, retained earning to total assets,*

earning before interest and taxes to total assets, market value of equity to book value of total debt, dan sales to total assets

Ganesalingam dan Kumar (2001) menggunakan *principal component* dan *factor analysis*, *discriminant analysis* dan *cluster analysis* untuk mengelompokkan perusahaan berdasarkan tingkat *distress*nya. Dengan menggunakan teknik ini, indeks-indeks operasional dan pengelompokan perusahaan yang masuk akal dapat digunakan untuk pengambilan keputusan. Mereka memusatkan perhatian untuk memprediksi kesulitan keuangan diantara perusahaan besar di Australia yang terpilih. Sebanyak 71 perusahaan menjadi bahan analisa untuk menentukan kemungkinan kebangkrutan perusahaan dan pengklasifikasian perusahaan dalam kelompok yang berbeda (*cluster*) berdasarkan berbagai rasio keuangan. Rasio keuangan yang digunakan adalah:

1. *Return on equity after extraordinary and abnormal*
2. *Debt to asset before revaluation after intangibles*
3. *Longterm debt to asset after intangibles and before revaluation*
4. *Current ratio: current assets to current liabilities*
5. *Acid test ratio: current assets – inventory to current liabilities*
6. *Return on assets after intangibles and before revaluation*
7. *Net profit margin*
8. *EBIT; earing before interest and tax to total assets after intangibles and before revaluation*
9. *Operating income to operating assets before revaluations after intangibles*
10. *Liquid ratio*

Analisa faktor dijalankan untuk kesepuluh rasio ini untuk memperoleh indeks operasional yang baru. Diperoleh empat indeks yaitu ukuran likuiditas yang mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, manajemen hutang yang mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjang termasuk kelangsungan hidupnya, ukuran profitabilitas yang mengukur kekuatan *earning* perusahaan, dan ukuran harapan pasar (*market expectation*). Selanjutnya dijalankan analisa diskriminan. Untuk mengelompokkan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan yang tidak kesulitan digunakan *Mahalanobis distance*. Dari sini diperoleh persamaan dengan kekuatan peramalan sebesar 72%. Kemudian dilakukan pengelompokan ulang dengan menggunakan analisa *cluster* yang sama sekali tidak mengandaikan jumlah kelompok atau struktur kelompok. Ternyata, dengan memotong *tree* dengan *height* 0,9, dendogram yang diperoleh memperkuat pengelompokan yang dilakukan dengan *principal*

component analysis dan *factor analysis*. Tiga kelompok yang diperoleh adalah kelompok yang sangat kesulitan, setengah kesulitan, dan yang tidak kesulitan.

Model Zmijewski, 1984 (dalam Anandarajan et al., 2001) untuk prediksi kebangkrutan tidak dilakukan dalam industri spesifik dan dapat diterapkan secara universal lintas industri. Beliau menghasilkan persamaan sebagai berikut:

$$b^* = -4,803 - 3,6 ROA + 5,4FNL - 0,1LIQ$$

b^* menunjukkan kemungkinan bangkrut, semakin besar nilainya menunjukkan kemungkinan bangkrut yang lebih besar.

$ROA = \text{net income to total assets}$

$FNL = \text{Total debt to assets}$

$LIQ = \text{Current assets to current liabilities.}$

Kriteria evaluasi berupa rasio keuangan yang digunakan Dimitras et al. (1999) sebagaimana dipaparkan dalam Zopounidis dan Doumpos (1999) untuk memprediksi kegagalan keuangan (*business failure*) adalah *net income / gross profit*, *gross profit / total assets*, *net income / total assets*, *net income / net worth*, *current assets / current liabilities*, *quick assets / current liabilities*, *(long term debt + current liabilities) / total assets*, *net worth / (net worth + long term debt)*, *net worth / net fixed assets*, *inventories / working capital*, *current liabilities / total assets*, dan *working capital / net worth*.

Sedangkan Zopounidis dan Doumpos (1999) menemukan hanya 3 kriteria yang penting dalam menentukan kegagalan bisnis, yaitu: *gross profit / total assets*, *net income / gross profit*, dan *current assets / current liabilities*

Foster, Sullivan, dan Ward (1998) menguji apakah persediaan berperan dalam kesulitan keuangan. Mereka menemukan bahwa perubahan persediaan dapat membantu menjelaskan perbedaan antara perusahaan manufaktur yang mengalami kesulitan keuangan. Persediaan perlu dimasukkan dalam model kesulitan keuangan.

Sulaiman, Ang Jili dan Sandha (2001) ketika memprediksi kegagalan korporat di Malaysia akibat krisis ekonomi tahun 1997 menemukan 3 rasio yang berperan sebagai *discriminating power*, yaitu *debt ratio*, *interest coverage*, dan *total asset turnover*. Dari sini dapat dilihat bahwa dua rasio leverage, yaitu *debt ratio*, dan *interest coverage (times interest earned ratio)* berperan dalam memprediksi kegagalan perusahaan.

Cross (2003) menuliskan indikator keuangan kunci guna membaca kesehatan keuangan perusahaan yang disampaikan William K. Marrinan, seorang konsultan. Indikator-indikator tersebut adalah:

1. *Current and quick ratios* yang menunjukkan likuiditas
2. *Debt to equity ratios* yang menunjukkan apakah usaha tersebut kelebihan *leverage*.
3. *Return on assets* menunjukkan apakah sebuah bisnis menghasilkan pengembalian aktiva investasi yang cukup
4. *Debt ratio* menunjukkan tingkat dimana kerugian operasi dapat terlindungi
5. *Self-generated cash flow* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membiayai sendiri *debt service*-nya.

Kahya dan Theodossiou (1999) membuat daftar rasio keuangan yang ditemukan sebagai variabel-variabel *explanatory* yang signifikan dalam studi berkelas mengenai kesulitan keuangan. Daftar tersebut adalah dipaparkan dalam tabel berikut:

Daftar Rasio Keuangan yang Berpengaruh untuk
Memprediksi Kesulitan Keuangan Perusahaan

Variabel	Proksi	Digunakan oleh:
<i>Cash to current liabilities</i>	<i>Liquidity</i>	Beaver (1966), Edmister (1972), Gombola et al. (1966)
<i>Cash to total assets</i>	<i>Liquidity</i>	Beaver (1966), Gombola et al. (1987)
<i>Current assets to current liabilities</i>	<i>Liquidity</i>	Beaver (1966), Altman et al. (1977), Gombola et al. (1966)
<i>Current assets to total assets</i>	<i>Liquidity</i>	Beaver (1966), Lo (1986), Gombola et al. (1987)
<i>Net working capital to total assets</i>	<i>Liquidity</i>	Beaver (1966), Altman (1968), Ohlson (1980), Theodossiou (1993)
<i>Net working capital to sales</i>	<i>Liquidity</i>	Edmister (1972)
<i>Quick assets to current liabilities</i>	<i>Liquidity</i>	Beaver (1966)
<i>Net income to total assets</i>	<i>Profitability</i>	Beaver (1966), Ohlson (1980), Lo (1986), Gombola et al. (1987)
<i>Operating income to sales</i>	<i>Profitability</i>	Theodossiou et al. (1996)

Variabel	Proksi	Digunakan oleh:
<i>Operating income to total assets</i>	<i>Profitability</i>	Altman (1968), Altman et al. (1977)*, Theodossiou (1993) (Khususnya, Altman (1968), Altman et al. (1977) menggunakan rasio EBIT to total assets)
<i>Retained earnings to total assets</i>	<i>Long-term Profitability</i>	Altman (1968), Altman et al. (1977)
<i>Long-term debt to total assets</i>	<i>Financial Leverage</i>	Beaver (1966), Altman (1968)
<i>Total liabilities to total assets</i>	<i>Financial Leverage</i>	Ohlson (1980), Gombola et al. (1987), Theodossiou et al. (1996)
<i>MVE to total liabilities</i>	<i>Market Structure</i>	Altman (1968)
<i>Logarithm of deflated sales</i>	<i>Size</i>	Pastena and Ruland (1986)
<i>Logarithm of deflated total assets</i>	<i>Size</i>	Altman et al. (1977), Ohlson (1980), Lo (1986), Theodossiou et al. (1996)
<i>Accounts receivable to sales</i>	<i>Management Efficiency</i>	Beaver (1966), Gombola et al. (1987)
<i>Fixed assets to total assets</i>	<i>Operating Leverage</i>	Theodossiou (1993)
<i>Inventory to sales</i>	<i>Management Efficiency</i>	Beaver (1966), Edmister (1972), Theodossiou (1993), Theodossiou et al. (1996)
<i>Sales to total assets</i>	<i>Activity</i>	Altman (1968), Gombola et al. (1987)

Sumber: Kahya dan Theodossiou (1999), diolah

Pada tahun 2005, Hossari dan Rahman melakukan ranking terhadap rasio keuangan yang populer dalam pemodelan perusahaan yang *collapse* (rubuh). Dengan teknik multivariat atas 53 studi dari tahun 1966-2002 diperoleh 48 rasio keuangan yang paling populer. Kelimpuluh tiga studi yang dilakukan meliputi penelitian yang dilakukan Altman, Beaver, Blum, Dambolena dan sebagainya yang meliputi perusahaan yang bangkrut, bank yang gagal (*failure*), bisnis yang gagal, dan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Mereka mengatakan jika tersedia

ranking formal mengenai ketenaran rasio keuangan dalam pemodelan perusahaan yang *collapse*, maka peyelidikan empiris pada masa hadapan dapat merujuknya tanpa harus melakukan perankingan lagi. Sebagai gantinya para periset dapat menghabiskan sumber dayanya secara efektif untuk pengembangan model. Berikut ini adalah tabel ranking popularitas rasio keuangan tersebut.

Ranking Popularitas Rasio Keuangan dalam Prediksi Kebangkrutan, Kegagalan Bank, Kegagalan Bisnis, dan Kesulitan Keuangan Perusahaan

<i>Ratio</i>	<i>Rank</i>
<i>Net Income / Total Assets</i>	43%
<i>Current Assets / Current Liabilities</i>	42%
<i>Total Liabilities / Total Assets</i>	40%
<i>Working Capital / Total Assets</i>	34%
<i>Earning Before Interest and Taxes / Total Assets</i>	30%
<i>Cash Flow / Total Liabilities</i>	23%
<i>Total Liabilities / Total Equity</i>	23%
<i>Retained Earning / Total Assets</i>	21%
<i>Sales / Total Assets</i>	21%
<i>Cash / Total Assets</i>	19%
<i>Current Assets / Sales</i>	17%
<i>Current Assets / Total Assets</i>	17%
<i>Market Value of Equity / Total Liabilities</i>	15%
<i>Quick Assets / Current Liabilities</i>	15%
<i>Cash Flow / Total Assets</i>	13%
<i>Net Income / Sales</i>	13%
<i>Net Income / Total Equity</i>	13%
<i>Earning Before Interest and Taxes / Interest</i>	11%
<i>Total Equity / Total Assets</i>	9%
<i>Inventory / Sales</i>	9%
<i>Quick Assets / Sales</i>	9%
<i>Working Capital / Sales</i>	9%
<i>Quick Assets / Total Assets</i>	8%
<i>Sales / Fixed Assets</i>	8%
<i>Total Equity / Total Liabilities</i>	8%
<i>Cash / Current Liabilities</i>	6%
<i>Cash / Sales</i>	6%
<i>Earning Before Interest and Taxes / Sales</i>	6%
<i>Earning Before Interest and Taxes / Total Equity</i>	6%
<i>Fixed Assets / Total Assets</i>	6%
<i>Fixed Assets / Total Equity</i>	6%
<i>Long Term Liabilities / Total Assets</i>	6%
<i>Accounts Receivable / Inventory</i>	4%
<i>(Cash + Marketable Securities) / Current Liabilities</i>	4%
<i>(Cash + Marketable Securities) / Total Assets</i>	4%
<i>Cash Flow / Current Liabilities</i>	4%
<i>Cash Flow / Sales</i>	4%
<i>Current Liabilities / Total Assets</i>	4%
<i>Current Liabilities / Total Equity</i>	4%
<i>Dividends Paid / Net Income</i>	4%
<i>Earning Before Taxes / Total Assets</i>	4%

<i>Ratio</i>	<i>Rank</i>
<i>Expenses / Sales</i>	4%
<i>Inventory / Working Capital</i>	4%
<i>Long Term Liabilities / Total Equity</i>	4%
<i>Operating Expenses / Total Assets</i>	4%
<i>Sales / Inventory</i>	4%
<i>Sales / Total Equity</i>	4%
<i>Total Equity / Long Term Liabilities</i>	4%

Sumber: Hossari dan Rahman (2005)

Pengaruh Karakteristik Tata Kelola Perusahaan terhadap Kemungkinan Kesulitan Keuangan Perusahaan

Tahun 1994 Daily dan Dalton mulai menggali hubungan antara struktur *governance* dan kebangkrutan. Struktur *governance* yang relevan adalah komposisi dewan dan struktur kepemimpinan karena berperan sebagai mekanisme *internal control* dalam proses *corporate governance* (tata kelola perusahaan). Dengan menggunakan data sebelum dan ketika perusahaan bangkrut (masuk file Chapter 11 kebangkrutan) serta dibandingkan dengan data perusahaan yang tidak bangkrut di USA, dilakukan uji regresi logistik. Variabel dependen *dichotomous* adalah status perusahaan. Variabel *governance* yang dimasukkan adalah dualitas CEO - ketua dewan, komposisi dewan, dan jumlah direktur independen. Hasilnya, perusahaan bangkrut lebih mungkin berhubungan dengan dualitas CEO - ketua dewan, mempunyai direktur independen yang lebih sedikit atau proporsi yang rendah dalam dewan (Daily dan Dalton, 1994a).

Selanjutnya Daily dan Dalton menguji lagi hubungan tersebut dengan menambahkan kepemilikan saham dan kualitas dewan direktur sebagai variabel kontrol. Dengan data dari 57 perusahaan bangkrut dan 57 perusahaan survive pada tahun 1972 - 1982 dilakukan uji dengan regresi logistik. Hasil menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh investor institusional, *officers*, dan direktur serta kualitas dewan direktur dapat meningkatkan *hit ratio* (Daily dan Dalton, 1994 b).

Tahun 2001 Elloumi dan Gueyie mengembangkan penelitian Daily dan Dalton. Daily dan Dalton menguji hubungan tata kelola perusahaan dengan kebangkrutan, sedangkan Elloumi dan Gueyie menguji hubungannya dengan kesulitan keuangan. Menurut Elloumi dan Gueyie (2001), selama tahun 1980-an dan 1990-an kebangkrutan perusahaan banyak mendapat perhatian (Boritz, 1991; Altman, 1993; Gales dan Kesner, 1994), kritik sehubungan dengan kelemahan struktur *corporate governance* muncul. Karakteristik *board of directors* adalah target utama

kritik reformasi tata kelola perusahaan (Geneen, 1984; Kesner et al., 1986; Lorsch, 1989; Levit, 1998).

Pertanyaan mengenai keefektifan *board of directors* dalam memonitor perusahaan untuk mencegah kebangkrutan telah dikemukakan oleh Gilson, 1990; Hambrick dan d'Aveni, 1992; Gales dan Kesner, 1994; Daily dan Dalton, 1994a, 1994b; Daily, 1995, 1996; Levit, 1998). Hambrick dan d'Aveni (1992) menemukan bahwa terdapat pengurangan jumlah *outside director* pada tahun-tahun sebelum kebangkrutan terjadi.

Hambrick dan d'Aveni (1992) melaporkan bahwa dominasi CEO lebih mungkin berhubungan dengan kebangkrutan perusahaan. Pfeffer (1972) menemukan bahwa persentasi *outside director* lebih tinggi dalam perusahaan yang mengalami kejatuhan. Perluasan dasar pemikiran kesulitan keuangan ini adalah, seseorang dapat mengandaikan bahwa perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan kemungkinan besar mempunyai *board of director* dari pihak luar yang sedikit. Karena itu, dewan yang didominasi pihak dalam lebih berpotensi dalam menerangkan kesulitan.

Menurut Elloumi dan Gueyie (2001), wajar bila kita percaya bahwa perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan digambarkan oleh buruknya tata kelola perusahaan. Masuk akal bahwa perusahaan ini, secara khusus, memerlukan lebih banyak wakil dari pihak luar dalam dewannya dalam rangka memberikan jalan untuk sumber daya dan informasi yang bernilai. Direktur konseling dan pengaturan sumber daya mungkin sangat penting untuk perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Gilson (1990) menemukan bahwa perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan berhubungan dengan perubahan komposisi *board*.

Peran dan dampak karakteristik tata kelola perusahaan dalam membedakan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan sehat juga telah diteliti oleh Gilson, 1989, 1990; Datta dan Datta, 1995 (dalam Parker et al., 2002). Judge dan Zeithami (1992) menemukan bahwa representasi pihak dalam (*insider*) dalam board berhubungan dengan rendahnya keterlibatan *board* dalam pembuatan keputusan strategik. Pihak dalam tidak dalam posisi untuk memonitor CEO, dan dominasi *board of director* oleh manajemen puncak dapat mengarah pada kolusi dan pemindahan kekayaan pemegang saham (Fama, 1980). Ketidakmampuan pihak dalam untuk memonitor CEO dan kurangnya keterlibatan dalam pembuatan keputusan strategik cenderung membahayakan perusahaan selama periode kesulitan keuangan. Baysinger dan Butler's (1985) menghasilkan indikasi bahwa kesehatan

keuangan dipengaruhi oleh komposisi dewan karena perusahaan dengan kinerja di atas rata-rata mempunyai persentase direktur luar daripada perusahaan dengan kinerja di bawah rata-rata. Direktur luar diyakini memiliki beberapa keunggulan, dibandingkan dengan rekan mereka yang orang dalam (Elloumi dan Gueyie, 2001).

Kajian Elloumi dan Gueyie berfokus pada 46 perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan tetapi yang belum sampai ke tahap bangkrut dibandingkan dengan data 46 perusahaan yang sehat di Canada. Ditemukan indikasi bahwa kepemilikan *outside directors* (dewan komisaris) dan *directorship* mempengaruhi kemungkinan kesulitan keuangan. Perusahaan kesulitan keuangan yang melakukan pergantian CEO mempunyai dualitas CEO - ketua dewan yang rendah, dan mempunyai kepemilikan *external blockholding* yang lebih sedikit.

Scherrer, 2002 menambahkan, di US, ada hubungan beda antara *corporate governance* dan kesulitan keuangan dalam perusahaan. Kesulitan keuangan perusahaan dapat dikaitkan dengan komposisi dewan direktur, dari luar atau dari dalam perusahaan. Hal ini sejalan dengan kajian Elloumi dan Gueyie (2001) di atas, yang menyatakan bahwa target utama kritik reformasi tata kelola perusahaan adalah karakteristik *board of directors*.

Lizal (2002) dalam uji model tata kelola perusahaan dengan regresi probit di Republik Czeck menemukan bahwa kepemilikan pemerintah dan asing mengurangi kemungkinan bangkrut walaupun tidak selalu signifikan pada beberapa analisa yang dilakukannya. Struktur kepemilikan digunakannya sebagai salah satu ukuran tata kelola perusahaan. Deng dan Wang (2006) dengan *binary logistic regression* menemukan hal yang hampir sama, yaitu kepemilikan pemerintah dan konsentrasi kepemilikan di China berhubungan negatif dengan probabilitas kesulitan keuangan perusahaan yang belum sampai tahap bangkrut.

Deng dan Wang (2006) tidak menemukan hubungan antara kepemilikan manajemen dan anggota dewan dengan status kesulitan keuangan. Simpson dan Gleason (1998) juga tidak menemukan hubungan antara kepemilikan manajemen dan anggota dewan dengan kemungkinan kesulitan keuangan pada industri perbankan. Parker et al. (2002) menemukan hubungan positif antara kepemilikan pihak dalam dengan kemungkinan *survive* perusahaan kesulitan. Alasannya, kesejajaran manajemen dan *stakeholder* akan mempunyai pengaruh positif pada pengambilan keputusan perusahaan dan tindakan yang diambil dapat

memulihkan perusahaan dari kesulitan keuangan. Namun Teall (1993) menemukan bahwa kepemilikan *insider* berhubungan positif dengan perilaku pengambilan keputusan manajerial dan kegagalan korporat di industri. Senada dengan itu, Classens et al. (1999) dalam Wardhani (2006) mengatakan bahwa bila dewan direktur dan dewan komisaris mempunyai kepemilikan saham, maka dewan tersebut akan cenderung melakukan tindakan-tindakan ekspropriasi atau pengambilalihan yang menguntungkannya secara pribadi. Sehingga, semakin banyak kepemilikan direksi, keputusan yang diambilnya akan lebih cenderung menguntungkan dirinya dan secara keseluruhan merugikan perusahaan sehingga kemungkinan nilai perusahaan akan semakin menurun. Lee dan Yeh (2004) juga menemukan hal yang hampir sama ketika menguji hubungan tata kelola perusahaan dan kesulitan keuangan, yaitu pengambilalihan kekayaan (*wealth expropriation*) oleh *controlling shareholders* berhubungan positif dengan peluang kesulitan keuangan.

Lee dan Yeh (2004) menyimpulkan bahwa perusahaan dengan tata kelola perusahaan yang buruk lebih peka terhadap *economic downturns* dan probabilitas menderita kesulitan keuangan meningkat. Variabel yang digunakan sebagai proksi resiko tata kelola perusahaan adalah *percentage of directors occupied by the controlling shareholder*, *percentage the controlling shareholders shareholding pledged for bank loans (pledge ratio)*, dan *deviation in control away from the cash flow rights*. Untuk menghasilkan model prediksi digunakan *binary logistic regression*. Sampel empirisnya adalah perusahaan terdaftar di bursa Taiwan, yang mempunyai ciri tingkat konsentrasi kepemilikan yang tinggi. Bukti menunjukkan bahwa ketiga variabel tersebut berhubungan dengan resiko kesulitan keuangan pada tahun berikutnya.

Wardhani (2006) meneliti mekanisme *corporate governance* dalam perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dengan membandingkan praktek tata kelola perusahaan dalam perusahaan kesulitan keuangan dan yang sehat. Dari 51 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dalam 6 tahun pengamatan diperoleh 120 *firm year*, artinya dalam satu uji yang dilakukan terdapat sampel dari perusahaan yang sama namun dari tahun yang berbeda. Misalnya perusahaan dengan kode PSDN diobservasi 5 kali (dari tahun 1999 sampai 2003), CPIN diobservasi 2 kali (tahun 2003 dan 2004), APLI diobservasi 1 kali (tahun 2002), dan sebagainya. Kriteria dimasukkannya perusahaan sebagai sampel perusahaan kesulitan keuangan adalah bila memiliki rasio *interest coverage ratio* (rasio antara biaya bunga terhadap laba operasional) kurang dari 1, sedangkan perusahaan yang sehat ditandai dari rasio *interest coverage ratio* yang tidak kurang dari 1. Variabel dependen adalah ukuran dewan direksi, ukuran dewan komisaris, proporsi komisaris independen dalam dewan

komisaris, masuknya direksi baru, keluarnya direksi lama, kepemilikan bank, kepemilikan dewan, ukuran, dan *dummy year*. Dengan menggunakan regresi logistik ditemukan bahwa perusahaan yang kesulitan keuangan memiliki jumlah direksi yang lebih tinggi, jumlah komisaris yang lebih sedikit, dan *turn over* direksi yang tinggi. Variabel masuknya direktur baru dan keluarnya direktur lama yang menunjukkan tingkat *turnover* hanya signifikan dalam jangka pendek. Variabel lainnya tidak signifikan mempengaruhi kemungkinan kesulitan keuangan.

Hubbard dan Kosnik (1996) juga pernah mempelajari *turnover* direktur sebagai tanda segera terjadinya ketidakmampuan membayar hutang (*insolvency*) dalam sampel institusi keuangan semasa *turmoil* 1980-an di Texas. Dengan menggunakan variabel *dummy* berupa 1 untuk perusahaan solven dan 0 untuk yang tidak solven ditemukan ada peningkatan *turnover* diantara perusahaan yang kemudian menjadi *insolvent* (bangkrut), dibandingkan dengan yang tetap *solvent*. Tetapi, dalam periode *pre-insolvency* tingkat *turnover* dalam sampel yang kesulitan tidak lebih tinggi dari tingkat yang khas dalam sampel acak dari perusahaan publik.

Estimasi Peluang *Survive*

Kahl (2001) mengestimasi peluang *survive* perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dengan regresi probit. Data dari 102 perusahaan kesulitan keuangan ditelusuri selama 11 tahun dan dilihat perusahaan mana yang dapat *survive* sebagai perusahaan independen. Dengan menggunakan variabel dependen berupa rata-rata laba operasi sebelum bunga, pajak, dan penyusutan terhadap jumlah aset selama masa kesulitan keuangan; ukuran pada tahun serangan kesulitan keuangan; rasio nilai pasar aset terhadap nilai bukunya pada saat serangan kesulitan keuangan; rasio hutang terhadap nilai buku ekuitas biasa pada saat serangan kesulitan keuangan; variabel *dummy* apakah perusahaan pernah masuk file Chapter 11 kebangkrutan; *length* atau jangka waktu menderita kesulitan keuangan; dan variabel *dummy* apakah perusahaan pernah melakukan *creditor equity stake* atau tidak, ditemukan bahwa peluang *survive* perusahaan dalam jangka pendek dan panjang berhubungan positif dengan kinerja operasi. *Equity stake* juga memainkan peran, perusahaan yang menebus hutangnya dengan saham dapat *survive*.

Parker et al. (2002) menyelidiki hubungan tata kelola perusahaan dengan kemungkinan kelangsungan hidup perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dengan menggunakan data *ex ante* dan uji melalui *Cox Proportional Hazard regression*. Variabel yang digunakan adalah tata

kelola perusahaan dan variabel kontrol berupa indikator keuangan. Pengaruh indikator keuangan diuji terhadap kesulitan keuangan ditinjau dari sudut pengaruh potensial tata kelola perusahaan. Ditemukan bahwa ukuran (*size*) berpengaruh. Perusahaan yang lebih besar lebih mungkin menjadi bangkrut karena sulit menjaga kelangsungan operasi selama masa kesulitan keuangan. Likuiditas dan profitabilitas berpengaruh, semakin meningkat, kemungkinan bangkrut berkurang.

Atribut tata kelola perusahaan yang diselidiki meliputi *insider turnover*, keterlibatan kreditur, dan struktur kepemilikan. Proksi untuk *insider turnover* (*turnover* pihak dalam) meliputi penggantian CEO, ukuran dewan, anggota dewan dari pihak luar, dan *turnover* direktur. Jika perusahaan pernah mengganti CEO akan diberi kode 1 dan 0 jika lainnya. Ukuran dewan (*board size*) menunjukkan jumlah direktur. Ukuran dewan yang ditelitinya berkisar dari yang rendah 2 sampai 14 anggota. Ukuran *director turnover* yang digunakan adalah proporsi dewan direktur yang baru tiap tahun. *Outside directors* menunjukkan proporsi direktur yang tidak memiliki keterikatan dengan manajemen atau perusahaan, dengan perkecualian dari *board service*.

Strategi *turnaround* secara khusus mencakup perpindahan (*removal*) manajemen yang sedia ada (Argenti, 1986a, 1986b). *Turnover* CEO pada perusahaan berprestasi rendah lebih tinggi untuk dewan dengan proporsi direktur luar yang besar (Weisbach, 1988), dan lebih cenderung ketua dewannya tidak memegang tanggung jawab CEO (Morck et al., 1989). Dengan kata lain, ketika pihak dalam mendominasi dewan direktur, perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan lebih jarang melakukan perubahan CEO. Dapat diduga ada perbedaan signifikan antara komposisi dan struktur dewan dalam perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan yang pernah melakukan CEO *turnover* dan yang tidak. CEO *turnover* dipandang sebagai indikator keefektifan dewan direktur pada perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan.

Bonnier dan Bruner, 1989 dalam Parker et al., 2002, menemukan reaksi harga saham positif terhadap pengumuman *turnover* manajemen puncak dalam sampel perusahaan yang pernah mempunyai *earning* negatif dan penghapusan dividen. Bonnier dan Bruner juga menemukan bahwa respon positif terhadap *turnover* CEO meningkat dengan adanya pihak luar, konsisten dengan kemampuan pihak luar untuk menjadi agen perubahan dalam perusahaan yang mengalami kesulitan. Sama juga, Hermalin dan Weisbach (1988) dalam studinya mengenai *turnover* direktur, mencatat bahwa perusahaan yang berkinerja rendah cenderung untuk memindahkan pihak dalam dan mengganti pihak luar. Penggantian pihak dalam dengan pihak luar sepertinya termotivasi oleh respon

pemegang saham terhadap monitor yang tidak memadai oleh dewan yang sekarang (*current*). Pada kedua kasus, perubahan tata kelola perusahaan nampak seperti sebuah respon strategis untuk kesulitan keuangan. Selain itu, Yermack (1996) mengatakan bahwa perusahaan yang mengurangi jumlah direktornya mungkin akan meningkat keefektifan dewannya dan mampu merespon tantangan.

Proksi Parker et al. (2002) untuk struktur kepemilikan adalah kepemilikan *blockholder* (kepemilikan institusi) dan *insider ownership* (kepemilikan pihak dalam). Studi mengenai struktur kepemilikan menunjukkan bahwa struktur kepemilikan umumnya terkonsentrasi dan jarang sekali yang tersebar (Du dan Dai, 2004). Struktur kepemilikan, menurut banyak studi, antara lain La Porta et al. (1999) dan Claessens et al. (2002), ternyata mempunyai dampak terhadap struktur modal.

Keterlibatan kreditur diukur dengan kepemilikan kreditur dan perannya dalam merestrukturisasi hutang yang bermasalah. Restrukturisasi hutang sering mencakup modifikasi persetujuan hutang sehingga membantu perusahaan untuk melunasinya.

Temuan Parker et al. (2002) adalah penggantian CEO dengan pihak luar berhubungan dengan peningkatan kemungkinan bangkrut sebanyak dua kali ganda. Keterlibatan kreditur (dalam kepemilikan) tidak berhubungan secara signifikan dengan kemungkinan kesulitan keuangan. Secara menyolok tampak bahwa perusahaan yang melakukan restrukturisasi hutang lebih berkemungkinan bangkrut daripada perusahaan yang tidak melakukan restrukturisasi total hutangnya. Struktur kepemilikan mempunyai pengaruh terhadap kemungkinan hidup perusahaan. Semakin besar kepemilikan *blockholder* dan insider memperkuat kemungkinan hidup perusahaan.

Penelitian Rangkaian Peristiwa Kesulitan Keuangan Perusahaan Secara *Longitudinal*

Pada bagian sebelumnya dijelaskan penelitian-penelitian mengenai kesulitan keuangan perusahaan. Penelitian tersebut meliputi prediksi, pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kemungkinan kesulitan keuangan perusahaan, dan estimasi peluang *survive*. Penelitian-penelitian tersebut terpisah satu sama lain. Penelitian tentang prediksi dilakukan oleh peneliti dan data penelitian yang berbeda dengan pengaruh tata kelola, penelitian pengaruh tata kelola dilakukan oleh peneliti dan data penelitian yang berbeda dengan estimasi peluang *survive*, dan seterusnya. Padahal kegagalan bisnis meliputi rangkaian peristiwa kesulitan yang

didefinisikan sebagai titik awal, sinyal penurunan “kesehatan”, dan meliputi peristiwa antara seperti pengurangan pembayaran dividen, kegagalan teknis atau kegagalan hutang, atau kegagalan restrukturisasi hutang (Giroux and Wiggins, 1983). Perusahaan kesulitan keuangan dapat kembali *survive* (Kahl, 2001) dan mempunyai kemungkinan kelangsungan hidup (Parker et al., 2002).

Penelitian kesulitan keuangan perusahaan secara *longitudinal* terhadap perusahaan-perusahaan yang sama telah dilakukan Fachrudin (2007) terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sejak sebelum krisis 1997 sampai setelah 2005 setelah krisis berlalu (sekarang Bursa Efek Jakarta bernama Bursa Efek Indonesia).

Penelitian tersebut memprediksi kesulitan keuangan, menguji hubungan tata kelola perusahaan dengan perusahaan sedang kesulitan keuangan, dan mengestimasi probabilitas *survive* perusahaan kesulitan keuangan, serta menambahkan analisa kualitatif. Hal ini dilakukan agar benang merah masalah kesulitan keuangan dapat diketahui, mulai dari gejala sampai penanggulangannya. Selain itu terlihat siklus perusahaan mulai dari tidak kesulitan, kesulitan, dan kembali *survive*. Dampak krisis juga akan jelas terlihat. Dampak tersebut tidak selalu terasa pada satu, atau dua tahun setelah krisis. Mungkin setelah beberapa tahun baru terlihat dampaknya terhadap perusahaan, seperti penutupan pabrik, divisi, dan operasi. Penelitian yang terpisah, misalnya hanya memprediksi saja, atau hanya mempelajari peluang *survive* saja, mungkin kurang banyak memberi gambaran kesulitan.

Analisis kesulitan keuangan tersebut sangat tepat dilakukan pada perusahaan yang terdaftar BEJ karena secara formal *good corporate* hanya ditujukan bagi perusahaan publik (Amirudin, 2004). Analisis ini juga tepat dilakukan pada sektor manufaktur, karena selain populasinya paling besar, dalam sektor ini terdapat banyak perusahaan yang kesulitan keuangan akibat krisis dan pada akhirnya ada pula yang dapat *survive* sebagai perusahaan independen, selain itu ada pula yang tidak mengalami kesulitan keuangan. Industri properti dan perbankan adalah industri yang paling kesulitan akibat krisis 1997. Karena kejatuhan bisnis properti menyebabkan runtuhnya bisnis perbankan (Santoso, 2000 dalam Kodrat, 2005). Namun kesulitan keuangan pada industri properti kurang tepat untuk dianalisis karena hampir semua menderita kesulitan keuangan, sehingga untuk keperluan prediksi akan sedikit sekali data perusahaan tidak kesulitan sebagai pembandingnya. Dalam industri perbankan, terdapat 37 bank umum swasta dan 1 bank campuran yang dibekukan kegiatan usahanya pada 13 Maret 1999. Sebanyak 16 bank akhirnya dilikuidasi pada 1 November 1999 (Museum BI, 2006). Namun estimasi

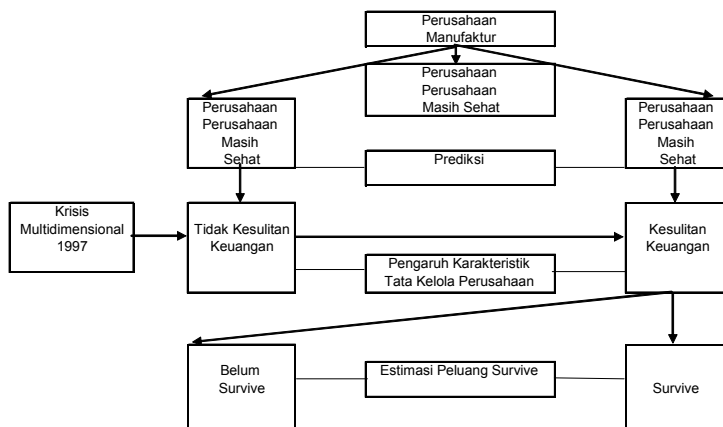
peluang *survive* tidak dapat dilakukan pada industri perbankan karena perbankan yang telah dibekukan, dilikuidasi, atau digabungkan (*merger*) tidak dapat dikatakan *survive* sebagai perusahaan independen. Berdasarkan pertimbangan di atas, maka analisis kesulitan keuangan dilakukan perusahaan pada sektor manufaktur karena akan dapat dilakukan prediksi, pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kemungkinan kesulitan keuangan, dan estimasi peluang *survive*.

Kesulitan keuangan yang dimaksud adalah kesulitan keuangan dengan tipe insolven (*technical insolvency* sekaligus *bankruptcy insolvency*). Insolvensi yang dialami tidak terjadi dengan sendirinya, karena kesulitan keuangan adalah proses yang dinamis, ada perjalanan menuju dan dari kesulitan keuangan (Hill et al., 1996 dalam Turetsky dan McEwen, 2001). Sebelumnya tentu perusahaan tersebut telah mengalami gejala-gejala kesulitan.

Penentuan tipe insolven penelitian tersebut mempunyai keutamaan karena meneliti kondisi kesulitan yang parah tapi belum benar-benar bangkrut sehingga hasilnya dapat diterapkan ke perusahaan yang masih beroperasi. Sedangkan hasil penelitian yang meneliti kondisi perusahaan yang sudah bangkrut kemungkinan tidak tepat bila diterapkan untuk memprediksi perusahaan lain. Misalnya *z-score* penelitian Altman (1968), ketika diaplikasikan ke perusahaan lain ternyata tidak sepenuhnya tepat. Beberapa Perusahaan yang memperoleh *z-score* lebih kecil dari 1,81 ternyata tidak bangkrut.

Model konsep penelitian terlihat pada gambar berikut ini:

Model Konsep



Keterangan:

Kesulitan keuangan yang dimaksud adalah kesulitan keuangan dengan tipe insolven, tidak kesulitan keuangan berarti solven.

Kriteria perusahaan yang kesulitan keuangan ditentukan sebagai berikut:

1. Telah didirikan minimal tahun 1995 dan terdaftar di BEJ minimal tahun 1996 dan masih terdaftar minimal sampai 2002.
2. Pendapatan bersih negatif selama 3 tahun atau lebih
3. Mengalami kegagalan hutang (*default*) dan melakukan restrukturisasi hutang
4. Jumlah aset lebih kecil dari jumlah kewajiban selama 3 tahun maupun lebih dan atau *didelisting* oleh BEJ karena kesulitan keuangan.

Penentuan keberadaan dari 1995 sampai 2002 adalah untuk melihat dampak krisis 1997 ke atasnya. Kriteria lainnya merujuk pada penelitian terdahulu yang dijelaskan berikut ini. Almilia dan Silvy (2005) menggunakan kriteria kesulitan keuangan sebagai berikut: mengalami pendapatan bersih negatif dan nilai buku ekuitas negatif selama dua tahun berturut-turut. Elloumi dan Gueyie (2001) menggunakan kriteria yang salah satunya adalah mempunyai *earning per share* negatif selama lima tahun berturut-turut. Foster et al. (1998) mendefinisikannya sebagai perusahaan yang gagal membayar bunga dan pokok pinjaman. Gajpal et al. (1994), Gilson et al. (1990), Giroux dan Wiggins (1984), dan Turetsky (1997) menggunakan kriteria yang salah satunya adalah kegagalan hutang dan melakukan restrukturisasi hutang. Altman (1983) mengatakan bahwa *bankruptcy insolvency* dapat dilakukan dengan uji neraca, yaitu jika jumlah aset lebih kecil daripada jumlah kewajiban.

Penentuan kriteria tersebut dimaksudkan untuk mendapatkan gambaran kesulitan yang parah sehingga analisa yang dihasilkan akan tajam, apalagi penentuan kriteria tidak kesulitannya juga ketat. Penentuan kriteria perusahaan tidak kesulitan keuangan tersebut adalah:

1. Telah didirikan minimal tahun 1995 dan terdaftar di BEJ minimal tahun 1996 dan masih terdaftar minimal sampai 2002.
2. Tidak pernah mempunyai pendapatan bersih negatif atau minimal satu kali saja dalam kurun waktu 1996 - 2005
3. Tidak mengalami kegagalan hutang (*default*) dan tidak melakukan restrukturisasi hutang
4. Jumlah aset selalu lebih besar dari jumlah kewajiban

Selain butir 1, kriteria tersebut pada umumnya adalah kebalikan dari kriteria perusahaan kesulitan keuangan. Periset sebelumnya juga pernah menggunakan kebalikan seperti ini, misalnya Elloumi dan Gueyie (2001) serta Almilia dan Silvy (2005).

Penentuan kriteria *survive* dari kesulitan keuangan merujuk pada Kahl (2001) dan Altman (1983). Kriteria Kahl (2001 yang dirujuk antara lain adalah bahwa perusahaan tersebut tidak masuk dalam *Chapter 11*, tidak dalam kegagalan, tidak dalam proses negosiasi hutang guna menghindari kegagalan, *interest coverage ratio* di atas satu sekurang-kurangnya satu tahun. Sedangkan yang dirujuk dari Altman (1983) adalah uji neracanya yang dibalik, yaitu bila jumlah aset sudah jumlah kewajiban. Bila perusahaan kesulitan keuangan memenuhi kriteria *survive* tersebut, maka dikelompokkan sebagai perusahaan *survive*. Bila tidak memenuhi semua kriteria tersebut, maka tidak dikelompokkan sebagai perusahaan *survive*.

Observasi dilakukan terhadap 30 perusahaan kesulitan keuangan dan 28 perusahaan tidak kesulitan keuangan sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan. Dalam penelitian yang menggunakan regresi logistik tersebut tidak dilakukan pengambilan sampel, seluruh populasi sasaran (*target population*) yang diobservasi. Jumlah observasi tersebut, bila ditinjau dari jumlah variabel independennya, sudah sesuai *general rule*, *rule of thumb*, dan penelitian terdahulu. *General rule* menyarankan agar perbandingan jumlah observasi dan jumlah variabel independen tidak lebih kecil dari aturan berikut: 5 observasi untuk tiap 1 variabel independen, atau 13 sampai 20 observasi untuk tiap 1 variabel independen (Hair et al., 1998). *Rule of thumb* mengatakan jumlah observasi 30 sudah memadai.

Penelitian tersebut mencakup prediksi, pengaruh tata kelola perusahaan, dan estimasi peluang *survive*. Untuk uji pengaruh tata kelola perusahaan digunakan 6 variabel independen, dengan demikian jumlah observasi minimal sesuai *general rule* adalah $5 \times 6 = 30$. Sedangkan jumlah maksimal adalah $20 \times 6 = 120$ observasi. Hubbard dan Kosnik (1996) menggunakan 11 observasi untuk tiap satu variabel independen, bila diterapkan dalam penelitian ini berarti jumlah observasi yang diperlukan adalah $11 \times 6 = 66$. Berdasarkan kedua angka-angka di atas dapat diambil suatu *range* observasi yang dibutuhkan, yaitu antara 30 sampai 120 observasi. Populasi sasaran yang berjumlah 58 perusahaan sudah memadai untuk diobservasi (berada dalam range 30 sampai 120). Dalam hal ini tidak diperlukan pengambilan sampel.

Untuk uji estimasi peluang *survive* digunakan 7 variabel independen. *Rule of thumb* mengatakan bahwa jumlah observasi 30 pun sudah memadai. Karena populasi sasaran untuk perusahaan kesulitan keuangan hanya 30 perusahaan, maka keseluruhan observasi tersebut dapat digunakan dan tidak diperlukan pengambilan sampel.

Untuk prediksi digunakan uji regresi logistik prosedur *stepwise*. Penelitian Fachrudin (2007) tersebut merujuk penelitian Low et al. (2001) dan Sulaiman et al. (2001) yang juga menggunakan regresi logistik prosedur *stepwise*, yaitu 6 observasi untuk tiap satu variabel independen (Low et al. 2001) dan 9 observasi untuk tiap satu variabel independen (Sulaiman et al. (2001). Prediksi kesulitan keuangan penelitian menggunakan 8 variabel independen, karena itu jumlah observasi yang diperlukan sekitar 48 (= 6 x 8) sampai 72 perusahaan (= 9 x 8). Karena jumlah populasi sasaran hanya 58 perusahaan, maka tidak diperlukan pengambilan sampel.

Jumlah observasi perusahaan kesulitan keuangan dan tidak kesulitan keuangan yang diprediksi dengan regresi logistik tidak harus sama jumlahnya. Contohnya penelitian Ohlson (1980) yang menggunakan 105 perusahaan bangkrut dan 2058 yang tidak bangkrut, dan Low et.al (2001) yang menggunakan sampel 26 perusahaan kesulitan keuangan dan 42 tidak kesulitan keuangan.

Pengambilan sampel Altman (1968) menyetarakan (*matching*) perusahaan tidak bangkrut dengan yang bangkrut berdasarkan *size* dan jenis industri. Observasi atau data dalam penelitian ini tidak memungkinkan penyetaraan tersebut karena keterbatasan data, hanya ada 30 perusahaan kesulitan keuangan dan 28 perusahaan tidak kesulitan. Lagipula, seperti dikatakan Ohlson (1980), ada masalah tertentu berhubungan dengan prosedur menyetarakan (*matching*) kriteria sampel, seperti kriteria ukuran (*size*) dan jenis industri, ini agak *arbitrary*. Tidak jelas sama sekali manfaat atau kerugian yang didapat dengan prosedur menyetarakan (*matching*) data (seperti yang dilakukan pada prosedur MDA), pun jika tidak disetarakan. Sepertinya lebih bermanfaat menjadikan variabel ini sebagai prediktor daripada menggunakannya untuk tujuan *matching*. Namun Dambolena (1983) membantah Ohlson, “Ini kelihatan *a priori*, jika menggunakan industri sebagai *predictor* mungkin akan membebani model, mungkin lebih bernilai sebagai *pairing attribute*. Hal yang sama tidak dapat dikatakan untuk ukuran (*size*).”

Ohlson (1980) menjadikan ukuran sebagai variabel, dan menjadi *predictor* penting. Temuan ini dikatakannya konsisten dengan studi Horrigan’s (1968) tentang *rating bond*, ditemukan bahwa ukuran adalah determinan yang penting. Casey (1985) mengatakan bahwa perusahaan sampelnya tidak *dimatchingkan* dengan *size* karena dimasukkan sebagai variabel independen, bahkan ditemukan signifikan sebagai *discriminator* dalam penelitian kebangkrutan sebelumnya.

Perusahaan yang Diobservasi

Sebanyak 30 perusahaan kesulitan keuangan (selanjutnya disebut perusahaan FD) dan 28 perusahaan tidak kesulitan keuangan (selanjutnya disebut perusahaan NFD) tersebut adalah perusahaan-perusahaan dalam sektor manufaktur yang terdiri atas beberapa industri yang berbeda. Kondisi perusahaan FD dan NFD menurut kelompok industri tersebut disajikan dalam tabel di bawah ini.

Perusahaan FD dan NFD Menurut Kelompok Industri

Industri	Jumlah Industri dalam Perusahaan	
	FD	NFD
Food and Beverage	5	8
Tobacco Manufacturer	0	2
Textile mill Product	2	1
Apparel and Other Textile Product	3	2
Lumber and Wood Product	2	0
Paper and Allied Product	1	0
Chemical and Allied Product	3	1
Adhesive	0	3
Plastic and Glass Product	1	2
Metal and Allied Product	3	2
Stone, Clay, and Concrete Product	3	0
Cable	2	0
Automotive and Allied Product	2	2
Photographic Equipment	1	0
Machinery	1	1
Cement	1	0
Pharmaceutical	0	2
Consumer Good	0	2
Jumlah	30	28

Sumber : ICMD 1995-2005, diolah

Distribusi aset perusahaan sampel sesaat sebelum krisis sebagaimana yang disajikan dalam tabel di bawah ini memperlihatkan bahwa secara umum perusahaan NFD lebih kecil daripada perusahaan FD.

Secara rata-rata jumlah aset perusahaan NFD tahun 1996 adalah Rp.397.684.000.000,- sedangkan rata-rata jumlah aset perusahaan FD tahun 1996 adalah Rp.914.810.000.000,- Dengan demikian, jumlah aset perusahaan FD lebih besar 2,3 kali daripada perusahaan NFD.

Distribusi Aset FD dan NFD Tahun 1996 - sebelum Krisis
(dalam Milyaran Rupiah)

Jumlah Aset	Perusahaan FD	Perusahaan NFD
0 - 499	13	24
500 - 999	9	2
1000 - 1499	3	0
1500 - 1999	0	1
2000 - 2499	2	0
2500 - 2999	0	0
3000 - 3499	2	0
3500 - 3999	0	0
4000 - 4499	1	1
Jumlah	30	28

Sumber : ICMD 1996, diolah

Kondisi sebelum Kesulitan Keuangan dan Periode Kesulitan Keuangan

Kesulitan keuangan yang terjadi pada perusahaan-perusahaan kesulitan keuangan tidak sama masa dan periodenya. Ada yang dimulai tahun 1997, 1998, 1999, 2000, bahkan 2001. Tabel di bawah ini menunjukkan kode emiten perusahaan FD dan periode kesulitan keuangan tersebut.

Periode Kesulitan Keuangan Perusahaan

No.	PERUSAHAAN	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
1	PSDN										S
2	SKLT										S
3	SMAR										S
4	AISA										S
5	ARGO										
6	TEJA										*
7	GDWU										**
8	BIMA										
9	SMCB										S
10	SULI										S
11	SUDI										
12	SAIP										*
13	ETWA										***
14	POLY										*
15	AKPI										S
16	ALKA										S
17	JKSW										
18	IKAI										S
19	KIAS										**
20	MLIA										
21	KBLI										S
22	VOKS										S
23	ADMG										S
24	IMAS										S
25	INTD										
26	PICO										S
27	TPEN										**
28	SIPD										
29	SRSN										S
30	SOBI										S

■ = kesulitan keuangan tipe *bankruptcy insolvency* dan atau menjadi delisting serta mengalami *technical insolvency*

□ = selainnya

s = Perusahaan yang sudah *survive* per 31 Desember 2005. Tidak *bankruptcy insolvency* belum

tentu *survive* karena ada kriteria tertentu untuk diklasifikasi sebagai *survive*.

* Disuspensi oleh BEJ per 12 Agustus 2004 dan akan delisting

** *Didelisting* BEJ karena kesulitan keuangan; KIAS dan TPEN tahun 2004, GDWU tahun 2006

*** ETWA, sejak 2004 bergerak di bidang distribusi dan perdagangan, tidak manufaktur lagi

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan 1997 – 2005 dan Pengumuman BEJ, diolah

Awal kesulitan keuangan dalam kajian ini ditandai dengan *bankruptcy insolvency*. Awal *bankruptcy insolvency*, masa kesulitan, dan status perusahaan FD per 31 Desember 2005 dapat dilihat dalam tabel di bawah ini:

*Awal Bankruptcy Insolvency, Masa Kesulitan,
dan Status Perusahaan FD per 31 Desember 2005*

Perusahaan	Awal <i>Bankruptcy Insolvency</i>	Masa Kesulitan (Tahun)	Status per 31 Desember 2005	
			Survive (Tahun)	Belum <i>Survive</i>
SKLT	1997	8	2005	
INTD	1997	9		ya
SIPD	1997	9		ya
SRSN	1997	8	2005	
rata-rata		8,5		
PSDN	1998	7	2005	
GDWU	1998	8		ya, delisting 2003
SMCB	1998	3	2001	
ALKA	1998	5	2003	
JKSW	1998	8		ya
IKAI	1998	4	2002	
KIAS	1998	8		ya, delisting 2004
VOKS	1998	7	2005	
IMAS	1998	7	2005	
PICO	1998	7	2005	
SOBI	1998	3	2002	
rata-rata		6,1		
AISA	1999	5	2004	
TEJA	1999	7		ya, suspensi 2004
POLY	1999	7		ya, suspensi 2004
rata-rata		6,3		
SMAR	2000	5	2005	
ARGO	2000	6		ya
BIMA	2000	6		ya
SUDI	2000	6		ya
SAIP	2000	6		ya, suspensi 2004
ETWA	2000	6		ya
AKPI	2000	3	2003	
MLIA	2000	6		ya
KBLI	2000	5	2005	
ADMG	2000	4	2004	
TPEN	2000	6		ya, delisting 2004
rata-rata		5,4		
SULI	2001	3	2005	
rata-rata		3,0		
Jumlah : 30 perusahaan				
Persentase perusahaan dengan masa kesulitan :				
3 tahun : 13,33 %				
4 tahun : 6,67 %				
5 tahun : 13,33 %				
6 tahun : 23,33 %				
7 tahun : 20,00 %				
8 tahun : 16,67 %				
9 tahun atau lebih : 6,67 %				

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan 1995 – 2005, diolah

Dari tabel di atas terlihat bahwa saat kesulitan keuangan dengan tipe *bankruptcy insolvency* banyak dimulai tahun 1998 dan tahun 2000.

Masing-masing sebanyak 11 perusahaan. Hal tersebut dipengaruhi antara lain oleh kenaikan kurs yang tinggi sejak 1997 sampai 1998 (per 31 Desember 1996, 1997, dan 1998 masing-masing bernilai Rp. 2.383 per USD, Rp. 4.650 per USD, dan Rp. 8.025 per USD), sedangkan per 31 Desember 1999 kurs menurun (Rp. 7.100 per USD) sehingga sebahagian perusahaan mengalami keuntungan selisih kurs. Tahun 2000 kurs kembali meningkat (per 31 Desember bernilai Rp.9.595 per USD). Dari tabel tersebut juga terlihat bahwa semakin awal perusahaan terserang kesulitan keuangan, semakin lama masa kesulitannya. Selain itu juga terlihat lamanya masa kesulitan perusahaan, yaitu: 3 tahun (13,33%), 4 tahun (6,67%), 5 tahun (13,33%), 6 tahun (23,33%), 7 tahun (20,00%), 8 tahun (16,67%), serta 9 tahun atau lebih (6,67%).

Awal tahun terserang kesulitan keuangan tidak sama, karena itu untuk tujuan prediksi diperlukan data perusahaan sebelum kesulitan yang juga akan berbeda-beda periodenya. Misalnya perusahaan SKLT, kesulitan dimulai tahun 1997, maka indikator keuangan yang diamati untuk dua tahun sebelum kesulitan adalah data indikator keuangan tahun 1995 sedangkan untuk satu tahun sebelum kesulitan digunakan data tahun 1996.

Sebelum kesulitan keuangan terjadi, perusahaan FD dan NFD sudah berbeda dari segi rasio hutang, profitabilitas, dan *size*. Perusahaan FD mempunyai rasio hutang yang lebih besar sehingga ukurannya juga lebih besar. Namun ukuran yang besar ini tidak menghasilkan profitabilitas yang tinggi. Tabel berikut ini akan menunjukkan perbedaan-perbedaan tersebut.

Perbedaan *Mean* Rasio Hutang, Profitabilitas, serta Ukuran Perusahaan FD banding Perusahaan NFD pada Satu Tahun dan Dua Tahun sebelum Kesulitan Keuangan

Indikator Keuangan Rata-Rata	Perusahaan FD	Perusahaan NFD	Hasil Uji Beda*
Dua Tahun Sebelum Kesulitan			
bankta	0,572	0,204	0,000
titat	0,736	0,459	0,000
nitat	-0,023	0,093	0,000
size	5,877	5,450	0,011
Satu Tahun Sebelum Kesulitan			
bankta	0,644	0,160	0,000
titat	0,866	0,432	0,000
nitat	-0,083	0,102	0,000
size	5,976	5,513	0,005

Keterangan:

Uji beda dengan *t-test* untuk sampel independen

* signifikan pada alpha 0,1

Bankta adalah rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset; tlta adalah rasio jumlah kewajiban terhadap jumlah aset; nita adalah rasio pendapatan bersih terhadap jumlah aset; dan *size* adalah logaritma dari jumlah aset.

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan 2005 - 2001, diolah

Boritz (1991) dalam Elloumi dan Gueyie (2001) mengatakan bahwa proses kesulitan keuangan dimulai dari periode inkubasi yang ditandai oleh kondisi ekonomi yang buruk dan *poor management* yang melakukan kekeliruan berbiaya tinggi Perusahaan FD juga mengalami periode inkubasi. Pada dua tahun dan setahun sebelum kesulitan keuangan sudah ada tanda-tanda kesulitan. Pendapatan bersih negatif dan perbedaannya signifikan dengan perusahaan NFD. Perbandingan rata-rata pendapatan bersih dua tahun sebelum kesulitan adalah: NFD Rp.70.313.429.000,- dan FD (Rp. 64.765.000.000,-). Setahun sebelum kesulitan perbandingannya lebih nyata lagi, NFD Rp.113.735.430.000,- dan FD (Rp.175.597.970.000,-). Manajemen melakukan *mistake* karena terlalu banyak meminjam pada bank dan lembaga keuangan lainnya tanpa kecakapan menghasilkan profitabilitas yang tinggi dan atau tanpa manajemen resiko yang baik. Argenti (1976) mengatakan bahwa hutang yang tinggi adalah salah satu dari *mistake* yang dilakukan manajemen.

Situasi Kesulitan Keuangan dan Upaya yang Dilakukan

Pada masa kesulitan terjadi penghentian operasi, pabrik, atau divisi. Ini terjadi pada 43,33% perusahaan FD, dan bukan satu dua kasus untuk tiap perusahaan. SUDI, misalnya, tahun 1999 ada anak perusahaan yang tidak lagi berkegiatan usaha, tahun 2000 anak yang lain mengajukan likuidasi, tahun 2003-2005 anak-anak yang lain lagi menghentikan kegiatan. SIPD, tahun 1999 ada operasi anak perusahaan yang dihentikan, tahun 2003 ada cabang yang menjadi non aktif. Tahun 2004 dan 2005 ada anak perusahaan yang dihentikan operasinya.

Pengurangan produksi juga terjadi karena pasar berkurang. Ada 13,33% perusahaan FD mengurangi produksi. Pada BIMA ini terjadi sehubungan dengan program efisiensi juga. Lini produksi dan jumlah karyawan dikurangi.

Menunda proyek tertentu adalah langkah yang diambil ETWA tahun 1999, karena pada masa ini pembiayaan tidak pasti. Jadi kesulitan menyebabkan kerugian dari *opportunity cost*. POLY tahun 1990 sudah

mendatangi memorandum of understanding dengan Eastman Kodak Company, AS untuk mendirikan perusahaan patungan (*joint venture*) dan sudah disetujui menteri kehakiman tahun 1992. Tetapi akhirnya tertunda. Yang lebih disayangkan adalah kasus JKSW. Tahun 1996 JKSW membangun 1 pabrik baru, tanah dan mesin-mesin dalam keadaan terurai sudah dibeli, Tapi segalanya terhenti karena kondisi ekonomi yang menurun. ETWA tidak lagi menjadi perusahaan manufaktur. Semua mesin ditiadakan. Sekarang ETWA bergerak di bidang distribusi dan perdagangan.

Perusahaan NFD juga terkena ancaman krisis dan sedikit terimbas, tetapi perusahaan ini cepat melakukan langkah-langkah perbaikan seperti: memperluas pasar, penghematan biaya, meningkatkan pengawasan, lebih berorientasi pada kebutuhan konsumen, serta menerapkan manajemen resiko yang baik.

Untuk melunasi hutang manajemen terkadang terpaksa menjual aset (6,67%). PSDN tahun 2001 menjual tanah dan bangunan untuk melunasi hutang ke BPPN. INTD menjual barang dagangan di bawah harga pasar sehingga rugi untuk membayar hutang kepada kreditur. Pembayaran dividen juga terhenti pada masa-masa kesulitan di 90% perusahaan FD, selain karena kesulitan, perjanjian hutang dengan kreditur terkadang juga membatasi.

Kelangsungan hidup perusahaan yang tidak pasti menyebabkan auditor independen tidak menyatakan pendapat atas laporan keuangan perusahaan. Sebanyak 50% perusahaan FD pernah mengalami hal ini.

Pengurangan jumlah karyawan terjadi pada seluruh perusahaan kesulitan. Ini terjadi karena alasan efisiensi. Pabrik, divisi, dan lini produksi yang ditutup, operasi yang dihentikan membuat perusahaan FD harus mengurangi jumlah karyawannya. Namun alasan efisiensi perusahaan tidak mudah diterima oleh karyawan terutama bila pembayaran pesangonnya tidak memuaskan sehingga kadangkala timbul unjuk rasa seperti yang terjadi pada GDWU. Karyawan GDWU yang berunjuk rasa sampai mengurung direksi yang sedang rapat.

Upaya-upaya yang dilakukan manajemen menyebabkan timbulnya biaya langsung dan tidak langsung kesulitan keuangan. Teori mengatakan bahwa ada biaya langsung dan tidak langsung kesulitan keuangan. Biaya tidak langsung contohnya ketika INTD harus menjual persediaan dengan harga yang jauh di bawah harga pokok sehingga rugi untuk membayar

hutang kepada Chase Manhattan, serta ETWA dan POLY yang harus menunda proyek. Sedangkan contoh biaya langsung adalah ketika SAIP dan SOBI harus membayar penasihat keuangan dalam rangka restrukturisasi hutang. Restrukturisasi hutang juga merupakan upaya yang dilakukan guna memperbaiki kondisi kesehatan perusahaan. Pada bagian berikutnya akan dibahas upaya restrukturisasi ini.

Upaya Restrukturisasi Hutang serta Contoh Kasus Restrukturisasi

Sebelum krisis, perusahaan FD umumnya menggunakan hutang bank untuk memenuhi kekurangan dananya, selain itu ada juga yang menggunakan hutang hubungan istimewa dan mengeluarkan obligasi. Setelah *default*, mereka berusaha melakukan negosiasi untuk merestrukturisasi hutang bank dan obligasi tersebut.

Negosiasi ini tidak sebentar. SAIP, misalnya, sejak *default* 1998 sampai 2006 masih melakukan negosiasi. Kadangkala diperlukan bantuan penasihat keuangan. Misalnya SAIP minta bantuan penasihat keuangan dari Pricewaterhouse dan Coopers dan SOBI minta bantuan penasihat keuangan dari Singapura.

Bila sebelumnya perusahaan berhutang pada bank yang kemudian diklasifikasi macet oleh Bank Indonesia maka administrasi hutang berpindah kepada BPPN. BPPN membantu restrukturisasi hutang. Namun kemudian kebijakan BPPN berubah. Kebijakan baru BPPN adalah Program Penjualan Aset-Aset Kredit (PPAK). BPPN melakukan penjualan langsung dan lelang hutang. Pemenang lelang dapat menjadi kreditur perusahaan. Tak jarang hutang ini dijual lagi ke pihak lain. Jumlah hutang dan bunga terkadang tidak sesuai dengan catatan perusahaan. Tetapi adakalanya perusahaan FD diberi potongan hutang dan penghapusan bunga.

Kesepakatan negosiasi dengan kreditur biasanya berupa perpanjangan masa jatuh tempo hutang, penghapusan sebagian hutang, mengkonversi sebahagian pinjaman menjadi obligasi konversi dan atau *creditor equity stake*. Sebagian perusahaan dapat *survive* sebagai perusahaan independen.

Untuk menggambarkan proses restrukturisasi, di bawah ini dikemukakan satu studi kasus POLY. Proses restrukturisasi yang dialami POLY termasuk yang tersulit di antara perusahaan FD yang lain.

Studi Kasus Mengenai Restrukturisasi Hutang POLY

POLY adalah sebuah perusahaan yang tergabung dalam grup Texmaco. Tahun 1995, POLY mempunyai 60% hutang bank dan lembaga keuangan lainnya dalam struktur modalnya. Tahun-tahun berikutnya dilakukan penambahan hutang. Wesel bayar tanpa jaminan diterbitkan tahun 1996 dan 1997. Tahun 1998 juga dikeluarkan wesel bayar. Tahun 1997, dipacu krisis, POLY mengalami kesulitan keuangan. Hutangnya yang direstrukturisasi meliputi hutang bank (bank yang mempunyai hubungan istimewa, bank luar negeri, dan bank luar negeri), hutang sewa guna usaha, dan wesel bayar.

Restrukturisasi keseluruhan hutang grup Texmaco dimediasi BPPN melalui Memorandum of Understanding (MoU) tanggal 29 September 2000. Selanjutnya setelah penandatanganan MoU tersebut, Komite Kebijakan Sektor Keuangan (KSK) memberikan beberapa keputusan atas syarat-syarat persetujuan dan kondisi dasar restrukturisasi hutang grup Texmaco. Untuk itu pada tanggal 23 Mei 2001 Grup Texmaco dengan BPPN telah menandatangani *Master Restructuring Agreement* (MRA) sehubungan dengan adanya beberapa tambahan dan perubahan kondisi restrukturisasi hutang sebagaimana telah diputuskan oleh KSK.

Skema restrukturisasi yang telah disetujui dalam MRA berisi: BPPN dan Grup Texmaco akan membentuk 2 perusahaan baru (NewCo) yaitu satu untuk divisi tekstil (NewTexCo) dan satu untuk divisi engineering (NewEngCo), komposisi modal NewTexCo adalah BPPN sebesar 70% dan pemegang saham pendiri sebesar 30%, sedangkan kepemilikan NewEngCo adalah 100% dimiliki oleh pemegang saham pendiri, BPPN akan mengalihkan seluruh tagihan kepada masing-masing NewCo dan atas pengalihan tersebut NewCo akan menerbitkan *Secured Guaranteed Exchangeable Bond* kepada BPPN, Pemegang saham pendiri akan mengalihkan Aktiva Inti dan Aktiva Non Inti kepada masing-masing NewCo dan atas pengalihan tersebut NewCo akan menerbitkan *Subordinated Exchangeable Bond* kepada pemegang saham pendiri, kedua belah pihak akan membuat Perjanjian Implementasi (*Implementing Agreement*) atas implementasi dari persyaratan dan kondisi dasar restrukturisasi, kedua belah pihak akan melakukan pengaturan atas manajemen dan kontrol pada NewCo serta aktiva dan Anak Perusahaan NewCo, penyelesaian kewajiban berdasarkan skema restrukturisasi ini berakhir/jatuh tempo pada tahun 2011, dan BPPN akan menunjuk kontroler keuangan independen untuk melakukan pengawasan kas (*cash monitoring*) atas perusahaan grup Texmaco. Implementasi skema

restrukturisasi yang terlaksana sampai 2007 adalah pengawasan kas (*cash monitoring*). Selain itu BPPN juga mendukung operasi Perusahaan dengan memberikan jaminan untuk fasilitas *letter of credit* untuk mengimpor bahan baku.

Di sisi lain, sehubungan dengan dihentikannya operasi bank dari pemegang wesel bayar, maka administrasinya diserahkan ke BPPN sesuai yang tertuang dalam MRA tanggal 31 Mei 2001. Selanjutnya pada tanggal 30 November 2001, Perusahaan dan Polysindo International Finance Company B.V. (PIFC), anak perusahaan yang bergerak dalam bidang jasa keuangan di Belanda, telah menandatangani *Definitive Memorandum of Agreement* (MoA) dengan para pemegang wesel dan BPPN sehubungan dengan rencana restrukturisasi dari hutang POLY untuk memperbaharui *Preliminary Endorsement of Memorandum of Understanding* (PEMoU). Dampak dari MoA ini adalah POLY dan anak perusahaannya memperoleh pembebasan hutang bunga atas pinjaman tertentu dan akan dilakukan konversi pokok pinjaman tertentu menjadi saham.

MoA tanggal 30 November 2001 menetapkan BPPN sebagai pemegang wesel bayar mendapat *New Senior 2nd Lien Secured Notes - Series A* dan pemegang wesel mendapat *New Senior 2nd Lien Secured Notes - Series B*.

Masalah wesel bayar juga telah sampai ke pengadilan. Tahun 2002 Coal & Mining Corporation, Colombia mengajukan gugatan ke Pengadilan Negeri Jakarta atas wesel ragu-ragu sebesar US\$2,4 juta. POLY berusaha menyelesaikannya.

Selanjutnya, PT. Multikarsa Investama, pemegang 64,43% saham POLY tahun 2001, menjual 87% sahamnya pada PT. Bina Prima Perdana (BPP) pada Agustus 2002. BPP dibentuk untuk menjadi *holding company* bagi POLY. Kemudian, hutang POLY dan anak-anak perusahaannya berdasar restrukturisasi dengan BPPN dialihkan ke BPP. Untuk pengalihan ini BPP mengeluarkan *Exchangeable Bond* kepada BPPN. Februari 2004, BPPN mengeluarkan pernyataan *default* pada BPP. Dikatakan bahwa BPP telah gagal membayar kupon EB yang jatuh tempo Agustus 2003.

Tanggal 27 Februari 2004, BPPN dibubarkan oleh pemerintah, permasalahan yang sedang ditangani BPPN dialihkan ke suatu lembaga baru pemerintah yang disebut Perusahaan Pengelola Aset (PPA) di bawah pengawasan Menteri Keuangan.

Oktober 2004, PT. Bahana Pembinaan Usaha Indonesia (BPUI) mengajukan permohonan pailit terhadap POLY melalui pengadilan Niaga Jakarta Pusat, namun ditolak. BPUI adalah BUMN. Sebelumnya, POLY telah mengeluarkan dua *promissory note* yang masing-masing bernilai US\$ 1 juta tanggal 15 Juli 1997 yang jatuh tempo 15 Juli 1998 dan satu lagi dengan jumlah yang sama tanggal 31 Juli 1997 yang jatuh tempo 31 Juli 1998 sehingga jumlah keseluruhannya US\$ 3 juta, tetapi POLY enggan membayar kepada BPUI.

POLY sudah beberapa kali lolos dari tuntutan pailit, tahun 1999 oleh Bank Inter Pacific, empat tahun kemudian oleh Bangkok Bank, dan yang terakhir oleh BPUI yang ditolak pengadilan Niaga seperti yang telah dijelaskan di atas. Tetapi kemudian Mahkamah Agung membatalkan keputusan Pengadilan Niaga tersebut dan memutuskan perusahaan dalam status bangkrut (pailit) berdasarkan Putusan Perkara Kasasi Niaga tertanggal 15 Februari 2005. Walaupun dinyatakan bangkrut, namun hakim pengawas telah mengizinkan perusahaan untuk melanjutkan operasi dengan fasilitas *pre-finance* dari pelanggan dan pemasok karena alasan-alasan untuk menjaga kesinambungan operasional, mesin-mesin dapat terpelihara, tenaga kerja dapat terselamatkan dari PHK, pelanggan dan pemasok sudah tenang berbisnis dengan perusahaan, dan bila operasi dihentikan akan timbul kelangkaan bahan di pasaran.

Akhirnya, POLY mengambil langkah dengan mengimplementasi Rencana Perdamiaan (*Restructure Proposal*) yang disetujui oleh para kreditur tidak terjamin dan diratifikasi pengadilan niaga, intinya perusahaan akan menerbitkan saham baru kepada kreditur tidak terjamin (bank, wesel, sewa guna usaha) dan investor baru yang akan memberikan pinjaman modal kerja. Kenyataannya, sejak BPPN dibubarkan dan pemerintah membentuk PPA, nasib Grup Texmaco tidak terus sampai pertengahan 2007. Kualitas aset sangat buruk dan pabrik di bidang *engineering* bagai besi tua dan sebagian besar sudah dijarah. Sampai pertengahan 2007, pabrik dan aset-aset yang ada tidak terus juga. BPPN sudah menghentikan bantuan L/C untuk modal kerja yang mengakibatkan semua akses Texmaco kesemua perbankan tertutup. Masyarakat menginginkan agar Texmaco dihidupkan kembali namun belum ada kepastian nasibnya. Aset kredit Texmaco belum dijual meskipun PPA sudah menggelar tender untuk menjual EB pada bulan Desember 2006 dan 16 Februari 2007. Ada 3 investor yang mengikuti tender ini dan ada yang menawarkan harga US\$ 60 juta namun belum ada kepastian.

Studi kasus POLY menunjukkan bahwa banyak upaya yang harus dilakukan untuk merestrukturisasi hutang. Upaya tersebut juga belum tentu berhasil.

Uji Longitudinal

Penelitian tersebut meliputi beberapa uji, yaitu prediksi kesulitan keuangan, pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kemungkinan kesulitan kesulitan keuangan, dan estimasi peluang *survive*. Desain penelitian untuk setiap uji bersifat *cross-sectional* dan dengan demikian datanya pun bersifat *cross-section*. Namun, hasil uji setiap tahun dibandingkan dengan hasil uji tahun-tahun berikutnya, demikian juga *mean* dari beberapa variabel yang digunakan, data-data dan sumber pendanaan setiap perusahaan, dan status perusahaan, diamati dalam jangka panjang. Dengan demikian kajian tersebut merupakan penelitian longitudinal. Penjelasan masing-masing data diuraikan di bawah ini.

Prediksi kesulitan keuangan dilakukan dengan data *cross-section* (seperti yang dilakukan Hadad et al., 2003) dan dengan demikian merupakan penelitian *cross-sectional*. Uji ini menghasilkan *output* yang antara lain berupa variabel yang signifikan.

Jenis data untuk uji pengaruh karakteristik tata kelola perusahaan terhadap kemungkinan kesulitan keuangan juga data *cross-section*. Uji ini dilakukan 5 kali, yaitu tahun 2000, 2001, 2002, 2003, dan 2004.

Jenis data untuk estimasi peluang *survive* juga data *cross-section* dan penelitiannya bersifat *cross-sectional*. Estimasi ini hanya dilakukan satu kali yaitu dengan data terakhir tahun 2005.

Hasil uji prediksi diamati dari dua tahun sebelum kesulitan keuangan ke satu tahun sebelum kesulitan. Hasil uji pengaruh karakteristik diamati dari tahun 2000 sampai 2004. Selain uji dengan regresi logistik, *mean* dari beberapa variabel juga diamati secara *longitudinal* untuk keperluan analisa. Misalnya perubahan rasio hutang dari tahun ke tahun. Demikian dengan proporsi komisaris independen dalam dewan komisaris, apakah ada perubahan variabel ini dari tahun ke tahun sehubungan dengan tata kelola perusahaan yang semakin membaik. Data-data serta status setiap perusahaan juga diamati mulai 1995 sampai 2005. Pengamatan tersebut bersifat *longitudinal*, karena mengamati data yang sama dalam jangka waktu tertentu sehingga perubahan-perubahan dari waktu ke waktu dapat diamati (Cooper dan Emory, 1996).

Uji-uji tersebut dijelaskan pada bagian 1, 2, dan 3 di bawah ini.

1. Prediksi Kesulitan Keuangan Perusahaan

Persamaan prediksi kesulitan diaplikasikan terhadap data perusahaan dua tahun dan satu tahun sebelum kesulitan keuangan. ‘Kemungkinan’ persamaan regresi *binary*, fungsi distribusi logistik, dan model logistik disajikan di bawah ini. Disebut ‘kemungkinan’ karena variabel independen yang dihasilkan hanya dapat diketahui bila hasil statistik telah diketahui, sebab dalam prosedur *stepwise* tidak semua variabel independen akan ditampilkan sebagai hasil uji.

Ada dua model prediksi yang digunakan, yaitu model prediksi kesulitan keuangan dengan rasio pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset, dan model prediksi kesulitan keuangan dengan rasio hutang terhadap jumlah aset. Kedua model tersebut dijelaskan di bawah ini.

Model 1, prediksi Kesulitan Keuangan dengan Rasio Hutang Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya terhadap Jumlah Aset

Persamaan regresi *binary*:

$$Ya_{1i} = b_0 + b_1xa_{1i} + b_2xa_{2i} + \dots + b_7xa_{7i}$$

Fungsi distribusi logistik:

$$P_i = 1 / [1 + \exp (b_0 + b_1xa_{1i} + b_2xa_{2i} + \dots + b_7xa_{7i})]$$

Model logistik:

$$\ln [P_i / (1 - P_i)] = b_0 + b_1 \ln xa_{1i} + b_2 \ln xa_{2i} + \dots + b_7 \ln xa_{7i}$$

Keterangan:

P_i = probabilitas kesulitan keuangan untuk data *cross section* i dan periode t

b_0 = koefisien dari variabel independen untuk seluruh data *cross section* i dan periode t

Variabel dependen:

Ya_{1i} = status perusahaan untuk data *cross section* i dan periode t

Variabel independen, data sebelum terjadi kesulitan keuangan, x_{ni} , yaitu kumpulan (*set*) dari variabel independen n untuk perusahaan i dan periode t , variabel independen yang diinput adalah:

xa_1 = rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset

xa_2 = rasio pendapatan bersih terhadap jumlah aset

xa_3 = rasio modal kerja bersih terhadap jumlah aset

xa4 = ukuran
xa5 = rasio persediaan terhadap penjualan
xa6 = rasio penjualan terhadap jumlah aset
xa7 = rasio aset lancar terhadap kewajiban lancar

Model 2, Prediksi Kesulitan Keuangan dengan Rasio Jumlah Kewajiban terhadap Jumlah Aset

Persamaan regresi *binary*:

$$Ya1_i = b_0 + b_8xa8_i + b_2xa2_i + \dots + b_7xa7_i$$

Fungsi distribusi logistik:

$$P_i = 1 / [1 + \exp (b_0 + b_8xa8_i + b_2xa2_i + \dots + b_7xa7_i)]$$

Model logistik:

$$\ln [P_i / (1 - P_i)] = b_0 + b_1 \ln xa8_i + b_2 \ln xa2_i + \dots + b_7 \ln xa7_i$$

Keterangan:

P_i = probabilitas kesulitan keuangan untuk data *cross section* i dan periode t

b_0 = koefisien dari variabel independen untuk seluruh data *cross section* i dan periode t

Variabel dependen:

$Ya1_i$ = status perusahaan untuk data *cross section* i dan periode t

Variabel independen, data sebelum terjadi kesulitan keuangan, x_{ni} , yaitu kumpulan (*set*) dari variabel independen n untuk perusahaan i dan periode t, variabel independen yang diinput adalah:

xa8 = rasio jumlah kewajiban terhadap jumlah aset
xa2 = rasio pendapatan bersih terhadap jumlah aset
xa3 = rasio modal kerja bersih terhadap jumlah aset
xa4 = ukuran
xa5 = rasio persediaan terhadap penjualan
xa6 = rasio penjualan terhadap jumlah aset
xa7 = rasio aset lancar terhadap kewajiban lancar

Hasil regresi logistik prediksi kesulitan keuangan perusahaan dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Hasil Regresi Logistik Prediksi Kesulitan Keuangan Perusahaan

Variabel Independen	Prediksi Dua Tahun Sebelum Kesulitan				Prediksi Satu Tahun Sebelum Kesulitan			
	dengan xa1		dengan xa8		dengan xa1		dengan xa8	
	B	Exp(B)	B	Exp(B)	B	Exp(B)	B	Exp(B)
Constant	-1,881 (0,062)*	0,152	-3,552 (0,029)*	0,029	-4,254 (0,049)*	0,014	-5,472 (0,046)*	0,004
xa1	7,170 (0,004)*	1300,109	-	-	15,272 (0,033)*	4289848,2	-	-
xa8	-	-	7,419 (0,007)*	1667,794	-	-	9,555 (0,013)*	14111,853
xa2	-16,397 (0,025)*	0,000	-19,060 (0,013)*	0,000	-35,828 (0,090)*	0,000	-34,347 (0,024)*	0,000
n		58		58		58		58
Hosmer and Lemeshow test		0,388		0,391		0,999		0,999
Nagelkerke R Square		0,672		0,649		0,903		0,878
-2LL		40,615		38,629		65,491		62,285
Predicted Percentage Correct		82,8		86,2		94,8		93,1

Angka dalam kurung menunjukkan signifikansi, tanda * menunjukkan signifikan pada alpha 0,1
 Variabel dependen adalah variabel dummy status perusahaan yang bernilai 1 jika perusahaan menderita kesulitan keuangan dan 0 jika tidak kesulitan keuangan.
 Variabel independen adalah : xa1 = rasio pinjaman kepada bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset;
 xa8 = rasio jumlah kewajiban terhadap jumlah aset; xa2 = rasio pendapatan bersih terhadap jumlah aset;
 xa3 = rasio modal kerja bersih terhadap jumlah aset; xa4 = size dikur dari logaritma dari jumlah aset;
 xa5 = rasio persediaan terhadap penjualan; xa6 = rasio penjualan terhadap jumlah aset; dan
 xa7 = rasio aset lancar terhadap kewajiban lancar
 Alat analisa adalah regresi logistik dengan prosedur stepwise, menghasilkan variabel signifikan xa1 dan xa2 untuk prediksi dengan variabel hutang xa1; dan menghasilkan variabel signifikan xa8 dan xa2 untuk prediksi dengan variabel hutang xa8

Penelitian menghasilkan empat model prediksi yang layak dan fit, yaitu model 1 dengan data 2 tahun sebelum kesulitan keuangan, model 2 dengan data 2 tahun sebelum kesulitan keuangan, model 1 dengan data 1 tahun sebelum kesulitan keuangan, dan model 2 dengan data 1 tahun sebelum kesulitan keuangan. Ketepatan prediksi, Exp(B) rasio hutang, dan rata-rata probabilitas perusahaan yang diprediksi (P_i) dari keempat model prediksi dirangkum dalam tabel di bawah ini. Ketepatan prediksi merujuk pada ketepatan klasifikasi. Exp(B) atau *odds ratio* menerangkan peluang terjadinya kesulitan keuangan.

Ketepatan Prediksi, Exp(B) Rasio Hutang, dan Rata-Rata Probabilitas yang Diprediksi (P_i) dari Keempat Model

Model	Ketepatan Prediksi	Exp(B) Rasio Hutang	Rata-Rata P_i
<u>Dua tahun sebelum kesulitan keuangan</u>			
Model 1 $P_i = 1 / [1 + \exp (-1,881 + 7,170xa1_i - 16,397xa2_i)]$	82,8%	xa1: 1300,109	FD: 0,791; NFD: 0,224
Model 2 $P_i = 1 / [1 + \exp (-3,552 + 7,419xa8_i - 19,060xa2_i)]$	86,2%	xa8: 1667,794	FD: 0,780; NFD: 0,236
<u>Satu tahun sebelum kesulitan keuangan</u>			
Model 1 $P_i = 1 / [1 + \exp (-4,254 + 15,272xa1_i - 35,828xa2_i)]$	94,8%	xa1: 4289848,2	FD: 0,920; NFD: 0,086
Model 2 $P_i = 1 / [1 + \exp (-5,472 + 9,555xa8_i - 32,347xa2_i)]$	93,1%	xa8: 14111,853	FD: 0,909; NFD: 0,097

Hasil uji menunjukkan ada perbedaan kemampuan prediksi antara model 1, yaitu prediksi kesulitan keuangan dengan x_{a1} (rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset) dan model 2, yaitu prediksi kesulitan keuangan dengan x_{a8} (rasio jumlah kewajiban terhadap jumlah aset). Demikian juga dengan *odds ratio* yang dihasilkan guna menjelaskan peluang terjadinya kesulitan keuangan.

Pada dua tahun sebelum kesulitan keuangan, model 2 menghasilkan ketepatan prediksi dan *odds ratio* yang lebih tinggi daripada model 1 (ketepatan prediksi dengan model 2 sebesar 86,2% sedangkan model 1 sebesar 82,8%; *odds ratio* model 2 sebesar 1.667,794 sedangkan model 1 sebesar 1.300,109). Dalam hal ini model 2 lebih mampu memprediksi dan menjelaskan kemungkinan kesulitan keuangan dengan baik.

Namun pada satu tahun sebelum kesulitan keuangan, model 1 menghasilkan ketepatan prediksi dan *odds ratio* yang lebih tinggi daripada model 2 (ketepatan model 1 sebesar 94,8% sedangkan model 2 sebesar 93,1%; *odds ratio* model prediksi dengan x_{a1} sebesar 4.289.848,2 sedangkan model 2 sebesar 14.111,853). Terlihat bahwa semakin dekat ke kesulitan keuangan, yang lebih mampu memprediksi dan menjelaskan peluang kesulitan keuangan model 1. Hal ini terjadi sebab hutang bank dan lembaga keuangan lainnya lebih beresiko karena mempunyai beban bunga yang rentan terhadap krisis. Sedangkan kewajiban lainnya mungkin risikonya lebih rendah, apalagi hutang hubungan istimewa, dapat dikatakan sama sekali tidak beresiko.

Dari model-model tersebut, model 1 pada satu tahun sebelum kesulitan keuangan adalah yang paling unggul. Model tersebut mempunyai $\text{Exp}(B)$ dan ketepatan prediksi yang paling tinggi serta P_i yang paling tepat. P_i terletak antara 0 dan 1. Nilai 1 untuk kesulitan keuangan terparah dan nilai 0 untuk tidak kesulitan keuangan terbaik. Nilai di antaranya dapat dipertimbangkan seperti penggunaan skala pada umumnya. Model 1 pada satu tahun sebelum kesulitan keuangan menghasilkan P_i yang terdekat ke angka 1 dan yang terdekat ke angka 0, karena itu ketepatannya paling baik.

Bila model 1 pada satu tahun sebelum kesulitan keuangan ini, yaitu $P_i = 1 / [1 + \exp (-4,254 + 15,272x_{a1} - 35,828x_{a2})]$, diterapkan pada data dua tahun sebelum kesulitan keuangan, P_i yang dihasilkan menjadi lebih baik. P_i yang tadinya 0,791 untuk perusahaan FD meningkat menjadi 0,815 sedangkan P_i yang tadinya 0,224 untuk NFD menurun menjadi 0,165. Hal ini menunjukkan model $P_i = 1 / [1 + \exp (-4,254 +$

$15,272x_1 - 35,828x_2$] adalah model terbaik yang dihasilkan penelitian ini.

Sedangkan bila model 2 pada satu tahun sebelum kesulitan keuangan, yaitu $P_i = 1 / [1 + \exp (-5,472 + 9,555x_1 - 32,347x_2)]$, diterapkan pada data dua tahun sebelum kesulitan keuangan, P_i yang dihasilkan tidak menjadi lebih baik. P_i yang tadinya 0,780 untuk perusahaan FD meningkat menjadi 0,668 walaupun P_i yang tadinya 0,236 untuk NFD menurun menjadi 0,216. Model $P_i = 1 / [1 + \exp (-5,472 + 9,555x_1 - 32,347x_2)]$ tidak sebaik model dengan x_1 .

Bila rata-rata P_i tersebut diterjemahkan dalam bentuk peluang, maka peluang yang diperoleh dari penerapan persamaan $P_i = 1 / [1 + \exp (-4,254 + 15,272x_1 - 35,828x_2)]$ adalah peluang yang terbesar karena semakin besar P_i , semakin besar peluang terjadinya kesulitan keuangan. Berdasarkan uraian di atas dapat dikatakan bahwa model prediksi yang lebih mampu memprediksi dan menjelaskan peluang terjadinya kesulitan keuangan adalah model 1 pada satu tahun sebelum kesulitan keuangan karena menghasilkan ketepatan prediksi tertinggi (94,8%) dan $\text{Exp}(B)$ atau *odds ratio* tertinggi (4.289.848,2). *Ceteris paribus*, kenaikan rasio x_1 sebanyak 1 kali akan meningkatkan peluang terjadinya kesulitan keuangan sebesar 4.289.848,2 kali (probabilitas = $4.289.848,2 / (1 + 4.289.848,2) = 0,999999767$).

2. Pengaruh Karakteristik Tata Kelola Perusahaan terhadap Kemungkinan Kesulitan Keuangan Perusahaan

Persamaan pengaruh karakteristik tata kelola perusahaan terhadap kesulitan keuangan diaplikasikan terhadap data perusahaan saat kesulitan yang dibandingkan dengan perusahaan tidak kesulitan. Uji dilakukan 5 kali, yaitu tahun 2000, 2001, 2002, 2003, dan 2004. Persamaan setiap uji tidak berbeda. Persamaan tersebut dapat dilihat di bawah ini.

Persamaan regresi *binary*:

$$Yb_1 = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_6x_6$$

Fungsi distribusi logistik:

$$P_i = 1 / [1 + \exp (b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_6x_6)]$$

Model logistik:

$$\ln [P_i / (1 - P_i)] = b_0 + b_1 \ln x_1 + b_2 \ln x_2 + \dots + b_6 \ln x_6$$

Keterangan:

P_i = probabilitas kesulitan keuangan untuk data *cross section* i dan periode t

b_0 = koefisien dari variabel independen untuk seluruh data *cross section* i dan periode t

Variabel dependen:

$Yb1_i$ = status perusahaan untuk data *cross section* i dan periode t

Variabel independen, data ketika kesulitan keuangan, x_{bn_i} , yaitu kumpulan (*set*) dari variabel independen n untuk perusahaan i dan periode t , variabel independen yang diinput adalah:

$xb1$ = pergantian direktur utama satu tahun sebelum tahun pengamatan

$xb2$ = ukuran dewan direksi

$xb3$ = ukuran dewan komisaris

$xb4$ = proporsi komisaris independen dalam dewan komisaris

$xb5$ = kepemilikan manajer

$xb6$ = kepemilikan asing

Hasil regresi logistik pengaruh karakteristik tata kelola perusahaan terhadap kemungkinan kesulitan keuangan perusahaan dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Hasil Regresi Logistik Pengaruh Karakteristik Tata Kelola Perusahaan terhadap Kemungkinan Kesulitan Keuangan Perusahaan

Variabel Independen	Tahun									
	2000		2001		2002		2003		2004	
	B	Exp(B)	B	Exp(B)	B	Exp(B)	B	Exp(B)	B	Exp(B)
Constant	0,328 (0,763)	1,338	-0,056 (0,963)	0,946	0,423 (0,688)	1,527	-0,910 (0,576)	0,403	-0,070 (0,959)	0,932
xb1	0,873 (0,546)	2,395	0,885 (0,539)	2,424	0,186 (0,916)	1,204	3,071 (0,194)	21,568	-0,465 (0,843)	0,628
xb2	-0,105 (0,573)	0,901	-0,338 (0,112)	0,713	-0,355 (0,076)*	0,701	-0,396 (0,147)	0,673	-0,345 (0,162)	0,708
xb3	0,285 (0,280)	1,329	0,61 (0,056)*	1,840	0,343 (0,212)	1,409	0,826 (0,047)*	2,284	0,372 (0,231)	1,451
xb4	-72,715 (0,999)	0,000	1,086 (0,623)	2,963	2,345 (0,230)	10,434	0,677 (0,787)	1,967	3,151 (0,145)	23,371
xb5	2,96 (0,791)	19,290	0,382 (0,964)	1,466	-4,289 (0,685)	0,014	-14,884 (0,403)	0,000	-19,146 (0,352)	0,000
xb6	-5,433 (0,005)*	0,004	-6,958 (0,006)*	0,001	-3,508 (0,022)*	0,030	-11,431 (0,014)*	0,000	-4,565 (0,018)*	0,010
n	57		54		51		47		42	
Hosmer and Lemeshow	0,821		0,865		0,841		0,825		0,744	
Nagelkerke R Square	0,429		0,489		0,363		0,631		0,454	
-2LL	22,13		24,664		16,144		29,593		16,622	
Percentage Correct	73,7		74,1		70,6		78,7		81,0	
<p>Angka dalam kurung menunjukkan signifikansi, tanda * menunjukkan signifikan pada alpha 0,1</p> <p>Variabel dependen adalah variabel dummy status perusahaan yang bernilai 1 jika perusahaan menderita kesulitan keuangan dan 0 jika tidak kesulitan keuangan.</p> <p>Variabel independen adalah : $xb1$ = pergantian direktur utama satu tahun sebelum tahun pengamatan; $xb2$ = ukuran dewan direktur; $xb3$ = ukuran dewan komisaris; $xb4$ = proporsi komisaris independen dalam dewan komisaris; $xb5$ = kepemilikan manajer; dan $xb6$ = kepemilikan asing</p>										

Uji statistik tersebut menghasilkan model yang layak dan fit. Diketahui bahwa kepemilikan asing sangat berhubungan dengan kemungkinan kesulitan keuangan. Variabel ini berpengaruh pada kemungkinan kesulitan keuangan tahun 2000 sampai 2005. Variabel lain yang berpengaruh adalah jumlah dewan direktur (signifikan pada tahun 2002) dan jumlah dewan komisaris (signifikan pada tahun 2001 dan 2003).

3. Persamaan Estimasi Peluang *Survive*

Persamaan ini diaplikasikan dengan *cut off* tahun 2005. Model estimasi peluang *survive* digambarkan dalam persamaan di bawah ini.

Persamaan regresi *binary*:

$$Yc1_i = b_0 + b_1xc1_i + b_2xc2_i + \dots + b_7xc7_i$$

Fungsi distribusi logistik:

$$P_i = 1 / [1 + \exp (b_0 + b_1xc1_i + b_2xc2_i + \dots + b_7xc7_i)]$$

Model logistik:

$$\ln [P_i / (1 - P_i)] = b_0 + b_1 \ln xc1_i + b_2 \ln xc2_i + \dots + b_7 \ln xc7_i$$

Keterangan:

P_i = probabilitas kesulitan keuangan untuk data *cross section* i dan periode t

b_0 = koefisien dari variabel independen untuk seluruh data *cross section* i dan periode t

Variabel dependen:

$Yc1_i$ = status perusahaan untuk data *cross section* i dan periode t (2005)

Variabel independen, xcn_i , yaitu kumpulan (*set*) dari variabel independen n untuk perusahaan i dan periode t , yang akan dijelaskan sebagai berikut (mengadopsi Kahl, 2001):

$xc1$ = rasio jumlah kewajiban terhadap jumlah ekuitas pada tahun serangan kesulitan keuangan

$xc2$ = rata-rata rasio pendapatan usaha terhadap jumlah aset selama masa kesulitan keuangan.

$xc3$ = ukuran, logaritma dari jumlah aset pada tahun serangan kesulitan keuangan.

$xc4$ = peran pemerintah selama masa kesulitan

$xc5$ = pergantian direktur utama selama masa kesulitan

$xc6$ = *creditor equity stake*

$xc7$ = lamanya masa kesulitan sampai tahun pengamatan terakhir

Uji statistik tersebut menghasilkan model yang layak dan fit. Diketahui bahwa peluang *survive* berkaitan dengan rata-rata dari rasio pendapatan usaha terhadap jumlah aset dari saat kesulitan keuangan dengan tipe *bankruptcy insolvency* sampai setahun sebelum *survive* dan *creditor equity stake*. Variabel lain yang dimasukkan ke dalam model tidak signifikan mempengaruhi peluang *survive*.

Analisis dan Temuan

Ada beberapa keterkaitan antar variabel yang dianalisis sehingga dihasilkan temuan. Analisis dan temuan tersebut disajikan dalam beberapa sub judul di bawah ini.

1. Keterkaitan antara Rasio Hutang Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya dan Profitabilitas

Analisis

Hasil statistik menunjukkan bahwa rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset dan rasio pendapatan bersih terhadap jumlah aset (profitabilitas) dapat dipakai untuk memprediksi kesulitan keuangan.

Hasil uji beda menunjukkan ada perbedaan rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya, *size*, rasio pendapatan bersih terhadap jumlah aset, dan rasio penjualan terhadap jumlah aset (manajemen aset), dan antara perusahaan FD dan NFD.

Temuan

Perusahaan FD mempunyai *size* yang lebih besar daripada perusahaan NFD, namun besarnya jumlah aset tersebut dikarenakan besarnya pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya. Hal ini sesuai dengan Moh'd et al. (1998) bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap rasio hutang.

Sebelum dan awal krisis, sekitar 46% aset perusahaan FD ditopang pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya, sedangkan aset perusahaan NFD hanya ditopang oleh sekitar 19% pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya. Tetapi tingkat perputaran aset perusahaan FD lebih rendah daripada perusahaan NFD. Artinya perusahaan FD tidak menghasilkan volume bisnis yang cukup terhadap aset yang telah diinvestasikan. Akibatnya profitabilitas rendah.

2. Keterkaitan antara Ukuran Perusahaan dan Rasio Hutang

Analisis

Ukuran perusahaan (*size*) yang diukur dengan logaritma dari jumlah aset tidak signifikan untuk memprediksi kesulitan keuangan perusahaan bersama-sama dengan set variabel lain dalam model. Ukuran perusahaan FD lebih besar daripada ukuran perusahaan NFD, namun besarnya jumlah aset perusahaan FD tersebut karena ditopang hutang. Rasio hutang signifikan untuk memprediksi kesulitan keuangan.

Temuan

Kesulitan keuangan tidak dapat diprediksi dengan ukuran tetapi dengan rasio hutang karena besarnya ukuran perusahaan FD disebabkan karena besarnya hutang.

3. Keterkaitan antara Kepemilikan Asing dan Rasio Hutang Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya

Analisis

Mean kepemilikan asing pada perusahaan NFD lebih dari 35% setiap tahun, sedangkan pada perusahaan FD semasa dalam kondisi kesulitan hanya sekitar 7%. Kepemilikan asing mempengaruhi kemungkinan kesulitan keuangan. Kepemilikan asing pada perusahaan NFD umumnya adalah investor strategis yang ikut menyumbangkan jasa teknik dan manajemen. *Mean* rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya pada perusahaan NFD hanya berkisar 20% di awal krisis dan terus menurun menjadi 9,97% di tahun 2004. *Mean* rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya pada perusahaan FD berjumlah 61% pada dua tahun sebelum kesulitan dan terus meningkat karena beban bunga dan selisih kurs. Tahun 2003 perusahaan FD yang masih dalam kesulitan mempunyai rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya sebesar 120%.

Penurunan jumlah hutang perusahaan NFD ternyata sama dengan trend yang terjadi pada perusahaan besar di Amerika. Hampir sepertiga perusahaan non keuangan yang menjadi *benchmark* Standard & Poor's 500 index memiliki lebih banyak kas daripada hutang. Fakta menunjukkan bahwa saat ini banyak perusahaan di Amerika yang mengurangi hutang (Bary, 2005).

Temuan

Perusahaan FD pada awalnya memiliki sedikit kepemilikan asing. Ketika kesulitan keuangan, hutang bank dan lembaga keuangan lainnya

direstrukturisasi. Hutang perusahaan kadangkala dijual oleh pemegang hutang ke pihak lain yang sering sekali pihak asing. *Creditor equity stake* juga dilakukan oleh kreditur asing. Sebanyak 53% perusahaan FD mengalami *creditor equity stake*. Perusahaan-perusahaan ini akhirnya *survive*, tetapi kepemilikan asingnya meningkat. Angka rata-rata kepemilikan asing setelah *creditor equity stake* adalah 60,82%, lebih tinggi daripada *mean* kepemilikan asing perusahaan NFD.

Perusahaan NFD yang awalnya memiliki banyak kepemilikan asing (secara rata-rata) cenderung menggunakan pendanaan internal, bukan pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya, serta cenderung berkurang rasio pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya pada tahun-tahun terakhir (2000 sampai 2004). Perusahaan ini tidak mengalami kesulitan keuangan dengan tipe *bankruptcy insolvency*. Perusahaan FD yang awalnya memiliki sedikit kepemilikan asing (secara rata-rata) berhutang lebih banyak sehingga kesulitan keuangan dan akhirnya diambil alih oleh pihak asing melalui *creditor equity stake* untuk dapat *survive*.

4. Keterkaitan antara Ukuran Dewan Direktur dan Proporsi Dewan Direktur Asing

Analisis

Hasil statistik pada pengamatan tahun 2002 menunjukkan semakin banyak direktur semakin besar kemungkinan perusahaan untuk tidak kesulitan keuangan. Teori *resources dependence* mengatakan bahwa perusahaan tergantung pada dewannya untuk mengelola sumber daya secara lebih baik.

Uji tambahan yang dilakukan menunjukkan bahwa semakin meningkat jumlah dewan direktur asing semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tidak kesulitan keuangan. Sebanyak 35,71% perusahaan NFD mempunyai direktur asing dengan *mean* 49,7%; sementara perusahaan FD yang memiliki direktur asing hanya 6,67% perusahaan dengan *mean* 39%. Tujuan investor strategis asing menempatkan wakilnya yang berupa dewan asing mungkin berhubungan dengan peningkatan kinerja yang diharapkan. Seperti diungkap Hawes dan Chiu (2007), investor strategis asing mungkin membantu bank-bank lokal di China untuk meningkatkan tata kelola perusahaan, internal control, pengungkapan informasi, dan manajemen keuangan. Yang dimaksud asing adalah *western financial institution* seperti Scotland, Amerika, dan lain-lain.

Temuan

Dewan direktur telah bekerja dengan baik sehingga dapat mengupayakan agar perusahaan terhindar dari kesulitan keuangan, dan ternyata banyak perusahaan tidak kesulitan keuangan tersebut yang mendapat bantuan dari direktur asing.

5. Keterkaitan antara Kepemilikan Asing, Profitabilitas, dan Leverage

Analisis

Smith et al., (1997) dalam Zaroni (2004) mengatakan bahwa dalam studi terhadap BUMN yang diprivatisasi di Slovenia ditemukan ada hubungan positif yang signifikan antara profitabilitas dan kepemilikan asing, dan hubungan negatif yang signifikan antara *leverage* dan kepemilikan asing. Temuan tersebut sesuai dengan hasil penelitian ini. Perusahaan NFD yang secara rata-rata mempunyai kepemilikan asing lebih besar memiliki profitabilitas yang lebih besar dan rasio hutang (*leverage*) yang lebih kecil daripada perusahaan FD.

Temuan

Kepemilikan asing berhubungan positif dengan profitabilitas dan berhubungan negatif dengan *leverage*.

6. Hubungan Hasil Prediksi, Pengaruh Tata Kelola Perusahaan, dan Estimasi Peluang *Survive* serta Perbandingannya dengan Penelitian Terdahulu

Analisis

Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kesulitan keuangan dapat diprediksi dengan rasio hutang dan profitabilitas. Karakteristik tata kelola perusahaan yang berhubungan positif dengan kemungkinan kesulitan keuangan adalah ukuran dewan komisaris, dan yang berhubungan negatif adalah ukuran dewan direktur, proporsi dewan direktur asing, dan kepemilikan asing. Peluang *survive* perusahaan berhubungan positif dengan kinerja operasi dan *equity state* (Kahl, 2001).

Peneliti terdahulu secara terpisah memprediksi, menggali hubungan, dan mengestimasi peluang *survive*. Meskipun penelitian tersebut dilakukan oleh peneliti yang berbeda, namun dapat disimpulkan bahwa kesulitan keuangan dapat diprediksi dengan rasio hutang, likuiditas, profitabilitas, struktur pasar, *size*, efisiensi manajemen, dan aktifitas, dan rasio hutang (Beaver, 1966; Edmister, 1972; Gombola et al., 1966; Altman, 1968; Altman et al., 1977; Ohlson, 1980; Lo, 1986; Theodossiou et al, 1996;

Pastena dan Ruland, 1986; dan sejumlah peneliti lain). Proporsi komisaris independen dalam dewan berhubungan negatif dengan kemungkinan kesulitan keuangan (Elloumi dan Gueyie, 2001) maupun kemungkinan bangkrut (Hambrick dan d'Aveni, 1992; Daily dan Dalton, 1994a, 1994b) serta kegagalan perusahaan (Pfeffer, 1972; Baysinger dan Butler's, 1985). Ukuran dewan tidak berhubungan dengan kesulitan keuangan menurut penelitian Parker et al. (2002), namun Wardhani (2006) menemukan bahwa kesulitan keuangan perusahaan berhubungan positif dengan ukuran dewan direksi serta berhubungan negatif dengan ukuran dewan komisaris. Kepemilikan asing mengurangi kemungkinan bangkrut (Lizal, 2002). Peluang *survive* perusahaan berhubungan positif dengan kinerja operasi dan *equity state* (Kahl, 2001).

Singkat kata penelitian terdahulu menunjukkan bahwa kesulitan keuangan berhubungan dengan rasio hutang, efisiensi, dan profitabilitas. Tidak kesulitan keuangan selalu berhubungan positif dengan pengawasan pihak luar yaitu komisaris independen dan kepemilikan institusi. *Survive* berhubungan dengan kinerja operasi dan *creditor equity stake*.

Temuan

Penelitian terdahulu mengenai prediksi dan estimasi peluang *survive* umumnya mendukung penelitian Fachrudin (2007) tersebut. Namun pengaruh karakteristik tata kelola perusahaan terhadap kemungkinan kesulitan keuangan perusahaan menunjukkan hasil yang berbeda, terutama mengenai peran komisaris independen. Di negara maju komisaris independen berhubungan negatif dengan kemungkinan kesulitan keuangan perusahaan. Penelitian tersebut dan penelitian Wardhani (2006) di Indonesia tidak menemukan pengaruh tersebut.

Keterkaitan Hasil Empirik dengan Teori, Argumen, Perspektif, maupun Pendapat yang Ada

Hasil empirik kajian menjawab beberapa teori, argumen, perspektif, maupun pandangan yang berkaitan. Keterkaitan tersebut diuraikan di bawah ini.

1. *Resources Based View*

Resources based view mengatakan bahwa pemilihan variabel menekankan pada sumber-sumber yang ada pada objek penelitian. Penelitian ini memasukkan beberapa variabel original sesuai dengan keberadaan dalam perusahaan dan tidak memasukkan variabel dari

penelitian lain yang tidak memiliki keperiadaan (*ontology*) pada objek penelitian. Hasilnya, variabel rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset serta variabel kepemilikan asing yang dimasukkan dapat digunakan untuk analisis kesulitan keuangan dengan baik. Variabel dualitas CEO - ketua dewan yang dalam riset-riset di luar negeri berpengaruh terhadap kemungkinan kesulitan tidak dimasukkan karena Indonesia yang menganut sistem *two-tier* tidak melakukan dualitas tersebut sebab ada dua dewan yang masing-masing memiliki ketua sendiri, yaitu dewan direktur dan dewan komisaris.

2. Pandangan Mengenai Struktur Modal

Jika porsi hutang dalam struktur modal meningkat, kemungkinan bangkrut juga meningkat (Copeland dan Weston, 1992). Karena *leverage* yang tinggi menyebabkan kegagalan perusahaan (Kaplan, 1993). Kegagalan perusahaan berhubungan dengan struktur modal dan struktur modal mempunyai kaitan dengan kondisi ekonomi. Jika ekonomi buruk, suku bunga meningkat, akibatnya jumlah hutang meningkat (Aziz dan Dhar, 2000).

Pandangan tersebut dapat dibuktikan. Kondisi ekonomi yang buruk di tahun 1997 menyebabkan jumlah hutang perusahaan FD meningkat, karena krisis menyebabkan suku bunga meningkat (rata-rata persentase beban bunga pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya perusahaan FD tahun 1997 adalah 16,73%). Contoh kasus pada KBLI menunjukkan persentase beban bunga yang meningkat, yaitu: tahun 1996 persentase beban bunga terhadap pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya berjumlah 4,6%. Tahun 1997 meningkat menjadi 38,3%.

Kurs mata uang asing yang meningkat juga menambah hutang perusahaan yang meminjam dalam mata uang asing, terutama yang tidak melakukan *hedging*. Hutang bank, obligasi, wesel bayar, dan surat berharga yang dikeluarkan perusahaan FD (pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya) kebanyakan dalam mata uang asing (tahun 1996 berjumlah 80,34%; tahun 1997 berjumlah 85,71%). Pinjaman dalam mata uang asing ini umumnya dalam mata uang dollar Amerika Serikat atau US\$ (persentase pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya dalam US\$ terhadap jumlah pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya dalam mata uang asing adalah 98,27% pada tahun 1996 dan 98,97% pada tahun 1997). Peningkatan kurs US\$ dari 31 Desember 1996 ke 31 Desember 1997 (tanggal-tanggal neraca) adalah 1,95 kali lipat. Jumlah kenaikan hutang adalah 2,53 kali lipat; karena beban bunga, kenaikan

kurs, dan penambahan karena pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya yang baru dibuat.

Pada tanggal neraca, aktiva dan kewajiban moneter dalam mata uang asing dijabarkan dalam mata uang rupiah berdasarkan kurs tengah Bank Indonesia yang berlaku pada tanggal tersebut. Laba atau rugi kurs yang timbul dibebankan ke laporan laba rugi pada pos laba (rugi) selisih kurs. Peningkatan kurs tahun 1997 menyebabkan kerugian selisih kurs rata-rata perusahaan FD berjumlah Rp -209.205.000.000,- Kerugian ini masih terus berlanjut di tahun 1998 pada beberapa perusahaan, bahkan ada yang terus berlanjut pada tahun-tahun setelahnya. Hal ini dan sebab-sebab lainnya membuat pendapatan bersih perusahaan menjadi negatif dan akhirnya ekuitas juga menjadi negatif. Maka perusahaan FD mengalami *bankruptcy insolvency*.

Dalam praktek sangat sulit menentukan titik struktur modal yang optimal, bahkan untuk membuat *range* untuk struktur modal optimal pun sangat sulit. Oleh karena itu, kebanyakan perusahaan hanya memperhatikan apakah perusahaan terlalu banyak menggunakan hutang atau tidak (kesimpulan dari pertemuan tahunan *Financial Management Association* (FMA) tahun 1989).

Eksekutif keuangan umumnya menjaga struktur modal optimal-misalnya dengan rasio hutang 40% sampai 50% (Brigham dan Houston, 1998). Struktur modal di perusahaan-perusahaan industri beberapa negara besar yang ditunjukkan dengan *median debt ratio (percentage of debt to total assets)* adalah: Kanada 32%, Prancis 18%, Jerman 11%, Italia 21%, Jepang 21%, Inggris 10%, dan Amerika 25% (Rajan dan zingales, 1995 dalam Brigham dan Houston, 1998).

Di Indonesia, tahun 1996, sebelum krisis, perusahaan FD dan menggunakan hutang yang besar. Rata-rata rasio pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset sebesar 46%. Rasio ini lebih besar dibandingkan dengan rasio di negara-negara di atas. Mungkin struktur modal seperti ini perlu diwaspadai karena ternyata rentan terhadap krisis. Sedangkan pada perusahaan NFD tahun 1996 rasio pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset sebesar 19%.

Model *trade-off* mengatakan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan penggunaan hutang tidak

seimbang dengan kenaikan biaya kesulitan keuangan dan masalah agensi. Rasio pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset (xa1) perusahaan FD tahun 1996 adalah 46%, sedangkan perusahaan NFD 19%. Dengan demikian dapat dikemukakan bahwa penggunaan xa1 sampai titik 46%, atau bahkan 40% akan berkemungkinan menurunkan nilai perusahaan.

3. Teori *Pecking Order*

Teori *pecking order* mengatakan bahwa manajer lebih menyukai pendanaan internal, kecuali bila kekurangan, dipenuhi dengan hutang yang paling rendah risikonya, kemudian yang lebih tinggi risikonya, kemudian dengan sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa. Perusahaan yang mempunyai riwayat laba positif dan besar dalam industri yang pertumbuhannya relatif rendah pada akhirnya akan mempunyai rasio hutang yang rendah.

Penelitian menunjukkan bahwa perusahaan NFD pada awalnya memang sudah memiliki modal sendiri yang cukup, sehingga rasio hutangnya rendah. Profitabilitas perusahaan ini juga terus positif. Semakin lama rasio hutangnya semakin rendah. Tidak adanya dorongan untuk berhutang mungkin disebabkan karena perusahaan ini memang sudah cukup dana. Hal ini terlihat, misalnya dari pengamatan perusahaan NFD tahun 1998 dan 2005, pertumbuhan penjualan rata-rata adalah 196%, pertumbuhan pendapatan bersih rata-rata adalah 282%, tetapi pertumbuhan rata-rata dana yang diinvestasikan dalam aktiva tetap hanya 158%.

Perusahaan FD, sebelum kesulitan, umumnya menggunakan hutang bank, hutang hubungan istimewa, dan obligasi. Setelah *default* dilakukan upaya seperti mengeluarkan obligasi baru untuk membayar hutang, selanjutnya mengarah pada sekuritas yang lebih beresiko yaitu obligasi konversi dan pengeluaran saham baru untuk dikonversi dengan hutang. Obligasi konversi pada perusahaan FD umumnya terbit ketika proses restrukturisasi hutang masih berlangsung. Perusahaan FD yang mengeluarkan obligasi konversi berjumlah 43% dan yang melakukan *creditor equity stake* sebanyak 53%. Bukti empiris penelitian ini ternyata mampu menjelaskan teori *pecking order*.

4. Teori Kesulitan Keuangan

Tidak semua perusahaan yang kesulitan keuangan akan masuk *file* kebangkrutan (Gilbert et al., 1990). Ada beberapa pilihan yang tersedia

untuk perusahaan kesulitan keuangan selain daripada bangkrut (Scott, 1981). Tiga strategi alternatif yang dapat dilakukan adalah bangkrut, meneruskan operasi dengan harapan akan dapat meraih kemampuan untuk membayar, atau melakukan penggabungan usaha (Pastena dan Ruland, 1986).

Penelitian menunjukkan bahwa perusahaan kesulitan keuangan dapat kembali *survive*, terutama yang melakukan *creditor equity stake* (87,50% perusahaan yang melakukan *creditor equity stake* menjadi *survive*).

5. Teori *Succession-Crisis*

Pergantian direktur utama tidak signifikan mempengaruhi kemungkinan kesulitan keuangan dan peluang *survive* perusahaan kesulitan. Ini dapat menjawab teori *sucession crisis*. Pergantian direktur utama akan menimbulkan ketidakpastian dan konflik, karena itu perusahaan jarang melakukan pergantian. Kalau pun ada kebanyakan berasal dari jajaran direksi yang lama juga.

6. Teori *Governance* dalam Konteks Insolvensi

Sebanyak 57% perusahaan kesulitan keuangan mempunyai perjanjian kredit dengan persyaratan harus memperoleh persetujuan bank bila hendak mengubah susunan pengurus, direksi, dan komisaris perusahaan. Selain itu terdapat pula pembatasan dividen, dan bahkan pembatasan pemberian kenikmatan pada dewan direktur dan dewan komisaris. Sedangkan pada perusahaan NFD, tidak ditemukan perjanjian seperti itu. Hal ini sesuai dengan teori bahwa dalam konteks insolvensi, *governance* ditujukan untuk memaksimalkan keuntungan bagi kreditur. Dapat difahami bahwa kreditur tidak mau mengambil resiko bila ternyata pengurus, direksi, dan komisaris perusahaan yang baru mengingkari atau enggan membayar hutang lama perusahaan.

7. Perspektif *Resources Dependence*

Penelitian menunjukkan bahwa pada uji tahun 2002 terdapat hubungan negatif antara ukuran dewan direktur dengan kemungkinan kesulitan keuangan. Hal ini dapat menjawab teori *resources dependence* yang mengatakan bahwa perusahaan bergantung pada dewannya untuk mengelola sumber dayanya secara lebih baik.

8. Argumen *Convergence of Interest* Lawan *Managerial Entrenchment*

Argumen ini tidak dapat dijelaskan karena seperti juga penelitian di China oleh Deng dan Wang (2006), kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap status kesulitan keuangan. Kemungkinan pengaruh *convergence* dan *entrenchment* lemah sehubungan dengan kepemilikan manajerial yang minoritas. Kepemilikan manajerial yang minoritas tidak mungkin digunakan untuk pemusatan kepentingan manajer maupun untuk pertahanan manajerial.

Kontribusi Penelitian

Kontribusi Teoritis

1. Kontribusi berupa rasio jumlah hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset sebagai salah satu prediktor kesulitan keuangan. Ketepatan prediksi dengan rasio ini sangat tinggi. Rasio ini juga lebih sensitif terhadap probabilitas kesulitan keuangan yang terbukti dari nilai *odds rasionya* yang sangat tinggi, lebih tinggi daripada *odds ratio* rasio jumlah kewajiban terhadap jumlah aset. Artinya kenaikan rasio ini meningkatkan probabilitas kesulitan keuangan dengan sangat tinggi, lebih tinggi dari pada kenaikan rasio jumlah kewajiban terhadap jumlah aset.
2. Kontribusi berupa struktur kepemilikan asing sebagai salah satu karakteristik tata kelola perusahaan yang dapat mempengaruhi kemungkinan kesulitan keuangan, khususnya dalam penelitian di Indonesia. Struktur kepemilikan asing, sepanjang diketahui, belum pernah dimasukkan sebagai karakteristik tata kelola perusahaan dalam penelitian di Indonesia. Penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan asing sangat mempengaruhi status kesulitan keuangan, karena umumnya investor asing tersebut berupa investor strategik. Mereka bukan saja memiliki modal yang kuat sehingga perusahaan NFD tidak perlu berhutang terlalu banyak, tetapi juga membantu perusahaan NFD melalui jasa manajemen dan teknik. Investor strategik asing kadangkala juga menempatkan wakilnya yang berupa direktur asing untuk membantu meningkatkan kinerja perusahaan dan untuk melakukan monitoring terhadap perusahaan.
3. Kontribusi berupa *creditor equity stake* sebagai indikator penting yang secara sistematis meningkatkan peluang *survive* perusahaan

kesulitan. Hasil ini mendukung hasil Kahl (2001). Perusahaan FD sebelum krisis 1997 mempunyai banyak hutang, terutama hutang dalam mata uang asing (80,34% pada tahun 1996). Hutang tersebut meningkat drastis ketika kurs meningkat akibat krisis. Beberapa dari hutang-hutang ini sempat berpindah-pindah tangan saat kesulitan. Misalnya dari bank yang macet ke BPPN, BPPN kemudian menjual hutang ini ke kreditur lain yang biasanya kreditur asing, kreditur ini kemudian menjual lagi hutang tersebut ke kreditur lain. Kesepakatan restrukturisasi bisa berwujud *creditor equity stake* artinya hutang ditebus dengan kepemilikan. Perusahaan menjadi *survive*. Namun, ada juga segelintir perusahaan yang dapat *survive* tanpa *creditor equity stake*. Yaitu SOBI dan IMAS. SOBI, dengan bantuan penasihat keuangan dari Singapura dan Satuan Tugas Prakarsa Jakarta, berhasil merestrukturisasi sehingga ada pengurangan hutang pokok, transaksi *forward* dan *derivatif*. Laba restrukturisasi berjumlah Rp.1.813.068.602.000. Sedangkan IMAS mengalihkan hutangnya ke keluarga Salim dan ditukar dengan obligasi konversi yang kelak dapat ditukar jadi saham juga, serta menjual kepemilikan sahamnya kepada pihak lain. Meskipun demikian, ada pula perusahaan yang tidak *survive* walaupun sudah melakukan *creditor equity stake*, yaitu SUDI dan SIPD. Hal ini terjadi karena hutang yang dikonversi menjadi ekuitas pada SUDI tidak cukup besar untuk membuatnya keluar dari *bankruptcy insolvency*. Sedangkan SIPD, walaupun sudah tidak *bankruptcy insolvency* setelah melakukan *creditor equity stake* tetapi masih mengalami kerugian bersih akibat beban usaha dan beban lain-lain yang besar. Indikator lainnya yang mempengaruhi peluang *survive* adalah rata-rata pendapatan usaha terhadap jumlah aset. Jadi kinerja juga berperan mempengaruhi peluang *survive* perusahaan yang kesulitan keuangan.

4. Kontribusi berupa bukti empirik mengenai teori kesulitan keuangan, yaitu kesulitan keuangan tidak sama dengan kebangkrutan sehingga dengan *creditor equity stake* perusahaan dapat kembali *survive*. Demikian juga dengan langkah lain seperti pada SOBI dan IMAS yang telah dijelaskan di atas (tidak signifikan). Penelitian Kahl (2001) menemukan bahwa peluang *survive* perusahaan berhubungan positif dengan *creditor equity stake* dan kinerja operasi perusahaan. Penelitian ini mendukung Kahl (2001). Perusahaan kesulitan keuangan dapat kembali *survive* dalam waktu rata-rata 5 tahun 4 bulan. Sebahagian

perusahaan dapat *survive* dengan cepat karena negosiasi dapat dilakukan dengan lancar dan berhasil. Sebahagian perusahaan agak lama menjadi *survive* karena negosiasi restrukturisasi untuk *creditor equity stake* yang lama; atau memang tidak ada rencana melakukan *creditor equity stake* seperti pada INTD.

5. Kontribusi berupa pemaparan peran kreditur dan pemerintah dalam membantu perusahaan yang kesulitan keuangan. Peran kreditur terwujud melalui pemberian keringanan beban bunga, pengurangan pokok pinjaman, memperpanjang masa jatuh tempo, dan atau *creditor equity stake*. Peran pemerintah terwujud melalui BPPN, STPJ, KKSK, pengadilan niaga, dan peraturan-peraturan yang dikeluarkan. BPPN berperan sebagai mediator negosiasi restrukturisasi hutang dengan kreditur dan mediator dalam penjualan hutang-hutang perusahaan. STPJ dibentuk sebagai fasilitator dan mediator penyelesaian restrukturisasi hutang-hutang swasta di luar pengadilan. Pemerintah memberi keringanan pajak penghasilan kepada wajib pajak yang melakukan restrukturisasi hutang melalui STPJ. KKSK berperan menetapkan tingkat bunga guna membayar hutang perusahaan kesulitan keuangan kepada BPPN. Hutang kepada BPPN ini umumnya timbul dari pengalihan hutang perusahaan kepada bank-bank yang dilikuidasi. Pengadilan niaga berperan sebagai mediasi restrukturisasi (kasus ARGO), mengesahkan keputusan restrukturisasi antara perusahaan kesulitan dan krediturnya (kasus SKLT), serta menolak tuntutan pailit dari kreditur kepada perusahaan kesulitan (kasus POLY). Selain itu, ada peraturan pemerintah yang walaupun tidak semata-mata ditujukan ke perusahaan kesulitan, tetapi tetap membantu perusahaan kesulitan. Peraturan-peraturan tersebut berhubungan dengan pengangguhan pembebanan selisih kurs (Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal No.VIII.G.10 sesuai KEP-49/PM/1998 Peraturan No. VIII.G.10 tanggal 7 September 1998,) dan revaluasi nilai aset yang secara potensial menunjukkan indikasi penurunan nilai akibat penurunan nilai mata uang dan juga sebab-sebab lain. Nilai perolehan kembali aset yang didukung oleh Laporan Penilai Independen. Pemerintah, melalui Direktorat Jenderal Pajak memberi pengesahan atas nilai tersebut. Ikatan Akuntan Indonesia mengakomodasi peraturan-peraturan ini dengan mengeluarkan Interpretasi Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (ISAK) No.4 dan Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 48.

6. Kontribusi dalam memberikan bukti empirik mengenai *resources based view*, pandangan mengenai struktur modal, teori *pecking order*, teori *governance* dalam konteks insolvensi, dan perspektif *resources dependence*. Sumber daya yang ada dalam perusahaan dapat digali sebagai prediktor penting kesulitan keuangan sesuai *resources based view*, dalam hal ini digali rasio pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset dan ditemukan sebagai prediktor penting. Pandangan mengenai struktur modal menunjukkan bahwa meskipun hutang diperlukan, namun bila jumlahnya terlalu besar akan menurunkan nilai perusahaan. Teori *pecking order* tergambar dari preferensi sumber dana oleh perusahaan kesulitan keuangan dan tidak kesulitan keuangan. Teori *governance* dalam konteks insolvensi tergambar dari perjanjian hutang yang dibuat perusahaan kesulitan bahwa perubahan susunan pengurus, direksi, dan komisaris perusahaan harus dengan persetujuan bank, karena bank tidak mau mengambil resiko bila pengurus baru perusahaan mengabaikan kewajibannya terhadap bank dengan alasan tidak terlibat dalam penandatanganan perjanjian hutang. Perspektif *resources dependence* yang mengatakan bahwa perusahaan bergantung pada dewannya untuk mengelola sumber dayanya secara lebih baik dapat terjawab dari kenyataan bahwa dewan direktur yang banyak pada perusahaan NFD menyebabkan perusahaan ini tidak mengalami kesulitan keuangan.
7. Menjelaskan kondisi perusahaan kesulitan keuangan secara menyeluruh karena penelitian tersebut mencakup prediksi, situasi dan upaya yang dilakukan manajemen ketika kesulitan keuangan terjadi, pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kemungkinan kesulitan keuangan, estimasi peluang *survive*. Hal ini dapat dilakukan karena penelitian tersebut dilakukan secara *longitudinal* mulai 1995 sampai 2005. Taffler (1984) mengemukakan bahwa akan lebih tepat untuk menginterpretasikan model prediksi kebangkrutan sebagai suatu penjelasan mengenai kondisi perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan daripada prediksi kebangkrutan secara hakikat. Jadi, hasil prediksi penelitian tersebut digunakan untuk menjelaskan kondisi perusahaan kesulitan keuangan, demikian juga dengan pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kemungkinan kesulitan keuangan, dan estimasi peluang *survive*. Situasi dan upaya yang dilakukan manajemen perusahaan kesulitan juga dipelajari secara kualitatif sehingga menghasilkan gambaran yang baik. Selain itu, beberapa kebijakan perusahaan

tidak kesulitan keuangan ketika menghadapi krisis juga akan dipelajari sebagai perbandingan. Kebijakan tersebut adalah memperluas pasar, penghematan biaya, meningkatkan pengawasan, lebih berorientasi pada kebutuhan konsumen, serta menerapkan manajemen resiko yang baik.

Kontribusi Praktis

1. Prediksi kesulitan keuangan menunjukkan bahwa prediktor yang penting adalah rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset dan rasio pendapatan bersih terhadap jumlah aset. Jika rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset sudah mulai besar, maka kreditur dapat membuat kebijakan yang diperlukan, misalnya menarik piutangnya, atau menambah piutangnya untuk mengatasi kesulitan perusahaan tersebut, atau menambahkan klausul-klausul tertentu sehubungan dengan perjanjian kredit yang telah dibuat untuk menjamin klaimnya di kemudian hari, atau kebijakan lainnya. Kreditur juga perlu lebih objektif dalam memberikan pinjaman agar pinjaman tersebut dapat benar-benar meningkatkan produktifitas perusahaan. Bagi investor, hasil studi tentang kesulitan keuangan perusahaan bisa digunakan untuk menentukan sikap terhadap sekuritas yang dimilikinya, misalnya obligasi. Prediksi tentang perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan tersebut dapat berguna bagi investor untuk menentukan harga surat berharganya, atau memungkinkannya mengkonversi surat berharga dengan surat berharga yang lain. Atau bahkan menentukan sikap untuk melakukan perjanjian baru dengan manajemen perusahaan (Harianto dan Sudomo, 2001).
2. Auditor dalam pertimbangan mengenai kemampuan *going concern* perusahaan yang diauditnya dapat memperhatikan rasio hutang bank terhadap jumlah aset dan rasio profitabilitas ini. Bila pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya sudah terlalu besar dan profitabilitas perusahaan sudah negatif, terutama jika terjadi selama beberapa tahun, auditor perlu meningkatkan *professional judgement*nya.
3. Model prediksi satu tahun sebelum kesulitan dengan rasio jumlah kewajiban terhadap jumlah aset yang memberikan ketepatan prediksi sebesar 94,8% dan model dengan rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset yang

memberikan ketepatan prediksi sebesar 93,1% pada penelitian tersebut dapat bermanfaat bagi manajer perusahaan sebagai pedoman untuk menaksir kondisi perusahaannya. Pedoman tersebut bukan sesuatu yang mutlak karena model prediksi ini dibuat sehubungan dengan kondisi akibat krisis 1997 yang mungkin berbeda dengan kondisi perusahaan yang ditaksir, selain itu jenis industri, lingkungan, dan masa penelitian ini dibuat juga tidak sama. Model yang dapat dijadikan pedoman tersebut adalah:

$$P_i = 1 / [1 + \exp (-4,254 + 15,272x_{a1} - 35,828x_{a2})], \text{ dan}$$

$$P_i = 1 / [1 + \exp (-5,472 + 9,555x_{a8} - 32,347x_{a2})]$$

Fungsi distribusi logistik tersebut dapat lebih disederhanakan menjadi:

$$P_i = 1 / [1 + 2,71828^{-(-4,254 + 15,272x_{a1} - 35,828x_{a2})}], \text{ dan}$$

$$P_i = 1 / [1 + 2,71828^{-(-5,472 + 9,555x_{a8} - 32,347x_{a2})}]$$

P_i = probabilitas kesulitan keuangan, nilainya terletak antara 1 dan 0. Ekstrim 1 menunjukkan kesulitan keuangan, sedangkan ekstrim 0 menunjukkan tidak kesulitan keuangan.

x_{a1} = rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset

x_{a2} = rasio pendapatan bersih terhadap jumlah aset

x_{a8} = rasio jumlah kewajiban terhadap jumlah aset

Bila probabilitas mencapai angka 1 berarti perusahaan sudah memasuki status kesulitan keuangan yang paling parah, sedangkan bila mencapai angka 0 berarti perusahaan tidak kesulitan keuangan. Merujuk ke perusahaan yang diteliti, angka P_i di atas 0,90 menunjukkan kesulitan keuangan yang parah, sedangkan angka 0,10 ke bawah menunjukkan perusahaan yang sehat. Angka selainya dapat dipertimbangkan seperti penggunaan skala pada umumnya.

Contoh: bila x_{a1} sebesar 51,7% dan x_{a2} sebesar 3,7%, maka probabilitas kesulitan keuangan adalah 0,911. Angka ini mengindikasikan status kesulitan keuangan yang parah. Bila x_{a8} sebesar 23,3% dan x_{a2} sebesar 7,7%, maka probabilitas kesulitan keuangan adalah 0,001. Angka ini mengindikasikan perusahaan tidak kesulitan keuangan.

4. Dalam penentuan *rating credit* atau pengukuran resiko portfolio para analis dapat pula menggunakan indikator temuan penelitian ini, khususnya rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset yang sangat sensitif terhadap kemungkinan kesulitan keuangan.
5. Bagi perusahaan jasa penilai, ketika akan menilai properti yang menghasilkan pendapatan (*income producing property*) dapat mempertimbangkan rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset rata-rata industri untuk menetapkan resiko guna menetapkan tingkat bunga dan tingkat kapitalisasi, demikian juga ketika melakukan penilaian usaha (*business valuation*). Ketika membuat studi kelayakan, profitabilitas perusahaan yang ada dapat dipertimbangkan untuk membuat proyeksi arus kas masuk dan keluar.
6. Perusahaan dengan kepemilikan asing yang besar dapat mempertahankan profitabilitasnya semasa krisis dan rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset bisa semakin menurun. Selain karena memang didukung modal yang kuat, mungkin dewan direktornya benar-benar berkredibilitas dan pengawasan yang dilakukan cukup baik. Praktisi bisnis dan para penagak tata kelola perusahaan perlu mendalami hal ini sehingga memilih direktur yang benar-benar berkredibilitas dan melakukan pengawasan dengan lebih baik.
7. Perusahaan kesulitan keuangan yang ingin *survive* dapat melakukan *creditor equity stake* dengan resiko sebahagian kepemilikan akan berpindah ke pihak luar.
8. Pemerintah dapat menggunakan hasil penelitian ini guna mengambil sikap dan mengeluarkan peraturan untuk melindungi masyarakat dan negara dari kerugian yang mungkin ditimbulkan akibat kesulitan keuangan. Penelitian menunjukkan bahwa pemerintah sudah cukup berperan membantu perusahaan kesulitan keuangan, namun belum berpengaruh signifikan dalam mengeluarkan perusahaan dari kesulitan. Semoga di masa depan peran pemerintah lebih baik lagi.

Kesimpulan

Struktur modal yang didominasi oleh hutang sangat rentan terhadap krisis dan sangat berpeluang meningkatkan kesulitan keuangan untuk setiap kenaikannya. Pada masa krisis tingkat bunga dan kurs yang meningkat mengakibatkan peningkatan jumlah pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya. Rata-rata beban bunga bank dan lembaga keuangan lainnya untuk perusahaan FD tahun 1997, awal krisis, adalah 16,73%. Kurs meningkat tajam, padahal komposisi hutang bank dan lembaga keuangan lainnya perusahaan FD dalam mata uang asing cukup tinggi, yaitu 80,34% pada tahun 1996 dan 85,71% pada tahun 1997. Persentase hutang bank dan lembaga keuangan lainnya dalam US\$ terhadap jumlah hutang bank dan lembaga keuangan lainnya dalam mata uang asing juga cukup tinggi, yaitu 98,27% pada tahun 1996 dan 98,97% pada tahun 1997. Padahal kurs US\$ meningkat 1,95 kali lipat dari 31 Desember 1996 sampai 31 Desember 1997. Kerugian karena beban bunga dan selisih kurs yang tinggi, dan mungkin juga biaya-biaya yang meningkat pada masa krisis menyebabkan profitabilitas perusahaan FD menjadi negatif. Tingginya hutang dan rendahnya profitabilitas menyebabkan kesulitan keuangan perusahaan FD.

Hasil statistik menunjukkan bahwa model prediksi terbaik adalah model prediksi dengan rasio hutang bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset. Prediktornya adalah rasio hutang tersebut dan rasio profitabilitas berupa pendapatan bersih terhadap jumlah aset. Model ini menghasilkan ketepatan prediksi sebesar 94,8% dan mampu menjelaskan peluang terjadinya kesulitan keuangan dengan baik. Setiap kenaikan satu unit rasio pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset akan meningkatkan peluang kesulitan keuangan yang sangat besar. Rasio ini menjadi prediktor penting karena hutang bank dan lembaga keuangan lainnya mempunyai resiko yang besar, yaitu resiko karena tingkat bunga dan kurs mata uang asing; suatu hal yang kurang dapat ditangkap oleh rasio hutang yang umum digunakan peneliti (rasio jumlah kewajiban terhadap jumlah aset). Karena itu, perlu dilakukan manajemen resiko yang baik terhadap hutang bank dan lembaga keuangan lainnya.

Perusahaan FD yang memiliki kepemilikan asing lebih kecil mempunyai rasio hutang yang besar sehingga ukurannya juga menjadi besar, lebih besar daripada perusahaan NFD yang rasio hutangnya kecil. Ukuran (*size*) dilihat dari jumlah aset. Sedangkan jumlah aset dapat terwujud dari modal sendiri dan jumlah hutang. Jadi ukuran dapat menjadi besar karena modal sendiri yang besar atau karena jumlah hutang yang besar. Pada perusahaan FD, ukuran besar karena hutang yang besar. Ukuran

perusahaan FD yang besar ini tidak menjamin profitabilitas yang besar. Malah pada masa krisis perusahaan FD mengalami profitabilitas negatif. Pada saat hutang-hutang tersebut jatuh tempo, perusahaan FD tidak dapat memenuhi kewajibannya sehingga *default*. Kesulitan keuangan terjadi.

Kesulitan keuangan berakibat pada penghentian operasi, penutupan pabrik dan atau divisi, pengurangan produksi, penundaan proyek, penjualan aset dengan harga murah, penghapusan dividen, pengurangan jumlah karyawan, dan sebagainya. Kelangsungan usaha yang tidak pasti menyebabkan auditor tidak memberikan pendapat dalam laporan keuangan sebahagian besar perusahaan kesulitan keuangan yang diauditnya. Perusahaan FD melakukan negosiasi untuk merestrukturisasi hutang-hutangnya yang bermasalah. Negosiasi ini memakan waktu yang tidak sebentar dan memerlukan bantuan berbagai pihak seperti pemerintah dan penasihat keuangan.

Peran pemerintah dalam membantu perusahaan kesulitan keuangan terwujud melalui BPPN, STPJ, KKSK, pengadilan niaga, dan peraturan yang dikeluarkan. BPPN adalah lembaga khusus yang dibentuk pemerintah yang salah satu fungsinya adalah untuk membantu restrukturisasi hutang perusahaan. BPPN menjadi mediasi dalam proses restrukturisasi hutang perusahaan kesulitan dan membantu dengan menjualkan hutang-hutang perusahaan ke pihak lain yang kebanyakan adalah pihak asing. STPJ dibentuk sebagai fasilitator dan mediator penyelesaian restrukturisasi hutang-hutang swasta di luar pengadilan. Perusahaan yang memanfaatkan jasa STPJ diberi keringanan pajak oleh pemerintah. KKSK berperan menetapkan tingkat bunga untuk hutang perusahaan kesulitan kepada BPPN. Hutang kepada BPPN timbul dari pengalihan hutang kepada bank-bank yang dilikuidasi. Pengadilan niaga dapat berperan dalam proses restrukturisasi, mengesahkan keputusan restrukturisasi antara perusahaan kesulitan dan krediturnya, serta menolak tuntutan pailit dari para kreditur. Peraturan yang berkaitan dengan pengangguhan beban selisih kurs dan revaluasi aktiva tetap juga membantu perusahaan.

Kreditur berperan pada masa-masa kesulitan keuangan. Misalnya dengan pemberian keringanan beban bunga, pengurangan pokok pinjaman, memperpanjang masa jatuh tempo, dan *creditor equity stake*. Dengan *creditor equity stake*, banyak perusahaan FD dapat kembali *survive* sebagai perusahaan independen walaupun sebahagian besar kepemilikan berpindah ke tangan asing karena hampir seluruh kreditur yang melakukan *equity stake* pada perusahaan FD adalah kreditur asing.

Menurut Gilson (1990), kreditur mungkin ingin memaksimalkan pembayaran penuh jika setelah restrukturisasi perusahaan dapat *survive*.

Penelitian menunjukkan bahwa ada perusahaan kesulitan keuangan yang tetap kesulitan keuangan sampai tahun 2005 (46,67%), namun ada yang dapat *survive* sebagai perusahaan independen (53,33%). Kesulitan keuangan perusahaan tidak selalu berakhir dengan kebangkrutan.

Perusahaan FD *survive* dengan suntikan modal kreditur asing. Artinya sebahagian besar kepemilikan jatuh ke tangan asing. Perusahaan kesulitan keuangan memang memerlukan dana tambahan. Modal pemerintah tidak mungkin diharapkan karena pemerintah masih harus membenahi masalah-masalah lain seperti kemiskinan, pendidikan, dan pemberantasan korupsi. Jalan keluar agar perusahaan tidak pindah ke pihak asing mungkin adalah dengan menjual sebagian aset-aset perusahaan atau mungkin dengan penambahan modal dari pemilik perusahaan dan keluarganya karena ada kemungkinan bahwa pemilik perusahaan kesulitan dan keluarganya tersebut masih memiliki kekayaan pribadi. Namun hal ini tidak selalu dilakukan. Kemungkinan karena takut akan resiko yang akan dihadapi, sehingga lebih aman bila kekayaan tersebut disimpan di bank luar negeri saja.

Rata-rata kepemilikan asing pada perusahaan NFD lebih tinggi daripada kepemilikan asing di perusahaan FD. Memang ada beberapa perusahaan NFD (17,86%) yang tidak pernah mempunyai kepemilikan asing selama tahun pengamatan sebagaimana yang terlihat dalam susunan pemegang sahamnya dalam laporan keuangan dan ini menunjukkan bahwa ada perusahaan milik anak bangsa Indonesia yang mampu mengatasi dampak krisis, tetapi secara rata-rata jumlah kepemilikan asing seluruh perusahaan NFD memang besar. Investor asing ini terutama berupa investor strategis asing, yang menempatkan wakilnya dalam perusahaan guna meningkatkan kinerja perusahaan dan sebagai sarana *monitoring*. Perusahaan NFD memiliki lebih banyak dewan direktur, yang sebahagian besar di antaranya adalah orang asing. Jumlah dewan direktur berpengaruh negatif terhadap kemungkinan kesulitan keuangan. Ini dapat menjawab teori *resources dependence*, bahwa perusahaan tergantung pada dewannya untuk mengelola sumber daya dengan baik.

Perusahaan NFD yang memang sudah memiliki kecukupan modal sendiri ternyata terus menghasilkan profitabilitas positif karena penjualannya meningkat. Selain itu, perusahaan NFD juga tidak terlalu banyak melakukan penambahan investasi sehingga kurang memerlukan hutang bank dan lembaga keuangan lainnya, akibatnya rasio hutang bank dan

lembaga keuangan lainnya terhadap jumlah aset menjadi kecil. Sebaliknya perusahaan FD yang awalnya memiliki rasio hutang yang besar, saat kesulitan berupaya membuat hutang baru yang kurang beresiko seperti obligasi sampai yang lebih beresiko seperti obligasi konversi, dan akhirnya mengeluarkan saham baru yang risikonya lebih besar. Teori *pecking order* jelas tergambar di sana.

Pergantian direktur utama tidak signifikan mempengaruhi kemungkinan kesulitan keuangan. Perusahaan FD, dan juga NFD, tidak sering melakukan pergantian direktur utama semasa krisis, kemungkinan karena memang tidak ada budaya suksesi, atau mungkin karena khawatir akan menimbulkan masalah baru sesuai dengan teori *succession - crisis*. Tetapi yang jelas, pada perusahaan FD ada pembatasan yang dibuat kreditur sehubungan dengan perjanjian kredit bahwa perusahaan harus mendapat persetujuan dari pihak bank bila mengubah susunan pengurus, direktur, dan komisaris perusahaan. Bahkan ada pembatasan pembagian dividen untuk pemegang saham dan pembatasan remunerasi untuk direksi. Hal ini sesuai dengan teori bahwa dalam konteks insolvensi *governance* ditujukan untuk memaksimalkan keuntungan bagi kreditur, bukan pemegang saham.

Proporsi komisaris independen dalam dewan komisaris semakin meningkat dalam perusahaan FD dan NFD sehubungan dengan peraturan yang dikeluarkan pihak bursa dan Bapepam tahun 2000. Namun sampai tahun 2005 belum semua perusahaan memiliki proporsi komisaris independen dengan jumlah minimal yang disyaratkan, yaitu 30%.

Proporsi komisaris independen ini tidak signifikan mempengaruhi kemungkinan kesulitan keuangan. Kemungkinan pengangkatan hanya untuk memenuhi kewajiban saja atau memang pengangkatannya sudah terlambat, karena kesulitan keuangan sudah terjadi. Penelitian Elloumi dan Gueyie (2001) di Kanada menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berhubungan negatif dengan status kesulitan keuangan. Semakin tinggi proporsi komisaris independen, maka kemungkinan kesulitan semakin kecil.

Penelitian tersebut menemukan gambaran perusahaan sebelum krisis 1997, situasi dan upaya yang dilakukan ketika kesulitan keuangan, prediksi kesulitan keuangan, pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kemungkinan *survive*, dan pembuka peluang *survive*. Hal ini dapat ditangkap karena penelitian *longitudinal* ini dilakukan dalam jangka panjang, 11 tahun. Perusahaan memiliki sejarah yang dinamis, karena itu teori *pecking order* juga dapat dibuktikan di sini. Demikian pula masalah

kepemilikan, dari yang semula sedikit kepemilikan asing akhirnya menjadi banyak karena hutang besar tak terbayar dikonversi menjadi ekuitas. Perkembangan komisaris independen juga terlihat, dari belum ada sampai memenuhi persyaratan secara kuantitas.

Saran

1. Perusahaan harus membuat studi kelayakan yang baik dan benar bila hendak mengajukan hutang pada bank dan atau mengeluarkan obligasi. Yakinkan bahwa tingkat pengembalian akan di atas tingkat bunga. Jangan memaksakan ekspansi. Kemungkinan kondisi ekonomi yang memburuk di masa depan juga perlu dipertimbangkan. Krisis 1997 memang tidak terduga sehingga perusahaan tidak menyadari dampak hutang yang telah dimilikinya. Kedepan, analisis sensitivitas untuk melihat dampak inflasi perlu dilakukan dalam pembuatan studi kelayakan dengan bercermin pada sejarah dan siklus krisis ekonomi masa lalu. Apabila studi kelayakan telah dilakukan dengan baik, maka perusahaan dapat berhutang.
2. Manajer harus melakukan manajemen resiko dan *hedging* dengan baik. Selain itu, manajer perlu lebih mewaspadaai struktur modal dengan komposisi hutang bank dan lembaga keuangan lainnya, misalnya yang sudah mencapai 46% (angka ini berasal dari struktur modal perusahaan FD tahun 1996, setahun sebelum krisis ekonomi), daripada hanya mewaspadaai komposisi total kewajiban saja. Karena, *ceteris paribus*, kenaikan 1 unit pinjaman bank dan lembaga keuangan lainnya akan meningkatkan peluang kesulitan keuangan yang besar. Lebih besar daripada kenaikan 1 unit jumlah kewajiban. Manajer harus menimbang *range* struktur modal yang optimal. Hutang memang diperlukan untuk pengembangan usaha, namun bila terlalu banyak akan menimbulkan kesulitan keuangan (model *trade-off*). Bila sudah terlihat tanda-tanda kesulitan keuangan, manajer hendaknya segera mengambil langkah-langkah yang diperlukan, misalnya perampingan usaha dan melakukan negosiasi dengan kreditur.
3. Penilai, ketika melakukan tugas pengawasan hutang bank hendaknya selalu mengontrol agar pengeluaran tetap sesuai dengan tujuan hutang. Hal ini dapat membantu perusahaan agar tidak mengalami kegagalan hutang dalam kondisi normal.

4. Ciptakan tata kelola perusahaan yang baik. Pilih komisaris independen yang benar-benar independen. Ada 1 perusahaan dalam penelitian yang komisaris independennya memiliki saham di perusahaan. Pengertian independen perlu diluruskan. Komisaris independen yang diangkat perusahaan hendaknya memiliki kriteria yang diharapkan, yaitu memiliki integritas dan kejujuran yang tidak pernah diragukan, memahami seluk beluk pengelolaan bisnis dan keuangan perusahaan, memahami dan mampu membaca laporan keuangan perusahaan dan implikasinya terhadap strategi bisnis, memahami seluk beluk industri yang digeluti perusahaan, memiliki kepekaan terhadap perkembangan lingkungan yang dapat mempengaruhi bisnis perusahaan, memiliki wawasan yang luas dan kemampuan berfikir strategis, memiliki karakter sebagai pemimpin yang profesional, memiliki kemampuan berkomunikasi serta kemampuan untuk mempengaruhi dan bekerjasama dengan orang lain, memiliki komitmen dan konsisten dalam melakukan profesinya sebagai komisaris independen, serta memiliki kemampuan untuk berfikir objektif dan independen secara profesional; memiliki kriteria sebagai berikut: tidak memiliki hubungan afiliasi dengan pemegang saham pengendali, tidak memiliki hubungan afiliasi dengan direktur dan/atau komisaris lainnya pada perusahaan yang bersangkutan, tidak menduduki jabatan eksekutif pada perusahaan dan perusahaan lainnya yang terafiliasi dalam jangka waktu 3 tahun terakhir, tidak menjadi partner atau *principal* di perusahaan konsultan yang memberikan jasa pelayanan profesional pada perusahaan dan perusahaan lainnya yang terafiliasi, tidak menjadi pemasok dan pelanggan signifikan dari perusahaan atau perusahaan lainnya yang terafiliasi, serta tidak memiliki hubungan yang mengikat dengan perusahaan atau perusahaan lainnya yang terafiliasi kecuali hanya sebagai komisaris independen (Zaini, 2005); berkaliber, berkredibilitas, mempunyai keahlian yang diperlukan dan berpengalaman (*Malaysian Code of Corporate Governance*, 2001); serta aktif (Barton dan Wong, 2006). Bila komisaris independen yang diangkat memenuhi kriteria-kriteria tersebut, maka diharapkan komisaris independen ini akan dapat menjalankan fungsinya sebagai pengawas dan penasihat direksi, dapat memastikan perusahaan memiliki strategi bisnis yang efektif (termasuk di dalamnya memantau jadwal, anggaran, dan efektifitas strategi tersebut), memastikan perusahaan memiliki eksekutif dan manajer yang profesional, memastikan perusahaan memiliki informasi, sistem pengendalian, dan sistem audit yang bekerja

dengan baik, memastikan perusahaan mematuhi hukum dan perundangan yang berlaku maupun nilai-nilai yang ditetapkan perusahaan dalam menjalankan operasinya, memastikan resiko dan potensi krisis selalu diidentifikasi dan dikelola dengan baik, serta memastikan prinsip-prinsip dan praktek *Good Corporate Governance* dipatuhi dan diterapkan dengan baik (Zaini, 2005).

5. Pemerintah hendaknya selalu membina dan mengayomi perusahaan melalui pelatihan manajemen dan mungkin juga pengawasan sehingga tidak terjadi kesulitan. Membantu perkembangan perusahaan (*fostering*) sejak awal agar kelangsungan usaha perusahaan, termasuk perusahaan yang terdaftar di BEJ, dapat selalu terwujud. Kelangsungan hidup perusahaan yang terdaftar di BEJ pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja pasar modal Indonesia. Secara makro pemerintah perlu mengawal tingkat bunga. Bila kesulitan keuangan perusahaan telah terjadi, pemerintah, melalui lembaga yang ditunjuk, perlu menjadi mediasi negosiasi hutang yang handal. Bila tidak terlalu mendesak, pemerintah, melalui BPPN tidak perlu menjual hutang-hutang perusahaan ke kreditur asing karena perusahaan akan kewalahan membina hubungan baru dan menentukan tingkat bunganya dengan kreditur baru tersebut. Bila memang harus dijual, maka penjualan harus ditujukan untuk memaksimalkan kepentingan perusahaan. Dan mungkin, untuk kasus tertentu, akan lebih baik bila yang dijual adalah aset perusahaan yang kurang optimal penggunaannya, daripada menjual hutang. Jagalah harkat dan martabat bangsa kita. Walaupun kinerja dan penampilan fisik perusahaan akan tampak lebih baik bila kepemilikan berpindah ke tangan asing, namun perlu disadari bahwa kepemilikan asing merupakan penjajahan dalam bentuk lain. Walaupun ketergantungan pada modal asing masih ada, namun perlu direnungkan bahwa perusahaan asing yang kuat dapat mematikan usaha kecil yang lemah, manajer yang direkrut mungkin juga orang asing, penggunaan mesin yang canggih dan kurang mengandalkan tenaga buruh tidak membantu mengatasi masalah pengangguran, kepemilikan asing yang besar menyebabkan keuntungan atau dividen mengalir ke luar negeri, pajak yang dibayar belum tentu lebih besar, *multiplier effect* belum tentu terjadi, dan masuknya investor asing di tengah perjalanan hidup perusahaan dapat menimbulkan reaksi dari karyawan. Contohnya pada Semen Gresik, ketika investor asing dari Mexico (yaitu Cemex) masuk melalui penyertaan

kepemilikan saham, para karyawan menentang sehingga terjadi kegiatan-kegiatan yang kontraproduktif. Hal yang sama juga dialami oleh Indosat, serikat pekerja Indosat menentang kemasukan investor asing (Zaroni, 2004). Ketergantungan pada modal asing perlu dikurangi.

6. Krisis 1997 juga merupakan ancaman bagi perusahaan NFD walaupun perusahaan ini memang agak kokoh sejak awal. Namun kebijakan yang dilakukan untuk mengantisipasi kondisi ekonomi yang buruk tersebut cukup baik. Perusahaan lain dapat mengadopsi langkah-langkah yang dilakukan satu dan atau beberapa dari perusahaan 28 NFD berikut ini.

Pemasaran dan Pejualan

1. memperluas pangsa pasar dalam negeri untuk meningkatkan *market share*
2. mempertahankan pangsa pasar yang ada
3. meningkatkan penjualan ekspor
4. meningkatkan kuantitas penjualan untuk menutupi biaya tetap perusahaan
5. menggiatkan usaha-usaha pemasaran dan iklan
6. meningkatkan harga jual atau menyesuaikan harga jual untuk produk-produk impor
7. meningkatkan kepuasan pelanggan.

Produksi dan investasi

1. meningkatkan produksi dan penjualan produk yang memiliki *margin* laba tinggi, misalnya dengan memproduksi barang-barang bermutu tinggi
2. meningkatkan mutu produksi sejalan dengan meningkatnya mutu pelayanan purna jual
3. meluncurkan produk baru
4. melakukan ikatan dengan beberapa pemasok untuk jasa perbaikan dan pemeliharaan baik di dalam maupun di luar negeri
5. melakukan efisiensi pada produksi, efisiensi bahan baku, mengurangi biaya-biaya yang tidak produktif, maupun dengan penurunan tenggang waktu produksi dan persediaan dengan mengimplementasikan teknologi informasi terpadu
6. meningkatkan kandungan lokal
7. mengendalikan biaya-biaya
8. mengurangi secara bertahap karyawan yang memiliki kinerja buruk

9. mengoptimalkan kapasitas produksi pada kapasitas penuh
10. mencari pemasok baru yang dapat memberikan harga kompetitif untuk mengurangi resiko bahan baku
11. melakukan investasi pada industri tertentu, baik di dalam maupun di luar negeri, sejauh diperoleh peluang yang tepat dan tingkat pengembalian aset yang menguntungkan serta memperhatikan resiko dan kondisi
12. menutup anak perusahaan
13. melindungi aktifitas bisnis perusahaan di masa sekarang dan masa yang akan datang
14. harga dan tingkat persediaan seluruh pembelian, terutama barang impor, diawasi dengan ketat.
15. jangka waktu kredit yang diberikan oleh pemasok dimanfaatkan secara maksimum.
16. meminimalisasi tingkat kesalahan produksi
17. menekan modal kerja pada level di bawah 1,6 kali dari rata-rata penjualan
18. mengembangkan *in line production* dengan cara menempatkan mesin produksi pada pabrik pelanggan utama tertentu sehingga dapat meningkatkan efisiensi bagi kedua belah pihak
19. memproduksi produk yang sesuai dengan kebutuhan pelanggan, berdaya saing global, dan mengembangkan komponennya.

Penjualan kredit dan piutang dagang

1. menelaah kembali kebijakan penjualan kredit
2. meningkatkan usaha kolektibilitas (penagihan piutang), mempersingkat umur piutang dengan pola yang saling menguntungkan
3. jangka waktu kredit kepada pelanggan dijaga serendah mungkin dan penagihannya dimonitor ketat.

Administrasi

Efisiensi pada bagian administrasi

Sumber daya manusia

meningkatkan sumber daya manusia

Sumber Dana

mempertahankan usaha bebas pinjaman dan tidak mempunyai rencana untuk meminjam dari bank untuk modal kerja dan rencana ekspansi (dilakukan oleh satu perusahaan NFD)

Pengawasan atau kontrol

1. meningkatkan pengawasan terhadap seluruh aktifitas dan operasional perusahaan untuk mencegah inefisiensi
2. pengawasan yang ketat terhadap seluruh sumber dana

Manajemen resiko

1. menerapkan manajemen keuangan yang berkelanjutan secara dinamis namun berhati-hati
2. manajemen resiko ditangani oleh perusahaan jasa keuangan
3. memonitor dan menganalisa faktor ekstern dan intern untuk pengelolaan resiko bisnis
4. memperkecil resiko usaha
5. menjaga resiko akibat kurs

Antisipasi dan Rekomendasi

Antisipasi kesulitan keuangan perusahaan dapat dilakukan dengan berbagai cara. Belajar dari sejarah, krisis atau resesi datang tiap 10 tahun sekali atau lebih. Perusahaan dapat memperkirakan kapan saat yang tepat memulai investasi jangka panjang, kapan mulai menggunakan hutang bank atau mengeluarkan obligasi, seberapa lama jatuh temponya, dan berapa banyak hutang yang digunakan.

Perusahaan juga perlu melakukan manajemen resiko dengan baik. Resiko dapat dikurangi dengan *hedging* finansial. Instrumen *hedging* dapat digunakan adalah *future*, kontrak *forward* dan opsi.

Hal lain yang dapat dilakukan untuk mengantisipasi dampak krisis seperti yang pernah dilakukan beberapa perusahaan manufaktur terbuka di Bursa Efek Indonesia adalah: melakukan efisiensi, mengimplementasikan teknologi terpadu, menelaah kembali kebijakan penjualan kredit dan meningkatkan kolektibilitas, dan melakukan pengawasan yang baik.

Krisis di Amerika mulai September 2008 menyebabkan beberapa bisnis komoditas di Indonesia sudah terkena dampaknya. Pertengahan Oktober 2008 beberapa pengumpul kecil kakao di Aceh dan Medan sudah gulung tikar karena tidak ada lagi permintaan dari Amerika sehingga harga turun. Bagi pebisnis kecil mungkin susah mengantisipasi hal ini. Tapi perusahaan besar mencoba melakukan diversifikasi usaha atau memperluas pangsa pasar. Misalnya bila terdapat penurunan ekspor akibat krisis Amerika, perusahaan dapat berusaha mencari peluang ekspor atau peluang bisnis yang lain.

Bila kesulitan keuangan telah terjadi, perusahaan dapat melakukan *creditor equity stake* sebagaimana dijelaskan sebelumnya agar hutang perusahaan berkurang dan ekuitas perusahaan tidak lagi negatif. Namun kepemilikan perusahaan berpindah kepada pihak lain, yang selalunya adalah investor asing.

Negosiasi dalam restrukturisasi hutang yang baik juga dapat membantu perusahaan keluar dari kesulitannya. Misalnya PT. Sorini Corporation, Tbk yang dengan bantuan penasihat keuangan dari Singapura dan Satuan Tugas Prakarsa Jakarta, berhasil merestrukturisasi hutangnya sehingga ada pengurangan pokok, transaksi *forward*, dan *derivative*.

Intinya, upaya keluar dari kesulitan keuangan perusahaan berfokus pada dua hal, yaitu hutang harus berkurang, dan ekuitas harus bertambah. Pengurangan hutang dapat dilakukan dengan negosiasi restrukturisasi yang baik. Peningkatan ekuitas dapat dilakukan dengan *creditor equity stake*, peningkatan penjualan melalui diversifikasi dan perluasan pasar, serta pengurangan biaya.

DAFTAR PUSTAKA

- Afzalurrahman, 1997. Muhammad sebagai Seorang Pedagang. 173-174. Penerbit Yayasan Swarna Bhummy.
- Alijoyo, F. Antonius. 2005. Rasio Keuangan dan Praktek *Corporate Governance*. Forum for *Corporate Governance* in Indonesia (FCGI). www.fcgi.or.id Diakses 20 Mei 2005
- Altman, Edward I, 1968. Financial Ratio, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*. **XXIII**(4): 589-609.
- Altman, Edward I, 1983. Corporate Financial Distress – A Complete Guide to Predicting, Avoiding, and Dealing with Bankruptcy. John Wiley & Sons. New York. p.1-7
- Altman, Edward I, 2000. Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta[®] Models. Paper. p.1-53 <http://pages.stern-nyu.edu/ealtman/zscore.pdf>
- Anandarajan, Murugan., Picheng Lee, and Asokan Anandarajan, 2001. Bankruptcy Prediction of Financially Stressed Firms: An Examination of the Predictive Accuracy of Artificial Neural Networks. *International Journal of Intelligent System in Accounting, Finance, & Managenent*. **10**: 69-81.
- Anonym a. Industry - Relative Ratios Revisited: The Case of Financial Distress. www.fma.org/neworleans/papers. Diakses 20 Februari 2006.
- Anonym b. Leader Guide for Managing Marines in Distress Financial Problem. www.usmc-mccs.org/leadersguide/personal/finistress.html. Diakses 2 Agustus 2008.
- Antam. 2003. Annual Report. PT. Aneka Tambang (Persero) Tbk. www.antam.com 1 Februari 2005.
- Asterbo, Thomas and Joachim K. Winter, 2002. More than a Dummy: The Probability of Failure, Survival and Acquisition of Firms in Financial Distress.
- Aziz, M. Adnan and Humjayon A Dar, 2006. Predicting Corporate Bankruptcy: Where We Stand? *Corporate Governance*. 6(1): 18-34.

- Basri, Muhammad Chatib. 2008. Mengkaji 5 Jurusan Antisipasi Krisis. *Bisnis Indonesia*, 17 Oktober 2008.
- Brigham, Eugene F and Joel F. Houston. 1998. *Fundamentals of Financial Management*. The Dryden Press. Eight Edition. p. 524-527.
- Brigham, Eugene F and Louis C. Gapenski. 1997. *Financial Management – Theory and Practice*. The Dryden Press. Eight Edition. p. 1034-1067.
- Brigham, Eugene F and Philip R. Daves. 2003. *Intermediate Financial Management*. Eight Edition. Thomson. South-Western. P. 837-859.
- Bollard, Alan, 2003. *Corporate Governance in the Financial Sector*. Annual Meeting of the Institute of Directors in New Zealand. Reserve Bank of New Zealand.
- Brockman, Erich N., James J. Hoffman, and David D. Dawley, 2006. A Contingency Theory of CEO Successor Choice and Post-Bankruptcy Strategic Change. *Journal of Managerial Issues*. **18**(2): 213-231.
- Casey, Cornelius and Norman Bartczak, 1985. Using Operating Cash Flow Data to Predict Financial Distress: Some Extension. *Journal of Accounting Research*. **23**(1): 384-401.
- Chatterjee, Sayan, Jeffrey S. Harrison, and Donald D. Bergh, 2003. Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing. *Strategic Management Journal*. **24**(1): 87-93.
- Coats, Pamela K and L. Franklin Fant, 1993. Recognizing Financial Distress Patterns Using a Neural Network Tool. *Financial Management*. **22** (3): 142-155.
- Copeland, Thomas E and J. Fred Weston. 1992. *Financial Theory and Corporate Policy*. Third Edition. McGraw Hill. p. 176-210.
- Daily, Catharine M. and Dan R. Dalton, 1994a. Corporate Governance and the Bankrupt Firm: an Empirical Assessment. *Strategic Management Journal*. **15**(8): 643-654.
- Daily, Catharine M. and Dan R. Dalton, 1994b. Bankruptcy and Corporate Governance: the Impact of the Board Composition and Structure. *Academy of Management Journal*. **37**(6): 1603-1618..

- Dambolena, IG., 1983. The Prediction of Corporate Failures. *Omega the International Journal of Management Science*. **11**(4): 355-364.
- Davis, Ronald B, 2003. Corporate Assets as a Trust: for Whom are Corporate Officers Trustees in Insolvency? The Rule of Incentives in Maintaining the Trust. *International Insolvency Review*. **12**(2): 113-131.
- Deng, Xiaolan and Zongjun Wang, 2006. Ownership Structure and Financial Distress: Evidence from Public Listed Companies in China. *International Journal of Management*. **23**(3): 486-5023.
- Du, Julan and Yi Dai, 2004. Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from East Asia. www.ccf.org.cn/cicf2004/papers/2-3-2.pdf. Diakses 2 Juli 2007.
- Elloumi, Fathi and Jean-Pierre Gueyie, 2001. Financial Distress and Corporate Governance: an Empirical Analysis. *Corporate Governance*. Bedford: **1**(1): 15-23.
- Fachrudin, 2004. Peramalan Kegagalan Syarikat. Disertasi. Fakulti Pengurusan. Universiti Sains Malaysia. Malaysia.
- Fachrudin, Khaira Amalia, 2007. Analisis Kesulitan Keuangan Perusahaan – Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 1995-2005. Disertasi. Program Pascasarjana. Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya. Malang.
- Lutfi, Muhammad. 2008. Krisis Finansial atau Bubble Tata Kelola? Bisnis Indonesia, 16 Oktober 2008.
- Gaban, Farid, 2003. “Regime Change” di Amerika. Jaringan Islam Liberal. 23 Pebruari 2003. www.islamlib.com/index.php?page=article&id=7.
- Ganesalingam, S and Kuldeep Kumar, 2001. Detection on Financial Distress via Multivariate Statistical Analysis. *Managerial Finance*. **27**(4): 45-56.
- Gibson, Michael S., 2003. Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. **38**(1): 231-251. Abstract.

- Griffin, John M. and Michael L. Lemmon, 2002. Book-to-Market Equity, Distress Risk, and Stock Returns. *Journal of Finance*. **LVII**(5): 2317-2336.
- Hadad, Muliaman D., Wimboh Santoso, dan Ita Rulina, 2003. Indikator Kepailitan di Indonesia: An Additional Early Warning Tools pada Stabilitas Sistem Keuangan. www.bi.go.id. Diakses 8 Januari 2005.
- Hall, Steven C., 2002. Predicting Financial Distress. *Journal of Financial Service Professionals*. May. p. 12-15.
- Hossari, Ghasan and Sheikh Rahman, 2005. A Comprehensive Formal Ranking of the Popularity of Financial Ratios in Multivariate Modeling of Corporate Collapse. *Journal of American Academy of Business*. Cambridge. **6**(1): 321-328.
- Husnan, Suad, 2001. Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional. *Jurnal Riset - Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*. PPAM STIE Yo. **1**(1): 1-12.
- Kahl, Matthias, 2001. Financial Distress as a Selection Mechanism: Evidence from the United States. Paper.
- Kahl, Matthias, 2002. Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation. *Journal of Finance*. **LVII**(1): 135-145.
- Kahya, Emel and Panayiotis Theodossiou, 1999. Predicting Corporate Financial Distress: a Time-Series CUSUM Methodology. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. **13**: 323-345.
- Kodrat, David Sukardi, 2005. Pola Rasio Keuangan dalam Business Cycle dan Pengaruhnya terhadap Harga Saham di Pasar Modal Indonesia (Studi pada Industri Real Estate yang Go Publik). Ringkasan Disertasi. Program Pascasarjana Universitas Brawijaya. Malang.
- Lee, Tsun-Shiou and Yin-Hua Yeh, 2004. Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance*. Abstract Proquest. **12**(3): 378.
- Lemmon, M.K., and Karlv Lins, 2003. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *The Journal of Finance*. **LVIII**(4): 1445-1468.
- Lin, Ching (Arthur) and Christine Chou, 2005. An Empirical Study on Corporate Governance Mechanism and Its Antecedence: Evidence

- from Taiwanese Venture Capital Industry. *Journal of American Academy of Business*. Cambridge. **6**(1): 155-160.
- Lizal, Lubomir, 2002. Determinants of Financial Distress: What Drives Bankruptcy in a Transition Economy? The Czech Republic Case. William Davidson Working Paper. **451**.
- Low, Soo-Wah, Fauzias Mat Nor and Puan Yatim, 2001. Predicting Corporate Financial Distress Using the Logit Model: the Case of Malaysia. *Asian Academy of Management Journal*. **6**(1): 49-61.
- Majmu' Syarif Kamil. 2003. CV. Penerbit Jumanatul Ali Art. Bandung
- Moh'd MA., Perry LG., and Rinbey JN., 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time Series Cross – Sectional Analysis. *The Finacial Review*. **33**: 85-98.
- Muranda, Zororo, 2006. Financial Distress and Corporate Governance in Zimbabwe Banks. *Corporate Governance*. **6**(5): 643.
- Museum BI. Sejarah Bank Indonesia. www.bi.go.id Diakses 1 Oktober 2006.
- Myers, Forest and Jane Padget, 2004. Corporate Governance: Do Tenth District Community Banks Stand? *Financial Industry Perspectives*. Fourth Quarter: 39-44.
- Nalbantoglu, Osman Nuri, 2003. Essay in Financial Economics. Thesis Doctor of Philosophy in the Subject of Business Economics. Harvard University.
- NetTel Africa, 2005. Network for Capacity Building and Knowledge Exchange in ITC Policy, Regulation, and Application. www.cbdd.wsu.edu/kewlcontent/cdoutput/TR505r/page40.htm Diakses 2 Januari 2005.
- Ohlson, James A, 1980. Financial Ratios and Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*. **18**(1): 109-131.
- Parker, Susan, Gary F. Peters, and Howard F. Turetsky, 2002. Corporate Governance and Corporate Failure: A Survival Analysis. *Corporate Governance*. Bradford: **2**(2): 4-9.

- Parker, Susan, Gary F. Peters, and Howard F. Turetsky, 2005. Corporate Governance Factors and Auditor Going Concern Assessments. *Corporate Governance*. 4(3): 5-30.
- Pascoe, Janine and Shanty Rachagan, 2005. Key Development in Corporate Law Reform in Malaysia. *Singapore Journal of Legal Studies*. July: 93-114.
- Personal Financial Employee Education Foundation (PFEEF). 2005. Worker Financial Distress. www.ethmasgarman.net/features. Diakses 18 Agustus 2008.
- Persons, Obeua S, 1999. Using Financial Information to Differentiate Failed vs Surviving Finance Companies in Thailand: An Implication for Emerging Economies. *Multinational Finance Journal*. 3(2): 127-146.
- Reynolds, Stephen, 2002. Forecasting the Probability of Failure of Thailand's Financial Companies in the Asian Financial Crisis. *Economic Development and Cultural Change*. 51(1): 237-247.
- Scherrer, Philip S, 2002. Director's and Officers' Responsibilities. *Business Credit*. p. 64-65.
- Sudarma, Made, 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. Ringkasan Disertasi. Program Pascasarjana. Universitas Brawijaya. Malang.
- Sulaiman, Mohamed, Ang Jili and Ahmadu Umaru Sanda, 2001. Predicting Corporate Failure in Malaysia: An Application of the Logit Model to Financial Ratio Analysis. *Asian Academy of Management Journal*. 6(1): 99-118.
- Sulistiyanto, H. Sri, 2003. Good Corporate Governance: Bisakah Meningkatkan Kepercayaan Masyarakat? *Journal Ekonomi dan Bisnis – Ekobis*. 4 (1) www.artikel.us/sulistiyanto1.html. Diakses 8 Januari 2005.
- Sutawinangun, T.B.M. Nazmudin, 2006. Penerapan Corporate Governance di Tahun 2003. www.cic-fcgi.org/news. Diakses 10 September 2006.

- Syakhroza, Akhmad, 2003. Best Practices Corporate Governance dalam Konteks Kondisi Lokal Perbankan Indonesia. *Usahawan*. **6**(XXXII): 13-20.
- Tam, Ky, 1991. Neural Networks Model and Prediction of Bank Bankruptcy. *Journal of Management Science*. **19**(5): 429-445.
- Thomson, John, 2005. Governance of Banks in China. *Financial Market Trends*. **2**(89): 67-109.
- Tirapat and Nittayagasetwat, 1999. An Investigation of Thai Listed Firms' Financial Distress Using Macro and Micro Variables. *Multinational Finance Journal*. **3**(2): 103-125.
- Turetsky, Howard F. and Ruth Ann McEwen, 2001. An Empirical Investigation of Firm Longevity: A Model of the *Ex Ante* Predictors of Financial Distress. *Review of Quantitative Financial and Accounting*. **16**. p.323-332.
- Wardhani, Ratna, 2006. Mekanisme *Corporate Governance* dalam Perusahaan yang Mengalami Permasalahan Keuangan (*Financially Distressed Firms*). Simposium Nasional Akuntansi 9. Padang. 23-26 Agustus 2006.
- Weir, Charlie, David Laing, and Philip J. Mc Knight, 2002. Internal & External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK. Public Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*. **29**(5&6): 579-611.
- Whitaker, Richard B, 1999. Early Stage of Financial Distress. *Journal of Economics and Finance*. **23**(2): 122-133.
- Windham, Susan S. 2008. Financial Distress for Employees Means Lower Profit for Employers. The EdsaGroup. Financial Education Solutions. www.hrmreport.com/pastissue/article. Diakses 2 Agustus 2008.
- Yuliati, 2004. Komite Audit Indofarma Terima Keputusan Bapepam. Tempo Interaktif. www.tempo.co.id. Diakses 11 November 2004.
- Zaini, Subarto, 2006. Komisaris Independen. CIC-FCGI. www.cic-fcgi.org/news. Diakses 6 Desember 2006.
- Zaroni, 2004. Pengaruh Kepemilikan Pemerintah, Kepemilikan Asing, dan Pergantian CEO terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha Milik Negara sesudah Diprivatisasi. SNA VII Denpasar, Bali, 2-3 Desember 2004.

Zopounidis, Constantin and Michael Doumpos, 1999. A Multicriteria Decision Aid Methodology for Sorting Decision Problems: The Case of Financial Distress. *Computational Economics*. **14**(3): 197-218.