

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 kreditur dengan dasar pro rata dengan secepat dan seefisien mungkin. Distribusi aset yang rapi dan adil kepada kreditur 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 kreditur 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 kreditur bahwa ia dapat berhasil di pasar dengan mengimplementasikan strategi perencanaan baru. Ketika menghasilkan laba, perusahaan dapat membayar kembali kreditur, 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 kreditur. 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 kreditur, 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 kreditur 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, kemampulabaan, 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. Alamiah 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.