

FAKTOR-FAKTOR PELUANG PADA PERUSAHAAN PERUSAHAAN YANG TERKENA DAMPAK KRISIS GLOBAL

Nina Rostina¹

Abstract

This research examines what factors that can increase a company's survival probability. Thirty financial distress companies in the years 1997-2005 with insolvency type were observed. At the end of 2005, as much as 53,33% companies could survive as an independent company. The data were examined relying on logistic regression. The covariates are operating performance, president director turnover, company's age, and creditor equity stake. The dependent variable is the company status. Survival is positively affected by its operating performance. The only other factor systematically increasing company's survival probability is the willingness of creditors to take an equity stake in the companies. Almost of all creditor equity stake in financially-distressed companies was executed by foreign creditor. President director turnover when the distress and company's age did not increasing company's survival.

Keywords: *survival probability, financial distress, and creditor equity stake*

1. PENDAHULUAN

Kesulitan keuangan (financial distress) pada perusahaan terjadi 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). Perusahaan kesulitan keuangan (financial distress) ditandai dengan kerugian, hampir kehabisan tunai, memiliki kewajiban-kewajiban yang harus dibayar seperti gaji, biaya bunga pinjaman, biaya operasional rutin, dan biaya-biaya tetap lainnya (Djajendra, 2007), dililit hutang, karyawan berseteru dengan top manajemen, mulai ditinggalkan pelanggan karena kualitas layanan yang sangat buruk (Sembel, 2003), mengalami penurunan dalam pertumbuhan, kemampuan, dan aset tetap, serta peningkatan dalam tingkatan persediaan relatif terhadap perusahaan yang sehat (Kahya dan Theodossiou, 1999), 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).

Terdapat lima tipe kesulitan keuangan menurut Brigham dan Gapenski (1997), yaitu economic failure, business failure, technical insolvency, insolvency in bankruptcy, dan legal bankruptcy. Economic failure berarti pendapatan perusahaan tidak dapat menutupi jumlah biaya, termasuk biaya modalnya. Business failure terjadi bila bisnis menghentikan operasi dengan akibat kerugian ke kreditur. Technical insolvency (equity insolvency menurut istilah Altman, 1983) adalah ketidakmampuan memenuhi kewajiban lancar ketika jatuh tempo, menunjukkan kekurangan likuiditas secara temporer. Pada kasus ini biasanya kreditur mau membantu melalui restrukturisasi hutang. Insolvency in bankruptcy (bankruptcy insolvency menurut istilah Altman, 1983) tergambar dari nilai buku hutang yang melebihi nilai pasar aset. Masalah ini bersifat permanen dan

mengarah pada likuidasi bisnis. Legal bankruptcy adalah bangkrut secara hukum, terjadi bila telah diajukan tuntutan secara resmi sesuai undang-undang.

Ada beberapa strategi yang dapat dilakukan agar perusahaan kesulitan keuangan dapat bangkit kembali dan meraih survive. Pertama, mencetak laba. Laba dapat ditingkatkan dengan menghemat biaya, misalnya dengan memangkas divisi atau unit bisnis yang merugi, dan memangkas biaya yang tidak realisasikan. Pada kasus kesulitan keuangan yang tidak terlalu parah, perbaikan kondisi keuangan dapat dilakukan dengan meningkatkan pendapatan melalui penjualan yang didukung oleh usaha-usaha pemasaran. Analisa pasar perlu dilakukan untuk memenangkan persaingan. Perusahaan juga perlu menemukan keunggulan komparatif sebagaimana yang dilakukan beberapa perusahaan penerbangan di Indonesia ketika sedang kesulitan.

Kedua, mengubah cash flow menjadi positif, misalnya dengan restrukturisasi hutang dan penghematan. Restrukturisasi hutang dapat dilakukan dengan negosiasi ulang dan penjadwalan kembali hutang. Jika kreditur memilih kebangkrutan perusahaan, maka uang mereka tidak akan kembali, tetapi jika membantu perusahaan, maka perusahaan (contoh Antevie) dapat melakukan perubahan manajemen dan perbaikan perusahaan secara total sehingga uang mereka akan kembali. 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).

Ketiga, memperbaiki kinerja dengan melakukan perbaikan ke arah yang positif, misalnya dengan merespon keinginan pelanggan. Tindakan ini juga berguna untuk mengembalikan kepercayaan pelanggan. Keempat, membangun budaya positif. Membangun budaya baru dapat dilakukan dengan regenerasi pimpinan yang memiliki highly motivated. Kelima, mendapatkan pinjaman berbiaya rendah. Keenam, membangun kepercayaan - antara lain kepercayaan karyawan, pemegang saham, pelanggan, dan masyarakat umum. Kepercayaan akan future value yang baik pada perusahaan Gillette telah meyakinkan tim manajemen eksekutif untuk samasama berjuang dan meyakinkan ribuan investor sehingga saham mayoritas gagal diambil alih orang-orang yang hanya akan mengambil keuntungan pribadi (Sembel, 2003).

Ketujuh, menyusun kekuatan. Mengumpulkan orang-orang terbaik dan mengurangi orang yang tidak tepat akan menghasilkan kekuatan inti yang akan memodifikasi atau membuat perubahan radikal (Sembel, 2003).

Dalam krisis, peran pemimpin sangat diharapkan. Pemimpin tidak boleh menganggap krisis sebagai halangan, melainkan sarana pembaharuan. Ancaman (threats) dapat digali menjadi peluang (opportunities). Pemimpin perlu mengoptimalkan kehadirannya dalam perusahaan, dan membina diri secara cepat agar dapat melaksanakan multi peran, baik sebagai pemikir, pelaksana, pengawas, maupun penasehat perusahaan (Susanto, 1999).

Insider turnover atau turnover manajemen dan direktur atau pemimpin 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 manajer 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).

2. Tinjauan Pustaka

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 hal tersebut 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).

Sebaliknya, succession-adaptation menganjurkan perlunya turnover eksekutif dengan menekankan keuntungan dari keragaman manajerial atas pembuatan keputusan strategik dan kemampuan perusahaan bereaksi terhadap perubahan lingkungan (Virany et. al, 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 meniupkan wawasan baru untuk situasi perubahan, memudahkan tindakandrastis seperti pemotongan anggaran untuk program-program yang sudah ditetapkan (Pearce dan Robinson, 2003).

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 berangsurangsur 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).

Dalam kasus kesulitan keuangan yang parah, perusahaan dapat menjadi bangkrut atau kehilangan independensi melalui merger. Namun tidak tertutup kemungkinan untuk kembali survive bila strategi yang digunakan tepat. Perusahaan dikatakan telah pulih dari kesulitan keuangan bila arus kas lebih besar dari hutang jangka panjang yang jatuh tempo pada tahun setelah serangan kesulitan keuangan terjadi Whittaker (1999).

Kahl (2001) menguraikan tanda perusahaan yang kembali survive sebagai perusahaan independen sebagai berikut: tidak dalam Chapter 11 (undangundang di Amerika yang mengatur kesulitan keuangan perusahaan),

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.

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.

Sebanyak 30 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (sekarang Bursa Efek Indonesia) mengalami kesulitan keuangan yang agak parah akibat krisis 1997 (Lampiran 1). Perusahaan-perusahaan tersebut mengalami kesulitan dengan tipe bankruptcy insolvency, yaitu nilai buku hutang melebihi nilai pasar aset, dan hal tersebut terjadi selama tiga tahun atau lebih pada kurun waktu yang berbeda-beda untuk setiap perusahaan. Kesulitan keuangan tersebut terjadi akibat perusahaan banyak berhutang dalam mata uang asing sehingga ketika krisis 1997 melanda jumlah hutang tersebut meningkat (Fachrudin, 2007). Perusahaan-perusahaan ini juga telah mengalami kerugian negatif selama tiga tahun atau lebih serta mengalami kegagalan hutang sehingga merestrukturisasi hutangnya kepada para kreditur. Sampai akhir tahun 2005, sebanyak 53,33% dari perusahaan tersebut dapat survive sebagai perusahaan independen, sedangkan sisanya belum survive dan bahkan ada yang telah delisting dari BEJ.

3. Metode Penelitian

Penelitian ini hendak melihat faktor yang menyebabkan perusahaan - perusahaan tersebut dapat kembali survive. Estimasi probabilitas survive perusahaan kesulitan keuangan dilakukan Kahl (2002) dengan menelusuri data perusahaan saat terserang kesulitan sampai beberapa tahun kemudian, ada yang survive dan ada yang tetap kesulitan dengan regresi probit. Sedangkan Parker et al. (2002) meneliti kemungkinan hidup perusahaan kesulitan keuangan dengan menelusuri data perusahaan dari saat survive sampai kesulitan dengan cox proportional hazard regression. Penelitian ini tidak mengadopsi metode Parker et al. (2002) karena penelitian mereka menggunakan data 8 tahun sebelum kesulitan sehingga bila diaplikasikan pada penelitian ini harus dipakai data tahun 1989 – 1997 yang tentu saja tidak up to date diteliti sekarang. Karena itu diadopsi metode Kahl (2002) dan variabelnya yang berupa pulangan aset (return on assets), dan konversi kewajiban menjadi ekuitas (creditor equity stake); selain itu diadopsi variabel pergantian direktur utama dari Parker et al. (2002); dan ditambah lagi dengan variabel umur perusahaan. Umur perusahaan diteliti Chancharat (2007) dalam meneliti probabilitas survive perusahaan kesulitan keuangan. Tetapi, umur perusahaan tersebut kurang signifikan dalam

menjelaskan probabilitas survive. Padahal umur perusahaan termasuk dalam faktor-faktor yang mempengaruhi kegagalan perusahaan selain ukuran, pertumbuhan, kondisi ekonomi makro, sektor industri, sumber daya manusia, tipe, dan lokasi perusahaan (Storey, 1994 dalam Dylan, 1996). Dengan demikian variabel independen penelitian ini adalah pulangan aset yang diukur dengan rata-rata dari pendapatan usaha terhadap jumlah aset, pergantian direktur utama selama kesulitan, umur perusahaan, dan creditor equity stake. Analisa dilakukan dengan regresi logistik yang sama-sama dapat digunakan untuk variabel independen yang bersifat dikotomi seperti halnya regresi probit, namun tidak memerlukan asumsi distribusi normal.

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Estimasi probabilitas survive yang dilakukan terhadap 30 perusahaan kesulitan keuangan dengan tipe bankruptcy insolvency (Lampiran 1) dengan pengamatan terakhir tahun 2005, menemukan bahwa terdapat 16 perusahaan FD yang survive, sedangkan 14 perusahaan lainnya belum survive.

Mean dari variabel independen yang digunakan dapat dilihat pada Tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1. Mean Indikator Keuangan, Karakteristik Tata Kelola Perusahaan, dan Length Perusahaan FD yang Survive dan yang belum Survive pada Masa Kesulitan Keuangan.

Tabel 1. Mean Indikator Keuangan, Karakteristik Tata Kelola Perusahaan, dan Length Perusahaan

Indikator Keuangan	Mean pada Perusahaan	
	Survive	Belum Survive
x1	0,00	-0,04
x2	0,50	0,64
x3	28,75	25,07
x4	0,88	0,14
Jumlah observasi (n)	16	14

sumber : Data, diolah

Tabel 2 : Hasil Regresi Logistik

Variabel Independen	B	Exp(B)
Constant	-5,174 (0,083)	0,006
x1	73,113 (0,057)	5,66E+31
x2	2,759 (0,243)	15,787
x3	-0,046 (0,703)	0,955
x4	10,277 (0,046)	29056,689
n		30
Hosmer and Lemeshow		0,764
Nagelkerke R Square		0,815
-2LL		28,264
Percentage Correct		96,7
Angka dalam kurung menunjukkan signifikansi, tanda * menunjukkan signifikan pada alpha 0,1 Variabel dependen adalah variabel dummy status perusahaan yang bernilai 1 jika perusahaan kesulitan keuangan telah survive, 0 selainnya. Variabel independen adalah : x1 = Rata-rata dari : laba usaha / jumlah aset saat kesulitan keuangan dengan tipe <i>bankruptcy insolvency</i> sampai setahun sebelum survive. x2 = jumlah pergantian direktur selama masa kesulitan keuangan x3 = umur perusahaan x4 = <i>creditor equity stake</i> , 1 jika perusahaan melakukan <i>creditor equity</i> <i>stake</i> , 0 selainnya		

Sumber: Data Diolah

Nilai Hosmer *and* Lemeshow *goodness of fittest statistics* menunjukkan probabilitas signifikansi 0,764 - lebih besar dari 0,05 - menunjukkan model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya dan dapat dipakai untuk analisis selanjutnya. Nagelkerke R Square 0,815 menunjukkan bahwa variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen adalah 81,5%. Angka -2LL sebesar 28,264 menunjukkan model fit karena penurunan tersebut lebih besar dari penurunan df dengan alpha 10% sesuai tabel *critical values of chisquare* (x^2), yaitu 7,78. Ketepatan klasifikasi menunjukkan angka 96,7%.

Penelitian ini menunjukkan bahwa peluang *survive* berkaitan dengan rata-rata dari rasi pendapatan usaha terhadap jumlah aset dari saat kesulitan keuangan dengan tipe *bankruptcy insolvency* sampai setahun sebelum *survive* dan *creditor equity stake*. Variabel pergantian direktur utama selama kesulitan keuangan dan umur perusahaan tidak berpengaruh untuk meningkatkan peluang *survive*.

4.1. PEMBAHASAN

Kinerja yang diukur dengan rata-rata dari pendapatan usaha terhadap jumlah aset (x1) signifikan (pada alpha 0,1) mempengaruhi peluang *survive* perusahaan kesulitan. Dari nilai koefisiennya yang positif dapat disimpulkan bahwa semakin baik kinerja semasa kesulitan keuangan, semakin besar peluang perusahaan untuk *survive*. Hal ini sesuai dengan temuan Fachrudin (2007).

Odds ratio atau Exp (B) menunjukkan bahwa *ceteris paribus*, setiap kenaikan 1 unit x2 akan meningkatkan peluang *survive* yang sangat besar. Hal ini

berarti probabilitas *survive* adalah 100% bila x2 meningkat 1 unit. Misalnya bila selama masa kesulitan perusahaan dapat meningkatkan pendapatan usaha sebanyak dua kali lipat, maka perusahaan tersebut pasti akan *survive*. Hal ini agak susah terwujud karena pada saat tidak kesulitan pun hal ini jarang tercapai, apalagi saat kesulitan.

Pergantian direktur utama selama kesulitan (x2) tidak signifikan mempengaruhi peluang *survive* perusahaan kesulitan. Pergantian direktur utama agak jarang dilakukan. Rata-rata x2 perusahaan *survive* adalah 0,50 sedangkan pada perusahaan yang belum *survive* adalah 0,64. Berarti selama masa kesulitan, secara rata-rata jumlah pergantian direktur utama tidak sampai 1 kali.

Hal ini tampak sesuai dengan teori *successioncrisis* yang mengatakan bahwa pergantian eksekutif mengganggu kinerja organisasi karena menambah ketidakpastian dan konflik, serta menurunkan semangat anggota organisasi (Hambrick dan D'Aveni, 1988). Juga sesuai dengan Wruck (1990) bahwa manajer yang sudah lama menjabat umumnya memahami operasi perusahaan secara detail. Gibson (2003) yang meneliti 1200 perusahaan dalam 8 *emerging market* menemukan dua hasil utama. Pertama, CEO di perusahaan emerging market lebih mungkin kehilangan pekerjaannya pada saat kinerja perusahaan memburuk, ini menunjukkan tata kelola perusahaan sudah efektif di emerging market. Kedua, khusus untuk perusahaan dengan kepemilikan lokal yang besar, tidak ada hubungan antara CEO turnover dan kinerja perusahaan, ini menunjukkan tata kelola perusahaan kelihatan tidak efektif. Bila alasan Gibson ini diterapkan di sini maka berarti perusahaan kesulitan keuangan yang memang memiliki kinerja buruk dan tidak signifikan pergantian direktur utamanya menunjukkan indikasi tata kelola yang tidak efektif. Padahal, bila dicermati lebih jauh ternyata ada pembatasan yang dibuat kreditur sehubungan dengan perjanjian kredit. Perjanjian kredit umumnya mensyaratkan perusahaan, antara lain, untuk terlebih dahulu memperoleh persetujuan dari bank untuk membagikan dividen, melakukan konsolidasi atau penggabungan usaha, menjual atau menerbitkan saham kepada pihak ketiga, menjual atau menyewakan aktiva, mengubah anggaran dasar dan susunan pengurus, direksi dan komisaris perusahaan. Dari 30 perusahaan kesulitan yang diamati dalam kurun waktu 1995 - 2005 ini diperoleh fakta bahwa 17 perusahaan (57%) mempunyai perjanjian kredit yang mensyaratkan persetujuan dari pihak bank untuk merubah struktur manajemennya. Hal ini sesuai dengan teori bahwa dalam konteks *insolvency, governance* ditujukan untuk memaksimalkan keuntungan bagi kreditur. Masalahnya bukan semata-mata nilai likuidasi atau nilai *going concern*. Tapi bagaimana perusahaan melanjutkan usaha selama periode terbatas. Perusahaan berpeluang melakukan negosiasi dengan kreditur. Pada periode interim ini, *governance* perusahaan menjadi sangat penting, karena kreditur memerlukan kepercayaan akan kemampuan pengambil keputusan perusahaan untuk merencanakan strategi *going forward*. Sebagai tambahan, kreditur memerlukan jaminan mengenai kesediaan dan kemampuan manajemen korporat untuk melindungi aset yang tersisa untuk sementara waktu sehingga tidak mengurangi kemampuan *recovery* kreditur (Davis, 2003).

Umur (x3) perusahaan tidak signifikan mempengaruhi peluang *survive* perusahaan kesulitan. Hal ini menunjukkan bahwa *survive* atau tidaknya suatu perusahaan tidak bergantung pada usianya. Pengalaman mengelola perusahaan tidak signifikan berhubungan dengan kinerja perusahaan selama *survive* (korelasi menunjukkan angka -0,118 dan tidak signifikan). Temuan ini sejalan dengan Chancharat *etal.* (2007).

Creditor equity stake berpeluang meningkatkan kemungkinan *survive* perusahaan kesulitan keuangan. Hal ini sesuai dengan Kahl (2001) dan Fachrudin (2007). Menurut Kahl (2001), pada prinsipnya ada dua cara bagi

perusahaan untuk menanggulangi kesulitan keuangan, yaitu meningkatkan kinerja operasi atau melalui pengurangan beban bunga (atau kombinasi keduanya). Pengurangan beban bunga bahkan juga hutang perusahaan karena ditukar dengan kepemilikan terbukti mengeluarkan perusahaan dari kesulitan pada penelitian ini.

Walaupun hasil penelitian menunjukkan *creditor equity stake* berpeluang terhadap kemungkinan *survive*, namun ada segelintir perusahaan yang dapat *survive* tanpa *equity stake*. Misalnya 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.

Sebaliknya, ada pula perusahaan kesulitan keuangan yang walaupun sudah melakukan *creditor equity stake* namun belum *survive* sampai akhir tahun 2005, yaitu SUDI dan SIPD. SUDI hanya memperoleh sedikit saham dari *creditor equity stake* yang dilakukan sehingga tidak memadai untuk menjadikan ekuitas menjadi positif. SIPD melakukan *creditor equity stake* sampai ekuitas menjadi positif tahun 2001, namun sampai tahun 2005 pendapatan bersih tetap negatif dan *interest coverage ratio* masih di bawah satu karena beban usaha dan beban lain-lain cukup besar.

Perusahaan kesulitan keuangan dapat *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.

5. Kesimpulan

5.1. Kesimpulan

Survival secara positif dipengaruhi oleh kinerja operasi. Satu-satunya faktor lain yang secara sistematis meningkatkan peluang *survive* perusahaan adalah ketersediaan kreditur untuk melakukan konversi hutang menjadi ekuitas perusahaan. Hampir semua konversi hutang menjadi ekuitas pada 53,33% perusahaan kesulitan keuangan dilakukan oleh kreditur asing.

5.2. Saran

Kesulitan keuangan perusahaan yang diobservasi ini disebabkan oleh membengkaknya pinjaman dalam mata uang asing akibat krisis 1997. Sebaiknya perusahaan melakukan lindung nilai untuk hutang dalam mata uang asing.

Perusahaan kesulitan keuangan memerlukan mediasi untuk menegosiasikan hutangnya dengan pihak kreditur. Sebaiknya dalam proses negosiasi dihindarkan kemungkinan bahwa hutang tersebut berpindah ke kreditur asing dan atau hutang tersebut dikonversi menjadi ekuitas pihak asing. Pemerintah, melalui lembaga yang ditunjuk, perlu menjadi mediasi negosiasi yang handal.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, Edward I. 1983. *Corporation Financial Distress – A Complete Guide to Predicting, Avoiding, and Dealing with Bankruptcy*. John Wiley & Sons. New York. p. 1-7
- Anonym a. *Industry – Relative Ratios Revisited: The Case of Financial Distress*. www.fma.org/neworleans/Papers. February, 20, 2006.
- Asterbo, Thomas and Joachim K. Winter, 2002. *More than a Dummy: The Probability of Failure, Survival and Acquisition of Firms in Financial Distress*.
- Brigham, Eugene G and Louis C. Gapenski. 1997. *Financial Management – Theory and Practice*. The Dryden Press. Eight Edition. p. 1034 – 1067.
- Brigham, Eugene F and Phillip R. Daves. 2003. *Intermediate Financial Management*. Eight Edition. Thomson. South-Western. p. 837-859.
- Chancharat, Nongnit., et al. 2007. Firm in Financial Distress, a Survival Model Analysis. *Paper. 20th Australasian Finance & Banking Conference*. August 20, 2007
- Cross, Lisa. 2003. Tools for a Company Turnaround. *Graphic Arts Monthly*. August. p. 36-38.
- Deng, Xiaolan and Zongjun Wang, 2006. Ownership Structure and Financial Distress: Evidence from Public Listed Companies in China. *International Journal of Management*. **23**(3): 486-502
- Elloumi, Fathi and Jean-Pierre Gueyie, 2001. Financial Distress and Corporate Governance: an Empirical Analysis. *Corporate Governance*. Bradford: 1 (1): 15 - 23.
- 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.
- Garson, G. David. 2005. *Binary Logistic Regression*. PA 765 Statnotes: An Online Textbook. www.David_Garson@ncsu.edu.
- Guner, Gursoy, 2004. Changing Corporate Ownership in the Turkish Market. *Journal of Transnational Management Development*. 10(2): 33 Abstract
- Kahl, Matthias, 2002. Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation. *Journal of Finance*. **LVII** (1): 135 – 145.
- Kahl, Matthias, 2001. *Financial Distress as a Selection Mechanism: Evidence from the United States*. Paper.
- Laitinen, Erkki K, 2005. Survival Analysis and Financial Distress Prediction: Finnish Evidence. *Review of Accounting & Finance* **4**(4): 76-91.
- NetTel Africa. Network for Capacity Building and Knowledge Exchange in ICT Policy, Regulation, and Application. 2004. <http://www.cbdd.wsu.edu/kewlcontent/cdoutput/TR505r/page40.htm>. 2 Januari 2002.
- Ohlson, James A, 1980. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*. 18(1): 109- 131
- Parker, Susan, Gary F. Peters, dan Howard F. Turetsky, 2002. Corporate Governance and Corporate Failure: A Survival Analysis. *Corporate Governance*. Bradford: **2**(2): 4-9.

- Parker, Susan, Gary F. Peters, dan Howard F. Turetsky, 2005. *Corporate Governance Factors and Auditor Going Concern Assessments*: **4** (3):5-30.
- Pearce and Robinson. 2003. *Management Strategic*. Eight Edition. McGraw-Hill Education. New York. p. 155 – 182.
- Sembel, Roy dan Sandra Sembel. 2003. *Keluar dari Masa Sulit: Strategi Menyelamatkan Perusahaan Sakit*. Sinar Harapan
- Susanto, A.B; 1999. *Survival Management: Implementasi Quantum Leadership dalam manajemen krisis*. Usahawan no.09 thn xxviii. Sept 09.
- 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 Finance and Accounting*. **16**. p.323-323.