

# Investasi pada Saham Perusahaan yang Menghadapi *Financial Distress*

Suroso

## Abstract

Makalah ini bertujuan menggambarkan fenomena *return* investasi pada saham perusahaan-perusahaan yang menghadapi *financial distress* di Bursa Efek Jakarta. Dengan meneliti dan mengkaji *return* investasi pada saham perusahaan yang mengalami *financial distress* di Bursa Efek Jakarta yang dilakukan dari tahun 2000 – 2004 diperoleh gambaran probabilitas menderita kerugian investasinya. Dan probabilitasnya menurun sejalan dengan makin panjangnya periode beli simpan yang dipilih. Secara rata-rata probabilitas investor tidak menderita kerugian bila dilakukan dengan strategi beli simpan 12 bulan atau lebih, yaitu antara *return* positif 11% - 19% per-tahun. Gambaran fenomena ini sedikit lebih rendah dari fenomena *return* investasi hasil kajian Ramaswami & Moeller (1990), yang besarnya mencapai 28% per tahun dengan rata-rata periode beli simpan 21,5 bulan

**Keywords ;** *Financial distress*

Ramaswami dan Moeller (1990) mencatat bahwa investasi pada saham perusahaan-perusahaan yang sedang menghadapi tekanan masalah keuangan (*investing in financially distressed firms*) dapat memperoleh *return* yang cukup tinggi.

Makalah ini bertujuan untuk mengkaji *return* saham perusahaan publik di BEJ yang menghadapi *financial distress*. Hasil kajian ini diharapkan dapat memberikan informasi yang berguna bagi para investor yang tertarik pada saham perusahaan-perusahaan yang sedang menghadapi *financial distress* tersebut.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Batasan *Financial Distress*

*Financial distress* adalah situasi di mana arus kas hasil operasi perusahaan

tidak cukup untuk memenuhi kewajiban perusahaan. Batasan ini dapat diperluas terkait dengan masalah *insolvency* (Ross, Westerfield dan Jaffe 2005). *Insolvency* dapat dibedakan dalam dua kategori, yaitu *technical insolvency* dan *bankruptcy insolvency* (Emery, Finnerty dan Stowe, 2004).

*Technical insolvency* bersifat sementara, dan munculnya karena perusahaan kekurangan kas untuk memenuhi kewajiban-kewajiban yang jatuh tempo. Sedangkan *bankruptcy insolvency* bersifat lebih serius, dan munculnya ketika total nilai hutang melebihi nilai total *assets* perusahaan. Atau dengan perkataan lain nilai ekuitas perusahaan negatif.

### Penyelesaian *Financial Distress*

Undang-undang kebangkrutan di Amerika Serikat menawarkan dua jalan keluar dari *financial distress*, yaitu restrukturisasi dan likuidasi (Emery dan Finnerty, 2004). Program restrukturisasi mensyaratkan debitor membuat peren-

canaan restrukturisasi usaha dan restorasi kesehatan keuangan perusahaan.

Likuidasi merupakan program penyelesaian *financial distress* yang lebih ekstrim, karena dengan program ini debitor dipaksa menghentikan operasinya. *Assets* perusahaan dijual secara ketengan (*piecemeal*), dan uang hasil penjualan *assets* tersebut dibayarkan kepada kreditor berdasarkan ketentuan skala prioritas.

Dua pilihan penyelesaian *financial distress* tersebut ditetapkan oleh putusan pengadilan. Sebagian besar perusahaan (51%) yang mengalami *financial distress* di Amerika melakukan restrukturisasi, dan 53% dari jumlah ini melakukan restrukturisasi atas putusan pengadilan (lihat bagan 1).

Dari bagan tersebut diatas, tampak bahwa perusahaan-perusahaan yang menghadapi *financial distress* atas putusan pengadilan yang pada akhirnya dilikuidasi sedikit sekali, yaitu hanyalah sekitar 5,3% (10% x 53%).

### Risiko Saham Perusahaan Dalam Kondisi *Financial Distress*

Setelah pengadilan memutuskan bahwa perusahaan menghadapi *financial distress* maka risiko sahamnya meningkat. Besarnya beta portfolio saham sebelum perusahaan diajukan ke pengadilan untuk memperoleh ketetapan hukum menghadapi *financial distress* adalah 1,025. Sedangkan setelah diajukan ke pengadilan besarnya beta meningkat menjadi 2,255 (Ramaswami dan Moeller, 1990).

Hubungan antara lingkungan makro dengan perusahaan yang diajukan ke pengadilan untuk memperoleh putusan reorganisasi dalam rangka mengentaskan dari *financial distress*, dapat digambarkan sebagaimana tercantum dalam bagan 2.

Dr. Suroso, Staf Pengajar FEUI

Dari bagan 2 tersebut tampak banyak faktor yang dapat menyebabkan perusahaan menghadapi *financial distress* yang antara lain adalah kenaikan biaya operasi, ekspansi berlebihan, ketinggalan teknologi, kelemahan manajemen perusahaan, kondisi persaingan serta kondisi ekonomi. Perusahaan dalam kondisi *financial distress*, ditekan kreditor lewat pengadilan untuk melakukan tindakan perbaikan, dalam kondisi seperti ini risiko perusahaan meningkat.

Risiko investasi pada saham-saham tersebut di atas dapat juga diindikasikan dari rentang perbedaan *return* terendah dan tertinggi. Rentang perbedaan *return* hasil penelitian Ramaswami dan Moeller (1990), adalah terendah negatif 100% per tahun dan tertinggi positif 348% per tahun.

Peningkatan risiko perusahaan sangat terkait dengan perubahan kondisi lingkungan internal dan eksternal perusahaan selama dalam proses perbaikan, yang antara lain adalah terkait dengan hal-hal sebagai berikut:

- Manajemen yang tetap dipertahankan dalam perusahaan
- Penilaian assets perusahaan oleh pengadilan
- Ekspektasi arus kas masa yang akan datang
- Keputusan kebijakan manajemen dalam upaya perbaikan
- Peningkatan biaya pinjaman
- Perkiraan pergeseran kemakmuran dari pemegang saham ke pemegang surat hutang

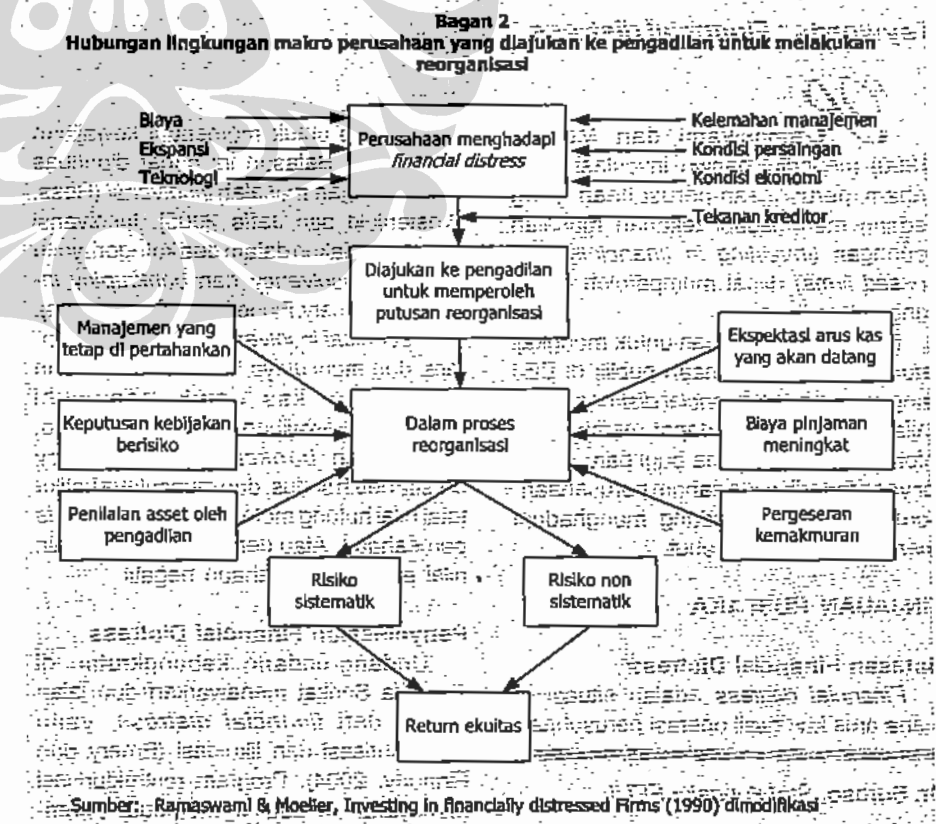
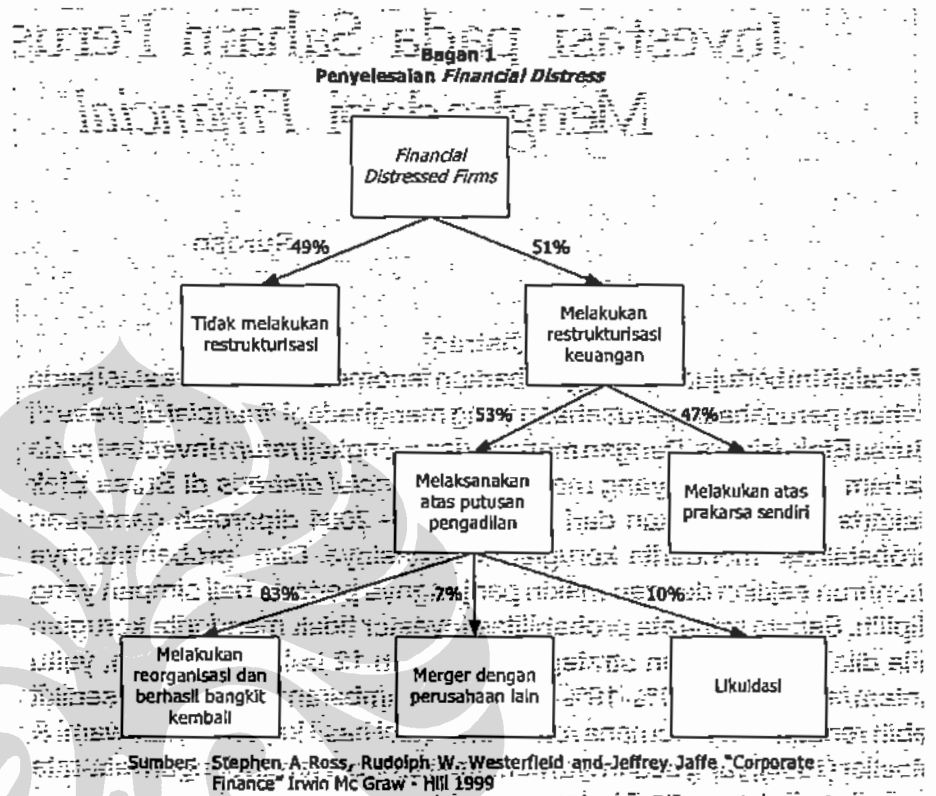
### Harga dan Return Saham

#### a. Harga Saham

Pada waktu perusahaan yang menghadapi *financial distress* diajukan (*filed*) ke pengadilan untuk memperoleh putusan reorganisasi keuangan, harga saham perusahaan tersebut terkoreksi turun sekitar 25% (hasil penelitian Altman, 1989 sebagaimana dikutip Ramaswami dan Moeller, 1990).

#### b. Return Saham

*Return* investasi pada saham perusahaan-perusahaan yang sedang menghadapi *financial distress* adalah tinggi. Dalam periode tahun 1979-1983 seorang investor dapat memperoleh *return* (secara rata-rata) sebesar 28% pertahun, dengan rata-rata periode beli



sampai 21,5 bulan, sedangkan besarnya *return* saham-saham S & P 500 hanya 15,8% per tahun.

c. Faktor-faktor yang memungkinkan *return* tinggi

Dalam kenyataannya ada 4 alasan kemungkinan investor memperoleh *return* yang tinggi dari membeli saham perusahaan yang diajukan (*filed*) ke pengadilan untuk memperoleh putusan penyelesaian *financial distress* dengan jalan reorganisasi (Ramaswami dan Moeller, 1990). Keempat alasan tersebut adalah: pertama, informasi yang tidak jelas (*missing information*); kedua, penilaian *assets* oleh pengadilan; ketiga, pergeseran kemakmuran dari pemegang surat hutang ke pemilik saham dan keempat anjuran (*appeal*) dari manajemen.

**Hal-Hal Yang Perlu Diperhatikan**

Investasi pada saham perusahaan yang menghadapi *financial distress* untuk memperoleh *return* yang tinggi adalah wajar dan rasional karena saham ini risikonya tinggi. Rasionalitas ini didasarkan prinsip *risk-return trade-off*, yaitu investor tidak akan bersedia mengambil tambahan risiko dari investasinya bila tidak mengharapkan kompensasi tambahan *return* (Keown, Martin, Petty dan Scot, 2005).

Karena investasi pada saham perusahaan-perusahaan yang menghadapi *financial distress* risikonya tinggi, standard & poor's outlook sebagaimana dicatat Ramaswami dan Moeller (1990) menyarankan dalam memutuskan investasi pada saham-saham ini, perlu memperhatikan hal-hal sebagai berikut:

1. Untuk menghindari kerugian total dari seluruh portofolio investasi maka investor disarankan hanya menginvestasikan sebagian kecil saja dari sumber dana investasi pada saham perusahaan yang menghadapi *financial distress*. Dengan perkataan lain investor harus mengendalikan kemampuan keuangan dan emosi dalam mengambil keputusan investasi pada saham ini.
2. Investor disarankan menginvestasikan pada saham perusahaan-perusahaan yang menghadapi *financial distress* dengan jumlah yang seimbang dari beberapa ekuitas

perusahaan yang menghadapi *financial distress* untuk mendiversifikasi risiko.

3. Investor disarankan cepat-cepat membeli saham segera setelah perusahaan didaftarkan ke pengadilan, karena pada saat itu harganya mencapai pada tingkat yang terendah.
4. Karena perusahaan-perusahaan yang menghadapi *financial distress* mempunyai prospek yang berbeda, maka investor disarankan untuk menginvestasikan pada saham perusahaan tampaknya mempunyai prospek yang menjanjikan dari *core bisnis*-nya.
5. Investor disarankan tetap mempertahankan kesabaran dan kehati-hatian dalam memutuskan investasi pada saham ini.

**Investasi Pada Saham Perusahaan-perusahaan Yang Menghadapi *Financial Distress* di BEJ 2000 – 2004**

**Landasan Pemikiran**

Dalam lima tahun terakhir ini di BEJ masih banyak perusahaan publik yang nilai ekuitasnya negatif, yang berarti nilai hutang perusahaan lebih besar dari nilai total assetnya. Dalam penelitian ini perusahaan yang ekuitasnya negatif dianggap sebagai perusahaan dalam kondisi *financial distress*.

Harga saham perusahaan tersebut diperkirakan sangat rendah. Apabila perusahaan tersebut dapat memperbaiki kondisi keuangannya kemungkinan harga sahamnya dapat meningkat.

Sehubungan dengan perkiraan tersebut di atas maka investasi pada saham perusahaan-perusahaan yang sedang mengalami *financial distress* seyogyanya dilakukan dengan strategi beli-simpan (*buy and hold*) dengan harapan perusahaan dalam periode simpan (*hold*) dapat memperbaiki kondisi keuangannya, dan oleh sebab itu diperkirakan harga sahamnya akan mengalami kenaikan yang dapat memberikan *return* positif bila saham dijual kembali.

**Metodologi Penelitian**

1. Sampel Penelitian

Berdasarkan landasan pemikiran tersebut di atas maka sampel penelitian ini adalah saham 241 perusahaan yang nilai ekuitasnya negatif, yaitu terdiri atas 5 kelompok sebagaimana tercantum dalam tabel 1.

Tabel 1: Perusahaan-perusahaan Publik yang nilai ekuitasnya negatif

No	Tahun	Jumlah/Triwulan
1	1999	48
2	2000	59
3	2001	62
4	2002	40
5	2003	32
Jumlah	1999 - 2003	241

Sumber: Indonesia Capital Market Directory 2001 - 2004

Kinerja saham untuk masing-masing kelompok dipantau selama dua tahun (24 bulan). Dengan demikian maka pantauan kinerja saham kelompokke 5 dilakukan sampai dengan kinerja saham pada akhir tahun 2005.

2. Variabel Penelitian

Sesuai tujuan penelitian ini, yaitu untuk mengkaji *return* saham perusahaan yang sedang menghadapi *financial distress* maka variabel yang diteliti adalah *return* per tahun beli simpan (selanjutnya disingkat RBS) untuk periode: 3 bulan (RBS-3); 6 bulan (RBS-6); 12 bulan (RBS-12); 18 bulan (RBS-18); dan 24 bulan (RBS-24) dengan formulasi :

$$RBS_t = \frac{P_t - P_0}{P_0} \times \frac{12}{t}$$

$P_t$  = harga saham pada waktu jual  
 $P_0$  = harga saham pada waktu beli  
 $t$  = 3, 6, 12, 18, dan 24

3. Metoda Analisis

Untuk memperoleh gambaran besarnya *return* saham perusahaan yang sedang mengalami *financial distress* digunakan perhitungan nilai rata-rata dan deviasi standar metode statistik deskriptik. Untuk memperoleh gambaran yang dapat mewakili sampel penelitian maka data nilai *return* investasi yang sangat ekstrim (*outlier*) dikeluarkan.

Batas nilai ekstrim adalah perbedaan melebihi 3 kali deviasi standar dari nilai rata-ratanya.

**Hasil Penelitian**

Nilai rata-rata maksimum, minimum dan deviasi standar *return* investasi pada saham perusahaan yang mengalami *financial distress* di BEJ dari tahun 2000 s/d. 2004 tercantum dalam tabel 2.

**1. Return Investasi**

Secara rata-rata *return* investasi pada saham perusahaan yang menghadapi *financial distress* yang dilakukan pada tahun 2000 dan 2001, di BEJ negatif.

*Return* investasi yang dilakukan pada tahun 2002, 2003 dan 2004 lebih tinggi dari *return* investasi yang dilakukan pada 2000 dan 2001.

Secara keseluruhan *return* investasi pada saham perusahaan-perusahaan yang menghadapi *financial distress* dari tahun 2000 sampai dengan 2004 tampak meningkat sejalan dengan makin panjang masa periode simpan (sampai dengan 18 bulan), namun menurun apabila masa simpannya mencapai 24 bulan (lihat tabel 3).

*Return* investasi yang terendah adalah *return* beli simpan 3 bulan (RBS-3), yang secara rata-rata besarnya negatif 17%/tahun, sedangkan yang tertinggi adalah *return* investasi beli simpan 18 bulan (RBS-18), yang secara rata-rata besarnya positif 19%/tahun. Secara keseluruhan *return* investasi pada saham-saham yang mengalami *financial distress* di BEJ dari tahun 2000-2004 menunjukkan peningkatan sejalan dengan makin panjangnya periode beli simpan (lihat tabel 3).

**Risiko Investasi**

a. Rentang perbedaan *return* terendah dan tertinggi

Makin panjangnya periode beli simpan tampak rentang perbedaan *return* terendah dan tertinggi makin mengecil, yaitu antara negatif 366% dan positif 298% untuk periode beli simpan 3 bulan dan menjadi antara negatif 52% dan positif 280% untuk periode beli simpan 24 bulan (lihat tabel 3).

Apabila dilihat dari rentang perbedaan *return* investasi secara keseluruhan tampak adanya rentang perbedaan yang cukup besar, yaitu berkisar antara negatif

**Tabel 2: Statistik Deskriptif**

No	Keterangan	Tahun Investasi				
		2000	2001	2002	2003	2004
1	RBS-3					
	Mean	-71	-60	28	-5	21
	Maximum	155	138	242	298	157
	Minimum	-366	-178	-88	-178	-257
	Stad Dev	85	96	74	102	102
2	RBS-6					
	Mean	-72	-40	18	88	-35
	Maximum	77	113	357	397	54
	Minimum	-187	-111	-83	-66	-121
	Stad Dev	85	51	80	107	42
3	RBS-12					
	Mean	-47	-31	8	116	11
	Maximum	169	198	167	387	203
	Minimum	-95	-89	-73	-66	-70
	Stad Dev	47	48	52	133	49
4	RBS-18					
	Mean	-41	-8	25	78	42
	Maximum	48	164	251	318	281
	Minimum	-66	-55	-37	-53	-42
	Stad Dev	26	61	67	96	86
5	RBS-24					
	Mean	-38	-26	38	63	33
	Maximum	32	42	237	280	258
	Minimum	-49	-52	-34	-23	-33
	Stad Dev	20	20	64	78	75
	Observation	40	43	49	35	29

**Tabel 3: Return Investasi pada saham perusahaan yang mengalami financial distress di BEJ 2000-2004**

No	Keterangan	Rata-rata Return (%)	Tertinggi (%)	Terendah (%)	Observasi
1	RBS-3	-17	298	-366	206
2	RBS-6	-8	297	-187	198
3	RBS-12	11	387	-95	197
4	RBS-18	19	318	-66	192
5	RBS-24	14	280	-52	196

Sumber: diolah dari tabel 2, yaitu menghitung rata-rata dari rata-rata kelompok tahun pelaksanaan investasi.

Tabel 4  
 Probabilitas menderita kerugian investasi dari saham perusahaan yang mengalami *financial distress* di BEJ 2000 - 2004

No	Keterangan	2000	2001	2002	2003	2004	2000-2004
1	RBS-3	0,85	0,85	0,39	0,48	0,40	0,63
2	RBS-6	0,90	0,80	0,43	0,28	0,75	0,63
3	RBS-12	0,90	0,90	0,68	0,19	0,45	0,67
4	RBS-18	0,92	0,79	0,39	0,19	0,36	0,57
5	RBS-24	0,85	0,88	0,39	0,14	0,45	0,48

Sumber: Diolah dari data harga saham per perusahaan yang terdokumentasi dalam Indonesia Capital Market Directory, 2000 - 2005 dan Harian Kompas, Agustus - Desember 2005

366% sampai positif 397%. Rentang perbedaan ini lebih besar dari yang dicatat Ramaswami dan Moeller (1990), yang berkisar negatif 100% sampai positif 348%.

Rentang perbedaan ini menurut Ramaswami & Moeller (1990), menunjukkan bahwa risiko investasi pada saham perusahaan yang menghadapi *financial distress* masih cukup besar.

b. Probabilitas menderita kerugian investasi  
 Investasi pada saham perusahaan-perusahaan yang menghadapi *financial distress* yang dilakukan pada tahun 2000 dan 2001 di BEJ probabilitasnya menderita kerugian lebih besar daripada yang dilakukan pada 2002, 2003 dan 2004 (lihat tabel 4).

Probabilitas terkecil menderita kerugian investasi adalah Investasi yang dilaksanakan ada tahun 2003 dengan strategi beli simpan 24 bulan (0,14) dan yang terbesar adalah investasi yang dilakukan pada tahun 2000 dengan strategi beli simpan 18 bulan (0,92).

Namun bila dilihat probabilitas dari keseluruhan tahun pelaksanaan investasi, tingkat probabilitas menderita kerugian masih cukup besar yaitu sekitar 0,48 sampai dengan 0,67.

#### Kesimpulan, Keterbatasan dan Saran Kesimpulan

Investasi pada saham perusahaan yang menghadapi *financial distress*, yang dilaksanakan di BEJ dari tahun 2000 sampai dengan 2004 menunjukkan fenomena-fenomena sebagai berikut:

1. Perbedaan *return* antar tahun pelaksanaan investasi dan antar pilihan periode waktu beli simpan menunjukkan rentang perbedaan antara negatif

366% per tahun dengan positif 377% per tahun. Rentang perbedaan ini sedikit berbeda dengan rentang perbedaan yang ditemukan Ramaswami dan Moeller (1990) yang besarnya antara negatif 100% per tahun dan positif 350% per tahun.

2. Apabila dilihat secara keseluruhan tahun pelaksanaan investasi (2000 - 2004) tampak *return* investasinya makin meningkat searah dengan makin meningkatnya periode beli simpan. *Return* investasi beli simpan 3 dan 6 bulan negatif dan positif untuk periode 12 bulan atau lebih yang besarnya 11% per tahun untuk periode beli simpan 12 bulan, 19% per tahun untuk periode beli simpan 18 bulan dan 14% per tahun untuk beli simpan 24 bulan.
3. Probabilitas menderita rugi investasi berbeda antar tahun pelaksanaan investasi dan antar pilihan periode beli simpan. Probabilitas menderita kerugian investasi terbesar adalah investasi beli simpan 18 bulan yang dilakukan pada tahun 2000, dengan probabilitas terjadi 0,92. dan probabilitas menderita kerugian investasi yang terkecil adalah investasi beli simpan 24 bulan yang dilakukan pada tahun 2003 dengan probabilitas terjadi 0,14.
4. Apabila dilihat secara keseluruhan tahun pelaksanaan investasi, maka tampak probabilitas menderita kerugian investasi makin kecil searah dengan makin panjangnya periode beli simpan yang dipilih. Namun secara keseluruhan observasi tampak bahwa risiko investasi pada saham perusahaan yang mengalami *financial distress* masih

relatif besar, yaitu antara 0,48 - 0,67.

5. Rentang perbedaan *return* investasi dari antara terendah dan yang tertinggi makin kecil searah dengan makin panjangnya periode beli simpan.

#### Keterbatasan Penelitian dan Saran

##### a. Keterbatasan dan Saran untuk Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini hanya terbatas untuk memperoleh gambaran fenomena *return* investasi pada saham perusahaan yang mengalami *financial distress*, maka untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi *return* investasi perlu dilakukan penelitian yang lebih luas dan tajam pada saham perusahaan-perusahaan yang mengalami *financial distress*, sehingga dapat mengungkap faktor-faktor yang mempengaruhi *return* investasi, seperti:

1. Tingkat harga pembelian saham
2. Besarnya nilai negatif ekuitas
3. Lamanya perusahaan menjalani *financial distress*, dan lain-lain.

##### b. Untuk Investor

1. Saran pertimbangan investasi pada saham perusahaan-perusahaan yang mengalami *financial distress* sebagaimana diajukan *Standard & Poor 500* dalam kajian pustaka, masih relevan untuk pertimbangan investasi di BEJ.
2. Khusus untuk di BEJ, investasi pada saham perusahaan yang mengalami *financial distress* perlu:
  - a) Memperhatikan prospek ekonomi dan lingkungan usaha pada tahun-tahun sesudah pelaksanaan investasi.
  - b) Memilih strategi beli simpan lebih dari 12 bulan atau lebih.
  - c) Memperhatikan faktor-faktor yang mungkin mempengaruhi *return* saham. **U**

#### Daftar Pustaka

1. Emery, Douglas R, and John Finnerty (2004). "Corporate of Financial Management" Prentice Hall International Inc, New Jersey.
2. Keown Arthur J, David F Scott Jr, Joh D. Martin, and J William Pely (2004). "Financial Management" Prentice Hall New Jersey Tenth Edition.
3. Ramaswami Murali & Moeller E. Susan (1990). "Investing in Financially Distressed Firms: A Guide to pre - and post Bankruptcy Opportunity" Qorum Books, New York.
4. Ross, Stephen A, Randolph W Westerfield and Jeffery Jaffe (1999). "Corporate Finance" Irwin Mc Graw Hill Fifth Edition Singapore