

KEBANGKRUTAN VERSUS RESTRUKTURISASI: EVALUASI DAN PREDIKSI KELANGSUNGAN HIDUP PERUSAHAAN PASCA KRISIS KEUANGAN 1997 ¹

Hermeindito Kaaro
Unika Widya Mandala Surabaya

Abstract

The purposes of this study are to evaluate the persistence in healthy firms during financial crisis periods, to predict healthy firms based on some relevant variables, and to evaluate the effectiveness of the change of company strategic attributes to cope with the financial distress, and to avoid firms bankruptcy in the future. This study provides a methodology that useful to evaluate and predict firm performance. This study uses statistical and qualitative approaches in order to get comprehensive conclusion whether non-healthy firms can increase their performance or not. Twelve selected variables are employed to predict the healthy firms from one through four periods (from 1994 through 1999) before the events (from 1998 through 2000). Seven strategic attributes are identified during the crisis periods to evaluate the change of firm performance. Four major research findings can be summarized as follows. First, there is persistence in the firm performance. The non-healthy firms underperform healthy firms and they also persistently have the worst performance in one and two next years. Second, two business risk proxies, sales stability and standard deviation of return on investment, are consistently significant in predicting the healthy firms. The effect of investment opportunity, leverage (financial risk), and liquidity in predicting the healthy firms is relatively moderate from one through four years before the event years. While other variables including dividend policy, earning stability, and assets structure are less consistent to predict the healthy firms due to the bias of multicollinearity effects. This study also finds that using univariate t-test, most variables of the two sub-samples (healthy versus non-healthy firms) are significantly different for all periods, except 1994. Third, the results of prediction models are robust. The models provide highly accurate results in matching the classifications of actual observations and the prediction results, range from 86,8% through 100%. Fourth, four strategic attributes, the change of director boards, the composition change of capital ownerships, strategic alliances, and acquisitions, are effective to increase the firm performance. However, surprise that debt restructuring is less powerful to cope with the firm financial distress during three year periods of analysis.

Keywords: *healthy firm, debt restructuring, corporate strategy, business and financial risks*

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang, Persoalan (*Issue*), dan Motivasi

Krisis keuangan yang terjadi sejak 1997 mengancam kelangsungan hidup perusahaan. Kreditor (*bondholder*) dihadapkan pada dilema dalam menentukan kebangkrutan atau restrukturisasi perusahaan debitor. Studi prediksi kelangsungan hidup perusahaan menjadi persoalan yang menarik untuk dikaji kembali secara empiris. Apakah efek krisis keuangan lebih bersifat *synchronous* daripada. *sequential* juga menjadi persoalan yang menarik untuk mengkaji

¹ Makalah ini pernah dipresentasikan dalam Pemilihan Peneliti Muda Indonesia X, 30 September, 2002, diselenggarakan oleh Lembaga Ilmu Pengetahuan Indonesia (LIPI).

apakah perspektif keuangan yang menekankan pada data historis rasio keuangan masih relevan dalam menjelaskan dan memprediksikan kelangsungan hidup perusahaan pasca krisis keuangan 1997. Seberapa efektif manajer melakukan perubahan kebijakan strategik perusahaan untuk melepaskan diri dari kesulitan keuangan juga masih belum memberikan hasil optimal (Agami, 2002). Persoalan-persoalan (*issues*) tersebut merupakan topik yang masih menarik dan menjadi perdebatan untuk dikaji lebih lanjut.

Depresiasi rupiah terhadap dolar Amerika dari tahun 1996 ke tahun 1998 meningkat lebih dari 250% dan kemudian diantisipasi Bank Indonesia (BI) dengan meningkatkan SBI dari 12,26% pada tahun 1996 menjadi 37,84% pada tahun 1998.² Depresiasi rupiah membawa efek kerugian yang besar terhadap perusahaan manufaktur, selain karena ketergantungan pada komponen impor, tingkat utang luar negeri perusahaan swasta juga tinggi dan tidak dilengkapi *hedging* (Hahm dan Mishkin, 2000). Tingkat bunga yang sangat tinggi juga menyebabkan semua industri mengalami ketidakpastian yang tinggi karena risiko finansial meningkat.

Hahm dan Mishkin (2000) mengemukakan bahwa liberalisasi keuangan memicu bank meningkatkan pemberian pinjaman sehingga meningkatkan risiko (*excessive risk-taking*). Manajemen bank lokal relatif lemah sehingga kurang mampu menyaring dan memonitor usulan pinjaman secara akurat.³ Takeda (2000) menunjukkan bahwa rasio *non-performing loan (bad loan to total loan assets)* untuk semua bank komersial di Indonesia meningkat tajam dari 9,3% tahun 1997 menjadi 58,7% tahun 1999, sedangkan *capital adequacy ratio (CAR)* turun dari 12,2% tahun 1997 menjadi -24,6% pada tahun 1999.

Berdasarkan laporan *Indonesian Bank Restructuring Agency (IBRA)* tahun 2000, terdapat 136.043 debitor dengan *range* dari 1.820 debitor besar (tingkat utang lebih dari Rp. 50 milyar) hingga 129.924 debitor kecil (tingkat utang kurang dari Rp. 1 milyar), meskipun jumlah debitor besar relatif kecil, tetapi beban utang yang ditanggung mencapai 82,5% dari total utang debitor sebesar Rp. 280,9 triliun. IBRA melaporkan bahwa hingga hingga 30 September 2000, baru 40% nilai utang dari 200 debitor besar yang sedang dalam proses restrukturisasi sebagai salah satu resolusi yang dapat dilakukan sebagai alternatif sebelum *bondholder* mengajukan kebangkrutan terhadap perusahaan debitor.

Proses hukum kebangkrutan perusahaan membutuhkan waktu panjang. Selama proses berlangsung nilai perusahaan turun secara drastis (Zunith dan Hayes, 2002). Restrukturisasi utang merupakan alternatif untuk menghindari kerugian yang semakin besar dari kedua pihak (Kawai, 2000), tetapi apakah kinerja setelah restrukturisasi semakin baik atau buruk juga menjadi dilema bagi *bondholder* (Kahl, 2002). Hotchkiss (1995) menunjukkan sebagian besar upaya restrukturisasi perusahaan terbukti gagal dalam meningkatkan kinerjanya.

Literatur tentang prediksi kelangsungan hidup dan kinerja perusahaan telah banyak dilakukan. Beberapa studi menekankan pada prediksi kebangkrutan perusahaan berdasarkan data historis (Barniv dkk. 2002; Sheppard, 1994; Johnsen dan Melicher, 1994; Plat et al, 1994; Booth dan Hutchinson, 1989; Altman dan Spivack, 1983; Dambolena dan Khoury, 1980; Ohlson, 1980; Altman et al, 1977; dan Altman, 1968), prediksi *highly leveraged firms* dan kesehatan perusahaan (Andrade dan Kaplan, 1998; Opler dan Titman, 1994; serta Altman dkk., 1994), prediksi

²Banyak studi mengkritik kebijakan peningkatan suku bunga yang disarankan oleh International Monetary Fund (IMF) sebagai suatu kesalahan fatal. Pertama, peningkatan suku bunga menurunkan nilai aktiva tetap jangka panjang. Kedua, fenomena *maturity mismatches* di Asia Tenggara yang diperbesar oleh faktor risiko nilai tukar mata uang. (Kim an Haque, 2002; Agami, 2002; Pilbeam, 2001; Estanislao dkk., 2000; Johnson dkk. 2000; Mishkin, 1999; Kamin, 1999; dan Miller, 1998).

³ Beberapa studi juga berpendapat bahwa *panic view hypothesis* (Kim dan Haque, 2002) dan tindakan *moral hazard* (persoalan keagenan), regulasi dan supervisi keuangan yang lemah di negara sedang berkembang juga memicu kemerosotan neraca keuangan bank (Hahm dan Mishkin, 2000; serta Miller, 1998).

profitabilitas (Kaaro, 2002a; 2000; 1997; dan Machfoedz, 1994). Model-model dalam studi terdahulu menyediakan beberapa alternatif metodologi.

Beberapa studi juga menyelidiki keefektifan perubahan kebijakan stratejik dalam mengatasi ancaman kelangsungan hidup perusahaan seperti akuisisi dalam mengatasi krisis keuangan di Asia (Agami, 2002), *takeover* dan *restructuring* (Denis dan Kruse, 2000), *downsizing* dan produktivitas (Baily dkk. 1994), keefektifan aliansi stratejik dalam mengatasi dampak krisis keuangan di Asia (Ghauri, 1998). Perubahan manajemen dan perubahan komposisi kepemilikan modal juga merupakan alternatif stratejik untuk menghindarkan perusahaan dari ancaman kebangkrutan pada masa yang akan datang.

Studi tentang prediksi kelangsungan hidup perusahaan memang bukan topik baru, tetapi dampak krisis yang terjadi menyebabkan model-model terdahulu menjadi menarik untuk dikaji kembali dan menjadi motivasi dalam penelitian ini dan dengan mempertimbangkan beberapa aspek baru. Pertama, perbedaan latar belakang studi. Studi terdahulu mengamati rasio keuangan perusahaan pada periode-periode sebelum kegagalan perusahaan tetapi mengabaikan fenomena makro krisis keuangan.

Kedua, studi ini menekankan pada perusahaan yang masih bertahan dalam krisis yang menghadapi kesulitan keuangan yang dikategorikan sebagai perusahaan tidak sehat (terancam kelangsungan hidupnya) dan perusahaan sehat. *Bondholder* atau bank dihadapkan pada dilema keputusan kebangkrutan atau restrukturisasi terhadap perusahaan yang tidak sehat. Studi terdahulu lebih menekankan pada variabel-variabel prediktor kebangkrutan, sedangkan studi ini juga dilengkapi dengan mengkaji apakah perusahaan yang tidak sehat mampu meningkatkan kinerjanya pada periode-periode selanjutnya.

Ketiga, studi ini memasukkan konsep peluang investasi (Myers, 1977) yang dalam studi-studi saat ini mulai banyak dieksplorasi untuk mendeteksi perilaku manajer dalam membuat keputusan investasi. Beberapa studi mengkaitkan peluang investasi dengan keputusan investasi dan kendala keuangan (Adam dan Goyal, 2002; Tjahjapranata dkk., 2002; Kaplan dan Zingales, 2000; 1997; Cleary, 1999; Brook dkk., 1996; Vogt, 1994; dan Fazzari dkk., 1996; 1987), peluang investasi dengan kebijakan perusahaan (Jones dan Sharma, 2001; Alonso dkk., 2000; Baker, 1993; serta Smith dan Watts, 1992:), determinan peluang investasi (Alnajjar dan Belkaoui, 2001; Kallapur dan Trombley 2001) peluang investasi dan kinerja perusahaan (Kaaro, 2002a; Belkaoui dan Picur, 2001), serta pengukuran peluang investasi bersifat *latent* (Kallapur dan Trombley, 1999; Danbolt dkk., 1999; Gaver dan Gaver, 1993).

1.2 . Tujuan dan Manfaat Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa tujuan. Pertama, mengevaluasi dan menguji persistensi kinerja perusahaan dengan mengkaji apakah perusahaan yang tidak sehat dapat mengatasi kesulitannya dalam jangka waktu 1 hingga 3 tahun setelah tahun 1997 yang merupakan periode awal krisis keuangan. Kedua, mengidentifikasi variabel yang meliputi rasio keuangan, risiko bisnis dan keuangan, serta peluang investasi yang berguna dalam memprediksikan perusahaan tidak sehat dan sehat dari 1 hingga 4 periode sebelum perusahaan menghadapi kesulitan keuangan. Ketiga, mengevaluasi *action* kebijakan stratejik perusahaan dalam menghadapi ketidakpastian lingkungan bisnis *pasca* krisis keuangan 1997.

Studi ini bermanfaat baik secara empiris, praktis (*policy*), maupun metodologi. Secara empiris, studi ini memberikan kontribusi terhadap literatur keuangan stratejik mengenai kebangkrutan dan restrukturisasi. Kontribusi bukan hanya pada hasil analisis variabel-variabel yang menjadi prediktor kelangsungan hidup perusahaan, tetapi juga evaluasi kelangsungan hidup perusahaan pada masa krisis keuangan.

Secara praktis (*policy*), studi ini menyediakan informasi awal bagi *bondholder* sebelum memutuskan kebangkrutan atau restrukturisasi perusahaan yang menghadapi kesulitan keuangan. Studi ini menyediakan informasi apakah selama periode krisis, perusahaan yang mengalami

kesulitan keuangan akan memiliki kinerja yang semakin baik, buruk, atau tidak mengalami perubahan (evaluasi persistensi kinerja perusahaan). Hasil studi juga berguna bagi manajer perusahaan dalam menyesuaikan kebijakan keuangan dan kebijakan strategik perusahaan dalam mengatasi kesulitan keuangan akibat krisis keuangan yang berkepanjangan di Indonesia. Studi ini juga menyediakan informasi bagi investor dalam memilih saham perusahaan yang tidak mengalami kesulitan keuangan pada masa yang akan datang.

Secara metodologi, studi ini menguji konsistensi (persistensi) kesulitan keuangan yang dihadapi perusahaan dengan menggunakan uji statistik parametrik dan non-parametrik. Alat uji yang digunakan bukan merupakan alat baru, tetapi uji konsistensi belum banyak dilakukan dalam studi kelangsungan hidup perusahaan. Metode ini berguna sebagai komplemen dan penjelasan alternatif terhadap perubahan posisi kesulitan keuangan perusahaan.

Pembahasan selanjutnya dibagi menjadi empat bagian. Bagian Kedua membahas tinjauan literatur dan hipotesis. Metode penelitian mencakup pengukuran variabel, data, sampel, dan teknik analisis dibahas pada Bagian Ketiga. Pembahasan hasil penelitian disajikan pada Bagian Keempat. Simpulan dan implikasi bagi kebijakan perusahaan dan studi lebih lanjut disajikan pada bagian terakhir.

2. TINJAUAN TEORI DAN HIPOTESIS

2. 1. Pengukuran Kinerja Perusahaan: Kelangsungan Hidup dan Profitabilitas

Kelangsungan hidup perusahaan merupakan tujuan yang paling menonjol bagi organisasi (Daily, 1994; serta Pfeffer dan Salancik, 1978). Beberapa studi menunjukkan bahwa akumulasi laba ditahan (*retained earning*) relatif terhadap total aktiva merupakan indikator yang konsisten sebagai prediktor kelangsungan hidup perusahaan (Altman dkk. 1994; Altman dkk. 1977; serta Altman 1968) dan profitabilitas perusahaan pada masa yang akan datang (Kaaro, 2002a; 2000; Omer, 2000; dan Whittington, 1972). Saldo laba ditahan mencerminkan akumulasi laba ditahan dan menyediakan informasi mengenai kapitalisasi internal. Kemerosotan saldo laba ditahan merupakan indikator awal (dini) bahwa kekayaan perusahaan mulai berkurang dan mengancam kelangsungan hidup perusahaan.

Berdasarkan argumentasi tersebut, kegagalan bisnis dalam studi ini didefinisikan sebagai kegagalan perusahaan dalam meningkatkan kapitalisasi internal yang tercermin dari proporsi akumulasi laba ditahan terhadap total aktiva (LD/TA). Pada pembahasan selanjutnya, perusahaan dengan LD/TA rendah disebut perusahaan **tidak sehat**, dan perusahaan dengan LD/TA tinggi disebut perusahaan **sehat**. Kelangsungan hidup perusahaan tidak sehat terancam bila gagal memperbaiki posisi LD/TA pada periode-periode selanjutnya.

- H₁: Perusahaan tidak sehat akan secara konsisten mengalami kesulitan keuangan lebih besar daripada perusahaan sehat pada periode berikutnya (*persistent hypothesis*).

2. 2. Trade-off Distribusi Laba: Dividen versus Laba Ditahan

Tingkat laba ditahan mencerminkan *trade-off* kebijakan perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen dan reinvestasi (Kalay, 1982), tetapi mekanisme *trade-off* tidak berjalan secara sederhana karena terdapat perbedaan tujuan dan kepentingan masing-masing pihak dalam organisasi yang mencerminkan persoalan keagenan dalam organisasi (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer menahan laba lebih banyak untuk mengurangi tekanan terhadap risiko kebangkrutan perusahaan, pemilik memilih mendapat dividen karena ketidakpastian pada masa yang akan datang, *bondholder* berkepentingan terhadap pembatasan dividen untuk menjaga tingkat likuiditas perusahaan. Perusahaan sehat lebih mampu mendistribusikan laba untuk pembayaran dividen, reinvestasi dan kelancaran likuiditas perusahaan daripada perusahaan tidak sehat.

- H₂ : Perusahaan sehat membayar dividen lebih tinggi daripada perusahaan tidak sehat.

2. 3. Risiko Keuangan dan Risiko Bisnis

Keputusan perusahaan meningkatkan penggunaan sumber internal sejalan dengan *pecking order theory* (Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984). Ketersediaan sumber internal mengurangi penggunaan utang yang lebih mahal biayanya (Barniv dan Raveh, 1989; Fazzari dkk., 1987; 1996; Opler dan Titman, 1994; serta Andrade dan Kaplan, 1998). Peningkatan risiko keuangan juga mengurangi nilai perusahaan (Arditti dan Pinkerton, 1978) menjadi lebih rendah daripada yang diprediksikan oleh Modigliani dan Miller (1958; 1961). Sumber eksternal utang hanya diperlukan bila kebutuhan investasi lebih besar dari ketersediaan sumber internal, sedangkan penggunaan ekuitas baru (penawaran saham baru) merupakan alternatif pendanaan terakhir dalam urutan pendanaan.

Pada sisi lain, penggunaan sumber internal yang berlebihan mendorong manajer bertindak *moral hazard*, sehingga penggunaan utang diperlukan untuk menekan manajer untuk meningkatkan kinerjanya agar terhindar dari kebangkrutan (Jensen dan Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Harris dan Raviv, 1990; Cleary, 1999; Kaplan dan Zingales, 1997; 2000). Perusahaan sehat cenderung mampu menjaga posisi keuangan agar tidak membahayakan posisi perusahaan sehingga cenderung mengambil kebijakan yang konservatif dalam menentukan posisi *leverage*.

Risiko bisnis terkait dengan operasi perusahaan sedangkan risiko keuangan terkait dengan risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajiban utangnya. Beberapa studi menunjukkan bahwa efek risiko bisnis terhadap kinerja perusahaan bersifat non linear (Kale dkk., 1991; Kaaro, 2002b) pola ini mengacu pada *balancing* atau *trade off theory* (Baxter, 1967; Kraus dan Litzenberger, 1973; serta Kim 1978). Secara umum, perusahaan dengan risiko bisnis tinggi berpotensi lebih besar mengalami kegagalan bisnis. Risiko bisnis terkait dengan stabilitas: laba, penjualan, dan profitabilitas. Semakin tinggi variasi ketiga komponen mengindikasikan semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan.

- H₃: Perusahaan tidak sehat memiliki *leverage* lebih tinggi dari perusahaan sehat.
- H₄: Perusahaan sehat memiliki stabilitas laba lebih tinggi dari perusahaan tidak sehat.
- H₅: Perusahaan sehat memiliki stabilitas penjualan tinggi dari perusahaan tidak sehat.
- H₆: Perusahaan tidak sehat memiliki risiko bisnis (stabilitas profitabilitas) lebih tinggi daripada perusahaan sehat.

2. 4. Peluang Investasi

Keputusan reinvestasi terkait dengan prospek pertumbuhan perusahaan pada masa yang akan datang atau dikenal dengan peluang investasi. Konsep peluang investasi telah lama dikenal dalam literatur keuangan, tetapi mulai banyak dikaji setelah Myers (1977) mengkaitkan peluang investasi dengan nilai total perusahaan. Keberhasilan restrukturisasi perusahaan tergantung pada peluang investasi yang dimiliki perusahaan.

- H₇: Perusahaan sehat memiliki peluang investasi lebih tinggi dari perusahaan tidak sehat.

2. 5. Rasio Keuangan

Rasio keuangan memiliki beberapa kelemahan sebagai dasar evaluasi prediksi. Perusahaan besar dapat menyembunyikan atau mendistorsi informasi yang tidak mudah dideteksi oleh auditor (dalam Daily, 1994). Dalam studi ini, prediksi perusahaan sehat dan tidak sehat berdasarkan rasio keuangan tidak dihipotesiskan secara eksplisit, tetapi beberapa rasio keuangan (kecuali profitabilitas) digunakan untuk mendeteksi apakah terdapat rasio keuangan yang secara konsisten mampu memprediksikan perusahaan yang sehat dan tidak sehat selama periode penelitian. Variabel profitabilitas tidak dimasukkan dalam model analisis secara langsung untuk mengurangi efek *spurious* karena saldo laba per total aktiva juga memiliki unsur akumulasi laba yang bersumber dari profitabilitas perusahaan. Sebagai alternatif, studi ini menggunakan standar deviasi profitabilitas dan koefisien determinasi (R²) laba untuk mengukur volatilitas (risiko) bisnis perusahaan.

3. METODA PENELITIAN

3. 1. Pengukuran Variabel

Definisi operasional variabel disajikan pada Lampiran 1 (Tabel L1). Variabel terikat diukur dengan dua skala; rasio dan nominal. Skala rasio digunakan untuk menguji hipotesis 1 (*persistent hypothesis*), sedangkan skala nominal digunakan untuk menguji persistensi dengan pendekatan non-parametrik dan untuk prediksi kelangsungan hidup perusahaan. Variabel bebas terdiri dari 12 variabel⁴ yang meliputi proksi kebijakan dividen, risiko bisnis dan keuangan, peluang investasi, likuiditas, pertumbuhan aktual, dan struktur aktiva.

3. 2. Sampel dan Data Penelitian

Sampel adalah perusahaan manufaktur di Indonesia yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta sejak 1994. Data penelitian diperoleh dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang *go-public* di Indonesia yang menjadi sampel penelitian selama periode penelitian dari 1994 hingga 2000. *Range* periode penelitian 1994-2000 didasarkan pada kecukupan data untuk analisis inferensial. Tercatat 126 perusahaan manufaktur yang telah *go-public* pada tahun 1994, dan tersedia 112 perusahaan yang memiliki data secara kontinyu. Sampel final setelah dikurangi *missing data* sebanyak 110 per periode dari 1994-2000. *Range* ini juga menyediakan cukup data untuk membedakan kesehatan perusahaan *pasca* krisis keuangan 1997, yakni dari 1998 hingga 2000. Data mengenai *action* kebijakan perusahaan dirangkum dari berbagai sumber media masa dan internet.

Periode analisis utama adalah 1998 hingga 2000, sedangkan data periode 1994-1997 digunakan untuk mendapatkan data historis sebelum mengalami ancaman serius terhadap kelangsungan hidup perusahaan. Total sampel per periode setelah dikurangi beberapa observasi *outlier* dan *missing data* sebanyak 770 observasi (Lampiran Tabel L2). Sampel dikelompokkan menjadi dua subsampel utama yaitu perusahaan yang sehat (39 perusahaan per periode) dan perusahaan yang tidak sehat (39 perusahaan per periode), dan subsampel ketiga merupakan medium diantara kedua kategori ekstrim (32 perusahaan per periode). Klasifikasi subsampel didasarkan pada kriteria berikut ini:

1. Perusahaan sehat:

- a. selama periode 1998 hingga 2000 termasuk dalam 35% kategori urutan tertinggi perusahaan yang memiliki tingkat LD/TA.
- b. tidak sedang dalam proses restrukturisasi utang.

2. Perusahaan tidak sehat:

- a. selama periode 1998 hingga 2000 secara konsisten berada dalam 35% kategori urutan terendah perusahaan yang memiliki tingkat LD/TA.
- b. termasuk perusahaan yang sedang dalam proses restrukturisasi utang.

3. Perusahaan antara tidak sehat dan sehat (Medium):

- a. selama periode 1998 hingga 2000 tidak memiliki konsistensi urutan dalam 35% kategori urutan terendah maupun tertinggi berdasarkan perusahaan yang memiliki tingkat LD/TA.
- b. termasuk perusahaan yang sedang dalam proses restrukturisasi utang.

3. 3. Teknik Analisis

Studi ini menggunakan beberapa alat analisis statistik dalam pengujian hipotesis. Pertama, hipotesis 1 diuji dengan teknik parametrik dan non parametrik.⁵ *Autoregressive model* (AM) dengan teknik *Newey-West HAC Standard Errors & Covariance* digunakan untuk menguji

⁴ Penentuan 12 variabel bebas disarikan dari hasil studi pendahuluan (eksplorasi) terhadap 31 variabel bebas dengan menggunakan prosedur *stepwise forward likelihood ratio* dalam *logistic regression*.

⁵ Uji konsistensi banyak dilakukan dalam literatur *mutual fund* untuk menguji *persistence in mutual fund performance* (Carhart, 1997; Elton dkk., 1996; Gruber, 1996; Grinblatt dkk., 1995; Brown dan Goetzman, 1995; Hendricks dkk., 1993; serta Grinblatt dan Titman, 1992.)

konsistensi kinerja perusahaan yang sehat dan tidak sehat. Teknik ini dapat mengeliminasi efek heteroskedastisitas dan otokorelasi dalam model regresi. Kendall tau c dan Kappa digunakan sebagai komplemen pengujian hipotesis 1 guna menghindari efek data *outlier*. Kedua, uji t beda dua rata-rata digunakan untuk menguji perbedaan masing-masing variabel antar kelompok sampel dan *Logit Model* (LM)⁶ digunakan untuk menyelidiki manfaat variabel bebas dalam memprediksikan kesehatan perusahaan 1 hingga 4 periode sebelumnya (Hipotesis 2, 3, 4, dan 5). Model analisis disajikan pada Lampiran 1 Tabel L3.

4. HASIL PENELITIAN

4. 1. Deskripsi Variabel dan Analisis *Univariate*

Tabel 1 menunjukkan deskripsi variabel secara umum dari total sampel (110). Berdasarkan tabel tersebut tampak bahwa nilai rata-rata Laba Ditahan / Total Aktiva (Y) menurun sejak 1997 dan negatif pada periode 1998 hingga 2000. Pembayaran dividen (X_1) pada periode krisis juga turun secara substansial. *Leverage* (X_2) meningkat dari 0,36 pada tahun 1994 menjadi 0,74 pada tahun 1999. Variabel proksi peluang investasi (X_6 dan X_7) menunjukkan prospek bisnis yang semakin memburuk pada masa krisis keuangan. Pertumbuhan penjualan meningkat tajam pada periode 1998 disebabkan oleh tingkat inflasi yang tinggi pada tahun 1998 mencapai 58,4%. Rasio likuiditas perusahaan (X_9 dan X_{10}) pada periode krisis juga turun tajam, hanya rasio utang lancar terhadap total utang (X_{11}) dan struktur aktiva (X_{12}) yang tidak mengalami perbedaan substansial pada kedua sub-periode.

Tabel 1
Deskripsi Variabel Penelitian: Total Sampel 110 Perusahaan Manufaktur

Variabel	1994		1995		1996		1997		1998		1999		2000	
	Mean	SD												
Y	.14	10	15	14	14	16	1.05	22	1.07	52	1.09	70	1.16	66
X_1	.28	27	08	00	95	93	1.56	97	06	81	69	48		
X_2	.36	18	38	24	45	18	1.61	23	75	52	74	69		
X_3									56	25	34	30	35	28
X_4									68	25	70	26	68	29
X_5									11	14	11	13	13	14
X_6	.08	08	27	80	15	96	0.76	75	1.17	54	1.05	62		
X_7	.62	95	62	00	85	45	1.38	96	21	31	23	22		
X_8			32	41	28	95	1.38	50	93	75	10	50		
X_9	.21	19	18	16	17	20	1.03	24	1.17	57	1.17	77		
X_{10}	.67	17	67	17	67	16	1.70	17	73	17	72	22		
X_{11}	.78	23	79	33	69	29	1.69	26	75	25	81	75		
X_{12}	.46	18	47	18	49	18	1.50	19	55	21	54	21		
N	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10

Tabel 2 menjelaskan lebih terperinci dengan menggunakan dua kelompok subsampel perusahaan sehat (n=39 per periode) dan perusahaan tidak sehat (n=39 per periode). Pada tabel tersebut, perusahaan yang berada pada area medium tidak di analisis untuk menghilangkan bias

⁶Logit model digunakan sebagai alternatif karena hasil studi pendahuluan menunjukkan data tidak memenuhi asumsi normalitas multivariate dan ekuualitas varian multivariate yang dibutuhkan dalam analisis diskriminan. Pengabaian asumsi dalam analisis diskriminan dapat menyebabkan bias kesimpulan (Hair dkk. 1998; Sharma, 1996; Eisenbeis, 1977)

gray area dari analisis dari kedua titik ekstrim. Berdasarkan tabel tersebut tampak bahwa perusahaan tidak sehat (0) memiliki nilai rata-rata saldo laba per total aktiva (Y) lebih rendah secara signifikan daripada perusahaan sehat (1). Perbedaan tersebut semakin tajam pada periode krisis keuangan dari 1997 hingga 2000. Hasil ini mengindikasikan probabilitas kegagalan bisnis perusahaan tidak sehat semakin tinggi **sesuai prediksi hipotesis 1**.

Perusahaan sehat juga membagikan dividen (X_1) lebih tinggi dari perusahaan tidak sehat secara signifikan pada semua periode menunjukkan bahwa tidak terdapat mekanisme *trade-off* antara dividen dan laba ditahan **sesuai prediksi hipotesis 2**. Tingkat *leverage* (X_2) perusahaan tidak sehat lebih tinggi dari perusahaan sehat secara signifikan pada semua periode kecuali tahun 1994 **konsisten dengan prediksi hipotesis 3**. Perbedaan yang terjadi semakin besar pada masa krisis keuangan dari 1997 hingga 2000. Variabel proksi risiko bisnis; stabilitas laba, penjualan, dan profitabilitas (X_3 , X_4 , dan X_5) menunjukkan perbedaan secara signifikan antara kedua kelompok sampel **mendukung hipotesis 4, 5, dan 6**.

Proksi peluang investasi, total modal per penjualan (X_7) pada perusahaan sehat lebih baik (efisien) daripada perusahaan tidak sehat pada semua periode kecuali tahun 1994, tetapi variabel X_6 (laba per lembar saham dibagi harga saham) menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Hasil ini **hanya secara parsial mendukung hipotesis 7**. Proksi peluang investasi X_6 gagal dalam membedakan peluang investasi antara kedua kelompok sampel disebabkan volatilitas harga saham dan pasar modal di Indonesia yang belum efisien sehingga tidak dapat mencerminkan informasi mengenai kegiatan perusahaan secara menyeluruh.

Variabel rasio keuangan likuiditas dan struktur aktiva (X_9 , X_{10} , X_{11} , dan X_{12}) menunjukkan hasil yang bervariasi. Pada periode krisis keuangan, hanya X_9 (modal kerja bersih per total aktiva) yang dapat membedakan perbedaan secara signifikan antara kedua kelompok secara konsisten dan signifikan.

Tabel 2
Analisis Deskriptif dan Perbedaan Variabel Univariate Perusahaan Sehat dan Tidak Sehat dengan Uji t Beda Dua Rata-rata

Variabel	S- TS	1994			1995			1996			1997			1998			1999			2000		
		Mean	SD	t	Mean	SD	t	Mean	SD	t	Mean	SD	t	Mean	SD	t	Mean	SD	T	Mean	SD	t
Y	0	0.11	0.07	-4.33 ***	0.12	0.17	-2.64 ***	0.07	0.18	-4.40 ***	-0.13	0.23	-7.69 ***	-0.44	0.71	-5.68 ***	-0.56	1.00	-5.20 ***	-0.66	0.85	-6.37 ***
	1	0.20	0.11		0.21	0.12		0.23	0.13		0.21	0.15		0.22	0.15		0.28	0.15		0.24	0.23	
X ₁	0	2.59	1.88	-2.16 **	2.41	2.01	-2.98 ***	1.94	1.93	-2.52 ***	0.01	0.05	-1.89 *	0.00	0.00	-3.54 ***	0.21	0.76	-4.87 ***			
	1	4.29	4.46		5.36	5.84		3.63	3.69		1.49	4.87		3.72	6.56		4.02	4.82				
X ₂	0	0.37	0.18	0.97	0.44	0.17	2.37 **	0.51	0.17	4.16 ***	0.77	0.20	7.63 ***	1.07	0.71	5.33 ***	1.17	0.97	5.33 ***			
	1	0.33	0.19		0.34	0.18		0.34	0.19		0.42	0.19		0.44	0.20		0.32	0.19				
X ₃	0												0.68	0.16	4.13 ***	0.37	0.32	-0.83	0.32	0.29	-1.19	
	1												0.46	0.29		0.43	0.30		0.40	0.28		
X ₄	0												0.57	0.27	-3.77 ***	0.61	0.28	-3.21 ***	0.61	0.32	-2.46 **	
	1												0.77	0.19		0.79	0.20		0.77	0.23		
X ₅	0												0.19	0.20	3.79 ***	0.19	0.20	3.81 ***	0.22	0.20	4.34 ***	
	1												0.06	0.03		0.07	0.04		0.08	0.05		
X ₆	0	0.07	0.04	-2.85 ***	0.53	3.02	0.78	0.25	1.62	0.53	-1.92	4.32	-2.73 ***	-5.60	11.87	-2.92 ***	-0.30	0.96	-2.69 ***			
	1	0.10	0.08		0.15	0.12		0.12	0.10		-0.01	0.75		-0.01	1.59		0.12	0.17				
X ₇	0	1.63	1.00	0.87	1.79	1.03	1.68 *	2.30	1.90	3.30 ***	2.99	2.49	3.63 ***	2.90	3.29	2.73 ***	3.20	4.92	2.57 ***			
	1	1.45	0.87		1.40	1.01		1.23	0.63		1.46	0.83		1.39	1.04		1.16	0.73				
X ₈	0				0.22	0.33	-1.69 *	0.12	0.52	-1.14	0.63	2.36	1.28	1.03	2.02	0.12	0.06	0.72	-0.81			
	1				0.36	0.41		0.37	1.30		0.15	0.21		0.97	2.08		0.16	0.29				
X ₉	0	0.23	0.17	0.60	0.16	0.17	-0.59	0.16	0.21	-0.27	-0.08	0.26	-4.20 ***	-0.55	0.72	-6.08 ***	-0.67	1.05	-5.60 ***			
	1	0.21	0.20		0.19	0.19		0.17	0.20		0.15	0.22		0.19	0.26		0.30	0.23				
X ₁₀	0	0.67	0.16	0.17	0.69	0.17	1.82 *	0.70	0.17	2.01 **	0.75	0.17	2.23 **	0.75	0.17	0.93	0.75	0.18	1.32			
	1	0.66	0.19		0.62	0.18		0.63	0.16		0.66	0.17		0.72	0.19		0.68	0.27				
X ₁₁	0	0.76	0.23	-1.38	0.72	0.26	-1.91 *	0.64	0.29	-2.89 ***	0.67	0.28	-1.92 *	0.81	0.22	1.50	0.81	0.24	-0.47			
	1	0.83	0.21		0.84	0.31		0.82	0.28		0.78	0.24		0.73	0.26		0.90	1.21				
X ₁₂	0	0.44	0.18	-0.89	0.47	0.18	-0.46	0.47	0.18	-0.59	0.51	0.18	1.06	0.60	0.21	3.49 ***	0.61	0.21	4.27 ***			
	1	0.47	0.18		0.48	0.17	-0.46	0.50	0.19		0.46	0.18		0.45	0.17		0.42	0.18				

- ***sig pada prob=0,01; **sig pada prob=0,05; *sig pada prob=0,1; 0 = TS = perusahaan tidak sehat; 1=S = perusahaan sehat; SD = deviasi standar
- Perbedaan mean antar sampel diuji dengan uji t dua beda rata-rata sampel *independent*

4.2. Evaluasi Kelangsungan Hidup (Kesehatan) Perusahaan Pasca Krisis Keuangan 1997

Tabel 3, 4, dan 5 menyajikan ringkasan hasil model otoregresif (*autoregressive model*) untuk menguji persistensi kesehatan perusahaan (diproksi dari laba ditahan per total aktiva, Y_1) untuk masing-masing periode 1994-2000, 1998-2000, dan 1994-1998. Analisis Pool 1 didasarkan pada total sampel, analisis Pool 2 hanya memasukkan subsampel perusahaan tidak sehat dan perusahaan sehat (perusahaan medium dikeluarkan dari model). Hasil analisis pada Tabel 3 dengan periode dasar 2000 tidak mampu menjelaskan persistensi kelangsungan hidup perusahaan. Hanya periode 1999 yang terbukti signifikan pada semua model analisis. Berdasarkan uji Chow, terdapat perbedaan struktur regresi secara signifikan antara model regresi perusahaan sehat dengan tidak sehat.

Tabel 3

Analisis Persistensi Kelangsungan Hidup Perusahaan 1994-2000

dengan teknik *Newey-West HAC Standard Errors & Covariance* (baris kedua adalah nilai t)

$$Y_{2000} = \beta_{10} + \beta_{11}Y_{1999} + \beta_{12}Y_{1998} + \beta_{13}Y_{1997} + \beta_{14}Y_{1996} + \beta_{15}Y_{1995} + \beta_{16}Y_{1994} + \varepsilon$$

Panel A: <i>Autoregressive Model</i> Sampel dan Subsampel							
Variabel	Pool 1		Pool 2		Tidak Sehat	Medium	Sehat
Konstanta	-0.1205	**	-0.1631	**	-0.3298	**	0.0202
	-2.1819		-2.0404		-2.3664		0.2186
Y ₁₉₉₉	1.3349	***	1.4058	***	1.5996	***	0.8324 ***
	5.2216		5.3155		6.1898		3.0833
Y ₁₉₉₈	-0.5014		-0.4819		-0.6712	**	-0.0080
	-1.5184		-1.4086		-1.6323		-0.0481
Y ₁₉₉₇	0.3134		0.2385		-0.0379		0.3737
	1.1279		0.7534		-0.1085		0.8820
Y ₁₉₉₆	-1.3145	**	-1.7420	**	-2.0886	**	0.3849
	-2.0909		-2.5233		-2.6671		0.7750
Y ₁₉₉₅	2.2840	*	3.0041	**	3.5439	**	-0.7316
	1.7128		2.1915		2.1495		-1.0548
Y ₁₉₉₄	-0.8455		-0.8420		-0.3167		0.0104
	-0.9530		-1.0129		-0.2483		0.0314
R ²	0.7935		0.8082		0.7824		0.5200
Adjusted R ²	0.7815		0.7920		0.7416		0.4301
F-statistik	65.9762	***	49.8729	***	19.1783	***	5.7788 **
CI tertinggi	11.0070		11.2630		12.6220		20.6890
N	110		78		39		39

Panel B: Uji stabilitas struktur regresi (uji Chow)

Perbandingan Model	F-statistik	Log-likelihood	Keterangan
Tidak Sehat – Medium	1.6009	12.7432 *	perbedaan struktur marginal
Medium – Sehat	0.9131	7.5461	tidak ada perbedaan struktur
Tidak Sehat – Sehat	2.1637	** 16.5473	ada perbedaan struktur

Keterangan: ***signifikan pada prob=0,01; ** signifikan pada prob=0,05; * signifikan pada prob=0,10;

Y = Laba Ditahan / Total Aktiva; CI = *Conditional Index*; Nilai CI < 30 multikolinearitas tidak tinggi.

Tabel 4 mempersempit fokus periode analisis hanya pada periode krisis keuangan. Berdasarkan tabel tersebut tampak bahwa perusahaan tidak sehat dan medium mengalami peningkatan kinerja. Nilai koefisien negatif pada tahun 1998 dan berubah positif pada tahun 1999 menjadi indikator positif terhadap perbaikan kinerja pada tahun 2000. Perusahaan sehat menunjukkan persistensi kinerja dari 1998 hingga 2000, tetapi efeknya melemah dan tidak signifikan pada periode 1999. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terdapat persistensi bahwa perusahaan tidak sehat akan mengalami penurunan kinerja. Hasil ini berbeda dengan hasil uji *univariate* pada bagian sebelumnya yang mendukung hipotesis 1 bahwa kinerja perusahaan tidak sehat semakin memburuk, sehingga uji non-parametrik (Kendall tau-c dan Kappa) pada bagian berikutnya digunakan untuk menguji lebih lanjut persistensi kinerja perusahaan.

Tabel 4
Analisis Persistensi Kelangsungan Hidup Perusahaan 1998-2000
dengan teknik *Newey-West HAC Standard Errors & Covariance* (baris kedua adalah nilai t)
 $Y_{2000} = \beta_{20} + \beta_{21}Y_{1999} + \beta_{22}Y_{1998} + \varepsilon$

Panel A: <i>Autoregressive Model</i> Sampel dan Subsampel							
Variabel	Pool 1	Pool 2	Tidak Sehat		Medium		Sehat
Konstanta	-0.0810	-0.0911	-0.3433	**	-0.0692	**	0.0001
	-1.5542	-1.3402	-2.6018		-2.1169		0.0015
Y ₁₉₉₉	1.0314	*** 0.9998	*** 1.2732	***	1.3474	***	0.8550
	4.5368	3.9246	3.9207		7.4569		3.3256
Y ₁₉₉₈	-0.3144	-0.2785	-0.8568	*	-0.4745	**	0.1315 ***
	-0.9637	-0.7805	-1.7782		-2.4739		0.5613
R ²	0.7412	0.7390	0.7099		0.6934		0.4870
Adjusted R ²	0.7364	0.7321	0.6937		0.6722		0.4585
F-statistik	153.2378	*** 106.1878	*** 44.0390	***	32.7872	***	17.0864 ***
CI tertinggi	7.0790	7.4960	9.0320		2.3480		5.6010
N	110	78	39		32		39

Panel B: Uji stabilitas struktur regresi (uji Chow)					
Perbandingan Model	F-statistik		Log-likelihood		Keterangan
Tidak Sehat – Medium	3.2668	**	9.9709	**	ada perbedaan struktur
Medium – Sehat	1.6441		5.1931		tidak ada perbedaan struktur
Tidak Sehat – Sehat	7.3971	***	20.9555	***	ada perbedaan struktur

Keterangan:

***signifikan pada prob=0,01; ** signifikan pada prob=0,05

Y = Laba Ditahan / Total Aktiva

CI = *Conditional Index*; Nilai CI < 30 multikolinearitas tidak serius (tidak tinggi)

Tabel 5 menunjukkan perusahaan tidak sehat memiliki konsistensi signifikansi prediksi tetapi tanda negatif dan positif tidak konsisten dalam mempengaruhi kelangsungan hidup perusahaan dari 1 hingga 4 periode sebelum 1998 sehingga memberikan hasil yang belum memuaskan. Secara keseluruhan, Tabel 7 menunjukkan kinerja perusahaan sehat lebih baik dan relatif konsisten dari 1996 hingga 1998.

Tabel 5
Analisis Persistensi Kelangsungan Hidup Perusahaan 1994-1998
 dengan teknik *Newey-West HAC Standard Errors & Covariance* (baris kedua adalah nilai t)

$$Y_{1998} = \beta_{30} + \beta_{31}Y_{1997} + \beta_{32}Y_{1996} + \beta_{33}Y_{1995} + \beta_{34}Y_{1994} + \varepsilon$$

Panel A: *Autoregressive Model* Sampel dan Subsampel

Variabel	Pool 1	Pool 2	Tidak Sehat	Medium	Sehat
Konstanta	-0.0475	-0.0587	-0.1771 *	0.0093	0.0717
	-1.0881	-1.0049	-1.8904	0.4208	3.2513
Y ₁₉₉₇	1.5524 ***	1.4907 ***	0.9772 ***	0.7961 ***	0.7721 ***
	6.8686	5.5417	2.9805	5.3841	4.3886
Y ₁₉₉₆	0.4062	0.5951 *	0.8235 ***	-0.4232 **	0.0170 ***
	1.5192	1.7986	3.1163	-2.2994	0.0557
Y ₁₉₉₅	-3.2568 ***	-3.4720 ***	-4.0279 ***	0.3095	-0.1771
	-6.2248	-8.3270	-14.6754	1.6185	-0.5590
Y ₁₉₉₄	2.3622 ***	2.3943 ***	2.6741 ***	-0.1375	0.0923
	4.3878	4.2595	3.7193	-0.6631	0.3289
R ²	0.8157	0.8364	0.8652	0.5740	0.5236
Adjusted R ²	0.8086	0.8274	0.8494	0.5109	0.4676
F-statistik	116.1459 ***	93.2862 ***	54.5673 ***	9.0960 ***	9.3423 ***
CI tertinggi	7.2540	7.0270	5.2430	12.9710	17.6070
N	110	78	39	32	39

Panel B: Uji stabilitas struktur regresi (uji Chow)

Perbandingan Model	F-statistik	Log-likelihood	Keterangan
Tidak Sehat – Medium	5.4222 ***	26.1085 ***	ada perbedaan struktur
Medium – Sehat	2.6157 **	13.7919 **	ada perbedaan struktur
Tidak Sehat – Sehat	7.6569 ***	34.8356 ***	ada perbedaan struktur

Keterangan:

***signifikan pada prob=0,01; ** signifikan pada prob=0,05; * signifikan pada prob=0,10;

Y = Laba Ditahan / Total Aktiva

CI = *Conditional Index*; Nilai CI < 30 multikolinearitas tidak serius (tidak tinggi)

Tabel 6 menyajikan alternatif uji non-parametrik karena hasil uji persistensi dengan dua alat uji (*autoregressive model* dengan uji t beda dua rata-rata sampel *independent*) tidak konsisten. Pada tabel tersebut tampak bahwa perusahaan tidak sehat secara konsisten mengalami kesulitan untuk keluar dari posisinya sejak 1998. Hasil uji Kendal tau-c dan Kappa pada semua panel terbukti signifikan **konsisten dengan prediksi hipotesis 1**.

Beberapa perubahan juga dapat dipelajari dari upaya perusahaan keluar dari kesulitan keuangan. Terdapat 1 perusahaan tidak sehat yang berhasil menjadi sehat dan 10 perusahaan tidak sehat berhasil menjadi medium dalam waktu 2 periode (Panel A). Terdapat 7 perusahaan medium yang berhasil masuk ke kategori perusahaan sehat, tetapi 9 perusahaan menurun kinerjanya dan masuk kategori perusahaan tidak sehat pada tahun 2000, sedangkan 16 perusahaan tidak mengalami perubahan posisi. Perusahaan sehat juga menunjukkan perubahan hasil, terdapat 2 perusahaan yang masuk dalam kategori tidak sehat pada tahun 2000, dan 6 perusahaan turun satu tahapan pada kategori perusahaan medium. Pergeseran kecil juga terjadi pada periode 1998 ke 1999 (Panel B) dan 1999 ke 2000 (Panel C). Pergeseran ini menarik untuk dikaji lebih lanjut dikaitkan dengan *action* perubahan strategik yang dilakukan perusahaan dalam upaya keluar dari kesulitan keuangan. Evaluasi perubahan *action* kebijakan strategik dibahas pada bagian berikutnya.

Tabel 6
Analisis Persistensi Kesehatan Perusahaan Pasca Krisis Keuangan 1997:
Uji Non Parametrik Kendall's tau-c dan Kappa

Panel A: Persistensi kesehatan perusahaan 1998 dengan 2000				
1998	2000			Total
	Tidak Sehat	Medium	Sehat	
Tidak Sehat	28	10	1	39
Medium	9	16	7	32
Sehat	2	6	31	39
Total	39	32	39	110
<i>Goodness of fit</i>	Nilai Statistik Aproksimasi t			
Kendall's tau-c	0.3390	3.4080	***	
Kappa	0.5210	7.7070	***	

Panel B: Persistensi kesehatan perusahaan 1998 dengan 1999				
1998	1999			Total
	Tidak Sehat	Medium	Sehat	
Tidak Sehat	33	6	0	39
Medium	5	21	6	32
Sehat	1	5	33	39
Total	39	32	39	110
<i>Goodness of fit</i>	Nilai Statistik Aproksimasi t			
Kendall's tau-c	0.5890	6.9300	***	
Kappa	0.6850	10.1380	***	

Panel B: Persistensi kesehatan perusahaan 1999 dengan 2000				
1999	2000			Total
	Tidak Sehat	Medium	Sehat	
Tidak Sehat	31	6	2	39
Medium	6	22	4	32
Sehat	2	4	33	39
Total	39	32	39	110
<i>Goodness of fit</i>	Nilai Statistik Aproksimasi t			
Kendall's tau-c	0.5600	6.4020	***	
Kappa	0.6710	9.9360	***	

***signifikan pada $p=0,01$

4. 3. Prediksi Kelangsungan Hidup (Kesehatan) Perusahaan Pasca Krisis Keuangan 1997

Pada bagian ini, penafsiran lebih lanjut dikaitkan dengan analisis variabel-variabel yang relevan dalam memprediksikan kesehatan perusahaan berdasarkan data 1 hingga 4 periode sebelum tahun klasifikasi kesehatan perusahaan (*event*). Tahap ini berguna untuk menentukan variabel-variabel yang memberikan kontribusi dalam meningkatkan kinerja perusahaan tidak sehat agar masuk dalam kategori perusahaan sehat.

Tabel 7 menyajikan hasil *logistic regression* kesehatan perusahaan berdasarkan 12 variabel prediktor terpilih dengan prosedur *stepwise forward likelihood ratio*. Area kosong menunjukkan variabel tidak berkontribusi signifikan dalam membedakan kesehatan perusahaan. Hasil tidak signifikan disebabkan oleh faktor multikolinearitas. Hasil analisis pendahuluan (tidak ditunjukkan dalam tabel) menunjukkan bahwa kemampuan prediksi semakin akurat bila ke 12 variabel dimasukkan ke dalam semua persamaan, tetapi signifikansi individual melemah karena faktor reduksi prediksi mengandung efek multikolinearitas.

Masing-masing Panel A, B, dan C menyajikan hasil analisis prediksi 1 hingga 4 periode sebelum 1998, 1999, dan 2000. Panel A menunjukkan hanya risiko bisnis deviasi standar ROI (X_5) yang mampu memprediksikan secara signifikan dan konsisten pada semua persamaan **mendukung hipotesis 6**, diikuti dengan rasio likuiditas modal kerja bersih per total aktiva (X_9) dan aktiva cepat per aktiva lancar (X_{10}) serta total modal per penjualan (X_7) **mendukung hipotesis 7**. Beberapa variabel lain memiliki kemampuan prediksi yang moderat dalam **mendukung hipotesis 2, 3, 4, dan 5**. Pada Panel B, stabilitas penjualan (X_4) dan deviasi standar ROI (X_5) menunjukkan konsistensi signifikansi prediksi dari 1 hingga 4 periode sebelum 1999 **sesuai prediksi hipotesis 5 dan 6**, diikuti dengan *leverage* (X_2), total modal per penjualan (X_7) dan aktiva cepat per aktiva lancar (X_{10}) yang menunjukkan tiga dari empat periode analisis menunjukkan hasil signifikan menunjukkan dukungan yang relatif kuat terhadap hipotesis 3 dan 7. Pada Panel C, terdapat pergeseran konsistensi signifikansi prediksi, hanya stabilitas penjualan (X_4) yang terbukti mampu memprediksikan kesehatan perusahaan secara konsisten dan signifikan dari 1 hingga 4 periode sebelum 2000, diikuti dengan *leverage* (X_2), total modal per penjualan (X_7) dan aktiva cepat per aktiva lancar (X_{10}) yang menunjukkan tiga dari empat periode analisis menunjukkan hasil signifikan.

Semua panel menunjukkan bahwa hasil prediksi ke 12 variabel bervariasi. Hasil ini berbeda dari analisis univariate pada Tabel 2 yang menunjukkan perbedaan nilai rata-rata sebagian besar variabel antara kelompok perusahaan tidak sehat dan sehat pada semua periode

analisis kecuali periode 1994. Hal ini menunjukkan bahwa faktor multikolinearitas dalam model relatif tinggi sehingga nilai statistik *Wald* cenderung *underestimate*. Oleh karena itu penekanan pembahasan hasil analisis Tabel 7 didasarkan pada variabel yang berkontribusi superior (signifikan) secara konsisten pada masing-masing panel.

Tabel 8

Ketepatan Prediksi Kelangsungan Hidup Perusahaan Pasca Krisis Keuangan 1997: Model prediksi diestimasi dari 1 hingga 4 periode (t-k) sebelum periode observasi aktual (t)

Panel A: Prediksi kesehatan perusahaan dengan tahun dasar 1998							
Tahun prediksi (t-k)	Observasi (Aktual)	Prediksi		N Total	Prediksi Benar (%)	Nilai Z	
		Tidak Sehat	Sehat				
1994	Tidak sehat	33	5	38	86.80	4.54	***
	Sehat	5	33	38	86.80	4.54	***
	Total			76	86.80	6.42	***
1995	Tidak sehat	37	2	39	94.90	5.60	***
	Sehat	2	37	39	94.90	5.60	***
	Total			78	94.90	7.93	***
1996	Tidak sehat	36	3	39	92.30	5.28	***
	Sehat	0	39	39	100.00	6.24	***
	Total			78	96.20	8.15	***
1997	Tidak sehat	37	2	39	94.90	5.60	***
	Sehat	1	38	39	97.40	5.92	***
	Total			78	96.20	8.15	***
Panel B: Prediksi kesehatan perusahaan dengan tahun dasar 1999							
Tahun prediksi (t-k)	Observasi (Aktual)	Prediksi		N Total	Prediksi Benar (%)	Nilai Z	
		Tidak Sehat	Sehat				
1995	Tidak sehat	35	4	39	89.70	4.96	***
	Sehat	2	37	39	94.90	5.60	***
	Total			78	92.30	7.70	***
1996	Tidak sehat	37	2	39	94.90	5.60	***
	Sehat	3	36	39	92.30	5.28	***
	Total			78	93.60	7.70	***
1997	Tidak sehat	36	3	39	92.30	5.28	***
	Sehat	3	36	39	92.30	5.28	***
	Total			78	92.30	7.47	***
1998	Tidak sehat	37	2	39	94.90	5.60	***
	Sehat	3	36	39	92.30	5.28	***
	Total			78	93.60	7.70	***
Panel C: Prediksi kesehatan perusahaan dengan tahun dasar 2000							
Tahun prediksi (t-k)	Observasi (Aktual)	Prediksi		N Total	Prediksi Benar (%)	Nilai Z	
		Tidak Sehat	Sehat				
1996	Tidak sehat	35	4	39	89.70	4.96	***
	Sehat	3	36	39	92.30	5.28	***
	Total			78	91.00	7.25	***
1997	Tidak sehat	36	3	39	92.30	5.28	***
	Sehat	3	36	39	92.30	5.28	***
	Total			78	92.30	7.47	***

1998	Tidak sehat	35	4	39	89.70	4.96	***
	Sehat	2	37	39	94.90	5.60	***
	Total			78	92.30	7.47	***
1999	Tidak sehat	37	2	39	94.90	5.60	***
	Sehat	2	37	39	94.90	5.60	***
	Total			78	94.90	7.93	***

***signifikan pada $p=0,01$

Secara keseluruhan variabel proksi risiko bisnis yang meliputi stabilitas penjualan (X_4) dan standar deviasi ROI (X_5) memberikan hasil prediksi yang konsisten pada hampir semua persamaan dan periode analisis. Hasil ini **secara parsial mendukung hipotesis 5 dan 6**. Kontribusi kedua ditunjukkan dari konsistensi kemampuan *leverage* (X_2) dan peluang investasi total modal per penjualan (X_7) dalam memprediksikan kesehatan perusahaan **sesuai prediksi hipotesis 3 dan 7**. Rasio likuiditas yang diukur dari modal kerja bersih per total aktiva (X_9) dan aktiva cepat per aktiva lancar (X_{10}) juga memberikan hasil signifikan dan relatif konsisten dalam memprediksikan kesehatan perusahaan.

Tabel 8 menyajikan ringkasan kemampuan prediksi model analisis. Panel A, b, dan C masing-masing menggunakan tahun dasar klasifikasi kesehatan perusahaan periode 1998, 1999, dan 2000. Prediksi didasarkan pada data historis 1 hingga 4 periode sebelum tahun dasar klasifikasi kesehatan perusahaan (t-k). Berdasarkan uji ketepatan antara observasi aktual dengan prediksi (uji Z) tampak bahwa semua panel menunjukkan hasil signifikan pada tingkat 1% untuk semua hasil prediksi subsampel maupun total pada semua periode analisis. Kemampuan prediksi berkisar dari 86,8% hingga 100%. Secara keseluruhan hasil uji prediksi memberikan tingkat keakurasian yang relatif tinggi, tetapi inkonsistensi signifikansi variabel prediktor kesehatan perusahaan memerlukan kajian lebih lanjut dari perspektif strategik perusahaan yang dibahas pada bagian berikut ini.

4.4. Perubahan *Action* Kebijakan Strategik dalam Menghadapi Perubahan Lingkungan Bisnis Pasca Krisis Keuangan 1997

Tabel 9 menyajikan upaya beberapa perusahaan sampel dalam menghadapi dampak pasca krisis keuangan 1997 yang berkepanjangan. Indikator "sukses" didasarkan pada peningkatan rasio laba ditahan terhadap total aktiva (Y_1), sedangkan indikator "gagal" didasarkan pada penurunan rasio (Y_1). Total persentase sukses dan gagal kurang dari 100% mengindikasikan bahwa *action* kebijakan belum menunjukkan perubahan (*stagnant*).

Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa hanya 25% tidak sehat dan 35% perusahaan medium yang mengajukan restrukturisasi utang berhasil keluar dari kesulitan keuangan, sedangkan 75% dan 65% justru menunjukkan penurunan kinerja. Perubahan struktur manajemen hanya dilakukan oleh sebagian kecil perusahaan sampel, tetapi efek perubahan struktur manajemen terbukti (100%) memberikan hasil positif terhadap kinerja perusahaan baik pada perusahaan tidak sehat maupun perusahaan sehat.

Perubahan komposisi modal menunjukkan perubahan positif pada semua kategori perusahaan. Probabilitas sukses keluar dari kesulitan keuangan berkisar antara 60% hingga 80% mengindikasikan bahwa kebijakan ini cukup efektif dalam mengatasi kesulitan keuangan perusahaan. Penambahan ekuitas baru masih memberikan hasil yang moderat, 38% perusahaan tidak sehat berhasil mengatasi kesulitan keuangan dan hanya 11% yang semakin memburuk, sisanya masih belum mengalami perubahan, demikian pula dengan perusahaan medium, hanya 40% yang berhasil meningkatkan posisi kinerjanya dan 60% justru memiliki kinerja yang semakin

memburuk, sedangkan 53% perusahaan sehat menunjukkan peningkatan kinerja dan sisanya justru menurunkan kinerja perusahaan.

Tabel 9

Resolusi Strategik Perusahaan untuk Mengatasi Efek Krisis Keuangan 1997

Analisis didasarkan pada 110 perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia, dengan periode pengamatan dari 1998 hingga 2000. Tujuh atribut strategik digunakan sebagai indikator *action* perusahaan dalam menanggulangi efek krisis terhadap ancaman kelangsungan perusahaan.

Perubahan Kebijakan (<i>Action</i>)	Perusahaan Tidak Sehat			Perusahaan Medium			Perusahaan Sehat								
	Jumlah	sukses (%)	gagal (%)	Jumlah	sukses (%)	gagal (%)	Jumlah	sukses (%)	gagal (%)						
1. Restrukturisasi	20	5	25.0	15	75.0	20	7	35.0	13	65.0	0	0	-	0	-
2. Perub. Manajemen	1	1	100	0	-	0	0	-	0	-	2	2	100	0	-
3. Perub. Modal	5	3	60.0	2	40.0	5	4	80.0	1	20.0	5	4	80.0	1	20.0
4. Ekuitas Baru	18	7	38.9	2	11.1	15	6	40.0	9	60.0	13	7	53.8	6	46.2
5. Aliansi Strategik	0	0	-	0	-	1	1	100	0	-	2	2	100	0	-
6. Akuisisi	5	3	60.0	2	40.0	1	1	100	0	0.0	5	4	80.0	1	20.0
7. <i>Downsizing</i>	6	2	33.3	4	66.7	3	1	33.3	2	66.7	3	2	66.7	1	33.3
Total <i>action</i> ^b	55	21	38.2	25	45.5	45	20	44.4	25	55.6	30	21	70.0	9	30.0

^aIndikator baik (gagal) didasarkan pada peningkatan (penurunan) Laba Ditahan / Total Aktiva dari periode sebelumnya

^bBeberapa perusahaan tidak sehat dan medium menerapkan lebih dari satu atribut resolusi strategik sehingga jumlah total *action* lebih besar dari ukuran sub sampel, tetapi beberapa perusahaan sehat hanya sebagian yang menerapkan perubahan strategik sehingga jumlah total *action* lebih rendah dari ukuran sub sampel (39 perusahaan).

Data diolah dari berbagai sumber

Hanya sedikit perusahaan yang melakukan aliansi strategik, tetapi semua (100%) perusahaan sampel yang melakukan aliansi berhasil meningkatkan kinerjanya. Kebijakan akuisisi menunjukkan hasil yang lebih baik pada hampir semua kategori perusahaan. Probabilitas sukses perusahaan yang menerapkan strategi ini berkisar 60% hingga 100%.

Kebijakan *downsizing* tidak menunjukkan hasil yang efektif untuk mengatasi kesulitan keuangan perusahaan. Hanya 33,3% perusahaan tidak sehat dan medium yang berhasil keluar dari kesulitan keuangan dengan kebijakan menurunkan ukuran perusahaan, sisanya 66,7% justru menunjukkan kinerja yang semakin memburuk. Sebaliknya, kebijakan ini terbukti efektif bagi perusahaan sehat, 66,7% berhasil meningkatkan posisi kinerjanya, dan hanya 33,3% yang mengalami penurunan kinerja.

Secara keseluruhan, 38,2% perusahaan tidak sehat yang melakukan perubahan kebijakan strategik berhasil keluar dari kesulitan keuangan, 45,5% menunjukkan kinerja yang semakin memburuk, dan sisanya 16,3% tidak mengalami perubahan kinerja, sedangkan pada perusahaan medium, 44,4% berhasil meningkatkan posisi kinerja dan 55,6% menunjukkan kinerja yang semakin memburuk. Kinerja perusahaan sehat memberikan hasil yang lebih baik dibandingkan kedua kategori lainnya, 70% perusahaan sehat semakin baik kinerjanya dan hanya 30% yang mengalami penurunan kinerja.

5. SIMPULAN

Penelitian ini mengevaluasi kinerja perusahaan dari sebelum krisis keuangan hingga pasca krisis keuangan 1997, mengidentifikasi variabel-variabel yang berguna dalam memprediksikan kesulitan keuangan atau kelangsungan hidup (kesehatan) perusahaan yang diproksi dari nilai saldo laba terhadap total aktiva, serta mengevaluasi dampak kebijakan strategik terhadap keberhasilan atau kegagalan perusahaan dalam mengatasi kesulitan keuangan. Beberapa penemuan penelitian dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Terdapat persistensi kinerja perusahaan pada masing-masing kategori. Perusahaan tidak sehat cenderung gagal menunjukkan perbaikan posisi kinerja pada 1 hingga 2 periode berikutnya. Hanya sedikit perusahaan tidak sehat yang berhasil keluar dari kesulitan keuangan.
2. Beberapa variabel analisis memberikan kontribusi yang relatif konsisten dalam memprediksikan kesehatan perusahaan yaitu: (i) risiko bisnis yang diproksi dari deviasi standar *return on investment* dan stabilitas penjualan (koefisien determinasi atau R^2 dari *trend* penjualan), (ii) peluang investasi yang diproksi dari rasio total modal terhadap penjualan, (iii) *leverage*, dan (iv) likuiditas yang diproksi dari modal kerja bersih per total aktiva. Variabel dividen, stabilitas laba, serta struktur aktiva yang tidak memberikan kontribusi signifikan secara konsisten lebih disebabkan bias multikolinearitas sehingga terdapat redudansi prediksi. Secara univariate (dengan uji t beda dua rata-rata sampel *independent*), hampir sebagian besar variabel analisis (12 variabel) terbukti berbeda secara signifikan pada semua periode dari 1995 hingga 2000.
3. Model prediksi terbukti mampu memprediksikan kesehatan perusahaan secara akurat dengan *range* ketepatan prediksi antara 86,8% hingga 100% dari 1 hingga 4 periode sebelum perusahaan mengalami kesulitan keuangan pasca krisis keuangan 1997.
4. Perubahan kebijakan strategik masih belum memberikan hasil yang memuaskan dan masing-masing kebijakan memberikan hasil bervariasi. Perubahan struktur manajemen dan aliansi strategik menunjukkan prospek yang cukup baik, tetapi dengan keterbatasan jumlah *action* masih belum menjadi indikator yang kuat sebagai resolusi untuk memperbaiki kinerja perusahaan. Perubahan komposisi modal dan akuisisi memberikan hasil yang juga cukup efektif bagi perusahaan untuk mengatasi kesulitan keuangan.

Hasil studi ini memiliki beberapa implikasi penting dari sudut pandang praktis dan studi lebih lanjut. Pertama, *bondholder* perlu lebih berhati-hati terhadap usulan restrukturisasi utang perusahaan debitor karena kesehatan perusahaan tidak selalu membaik setelah proses restrukturisasi dilakukan dalam kurun waktu 1 hingga 2 tahun berikutnya. Selain itu, kinerja perusahaan tidak sehat cenderung tetap pada posisi tidak sehat pada periode berikutnya sehingga harapan untuk meningkatkan kinerja setelah restrukturisasi tanpa perubahan kebijakan strategik tidak akan memperbaiki kinerja perusahaan.

Kedua, investor sebaiknya menghindari perusahaan yang masuk dalam kategori tidak sehat, karena terdapat persistensi kinerja tidak sehat pada beberapa periode berikutnya. Probabilitas keberhasilan perusahaan tidak sehat relatif kecil dan tidak menguntungkan dalam jangka waktu 1 hingga 3 tahun berikutnya.

Ketiga, manajer perusahaan dapat melakukan upaya perbaikan kinerja dimulai dari perubahan internal secara bertahap. Beberapa variabel yang memberikan kontribusi penting dalam memprediksikan kesehatan perusahaan perlu diperhatikan oleh manajer perusahaan seperti: stabilitas penjualan dan stabilitas profitabilitas, *leverage*, likuiditas, dan peluang investasi. Manajer perlu menjaga stabilitas penjualan dan profitabilitas melalui strategi *earning management*. Tingkat *leverage* perusahaan tidak sehat dapat diturunkan dengan cara merubah komposisi kepemilikan melalui *convertible bond* sehingga mengurangi beban bunga utang yang berlebihan. Tingkat persediaan dalam perusahaan perlu diturunkan hingga minimum karena tidak efisien, untuk mempertahankan tingkat likuiditas yang aman, perusahaan perlu lebih

mengandalkan aktiva cepat. Posisi aktiva lancar juga sebaiknya relatif lebih tinggi dari utang lancar. Manajer perusahaan juga harus secara aktif mencari peluang investasi baru yang meningkatkan prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Implikasi bagi manajer perusahaan tidak sehat memang tidak mudah untuk diterapkan dan menjadi tantangan bagi manajer untuk memperbaiki kinerja perusahaan pada masa yang akan datang.

Keempat, manajer perusahaan juga perlu berhati-hati mengadopsi kebijakan stratejik karena tidak semua kebijakan stratejik memberikan hasil yang memuaskan. Beberapa kebijakan yang dapat dipertimbangkan dengan probabilitas sukses lebih besar adalah perubahan komposisi modal, perubahan struktur manajemen, aliansi stratejik dan akuisisi. Kebijakan restrukturisasi tanpa diikuti dengan berbagai upaya stratejik yang lain belum memberikan hasil yang memuaskan selama 1 hingga 3 periode berikutnya.

Kelima, penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan yang masih membuka peluang untuk penyelidikan lebih lanjut:

- i. Sampel dan subsampel yang digunakan dalam studi ini relatif kecil, peningkatan ukuran sampel memungkinkan peneliti untuk melakukan beberapa kontrol seperti kontrol terhadap ukuran perusahaan, subindustri, dan beberapa kebijakan stratejik perusahaan sehingga memberikan hasil simultan yang lebih akurat.
- ii. pengukuran proksi kinerja atau kesehatan perusahaan hanya didasarkan pada akumulasi laba ditahan per total aktiva dan kebijakan restrukturisasi utang, bila data tersedia, studi lebih lanjut perlu mempertimbangkan data perusahaan yang dinyatakan bangkrut atau dalam proses kebangkrutan.
- iii. Beberapa variabel prediktor yang digunakan dalam studi ini memberikan penjelasan yang redundan karena terdapat multikolinearitas dalam model. Bila tersedia cukup data, studi lebih lanjut dapat mempertimbangkan analisis faktor untuk mereduksi efek multikolinearitas dalam model yang menyebabkan bias hasil penelitian.
- iv. Lingkup penelitian hanya dibatasi pada perusahaan manufaktur yang *go-public* berdasarkan ketersediaan data keuangan karena data keuangan perusahaan yang tidak *go-public* sulit diperoleh. Pendekatan lain melalui metode kualitatif diperlukan untuk mendapatkan data dari perusahaan yang tidak *go-public*.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Tim Dan Vidhan K. Goyal, (2002), "The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables: Theory and Evidence", SSRN_ID298048_code020123600 *Working Paper*, Issued in January.
- Agami, Abdel M. (2002), "The Role That Foreign Acquisition of Asian Companies Played In The Recovery of The Asian Financial Crisis", *Multinational Business Review*, Spring, pp. 11-20.
- Alnajjar, F.K., dan A Riahi Belkaoui, (2001), "Empirical Validation of A General Motor of Growth Opportunities", *Managerial Finance*, 27 (3) pp. 72-90.
- Alonso, Pablo De Andrés, Félix J. L. Iturriaga, Dan Juan A. R. Sanz, (2000), "Financial Decisions And Growth Opportunities: A Spanish Firms Panel Data Analysis", *Working Paper*, Universidad De Valladolid, Spain.
- Altman, Edward I., G. Marco, and F. Varetto, (1994), "Corporate Distress Diagnosis: Comparisons using Linear Discriminant Analysis and Neural Network (The Italian Experience)", *Journal of Banking and Finance*, North Holland Publishing Company, 18, pp. 505 -529.

- Altman, E.I., dan Joseph Spivack, (1983), "Predicting Bankruptcy: The Value Line Relative Financial Strength System vs the ZETA Bankruptcy Classification Approach", *Financial Analysts Journal*, November-December pp. 60-67.
- Altman, Edward I., R.G Haldeman, and P. Narayanan, (1977), "Zeta Analysis; A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporation", *Journal of Banking and Finance*, North Holland Publishing Company, 1, Juni pp. 29-54.
- Altman, Edward I., (1968), "Financial Ratio, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, 23 pp. 589-609.
- Andrade, Gregor, dan Steven N. Kaplan, (1998), "How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed", *Journal of Finance* 58(5), October pp. 1443-1493.
- Arditti, Fred D., dan John M. Pinkerton, (1978), "The Valuation and Cost of Capital of the Leveraged Firm with Growth Opportunities", *Journal of Finance* 33 (1), March pp. 65-73.
- Baily, M.Nail, Eric J. Barterlsman, Dan John Haltiwanger, (1994), "Downsizing And Productivity Growth: Myth Or Reality?" NBER *Working Paper* No. 4741, Issued In May.
- Barniv, Ran, Anurag Agrawal, dan Robert Leach, (2002), "Predicting Bankruptcy Resolution", *Journal of Business Finance & Accounting* 29 (4); Oxford; Apr/May pp. 497-520.
- Barniv, Ran, dan Adi Raveh, (1989), "Identifying Financial Distress: A New Nonparametric Approach", *Journal of Business Finance & Accounting* 16 (3); Summer pp. 361-383.
- Baxter, N, (1967), "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, September pp. 395-403.
- Belkaoui, A Riahi, dan Ronald D. Picur, (2001), "Investment Opportunity Set Dependence of Dividend Yield And Price Earnings Ratio", *Managerial Finance* 27 (3) pp. 65-71.
- Booth, Peter, dan Patrick Hutchinson, (1989), "Distinguishing Between Failing and Growing Firms: A Note on the Use of Decomposition Measure Analysis", *Journal of Business Finance and Accounting* 16(2), Spring pp. 267-271.
- Brook, Yaron, Robert J. Hendershott, dan Atulya Sarin, (1996), "Financing Decisions And Investment Opportunities: Evidence From Germany", *Working Paper*, Department of Finance Leavey School of Business, Santa Clara University, Santa Clara, Ca 95053.
- Brown, Stephen J., and William N. Goetzmann, (1995), "Performance Persistence", *Journal of Finance* 50 pp. 679-698.
- Carhart, Mark M., (1997), "On Persistence in Mutual Fund Performance", *Journal of Finance* 52 (1), March pp. 57-82.
- Cleary, S., (1999), "The Relationship Between Firm Investment and Financial Status", *The Journal of Finance*, 54 (2), April pp. 673-692.

- Daily, Catherine M., (1994), "Bankruptcy in Strategic Studies: Past and Promise", *Journal of Management* 20 (2) pp. 263-295.
- Dambolena, I.G., and S. J. Khoury, (1980), "Ratio Stability and Corporate Failure", *The Journal of Finance*, 35, (4) pp. 1017-1026.
- Danbolt, Jo, Ian Hirst, dan Edward Jones, (1999), "Measuring Growth Opportunities", *Working paper*, Department of Accounting and Finance, University of Glasgow, 65-67 Southpark Avenue, Glasgow G12 8LE.
- Denis, David J., dan Timothy A. Kruse, (2000), "Managerial Discipline and Corporate Restructuring Following Performance Declines", *Journal of Financial Economics* 55, pp. 391-424.
- Easterbrook F.H., (1984), "Two Agency-Cost Explanation of Dividends", *American Economic Review*, 74, (4), September pp. 650-659.
- Eisenbeis, Robert A., (1977), "Pitfall in the Application of Discriminant Analysis in Business, Finance, and Economics", *Journal of Finance* 32 (3), June pp. 875- 900.
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Sanjiv Das, and Christopher R. Blake, (1996), "The Persistence of Risk-adjusted Mutual Fund Performance", *Journal of Business* 69 pp. 133-157.
- Estanislao, J.P, G.N. Manzano, and G. O. Pascadilla, (2000), "The Asian Financial Crisis", *Asian Pacific Economic Literature*, 14 (1), May pp. 11-22.
- Fazzari, S., R.G. Hubbard, dan B.C. Petersen, (1996), "Financing Constraint and Corporate Investment: Respon to Kaplan and Zingales", *working paper*, Washington University, January.
- Fazzari, S., R.G. Hubbard, dan B.C. Petersen, (1987), "Financing Constraint and Corporate Investment", *NBER working paper*, No. 2387.
- Gaver, J.J., and K.M. Gaver, (1993), "Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics*, 16 pp. 125-160.
- Ghauri, Pervez N., (1998), "Recent Trends in Global Business and The Asian Crisis", *Kelola* 18(7), hal.1-15.
- Grinblatt, Mark, and Sheridan Titman, (1992), "The Persistence of Mutual Fund Performance", *Journal of Finance* 47, 1977-1984.
- Grinblatt, Mark, Sheridan Titman, and Russ Wermers, (1995), "Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding, A Study of Mutual Fund Behavior", *American Economics Review* 85 pp. 1088-1105.
- Gruber, Martin J., (1996), "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds", *Journal of Finance* 51 pp. 783-810.

- Hair Jr, Joseph F., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham, dan William C. Black, (1998), *Multivariate Data Analysis*, Fifth Edition, Prentice-Hall International, Inc. A Simon & Schuster Company, Upper Saddle River, New Jersey.
- Hahm, J.H., and F.S. Mishkin, (2000), "The Korean Financial Crisis: An Asymmetric Information Perspective", *Emerging Markets Review*, 1 pp. 21-52.
- Harriss, M., and A. Raviv (1990), "Capital Structure and Information Role of Debt", *Journal of Finance*, 35 (2), June pp. 321-349.
- Hendricks, Darryll, Jayendu Patel, and Richard Zecjhauser, (1993), "Hot Hands in Mutual Funds: Short-run Persistence of Performance", 1974-1988, *Journal of Finance* 48 pp. 93-130.
- Hotchkiss, E. Shwalb, (1995), "Postbankruptcy Performance and Management Turnover", *Journal of Finance* 50 (1), March pp. 3-21.
- Jensen, M.C., (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Reviews*, 76 (2), May pp. 323-329.
- Jensen, M.C., and W.H. Meckling, (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3 pp. 305-360.
- Johnsen, T. and R.W. Melicher, (1994), "Predicting Corporate Bankruptcy and Financial Distress: Information Value Added by Multinomial Logit Models", *Journal of Economics and Business*, 46 pp. 269-286.
- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach, Dan Eric Friedman, (2000), "Corporate Governance In The Asian Financial Crisis", *Working Paper*, MIT, Issued In May.
- Jones, S Dan R. Sharma, (2001), "The Association Between The Investment Opportunity Set And Corporate Financing And Dividend Decisions: Some Australian Evidence", *Managerial Finance*, 27 (3) pp. 48-64.
- Kaaro, Hermeindito, (2002a), "Prediksi Kinerja Perusahaan Berbasis *Investment Opportunity Set* dan Rasio Keuangan Tertimbang", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, STIE Trisakti, Jakarta, 4 (1), April pp. 36-53.
- _____, (2002b), "Financing Decision Relevancy: An Empirical Evidence of Balancing Theory", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis – Universitas Katolik Indonesia Atmajaya Jakarta*, 2 (1), Pebruari pp. 13-20.
- _____, (2000), "The Prediction of Company Profitability in Difference Economic Condition: A Perspective of Industry and Competitive Ratios", *Atma nan Jaya*, 13 (2), pp. 12-29.
- _____, (1997), "Logit Model: Analisis Leverage dan Persaingan Pasar sebagai Prediksi Profitabilitas", *Jurnal Ilmiah Unika Widya Mandala Surabaya*, Edisi 008-Desember pp. 1-14.

- Kahl, Matthias, (2002), "Economic Distress, Financial Distress, And Dynamic Liquidation", *Journal of Finance* 57 (1) pp. 135-168.
- Kalay, A., (1982), "Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints", *Journal of Financial Economics*, 10 (2), July pp. 211-233.
- Kale, J.R., T. H. Noe, and G.G. Ramirez, (1991), "The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, 46, December, pp. 1693-1715.
- Kallapur, Sanjay, dan Mark A. Trombley, (2001), "The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences And Measurement", *Managerial Finance* 27 (3) pp. 3-15.
- Kallapur, S. and M.A. Trombley, (1999), "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business Finance and Accounting*, 26 pp. 505-519.
- Kamin, Steven B., (1999), "The current international financial Crisis: How Much is New?", *Journal of International Money and Finance* 18 pp. 501– 514
- Kaplan, S.N, dan L. Zingales, (2000), "Investment-Cash Flow Sensitivities are Not Valid Measures of Financing Constraints", *NBER Working Paper*, No. 7659.
- Kaplan, S.N, dan L. Zingales, (1997), "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraint?", *The Quarterly Journal of Economics*, 62, February, (1) pp. 169-216.
- Kawai, Masahiro, (2000), "The Resolution of The East Asia Crisis: Financial And Corporate Sector Manufacturing", *Journal of Asian Economics* 11 pp. 133-168.
- Kim, E.H., (1978), "A Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity", *Journal of Finance*, March pp. 45-64.
- Kim, Suk H., Dan Mahfuzul Haque, (2002), "The Asian Financial Crisis of 1997: Causes And Policy Responses", *Multinational Business Review*, Spring pp. 37-44.
- Kraus, A., and R.H. Litzenberger, (1973), "A State-Preference Model on Optimal Financial Leverage", *The Journal of Finance*, 28, September pp. 911-922.
- Machfoedz, Mas'ud, (1994), "Financial Ratio Analysis and the Prediction of Earnings Changes in Indonesia", *Kelola*, 7 (3) pp.114-137.
- Miller, M. H., (1998), "The current Southeast Asia Financial Crisis", *Pacific-Basin Finance Journal* 6 pp. 225-233.
- Mishkin, Frederic S., (1999), "Lessons from the Asian crisis", *Journal of International Money and Finance* 18 pp. 709– 723.
- Modigliani F., and M.H. Miller, (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *American Economic Review*, 13 (3) pp. 261-297.

- Modigliani, F., and M. Miller, (1963), "Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53, June, pp. 433-443.
- Myers, S.C., (1977), "The Determinant of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5, November, pp.147-176.
- Myers, S.C., (1984), "Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39, (3), July pp.575-592.
- Myers, S.C., and N.S. Majluf, (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information that Investor do not Have", *Journal of Financial Economics*, 13 pp. 187-221.
- Ohlson, James A., 1980, "Financial Ratios and Probabilistic Prediction of Bankruptcy", *Journal of Accounting Research*, 18 pp.109-131.
- Omer, Khursheed, (2000), "Real Ploughback Earnings As An Indicator of Enterprise Performance: Fas No.33 Disclosures Revisited", *Managerial Finance* 26 (8) pp.13-28.
- Opler, Tim C., dan Sheridan Titman, (1994), "Financial Distress and Corporate Performance", *Journal of Finance* 49 (3), July pp.1015-1040.
- Pfeffer, J., and Salancik, G.R., (1978), *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row Publisher, New York.
- Pilbeam, K., (2001), "The East Asian Financial Crisis: Getting To The Heart of The Issues", *Managerial Finance* 27(1/2) pp. 111-133.
- Platt, H.D, Platt, M.B, and Gunnar, J. P., (1994), "Bankruptcy Discriminant with Real Variables", *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, (4) pp. 491-510.
- Sharma, Subhash, (1996), *Applied Multivariate Techniques*, John Willey and Sons Inc., New York.
- Sheppard, J.P., (1994), "Strategy and Bankruptcy: An Exploration into Organizational Death", *Journal of Management*, 20, (4) pp. 795-833.
- Smith Jr, C.W., and R.L. Watts, (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *The Journal of Financial Economics*, December pp. 263-292.
- Takeda, M., (2000), Indonesia's Economic Reform: Restructuring of the Banking Sector, Chapter 5 in *Indonesia Entering a New Era: Abdurrahman Wahid Government and Its Challenge*, Edited by Yuri Sato, Institute of Developing Economies pp. 47-61.
- Tjahjapranata, Mira, Chee M. Yap, Dan Yew K. Ho, (2002), "The Impact of Firm Size, Concentration and Financial Leverage On The Effectiveness of R&D Investment In Generating Growth Opportunities for Firms", *Working Paper*, 10 Kent Ridge Crescent, Faculty of Business Administration, Issued In January.
- Vogt, S.C., (1994), "The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence From U.S. Manufacturing Firms", *Financial Management*, 23, Summer pp.3-20.

Whittigton, G. (1972), "The Profitability of Retained Earning", *Review of Economic and Statistic* pp. 152-160.

[Zunitch, Victoria M.](#), dan Michael Hayes, (2002), "The Business of Bankruptcy", *Journal of Accountancy* 193 (2), New York; Feb, 35.