

336  
TRI  
e

@ /

**EVALUASI STRATEGI KEUANGAN DAN IMPLIKASINYA TERHADAP  
KESULITAN KEUANGAN PADA MASA KRISIS MONETER  
PERUSAHAAN-PERUSAHAAN PUBLIK YANG TERDAFTAR  
DI BURSA EFEK JAKARTA**

*TESIS*

*Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro  
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh  
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen*



Diajukan oleh :

**N a m a** : V. Tripriyo PS

**N I M** : C4A098090


**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
TAHUN 2000**

Tesis berjudul  
EVALUASI STRATEGI KEUANGAN DAN IMPLIKASINYA TERHADAP  
KESULITAN KEUANGAN PADA MASA KRISIS MONETER  
PERUSAHAAN-PERUSAHAAN PUBLIK YANG TERDAFTAR  
DI BURSA EFEK JAKARTA

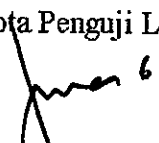
yang dipersiapkan dan disusun oleh :  
V. Tripriyo PS  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal,  
31 Maret 2000  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Susunan Dewan Penguji

Pembimbing Utama/ Ketua

  
Prof. Dr. H. Miyasto, SU

Anggota Penguji Lain

  
Dr. Imam Ghazali, MCom, Akt

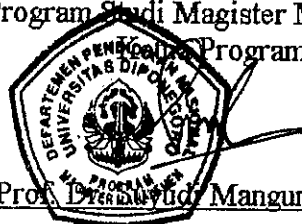
Pembimbing Anggota

  
Dra. Irene Rini DP, ME

Dr. Purbayu BS, MS

  
Drs. Kholiq Mahfud, MSi

Semarang, 31 Maret 2000  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Program



Prof. Dr. Kholiq Mahfud, Mungunwihardjo

## MOTTO

●●●

Masa sulit tidak pernah berlangsung  
selamanya, tetapi orang yang tabah  
pasti bertahan

●●● (Robert H. Schuller)

Kupersembahkan kepada :

- Bapak (dalam kenangan) dan Ibunda terkasih
- Tercinta istriku Eka Murtiasri  
buah hatiku Prianka Ratri Nastiti dan  
Ivan Krisna Priantaka
- Bapak dan Ibu mertua terkasih

## ABSTRACT

This research is empirical to find out the position of enterprise finance before monetary crisis which forms the determinant of enterprise financial distress in monetary crisis. The financial data are collected from annual financial statements that listed on Jakarta Stock Exchange (JSX) for three years, that is in 1995, 1996, and 1997. The financial data of 1995 and 1996 are used to determine the rate of change in financial ratios before the monetary crisis happened, while the data of 1997 are used to determine enterprises classified into financial distress enterprises.

The analysis tools are used to test the determinant of enterprise financial distress are financial distress of Altman's model (1968), factor analysis, logistic regression analysis, and linear regression analysis. The results of the statistical test shows that the rate of change in the financial ratios closely related to enterprise financial distress are profit ratios are measured from net profit and the ratios indicating the level of enterprise leverage.

The above analysis results indicate that the main cause of declines of many enterprises in Indonesia is the financial distress caused by heavy burden debt.

## ABSTRAK

Penelitian ini merupakan penelitian empiris untuk mengetahui posisi keuangan perusahaan sebelum krisis moneter yang merupakan determinan kesulitan keuangan (*financial distress*) perusahaan pada masa krisis moneter. Data keuangan yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tiga tahun, yakni 1995, 1996 dan 1997. Data keuangan tahun 1995 dan 1996 digunakan untuk menentukan tingkat perubahan nisbah-nisbah keuangan sebelum krisis moneter terjadi, data 1997 digunakan untuk menentukan perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan. Nisbah-nisbah keuangan yang dipilih merupakan nisbah keuangan yang bermanfaat untuk memprediksi laba perusahaan besar dan kecil di masa mendatang.

Alat analisis yang digunakan untuk menguji determinan kesulitan keuangan perusahaan adalah kesulitan keuangan model Altman(1968), analisis faktor, analisis regresi logistik dan analisis regresi linier. Hasil uji statistik menunjukkan bahwa tingkat perubahan nisbah keuangan yang berhubungan erat dengan kesulitan keuangan perusahaan adalah nisbah profitabilitas yang diukur dari laba bersih dan nisbah-nisbah yang menunjukkan tingkat leverage perusahaan. Hasil analisis tersebut menunjukkan bahwa penyebab utama terpuruknya banyak perusahaan di Indonesia adalah kesulitan keuangan yang disebabkan oleh beratnya beban hutang.

## KATA PENGANTAR

Peristiwa paling penting yang mungkin tak terlupakan adalah krisis moneter yang diawali pada pertengahan tahun 1997 yang mengakibatkan gejolak perekonomian Indonesia. Meskipun ini tak hanya dialami bangsa Indonesia, tapi praktis hampir dialami seluruh kawasan Asia Tenggara. Namun bagaimanapun juga, kemelut yang terjadi harus dibayar dengan sangat mahal bukan saja oleh dunia usaha tetapi oleh bangsa ini juga. Secara keseluruhan dapat dikatakan, proyeksi keuntungan dunia usaha dalam tahun-tahun mendatang akan jauh lebih rendah bila dibandingkan dengan tahun-tahun sebelumnya. Dibutuhkan waktu yang panjang untuk mencapai pertumbuhan keuntungan seperti pada saat sebelum krisis moneter ini terjadi.

Penelitian ini dilakukan didasari tujuan hendak memotret (mengabadikan) peristiwa penting yang sangat langka ini. Penelitian berupa tesis ini berusaha menyajikan kondisi ekonomi makro saat krisis moneter terjadi, untuk selanjutnya berusaha menganalisis secara mikro determinan kesulitan keuangan perusahaan melalui pemanfaatan data laporan keuangan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Banyak pihak yang telah membantu dalam penyelesaian tesis ini, untuk itu kami sampaikan penghargaan dan ucapan terima kasih kepada :

1. Rektor Universitas Diponegoro, yang telah memberikan ijin dalam menempuh studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Bapak Prof. Dr. H. Miyasto, SU sebagai pembimbing utama dalam penyusunan tesis ini. Banyak hal yang telah kami peroleh dari beliau tidak hanya menyangkut bidang akademis saja. Keteduhan beliau telah menumbuhkan semangat menyelesaikan tesis ini.
3. Ibu Dra. Irene Rini DP, ME sebagai pembimbing anggota, yang telah memberikan banyak inspirasi dan motivasi sehingga memperlancar terselesaikannya tesis ini.
4. Segenap pimpinan Politeknik Negeri Semarang, yang telah memberikan ijin tugas belajar dan fasilitas-fasilitas yang sangat berarti selama kami menempuh studi lanjut ini.
5. Kakanda Drs. Sugiono, MSIE sebagai guru dan teman diskusi sejak lama tentang metode kuantitatif. Manfaatnya sangat terasa selama proses penyusunan tesis ini.

6. Pak Poerbo, Pak Putut, Pak Karno, Pak Budiono dan sangat spesial kepada *virtual team* yang disemangati oleh Bapak Ir. Yance Pany, MM serta teman-teman Budi, Oong dan Rony.
7. Segenap Pimpinan, dosen dan staf administrasi program studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Sanak saudara dan semua pihak yang tidak dapat kami sebutkan satu per satu..

Akhirnya ucapan syukur kepada Tuhan yang telah melimpahkan rahmat bagi kami, sehingga memperlancar studi ini. Semoga tesis ini bermanfaat bagi para peneliti dan praktisisi untuk tujuan perbaikan kesejahteraan masyarakat yang sedang terpuruk ini.

Semarang, Maret 2000

Penulis

## DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	ii
MOTTO.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ABSTRAK.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	x
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	6
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	7
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS.....	8
2.1 Konsep Manajemen Strategik.....	8
2.1.1 Tiga Tingkatan Manajemen Strategik.....	8
2.1.2 Komponen Model Manajemen Strategik.....	10
2.1.3 Pengendalian Strategik.....	14
2.2 Perspektif Keuangan dalam Strategi Perusahaan.....	16
2.3 Kesulitan Keuangan ( <i>Financial Distress</i> ) dan Peran Laporan Keuangan ....	24
2.4 Restrukturisasi dan Kesulitan Keuangan Perusahaan.....	29
2.5 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	33
2.6 Hipotesis.....	35
2.7 Definisi Operasional Variabel.....	36

BAB III	METODE PENELITIAN .....	40
	3.1 Jenis Penelitian.....	40
	3.2 Metode Pengumpulan Data .....	40
	3.3 Populasi dan Sampling .....	41
	3.4 Teknik Analisis.....	42
BAB IV	GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN .....	46
	4.1 Sejarah Perkembangan Pasar Modal di Indonesia .....	46
	4.2 Kondisi Ekonomi Indonesia Menjelang Krisis Moneter .....	50
	4.2.1 Ukuran Aktivitas Moneter.....	50
	4.2.2 Profitabilitas Perusahaan dan Kondisi Ekonomi.....	55
	4.3 Industri dalam Sampel .....	58
BAB V	HASIL ANALISIS .....	68
	5.1 Identifikasi Perusahaan dalam Kesulitan Keuangan.....	68
	5.2 Hasil Analisis Faktor.....	76
	5.3 Determinan Kesulitan Keuangan Perusahaan .....	82
	5.4 Evaluasi Posisi Keuangan Perusahaan.....	86
BAB VI	PENUTUP.....	93
	6.1 Kesimpulan.....	93
	6.2 Rekomendasi .....	96
	DAFTAR PUSTAKA.....	99
	DAFTAR RIWAYAT HIDUP	
	LAMPIRAN	

## DAFTAR TABEL

		Halaman
Tabel 1.1 a	Produk Domestik Bruto menurut Lapangan Sektor Usaha Tahun 1997 dan 1998.....	2
Tabel 1.1 b	Kondisi Keuangan Konsolidasi dalam Sektor Usaha Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta ( B E J ) Tahun 1996 dan 1997 ( dalam miliar rupiah ).....	5
Tabel 4.1	Perkembangan Volume, Nilai dan Pertumbuhan Nilai Perdagangan Saham di Bursa Efek Jakarta Tahun 1989-1997.....	49
Tabel 4.2.1.c	Perubahan Indek Harga Konsumen (CPI) (dalam %).....	53
Tabel 4.3	Sektor dan Industri dalam Sampel.....	59
Tabel 4.3.a	Distribusi Frekuensi Perkembangan Aktiva Total Tahun 1995, 1996 dan 1997.....	61
Tabel 4.3.b	Distribusi Frekuensi Perkembangan Aktiva Lancar Tahun 1995,1996 dan 1997.....	62
Tabel 4.3.c	Distribusi Frekuensi Perkembangan Utang Total Tahun 1995,1996 dan 1997.....	63
Tabel 4.3 d	Distribusi Frekuensi Perkembangan Utang Lancar Tahun 1995,1996 dan 1997.....	64
Tabel 4.3.e	Distribusi Frekuensi Perkembangan Penjualan Bersih Tahun 1995, 1996 dan 1997.....	65
Tabel 4.3.f	Perkembangan Nilai Rata-rata Keuangan per Sektor (jutaan rupiah)...	66
Tabel 5.1.a	Rata-rata Nisbah Kesulitan Keuangan Model Altman Tahun 1997.....	69
Tabel 5.1.b	Distribusi Perusahaan yang Mengalami Kesulitan Keuangan menurut Sektor Usaha dan Status Permodalan.....	70
Tabel 5.1.c	Distribusi Perusahaan yang Mengalami Kesulitan Keuangan menurut Perubahan Likuiditas dan Solvabilitas.....	71
Tabel 5.1.d	Distribusi Perusahaan yang Mengalami Kesulitan Keuangan menurut Perubahan Profitabilitas.....	72

Tabel 5.1.e	Distribusi Perusahaan yang Mengalami Kesulitan Keuangan menurut Perubahan Produktivitas/ Efisiensi dan Intensitas Investasi.....	74
Tabel 5.1.f	Distribusi Perusahaan yang Mengalami Kesulitan Keuangan menurut Perubahan <i>Indebtness/ Equity</i> .....	75
Tabel 5.2.a	Nilai Eigen Hasil Analisis Faktor 18 Perubahan Nisbah Keuangan...	77
Tabel 5.2.b	Matrik Faktor Rotasi Hasil Analisis Faktor 18 Perubahan Nisbah Keuangan.....	79
Tabel 5.3	Hasil Analisis Model Logit untuk Kesulitan Keuangan dengan Variabel Dependen Dummy.....	83
Tabel 5.4	Rata - rata Perubahan Nisbah Determinan Kesulitan Keuangan Perusahaan.....	87

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis Evaluasi Strategi Perusahaan dan Implikasinya pada Masa Krisis Moneter.....	34
Gambar 4.2.1.a Perkembangan Likuiditas Perekonomian Tahun 1993- Januari 1998	51
Gambar 4.2.1.b Perkembangan Kurs Rupiah terhadap US Dollar.....	52
Gambar 4.2.1.d Perkembangan Tingkat Bunga Pinjaman.....	55
Gambar 4.2.2 Perkembangan Ekonomi dan Pasar Saham.....	56

## DAFTAR LAMPIRAN

- LAMPIRAN A Data Keuangan Tahun 1997 dan Penghitungan Skor Z Model Altman (1968)
- LAMPIRAN B Data Keuangan Tahun 1995, 1996 dan 1997 untuk Deskripsi Frekuensi Keuangan Perusahaan
- LAMPIRAN C Data Keuangan Tahun 1995 dan Penghitungan 18 Nisbah Keuangan
- LAMPIRAN D Data Keuangan Tahun 1996 dan Penghitungan 18 Nisbah Keuangan
- LAMPIRAN E Data Perubahan 18 Nisbah Keuangan Tahun 1996 terhadap Tahun 1995
- LAMPIRAN F Hasil Analisis Faktor 18 Perubahan Nisbah Keuangan
- LAMPIRAN G Hasil Analisis Regresi Logistik
- LAMPIRAN H Hasil Analisis Regresi Linier Berganda
- LAMPIRAN I Skor Faktor Hasil Analisis Faktor dan Korelasi antar Faktor

## BAB I PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Depresiasi rupiah yang terjadi semenjak bulan Juli 1997, sangat berpengaruh terhadap perekonomian Indonesia sampai pada kondisi krisis. Akibat krisis tersebut diperkirakan Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia mengalami kontraksi minus 10%, tingkat laju inflasi meningkat sekitar 70%, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat merosot sebesar 80% dan tingkat suku bunga telah melambung menjadi di atas 60% per tahun (Harpindi, 1999).

Dari sudut pandang makro ekonomi, krisis yang telah terjadi tersebut berdampak langsung pada struktur biaya produksi yang meningkat tajam, terutama untuk industri-industri yang menggunakan bahan baku impor, yaitu antara lain industri manufaktur, otomotif, elektronik, kimia dan industri alat-alat listrik (Harpindi, 1999). Peningkatan struktur biaya produksi tersebut berimplikasi pada harga jual produk yang menjadi lebih tinggi sehingga kurang kompetitif di pasar domestik.

Indikator makro ekonomi dari sudut pandang Produk Domestik Bruto, pada tahun 1997 untuk hampir semua sektor usaha masih mengalami pertumbuhan yang positif, kecuali hanya pada sektor pertambangan dan penggalian yang mengalami pertumbuhan negatif. Namun memasuki tahun 1998 kondisi hampir semua sektor menunjukkan pertumbuhan negatif. Hanya sektor pertanian, peternakan, kehutanan

dan perikanan serta sektor listrik, gas dan air minum yang menunjukkan angka pertumbuhan positif masing-masing dengan angka pertumbuhan 1,02% dan 8,28%.

Tabel 1.1.a memperlihatkan bahwa sektor yang paling parah terkena imbas krisis moneter ini adalah sektor bangunan dan konstruksi dengan angka pertumbuhan minus 11,23% dibawah angka pertumbuhan negatif dari PDB total yaitu minus 10,54%.

**Tabel 1.1.a Produk Domestik Bruto menurut Lapangan Sektor Usaha Tahun 1997 dan 1998**

No.	Sektor Usaha	1997 (milliar rupiah)	Pertumbuhan (%)	1998 (milliar rupiah)	Pertumbuhan (%)
1.	Pertanian, peternakan, kehutanan, dan perikanan	64.149,1	0,64	64.803,4	1,02
2.	Pertambangan dan penggalian	33.048,1	-1,78	32.307,8	-2,24
3.	Industri pengolahan	108.631,4	6,23	104.134,1	-4,14
4.	Listrik, Gas dan Air minum	5.413,9	11,64	5.862,2	8,28
5.	Bangunan dan Konstruksi	35.036,9	6,42	31.102,3	-11,23
6.	Pengangkutan dan komunikasi	32.204,0	8,43	30.323,3	-5,84
7.	Perdagangan, hotel dan restoran	73.160,5	5,46	70.731,6	-3,32
8.	Keuangan, persewaan dan Jasa perusahaan	39.184,0	4,97	37.452,1	-4,42
9.	Jasa-jasa	11.825,5	4,97	11.217,7	-5,14
	Produk Domestik Bruto (PDB)	433.685,0	4,65	387.934,5	-10,54

Sumber : Laporan Tahunan Bank Indonesia Tahun 1997/ 1998. Sampai September 1998.

Depresiasi rupiah yang begitu besar, kebijakan pengetatan likuiditas perekonomian sejak pertengahan bulan Agustus 1997 dan penghapusan rentang intervensi yang telah didahului peningkatan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) serta penutupan fasilitas Surat Berharga Pasar Uang (SBPU) yang dilakukan

oleh pemerintah ternyata telah berdampak besar bagi pasar modal di Indonesia (Silalahi, 1997).

Tingginya suku bunga yang berlaku telah memupus harapan para investor di pasar modal dan sebagai manifestasinya telah terjadi aksi jual secara besar-besaran, walaupun tindakan itu membuat para investor mengalami kerugian. Kinerja pasar modal menjadi terganggu. Salah satu masalah yang sulit dipecahkan dalam waktu jangka pendek adalah memulihkan kepercayaan masyarakat domestik terhadap pasar modal. Disamping itu, perusahaan-perusahaan yang berada di pasar modal mempunyai utang dengan jumlah yang tidak kecil, maka akan sulit bagi perusahaan untuk meraih keuntungan yang ditargetkan sebelumnya.

Menurut hasil riset Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebanyak 276 emiten yang mencatatkan sahamnya di BEJ, terdapat 206 atau 74,64% mempunyai utang dalam bentuk dolar Amerika Serikat. Sampai tanggal 3 September 1997, diketahui baru 49 emiten yang melakukan lindung nilai (*hedging*). Gambaran ini jelas mengisyaratkan bahwa beban yang dipikul oleh perusahaan akan semakin besar, sehingga target laba yang dicanangkan semula harus mengalami revisi (Silalahi, 1997).

Besarnya selisih tingkat bunga yang berlaku di dalam dan di luar negeri, serta kepercayaan unit-unit ekonomi terhadap sasaran nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat yang ditargetkan oleh pemerintah selalu mendekati kenyataan, telah mendorong dunia usaha untuk meminjam dana dari luar negeri. Dengan menyimak neraca dan laporan laba rugi perusahaan-perusahaan pada tahun 1996, sebenarnya telah secara jelas terlihat gambaran yang menimbulkan pertanyaan. Proporsi

pendapatan perusahaan yang berasal dari pendapatan bunga ternyata sangat memadai atau bahkan terlalu besar, sehingga dapat dikatakan banyak dari perusahaan-perusahaan yang tidak lagi memusatkan perhatiannya kepada inti usahanya, sebaliknya justru bertindak mencari uang dengan uang.

Besarnya kandungan impor dari kegiatan ekonomi di Indonesia juga semakin mempersulit dunia usaha untuk keluar dari masalah yang ditimbulkan oleh depresiasi rupiah terhadap dolar. Disatu sisi perusahaan didorong untuk menaikkan harga, tetapi disisi lain dihadapkan pada gejala kelesuan pasar dan melemahnya daya beli masyarakat. Dalam situasi seperti ini dengan sendirinya perusahaan dituntut untuk secara cermat memperhitungkan tingkat elastisitas permintaan dari produk-produk yang dihasilkan.

Angka pertumbuhan PDB tahun 1998 yang mencapai angka negatif ternyata telah didahului oleh menurunnya kinerja perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1997. Tabel 1.1.b memperlihatkan kondisi kinerja keuangan perusahaan yang diukur dari tingkat pengembalian investasi (ROI) untuk semua perusahaan yang tergabung dalam setiap sektor.

Tabel 1.1.b Kondisi Keuangan Konsolidasi dalam Sektor Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta Tahun 1996 dan 1997 (dalam miliar rupiah)

Sektor	1996				1997				Perubahan ROI (%)
	Total Aset	Penjualan Bersih	Laba Bersih (Rugi)	ROI (%)	Total Aset	Penjualan Bersih	Laba Bersih (Rugi)	ROI (%)	
Agrikultur, Kehutanan dan Perikanan	1.966	1.225	240	12,21	4.571	1.785	448	9,80	-19,74
Pakan ternak dan Pertanian	3.732	3.818	109	2,92	7.095	4.501	-1.224	-0,17	-105,82
Pertambangan	5.498	2.247	439	7,98	11.715	2.332	226	1,93	-75,81
Konstruksi	1.122	587	59	5,26	1.591	639	-542	-34,07	-747,72
Pengolahan :									
Makanan dan Minuman	12.112	8.126	923	7,62	19.619	11.299	-2.020	-10,0	-231,23
Rokok	7.310	9.232	1.096	14,99	9.597	10.961	946	9,86	-34,22
Tekstil	4.869	2.186	130	2,67	7.755	3.149	-593	-7,65	-386,52
Garmen	5.683	2.450	196	3,45	8.941	3.902	-466	-5,21	-251,01
Kayu dan Pengolahannya	4.484	1.806	144	3,21	8.085	2.069	-10	-0,12	-103,74
Pulp dan Kertas	16.619	4.275	379	2,28	37.208	6.674	114	0,31	-86,40
Kimia	7.368	3.571	322	4,37	13.893	4.658	-608	-4,38	-200,23
Perkat	308	212	28	9,09	247	145	35	14,7	61,72
Plastik dan Kaca	2.863	1.289	132	4,61	4.858	1.611	-125	-2,57	-155,75
Semen	15.231	6.402	875	5,74	18.045	4.050	-414	-2,29	-139,90
Logam	1.675	1.375	72	4,30	2.565	1.524	-119	-4,4	-202,33
Mesin	859	936	108	12,57	2.596	1.145	82	3,6	-71,36
Kabel	2.226	1.403	35	1,57	595	1.328	-519	-14,4	-388,54
Elektronik dan Perlengkapan Kantor	1.423	1.459	27	1,90	5.160	3.830	-234	-4,53	-338,42
Otomotif dan Komponennya	27.978	16.485	854	3,05	53.050	23.529	-1.318	-2,48	-181,31
Perlengkapan Fotografi	661	832	55	8,32	1.111	1.029	-64	-5,76	-169,23
Farmasi	2.697	1.770	194	7,19	4.419	2.364	-220	-4,98	-30,74
Barang Konsumsi	1.023	1.867	148	14,47	1.163	2.009	178	15,30	5,81
Pengolahan lainnya	6.690	4.164	263	3,93	13.149	5.189	-737	-5,6	-242,49
Jasa Transportasi	2.218	629	115	5,18	3.961	699	-324	-8,18	-257,92
Komunikasi	20.627	6.299	2.025	9,82	23.500	7.364	1.793	-7,63	-177,70
Pedagang Besar dan Pengecer	4.229	5.476	174	4,11	7.033	7.072	-138	-1,96	-147,69
Perbankan	170.975	22.638	1.943	1,14	227.827	31.069	-3.700	-1,62	-242,11
Lembaga Pembiayaan	44.973	3.943	503	1,12	65.085	10.811	-1.234	-1,90	-269,64
Perusahaan Investasi	1.151	201	118	10,25	16.114	2.004	164	-1,02	-109,95
Asuransi	3.184	911	150	4,71	16.171	674	189	1,17	-121,66
Real Estat dan Properti	28.054	5.538	1.223	4,36	41.540	4.935	-1.808	-4,35	-199,77
Hotel and Travel	4.391	887	77	1,75	7.147	1.061	-292	-4,09	-333,71
Lain-lain yang belum diklasifikasikan	17.159	7.742	671	3,91	27.402	10.800	-1.444	-5,18	-232,48
Total	431.358	131.981	13.827	3,21	676.307	176.211	-13.976	-2,07	-164,49

Sumber : Indonesian Capital Maret Directory 1998

Tabel 1.1.b memperlihatkan sektor yang paling parah dilanda krisis adalah sektor bangunan dan konstruksi. Sektor ini mencapai tingkat ROI 5,26% pada tahun 1996 sampai pada ROI negatif 34,07% pada tahun 1997. Hasil ini konsisten dengan tingkat pertumbuhan PDB tahun 1998 yang juga menunjukkan angka pertumbuhan

negatif paling besar. Sektor-sektor yang masih menunjukkan angka positif pada ROI-nya adalah sektor pertanian, peternakan, kehutanan dan perikanan; pertambangan dan penggalian; dan sebagian dari sektor pengolahan (*manufacturing*). Industri-industri dalam sektor pengolahan yang masih menunjukkan angka positif pada ROI-nya adalah industri rokok, kertas, bahan perekat (*adhesive*), mesin dan industri barang konsumsi. Namun demikian industri-industri tersebut telah mengalami penurunan ROI dibanding tahun sebelumnya. Jika dilihat dari perubahan ROI dari tahun 1996 ke tahun 1997 maka sektor yang paling parah adalah sektor konstruksi, penurunan ROI-nya mencapai 747,72%.

## 1.2 Perumusan Masalah

Krisis moneter yang terjadi tahun 1997 telah menyebabkan penurunan kinerja perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Faktor-faktor seperti suku bunga tinggi, unsur elemen impor pada bahan baku, utang jangka pendek dalam bentuk dolar Amerika Serikat dan gambaran bahwa sebagian pinjaman pihak swasta tidak dilindungi (*hedging*) telah membuat perusahaan-perusahaan tersebut jatuh ke dalam kondisi kesulitan keuangan.

Sejalan dengan kondisi tersebut, maka masalah dalam penelitian ini adalah terdapat kecenderungan bahwa perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) pada saat krisis moneter. Kondisi kesulitan keuangan tersebut apabila tidak ditangani secara benar, besar kemungkinan perusahaan akan jatuh dalam kondisi kegagalan (*failure*).

### **1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan sebagai berikut,

- a. Mengidentifikasi perusahaan-perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan pada masa krisis moneter.
- b. Mengevaluasi posisi keuangan perusahaan sebelum krisis moneter yang berpengaruh pada kesulitan keuangan perusahaan pada masa krisis moneter.
- c. Menentukan posisi keuangan perusahaan yang mampu bertahan terhadap fenomena krisis moneter yang tidak terduga sebelumnya, serta menentukan implikasi strategi keuangan untuk menghindari kesulitan keuangan yang semakin parah akibat krisis moneter tersebut.

Sedangkan manfaat penelitian ini adalah:

- a. Membantu para investor, calon investor, kreditur dan pengguna lainnya dalam rangka membuat keputusan yang bermanfaat dan rasional. Bermanfaat dan rasional ini direalisasikan dalam penggunaan model hasil penelitian dan informasi laporan keuangan.
- b. Bagi manajemen, penelitian ini dapat digunakan sebagai penetapan strategi internal perusahaan, khususnya yang menyangkut aspek-aspek perbaikan kinerja keuangan.
- c. Melengkapi khasanah kajian teoritis tentang penggunaan nisbah-nisbah keuangan dalam analisis statistik multivariat, khususnya pada masa-masa krisis yang masih jarang dilakukan.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

#### 2.1 Konsep Manajemen Strategik

Manajemen strategik menurut Pearce (1997) didefinisikan sebagai kumpulan keputusan dan tindakan yang menghasilkan perumusan (formulasi) dan pelaksanaan (implementasi) rencana-rencana yang dirancang untuk mencapai sasaran-sasaran perusahaan.

Strategi diartikan oleh para manajer sebagai perencanaan berskala besar dan berorientasi kepada masa depan untuk berinteraksi dengan lingkungan persaingan guna mencapai sasaran-sasaran perusahaan. Meskipun rencana itu tidak secara persis memerinci semua pemanfaatan sumber daya perusahaan di masa mendatang, namun perencanaan itu memberikan kerangka untuk keputusan-keputusan manajerial. Strategi mencerminkan kesadaran perusahaan mengenai bagaimana, kapan dan di mana perusahaan-perusahaan harus bersaing, melawan siapa, dan untuk maksud (*purpose*) apa.

##### 2.1.1 Tiga Tingkatan Manajemen Strategik

Strategi merupakan konsep yang komprehensif, namun demikian strategi dapat diformulasikan serta diterapkan pada berbagai macam tingkatan dalam organisasi dan aktivitas perusahaan. Dengan sifat yang fleksibel tersebut, maka manajemen strategik dapat dibagi menjadi beberapa tingkatan sesuai dalam struktur

organisasi. Tingkatan strategi perusahaan tersebut dibagi dalam tiga tingkat sebagai berikut (Pearce, 1997):

- a. Strategi korporat (*Corporate Strategy*) yang terdiri dari beberapa unit bisnis.
- b. Strategi bisnis (*Business Strategy*) yang merupakan satu unit bisnis.
- c. Strategi fungsional (*Functional Strategy*) yang terdiri dari unit-unit pendukung.

Pada puncak hirarki pengambilan keputusan terletak di tingkat korporasi, utamanya terdiri dari dewan direksi (*Board of Directors*) dan eksekutif kepala (*Chief Executive*) serta pejabat administrasi (*Administrative Officer*). Puncak hirarki ini bertanggung jawab atas kinerja keuangan perusahaan dan atas pencapaian tujuan-tujuan bukan keuangan, seperti memperkuat citra perusahaan dan memenuhi tanggung jawab sosial perusahaan. Sampai batas tertentu, sikap di tingkat korporasi mencerminkan keinginan para pemegang saham dan masyarakat pada umumnya. Dalam suatu perusahaan multibisnis, eksekutif tingkat korporasi menentukan bidang-bidang usaha yang digarap perusahaan, menetapkan sasaran dan merumuskan strategi yang mencakup bidang kegiatan dan bidang fungsional dari bisnis-bisnis tersebut.

Di bagian tengah hirarki pengambilan keputusan terletak di tingkat bisnis, utamanya terdiri dari para manajer bisnis dan korporasi. Para manajer ini harus menterjemahkan rumusan arah dan keinginan yang dihasilkan di tingkat korporasi ke dalam sasaran dan strategi yang konkrit untuk masing-masing divisi usaha. Pada pokoknya, para manajer strategik tingkat bisnis menentukan cara perusahaan akan bersaing di arena pasar produk tertentu. Para manajer ini berusaha mengidentifikasi dan mengamankan segmen-segmen pasar yang paling prospektif dalam arena

tersebut. Segmen ini merupakan bagian dari pasar total yang dapat dikuasai perusahaan karena keunggulan perusahaan.

Di bagian bawah hirarki pengambilan keputusan terletak di tingkat fungsional terdiri utamanya para manajer produksi, wilayah dan fungsional. Para manajer ini bertugas menyusun sasaran tahunan dan strategi jangka pendek di bidang-bidang seperti produksi, operasi, riset dan pengembangan, keuangan dan akuntansi, pemasaran dan hubungan karyawan. Namun, tanggung jawab utama para manajer tersebut adalah mengimplementasikan rencana strategik perusahaan. Bila para manajer tingkat korporasi dan bisnis memusatkan perhatian pada “melakukan hal-hal yang benar,” para manajer di tingkat fungsional memusatkan perhatian pada “melakukan sesuatu dengan benar.”

Dalam suatu kenyataan tiga tingkatan manajemen strategik ini diberikan dalam dua alternatif. Pada alternatif pertama, perusahaan hanya menangani satu bisnis, tanggung jawab tingkat korporasi dan bisnis terpusat pada satu kelompok direktur, pejabat staf, dan manajer. Alternatif kedua, struktur korporasi klasik, memiliki tiga tingkat operasional yang lengkap yaitu tingkat korporasi, tingkat bisnis dan tingkat fungsional.

### **2.1.2 Komponen Model Manajemen Strategik**

Setiap perusahaan berbeda-beda dalam penyusunan proses untuk merumuskan dan mengarahkan kegiatan strategi perusahaan masing-masing. Tetapi menurut Pearce (1997), terlepas dari perbedaan rincian dan tingkat formalitas ini, komponen

dasar dari model-model yang digunakan untuk menganalisis operasi manajemen strategik sangat mirip.

Komponen-komponen kunci model manajemen strategik selanjutnya oleh Pearce (1997) diuraikan sebagai berikut:

a. Misi perusahaan (*company mission*)

Misi suatu perusahaan adalah tujuan (*purpose*) unik yang membedakannya dari perusahaan-perusahaan lain yang sejenis dan mengidentifikasi cakupan operasinya. Secara ringkas, misi menguraikan produk, pasar dan bidang teknologi yang digarap perusahaan yang mencerminkan nilai dan prioritas dari pengambil keputusan strategik.

b. Profil perusahaan

Profil perusahaan menggambarkan kuantitas dan kualitas sumber daya keuangan, manusia dan fisik perusahaan. Profil ini juga menilai kekuatan dan kelemahan manajemen serta struktur organisasi perusahaan. Akhirnya profil perusahaan membandingkan keberhasilan masa lalu perusahaan serta titik perhatian tradisionalnya dengan kemampuan perusahaan saat ini guna mengidentifikasi kemampuan masa depan perusahaan.

c. Lingkungan eksternal (*external enviroment*)

Lingkungan eksternal perusahaan perusahaan terdiri dari semua peluang dan ancaman yang mempengaruhi pilihan strategi dan menentukan posisi persaingan. Model manajemen memperlihatkan lingkungan eksternal ini sebagai tiga segmen yang berinteraksi: lingkungan operasional, industri, dan lingkungan yang jauh.

d. Analisis dan pilihan strategik (*strategic analysis and choice*)

Penilaian secara simultan terhadap lingkungan eksternal dan profil perusahaan memungkinkan perusahaan mengidentifikasi berbagai peluang interaktif yang mungkin menarik bagi jalur investasi. Proses selanjutnya adalah melakukan penyaringan untuk menghasilkan kumpulan pilihan sebagai dasar pilihan strategik (*strategic choice*). Proses ini dimaksudkan untuk menyediakan kombinasi sasaran jangka panjang dan strategi umum yang secara optimal akan memposisikan perusahaan dalam lingkungan eksternalnya untuk mencapai misi perusahaan.

e. Sasaran jangka panjang (*long-term objective*)

Hasil yang diharapkan suatu organisasi dalam kurun waktu beberapa tahun dinamakan sasaran jangka panjang. Sasaran seperti itu biasanya meliputi beberapa atau seluruh bidang berikut: kemampulabaan (profitabilitas), laba atas investasi (ROI), posisi bersaing, kepemimpinan teknologi, produktivitas, hubungan karyawan, tanggung jawab sosial, dan pengembangan karyawan.

f. Strategi umum (*grand strategy*)

Rencana umum dan menyeluruh mengenai tindakan-tindakan utama yang akan dilakukan perusahaan untuk mencapai sasaran jangka panjang dalam suatu lingkungan yang dinamik dinamakan strategi umum. Pernyataan (rumusan) ini mengungkapkan sasaran-sasaran perusahaan yang akan dicapai dalam strategi jangka panjang. Ada 14 ancangan dalam strategi ini yaitu: konsentrasi, pengembangan pasar, pengembangan produk, inovasi, integrasi horisontal,

integrasi vertikal, usaha patungan, aliansi strategis, konsorsium, diversifikasi konsentrik, diversifikasi konglomerat, pembenahan diri, divestasi dan likuidasi.

g. Sasaran tahunan (*annual objective*)

Hasil yang ingin dicapai organisasi dalam kurun waktu satu tahun dinamakan sasaran tahunan atau sasaran jangka pendek. Sasaran seperti ini mencakup bidang-bidang yang sama dengan bidang yang dicakup dalam sasaran jangka panjang. Perbedaan antara sasaran jangka pendek dengan sasaran jangka panjang utamanya terletak pada rincian yang lebih besar dan diperlukan dalam sasaran jangka pendek.

h. Strategi fungsional (*functional strategy*)

Dalam kerangka besar strategi umum, setiap fungsi bisnis atau divisi membutuhkan rencana tindakan yang spesifik dan terpadu. Kebanyakan manajer strategik berusaha mengembangkan suatu strategi operasional untuk setiap perangkat sasaran tahunan terkait. Strategi operasional adalah rumusan rinci mengenai cara-cara yang akan digunakan untuk mencapai sasaran tahun berikutnya.

i. Kebijakan (*policies*)

Kebijakan adalah keputusan bersifat umum yang telah ditetapkan sebelumnya yang menjadi pedoman bagi pengambilan keputusan manajerial yang bersifat repetitif. Kebijakan memberikan penuntun untuk menetapkan dan mengendalikan proses operasi perusahaan yang sedang berjalan sesuai dengan sasaran strategik perusahaan. Kebijakan seringkali meningkatkan efektivitas manajerial melalui

standardisasi keputusan-keputusan rutin dan batasan keleluasaan manajer dan bawahan dalam mengimplementasikan strategi operasional.

j. Melembagakan strategi

Empat elemen organisasi merupakan sarana fundamental untuk melembagakan strategi perusahaan: 1) Struktur, 2) kepemimpinan, 3) kultur, dan 4) imbalan. Implementasi yang berhasil menuntut manajemen dan integrasi efektif dari keempat elemen ini untuk memastikan bahwa strategi “mendarah-daging” dalam kehidupan sehari-hari perusahaan.

k. Pengendalian dan evaluasi

Implementasi strategi harus dipantau untuk mengetahui sejauh mana sasaran perusahaan tercapai. Betapapun diusahakan obyektif, proses perumusan strategi sebagian besar bersifat subyektif. Jadi, ujian penting pertama terhadap suatu strategi hanya dapat dilakukan setelah implementasi.

### 2.1.3 Pengendalian Strategik

Menurut Pearce (1997) pengendalian strategik merupakan pengendalian yang mengikuti strategi yang sedang diimplementasikan, mendeteksi masalah atau perubahan yang terjadi pada landasan pemikiran yang mendasarinya dan melakukan penyesuaian yang diperlukan. Dengan demikian pengendalian strategik memberikan evaluasi dan pedoman tindakan untuk kepentingan strategi ketika tindakan tersebut dilaksanakan dan ketika hasil akhir masih beberapa tahun lagi baru tercapai.

Ada empat jenis dasar pengendalian strategik yaitu 1) pengendalian asumsi (*Premis Control*), 2) pengendalian implementasi (*Implementation Control*), 3)

pengawasan strategik (*Strategic Surveillance*), dan 4) pengendalian pengamatan khusus (*Special Alert Control*). Sifat keempat pengendalian ini adalah sebagai berikut:

a. Pengendalian asumsi

Pengendalian asumsi dirancang untuk memeriksa secara sistematis dan berkesinambungan apakah asumsi yang mendasari strategi masih berlaku. Asumsi perencanaan utamanya menyangkut faktor-faktor lingkungan dan industri. Faktor-faktor lingkungan biasanya digunakan sebagai asumsi-asumsi pokok yang sangat mempengaruhi keberhasilan strategi. Faktor-faktor itu biasanya berupa informasi tentang inflasi, teknologi, suku bunga, regulasi dan perubahan-perubahan demografi/sosial. Faktor industri meliputi kinerja perusahaan-perusahaan dalam suatu industri tertentu yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Faktor industri yang mendasari asumsi strategi biasanya berupa pesaing, pemasok, produk substitusi dan hambatan masuk industri.

b. Pengendalian implementasi

Pengendalian implementasi adalah bentuk pengendalian strategik yang harus dilakukan ketika suatu peristiwa berlangsung. Pengendalian ini dirancang untuk menilai apakah strategi keseluruhan perlu diubah dengan melihat hasil-hasil dari berbagai tindakan yang mengimplementasikan strategi total. Ada dua jenis pokok pengendalian implementasi yaitu 1) pemantauan tindakan strategik (*strategic thrusts*) dan 2) pemeriksaan ukuran antara (*milestone reviews*). Pengendalian implementasi yang pertama memberikan informasi kepada para manajer untuk

menentukan apakah strategi total berjalan sesuai rencana atau perlu disesuaikan. Sedangkan pengendalian yang ke dua memberikan ukuran-ukuran antara berupa penilaian skala strategi dan kelayakan arah perusahaan.

c. Pengawasan strategik

Pengawasan strategik dirancang untuk memantau beragam peristiwa di dalam dan di luar perusahaan yang mungkin sekali mempengaruhi jalannya strategi perusahaan. Meskipun bersifat longgar, pengawasan strategi memungkinkan bersikap waspada di semua kegiatan sehari-hari yang dapat mengungkapkan informasi yang relevan bagi strategi perusahaan.

d. Pengendalian peringatan khusus

Pengendalian peringatan khusus adalah pemikiran kembali terhadap strategi perusahaan secara mendalam, dan seringkali cepat, akibat adanya kejadian tak terduga yang sifatnya mendadak. Kejadian demikian dapat memicu penilaian kembali strategi perusahaan serta posisi strategik yang ada secara cepat dan besar-besaran. Di banyak perusahaan tim krisis menangani reaksi awal perusahaan terhadap kejadian tak terduga yang mungkin berdampak atas strateginya.

## 2.2 Perspektif Keuangan dalam Strategi Perusahaan

Dilihat dari tingkatan manajemen strategik, aspek keuangan perusahaan merupakan bagian dari strategi fungsional. Meskipun kebanyakan strategi fungsional memberikan pedoman implementasi dalam waktu jangka pendek, cakupan waktu untuk strategi fungsional di bidang keuangan sangatlah berbeda, karena strategi ini mengarahkan pemanfaatan sumber daya keuangan untuk mendukung strategi bisnis,

tujuan jangka panjang, dan sasaran tahunan. Strategi fungsional keuangan yang cakupan waktunya lebih panjang memberikan pedoman bagi para manajer keuangan dalam investasi modal jangka panjang, pembiayaan utang, alokasi deviden, dan leveraging.

Salah satu alat penting untuk menilai kekuatan perusahaan dalam industrinya adalah melalui analisis keuangan. Manajer, investor, dan kreditor menggunakan analisis keuangan dalam bentuk tertentu sebagai titik awal untuk pengambilan keputusan keuangan perusahaan (Pearce, 1997).

Umumnya ada dua ikhtisar keuangan yang lazim digunakan dalam analisis keuangan yaitu neraca dan laporan laba-rugi. Melalui dua ikhtisar keuangan tersebut dapat dihitung nisbah-nisbah keuangan. Ada empat kelompok utama nisbah keuangan yaitu likuiditas, leverage, aktivitas dan profitabilitas. Nisbah likuiditas dan leverage menggambarkan penilaian resiko perusahaan. Nisbah aktivitas dan profitabilitas merupakan ukuran hasil yang diperoleh dari keuangan perusahaan. Keempat nisbah keuangan tersebut selanjutnya diuraikan sebagai berikut (Pearce, 1997):

a. Nisbah likuiditas

Nisbah likuiditas digunakan sebagai indikator kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendek perusahaan. Kewajiban ini meliputi utang lancar, termasuk utang jangka panjang yang telah jatuh tempo. Nisbah lancar yang besar belum tentu merupakan pertanda baik, ini mungkin menunjukkan bahwa perusahaan belum memanfaatkan aktiva secara paling efisien. Perusahaan dengan persediaan yang perputarannya rendah dapat

memberikan gambaran berlebihan tentang kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya, maka ada kalanya nisbah sangat cepat lebih disukai untuk menilai likuiditas perusahaan.

b. Nisbah leverage

Nisbah leverage mengacu pada kenyataan bahwa menggunakan modal dengan beban bunga tetap akan memperbesar laba atau rugi dalam kaitannya dengan kepemilikan saham biasa. Nisbah yang paling banyak digunakan adalah utang total dibagi dengan aset total. Nisbah ini merupakan ukuran dalam persentase dana total yang diperoleh dari pinjaman. Nisbah utang jangka panjang terhadap modal merupakan ukuran sejauh mana sumber pendanaan jangka panjang disediakan oleh kreditor.

c. Nisbah aktivitas

Nisbah aktivitas menunjukkan seberapa efektif suatu perusahaan memanfaatkan sumber daya perusahaan. Dengan membandingkan pendapatan dengan sumber daya untuk menghasilkannya, maka dapat ditetapkan efisiensi operasi. Angka industri untuk perputaran aktiva berbeda-beda, industri-industri yang membutuhkan persediaan besar akan memiliki nisbah yang jauh lebih rendah.

d. Nisbah profitabilitas

Profitabilitas merupakan hasil bersih dari berbagai kebijakan dan keputusan yang diambil oleh manajemen suatu perusahaan. Nisbah-nisbah ini menunjukkan seberapa efektif pengelolaan keseluruhan perusahaan.

Robert Kaplan dan David Norton (Slater, 1997) memperkenalkan konsep *Balanced Score Card* sebagai suatu sistem evaluasi manajemen strategik. Ada empat perspektif dalam pengukuran spesifik strategi perusahaan yaitu perspektif keuangan, fokus pada pelanggan, penganalisisan internal, dan inovasi. Perspektif keuangan berkenaan dengan pengidentifikasian kendali kunci keuangan yang dapat menciptakan kekayaan bagi para pemilik saham. Kekayaan para pemilik saham diciptakan ketika bisnis menghasilkan tingkat pengembalian modal di atas biaya modalnya. Selisih antara tingkat pengembalian modal dengan biaya modal tersebut dikenal dengan konsep *Economic Value Added* (EVA). Konsep utama lain dalam perspektif keuangan ini meliputi juga *profit margin*, *assets turn over*, *leverage*, *cash flow* dan manajemen modal kerja.

Dalam tindakan perumusan strategi keuangan perusahaan menurut Hitt (1997), penggunaan *leverage* yaitu nisbah antara utang total terhadap modal sendiri dapat dirancang untuk meningkatkan *return* perusahaan dari penggunaan dana pinjaman untuk membiayai kegiatan bisnis. Utang bisa menjadi alat berharga bagi bisnis dan membawa bisnis pada kekuatan meningkatkan ukuran aktivitas dan pengembalian investasi yang ditanam. Akan tetapi, penggunaan utang harus hati-hati dan penuh perhitungan.

Sebuah studi yang dilakukan Dun dan Bradstreet (Hitt, 1997) tahun 1980an menunjukkan bahwa \$.108,8 miliar utang berhubungan dengan 87.266 kasus kebangkrutan di tahun 1991 baik perusahaan besar maupun perusahaan kecil. Kebangkrutan tersebut dikaitkan dengan penggunaan *leverage* yang berlebihan, biaya

untuk mendapatkan *leverage*, dan fleksibilitas manajerial yang berkurang karena tingginya *leverage*. Karena itu penggunaan utang bisa mengakibatkan banyak hal. Pada satu sisi *leverage* bisa menjadi kekuatan positif dalam pengembangan perusahaan, memungkinkannya memperoleh keunggulan dari peluang ekspansi yang menarik. Namun penggunaan *leverage* yang berlebihan bisa menimbulkan hasil yang negatif, seperti penundaan atau penghapusan investasi yang diperlukan untuk mempertahankan daya saing strategis.

Biasanya seorang pengguna laporan keuangan yang ingin menilai kinerja (*performance*) perusahaan akan mempelajari informasi akuntansi berupa laporan keuangan. Permasalahan timbul ketika pengguna tersebut ingin menentukan standar untuk menarik suatu kesimpulan tentang kinerja sebuah perusahaan serta besaran indikator baik tidaknya kinerja, bila indikator itu telah tersedia.

Di Indonesia, analisis laporan keuangan yang berupa nisbah keuangan digunakan oleh pemerintah (melalui keputusan Menteri Keuangan No. 740/KMK.00/1989 dan direvisi dengan keputusan Menteri Keuangan No. 826/KMK031/1992) untuk menilai kinerja perusahaan milik negara (BUMN). Seperti pada negara berkembang lainnya, aturan pemerintah akan diikuti secara suka rela oleh perusahaan swasta. Kinerja keuangan yang digunakan meliputi enam nisbah keuangan yang meliputi empat kategori yaitu likuiditas, solvabilitas, rentabilitas dan produktivitas (Harianto, 1998).

Tujuan laporan keuangan dikemukakan secara jelas dalam Standar Akuntansi Indonesia (SAK) yang disusun oleh Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) sebagai berikut :

Tujuan laporan keuangan adalah menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi. Laporan keuangan yang disusun untuk tujuan ini harus memenuhi kebutuhan bersama sebagian besar pemakai. Namun demikian, laporan keuangan tidak menyediakan semua informasi yang mungkin dibutuhkan pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi karena secara umum menggambarkan pengaruh keuangan dari kejadian-kejadian masa lalu, dan tidak diwajibkan untuk menyediakan informasi non keuangan.

Laporan keuangan juga menunjukkan hal-hal yang telah dilakukan manajemen (*stewardship*), atau pertanggungjawaban manajemen atas sumber daya yang dipercayakan kepadanya. Pemakai yang ingin menilai pertanggungjawaban yang telah dilakukan manajemen berbuat demikian agar mereka dapat membuat keputusan ekonomi; keputusan ini mencakup, misalnya, keputusan untuk menahan atau menjual investasi mereka dalam perusahaan, atau keputusan untuk mengangkat kembali atau mengganti manajemen.

Sejak tahun 1973, seorang ahli akuntansi bernama O'connor menyatakan bahwa informasi akuntansi bisa dikatakan mempunyai kegunaan apabila angka-angka akuntansi yang telah dilaporkan oleh sebuah perusahaan dapat digunakan sebagai pedoman pengambilan keputusan ekonomi. Pihak pengguna informasi akuntansi dari luar bisa bertujuan untuk 1) mengukur kinerja keuangan perusahaan, 2) memprediksi

harga saham dan *return* saham di masa yang akan datang, 3) mengukur kemampuan hidup jangka panjang (*survival*) perusahaan.

Pemanfaatan nisbah keuangan untuk melihat kinerja perusahaan dan untuk memprediksi kinerja perusahaan, secara eksplisit dikemukakan oleh Barnes (1987) bahwa nisbah keuangan merupakan indikator karakteristik kinerja keuangan dan bisnis, dapat digunakan untuk meramalkan karakteristik kinerja perusahaan pada masa yang akan datang.

Wijaya dan Machfoedz (1997) melakukan studi tentang manfaat nisbah keuangan terpilih untuk mendeteksi apakah terdapat peningkatan efisiensi perusahaan sebelum dan sesudah mereka *go-public*. Sampel sebesar 32 perusahaan perbankan yang *go-public* di Bursa Efek Jakarta ditelaah melalui nisbah-nisbah keuangan yang terdiri dari likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas. Ditemukan bahwa perusahaan yang *go-public* ternyata tidak terlihat lebih efisien dibandingkan dengan kinerja mereka sebelum *go-public*.

O'connor (1973) dalam Machfoedz (1999), dalam penelitiannya memanfaatkan nisbah-nisbah keuangan untuk mendeteksi pengaruh nisbah-nisbah tersebut terhadap *return* saham. Langkah yang ditempuh O'connor adalah dengan memilih nisbah keuangan sebanyak 31 nisbah dan kemudian menyeleksi dengan metode *stepwise* untuk nisbah-nisbah yang memberikan informasi terbaik untuk memprediksi *return* saham di masa akan datang. Penelitian ini menemukan bahwa nisbah keuangan yang bermanfaat berupa, *total liabilities to net worth*, *income for common stock to net worth*, *current liabilities to inventory*, *cash flows to number of*

*common stock, and earning per share to stock price.* Hasil studi ini menunjukkan bahwa nisbah keuangan terpilih yang diekstraksi dari laporan keuangan memberikan prediktor yang bagus untuk memprediksi return saham di masa akan datang.

Machfoedz (1994) melakukan penelitian pada seluruh perusahaan manufaktur yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Dalam penelitian itu ditentukan bahwa yang dinamakan kinerja perusahaan adalah prediksi laba satu tahun dan dua tahun sesudah tahun tutup buku berakhir. Hasil analisis laporan keuangan yang didasarkan atas pemilihan seluruh nisbah, yang biasa digunakan sebagai indikator kinerja semula ditentukan sebanyak 47 nisbah. Keseluruhan nisbah keuangan tersebut meliputi sembilan kategori nisbah yaitu likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, indebtendess, efektivitas investasi, leverage, produktivitas, *return on investment* dan ekuitas. Setelah dilakukan uji statistik, diketahui bahwa nisbah keuangan yang bermanfaat untuk memprediksi laba masa depan adalah sebanyak tiga belas nisbah keuangan meliputi kategori likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan intensitas investasi.

Penelitian kinerja perusahaan pada saat terjadinya krisis moneter di Indonesia pada tahun 1997 pernah pula dilakukan oleh Machfoedz (1999). Deteksi kinerja perusahaan melalui telaah nisbah keuangan merupakan deteksi tentang pengaruh krisis moneter terhadap kinerja perusahaan yang diukur oleh beberapa nisbah. Ditemukan bahwa krisis moneter di Indonesia yang dialami sejak Juli 1997 ternyata berdampak pada kinerja keuangan perusahaan di sektor tertentu, tetapi tidak pada sektor yang lain. Dengan membandingkan dua laporan keuangan yang diterbitkan

oleh 129 perusahaan yang terdiri dari empat sektor, ditemukan bahwa sektor empat yang terdiri dari *property and real estate, building construction, telecommunication, transportation, durable goods dan computer* merupakan kelompok yang paling besar penurunan kinerjanya di banding kelompok sektor lainnya.

Nisbah keuangan yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari indikator kinerja jangka pendek, yaitu: *current ratio* dan *inventory turn over*; kinerja jangka panjang yaitu: *total assets to total liabilities*, dan *debt to equity ratio*; dan profitabilitas yang terdiri dari: *return on assets*, dan *return on equity*.

Dari hasil analisis dan uji hipotesis dalam penelitian tersebut, juga ditemukan bahwa secara signifikan perbedaan efisiensi kinerja perusahaan antara sebelum dan sesudah terjadinya krisis moneter. Secara keseluruhan penelitian ini bisa menunjukkan bahwa krisis moneter ternyata sudah mulai menghantam efisiensi kinerja perusahaan yang terdaftar di BEJ. Walaupun jangka waktu krisis tersebut baru berjalan selama enam bulan namun dampak negatifnya sudah terasa.

### **2.3. Kesulitan Keuangan (*Financial Distress*) dan Peran Laporan Keuangan**

Kesulitan keuangan (*Financial Distress*) adalah kesulitan likuiditas yang mungkin mengawali kebangkrutan, sedangkan kebangkrutan adalah kesulitan likuiditas yang sangat parah sehingga perusahaan tidak mampu menjalankan operasinya dengan baik (Harianto, 1998).

Kemampuan dalam memprediksi kebangkrutan akan memberikan keuntungan banyak pihak. Ketika sebuah badan usaha mengajukan pernyataan kebangkrutan, seringkali kreditur kehilangan bagian dari nominal piutang dan bunganya. Bagi

investor, kebangkrutan akan mempunyai konsekuensi berkurangnya ekuitas atau bahkan hilangnya ekuitas secara keseluruhan. Perusahaan sendiri dalam proses kebangkrutan akan menanggung biaya yang tidak sedikit. Oleh karena itu dengan mengetahui indikator kebangkrutan sejak dini, akan menjadikan banyak pihak terselamatkan.

Menurut Van Horn (1986) kebangkrutan diistilahkan sebagai kegagalan (*failure*). Kegagalan ini menurutnya tidak jelas, sebagian karena terdapat berbagai tingkat kegagalan. Suatu perusahaan secara teknis dianggap insolven bila perusahaan tersebut tidak mampu memenuhi kewajiban lancarnya. Akan tetapi, insolvensi tersebut mungkin bersifat sementara dan tergantung pada cara mengatasinya. Karena itu insolvensi teknis hanya merupakan kekurangan likuiditas. Sebaliknya, insolvensi dalam kebangkrutan berarti bahwa kewajiban perusahaan melebihi aktivaanya. Dengan kata lain, kekayaan bersih (modal) perusahaan itu negatif. Kegagalan keuangan mencakup keseluruhan kisar kemungkinan di antara ekstrem-ekstrem ini.

Walaupun penyebab kesulitan keuangan banyak, namun banyak kegagalan berkaitan entah secara langsung ataupun tidak langsung dengan manajemen. Sangat jarang satu keputusan yang jelek menjadi penyebab kesulitan; biasanya penyebabnya berbentuk rangkaian kesalahan, dan kesulitan timbul secara bertahap. Karena tanda-tanda kesulitan (*distress*) potensial biasanya terjadi sebelum kegagalan benar-benar terjadi, maka seorang investor dapat melakukan tindakan perbaikan sebelum kegagalan benar-benar terjadi.

Menurut Weston (1986), nisbah-nisbah keuangan memberikan indikasi tentang kekuatan keuangan dari suatu perusahaan. Keterbatasan analisis nisbah timbul dari kenyataan bahwa metodologinya pada dasarnya bersifat satu penyimpangan (univariat), yang artinya setiap nisbah diuji secara terpisah. Pengaruh kombinasi dari beberapa nisbah hanya didasarkan pada pertimbangan para analis keuangan. Oleh karena itu, untuk mengatasi kekurangan dari analisis nisbah agar menjadi suatu model prediksi yang berarti digunakan dua teknik statistik yaitu analisis regresi dan analisis diskriminan. Analisis regresi menggunakan data masa lalu untuk memprediksi nilai yang akan datang dari suatu variabel tak bebas (*dependent variable*). Sedangkan analisis diskriminan menghasilkan suatu indeks yang memungkinkan klasifikasi dari suatu pengamatan menjadi satu dari beberapa pengelompokan yang bersifat apriori.

Masalah umum dari klasifikasi timbul jika seorang analis mempunyai ciri-ciri pengamatan tertentu dan mengharapkan klasifikasi tersebut menjadi satu dari beberapa kategori yang ditentukan sebelumnya, berdasarkan ciri-ciri tersebut. Analisis diskriminan merupakan salah satu teknik statistik yang bisa digunakan untuk pengklasifikasian tersebut.

Masalah interpretasi analisis nisbah keuangan secara senada dikemukakan juga oleh Brigham (1987) sebagai berikut,

*one of the problem with ratio analysis is the interpretation of result-some ratios look "good" while other ratios look "bad", and it might thus be difficult to reach a conclusion on an action such as approving or denying aloan for the company. Multiple discriminant analysis (MDA) is a statistical procedure that can help one interpret ratios and use them decision purposes.*

Dalam hal mendeteksi kesulitan keuangan dan kebangkrutan perusahaan, penelitian yang dilakukan oleh para akademisi dimulai dari Beaver. Beaver (1966 dan 1968) dalam Machfoedz (1999) melakukan studi untuk menentukan nisbah keuangan yang bisa digunakan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan yang menjual sahamnya di pasar modal New York. Kegagalan perusahaan ditandai oleh adanya kebangkrutan, gagal menyelesaikan utang obligasi, rekening bank yang negatif, atau gagal menyelesaikan kewajiban saham preferen. Pengujian yang digunakan adalah dengan membedakan lima nisbah keuangan selama lima tahun berturut-turut sebelum perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Kelima nisbah keuangan itu adalah *cash flow to total debt*, *net income to total assets*, *total debt to total assets*, *working capital to total assets*, dan *current ratio*.

Studi serupa dilakukan Altman (1968) dengan mencari model multivariat untuk menentukan model prediksi kebangkrutan perusahaan. Altman menemukan model yang disebut *Z<sub>i</sub> Score*, yaitu skor dari kombinasi nisbah-nisbah keuangan untuk menentukan prediksi kesulitan keuangan perusahaan. Nisbah yang masuk dalam model meliputi *working capital to total assets*, *retained earning to total value of preferred and common stock to book value of liabilities* dan *sales to total assets*. Kelima nisbah yang digunakan tersebut ternyata bisa dimanfaatkan untuk mendeteksi kebangkrutan perusahaan.

Dalam aplikasinya pada sebuah perusahaan di Amerika Serikat yaitu perusahaan mobil Chrysler, pada tahun 1979 dihasilkan nilai Z yang menunjukkan kategori menuju kepailitan. Hasil selanjutnya untuk Chrysler adalah bahwa

perusahaan dalam keadaan kesulitan keuangan, namun pada kejadian itu jaminan pinjaman pemerintah Amerika Serikat telah menyelamatkan Chrysler dari kebangkrutan. Jelas bahwa analisis mendasar dari Chrysler pada industri mobil yang sedang berubah secara dinamis diperlukan untuk suatu keputusan akhir. Bagaimanapun juga sangat menarik untuk dicatat bahwa analisis diskriminan posisi Chrysler adalah konsisten dengan kesimpulan bahwa Chrysler sedang menghadapi masalah, tetapi manajemen telah mempunyai beberapa kemungkinan untuk dapat menyelamatkannya dari kebangkrutan (Weston, 1986).

Penelitian tentang kinerja perusahaan dengan menggunakan model penemuan sebelumnya dilakukan pula Machfoedz (1999). Machfoedz menentukan indikator standar kesehatan perusahaan melalui indikator standar dari model penelitian terdahulu, yaitu bahwa sebuah perusahaan diprediksikan tidak mengalami kesulitan keuangan dengan standar hasil studi Beaver (1968), Zmiejewski (1968), dan Altman (1968). Studi ini dilakukan untuk mengetahui profil kinerja perusahaan-perusahaan yang *go-public* di pasar modal Asean pada masa krisis moneter. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan jangka pendek dalam bentuk *current ratio* di seluruh pasar modal empat negara ASEAN, yaitu: Thailand, Singapura, Malaysia dan Indonesia menunjukkan indikator tidak sehat. Kemungkinan perusahaan menghadapi kesulitan keuangan jangka pendek sangat besar. Dari sisi penyelesaian utang jangka panjang, perusahaan-perusahaan di Thailand kinerjanya kurang sehat dibanding dengan tiga negara lainnya.

Dilihat dari sisi kinerja profitabilitasnya, hanya Malaysia yang mempunyai kinerja profitabilitas total yang berada di atas standar sehat. Namun kelebihan diatas standar tersebut tidak signifikan. Tiga negara lainnya yaitu: Thailand, Singapura, dan Indonesia mempunyai kinerja profitabilitas total dibawah standar. Informasi ini menurut Machfoedz mengandung pesan bahwa perusahaan-perusahaan di ASEAN terlalu *over investment* pada aktiva yang disebabkan murahnya dana utang luar negeri. Dengan adanya *over investment* ini, maka laba yang dihasilkan oleh aktiva tersebut dibawah standar sehat.

#### 2.4 Restrukturisasi dan Kesulitan Keuangan Perusahaan

Restrukturisasi menjadi populer pada awal tahun 80-an ketika terjadi proses liberalisasi ekonomi yang makin marak di negara-negara Eropa Timur. *The Industrial Restructuring Corporation (IRC)*, AS, mengutip Alan H Seed III memberikan definisi restrukturisasi sebagai suatu perubahan substansial dalam strategi bisnis dan atau struktur keuangan dari perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan (Edgerly, 1992).

Menurut Ruky (1999) restrukturisasi tidak identik dengan rekapitalisasi tetapi rekapitalisasi sudah pasti didahului dan atau disertai dengan restrukturisasi perusahaan. Suatu restrukturisasi yang bersifat komprehensif mencakup tiga unsur utama; *business restructuring, organization and management restructuring* dan *financial restructuring*. Dalam perspektif keuangan restrukturisasi keuangan dimaksudkan sebagai usaha untuk memperoleh struktur pembelanjaan yang sehat melalui reorganisasi pembelanjaan dan rekapitalisasi.

Rekapitalisasi merupakan proses untuk mengubah dan atau memperbaiki struktur kapital atau pembelanjaan perusahaan dalam rangka meningkatkan daya saing dan nilai guna. Yang dimaksud dengan kapital di sini adalah utang (*LTD; Long Term Debt* atau *IBD; Interest bearing Debt*) dan ekuitas. Sesuai dengan pengertian ini, maka menurut Edgerly (1992) rekapitalisasi dapat dilakukan dengan dua cara yaitu *debt recapitalization* dan *equity recapitalization*. Rekapitalisasi melalui pembelanjaan utang menjadi populer di AS sejak akhir tahun 80-an ketika banyak perusahaan publik, melalui pembelanjaan utang, melakukan pembelian kembali ekuitas yang sudah beredar di bursa efek New York. Perusahaan publik di AS kebanyakan pembelanjaannya adalah *heavy on equity* dan untuk memperoleh penciptaan nilai melalui *tax benefit* dari *debt financing*, perusahaan-perusahaan tersebut berusaha mencapai pembelanjaan yang optimal dengan penambahan pembelanjaan utang.

Sebaliknya di Indonesia menurut Ruky (1999), banyak perusahaan pembelanjaannya justru *heavy on debt*. Sehingga tidak mengherankan bahwa salah satu penyebab utama terpuruknya banyak perusahaan di Indonesia adalah *financial distress* yang disebabkan oleh *heavy burdent debt*. Oleh karena itu yang populer di Indonesia adalah *equity recapitalization*.

Sementara itu menurut Palepu (1996) titik awal analisis sistematik dari kinerja perusahaan adalah tingkat profitabilitas yang diukur dari nisbah laba bersih (*Net Income, NI*) dengan ekuitas. Nisbah tersebut merupakan hasil perkalian dari nisbah *Return on Assets* (laba bersih/ aset total) dengan *financial leverage* (aset total/

ekuitas). Dari sini baru dijabarkan ke dalam nisbah-nisbah dari berbagai aspek yang dianggap sebagai penggerak laba, yaitu (1) nisbah yang berkaitan dengan tingkat pengembalian investasi dan perputaran aset seperti perputaran aktiva lancar, perputaran modal kerja dan perputaran aktiva tetap; (2) tingkat perputaran terhadap penjualan seperti nisbah laba kotor terhadap penjualan dan laba bersih terhadap penjualan; dan (3) nisbah yang menyangkut kewajiban perusahaan dalam keuangan (*financial leverage*) meliputi nisbah-nisbah likuiditas, solvabilitas dan kemampuan dalam pelayanan terhadap utang.

Perusahaan yang mengalami kondisi kesulitan keuangan beroperasi rugi karena turunnya permintaan, utilisasi kapasitas yang tidak penuh dan beban utang yang berat. Perusahaan dalam kategori ini tidak dapat memenuhi kewajiban terhadap *capital provider* (dan *stakeholders*) dan restrukturisasi akan menjadi salah satu bentuk fundamental dalam pemulihan dan peningkatan kinerja usaha. Tujuannya adalah untuk mengembangkan kemampuan perusahaan dalam menciptakan laba atau arus kas melalui peningkatan daya saing, penurunan biaya dan beban utang serta peningkatan kemampuan jual.

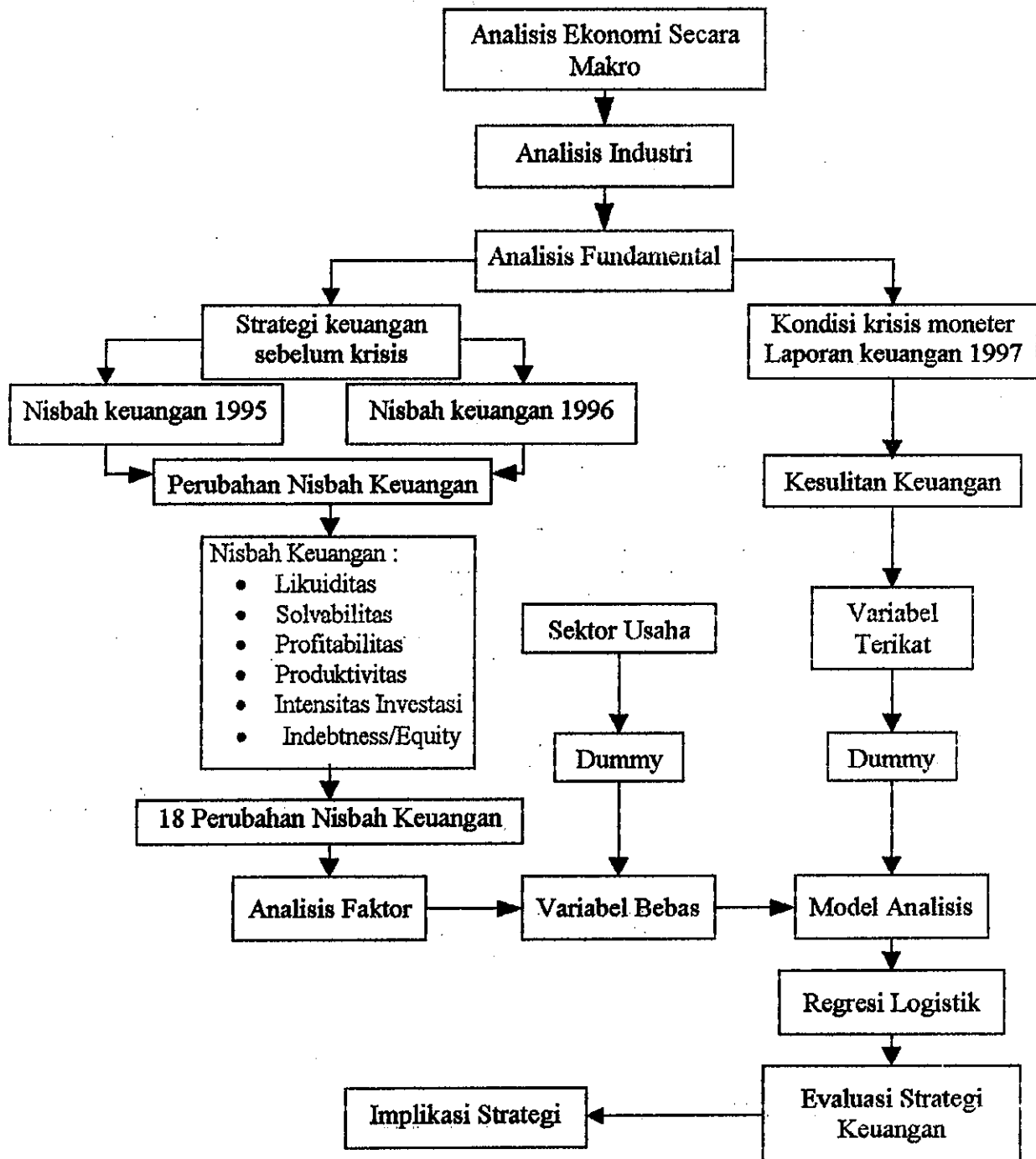
Dikaitakan dengan jangka waktu dan kebutuhan menurut Ruky (1999), program-program restrukturisasi dapat dikembangkan ke dalam: (1) Program jangka pendek. Tujuan program ini adalah mempertahankan ketahanan keuangan dalam jangka pendek (*sustain short term viability*), dilakukan dengan manajemen kas yang ketat, program pengurangan biaya, penjualan aktiva tetap non produktif dan aktiva keuangan; serta (2) Program jangka panjang. Kemungkinan implementasi skenario

restrukturisasi keuangan atau kredit (rekapitalisasi) jangka panjang adalah melalui (a) *debt modification*, yaitu perubahan utang baik dalam jumlah (*debt reduction*), jangka waktu dan tingkat bunga. Paling umum digunakan adalah melalui R-3: *reschedulling*, *resturcturing* dan *recondition*. Re- skeduling kredit adalah perubahan jangka waktu pembayaran, Re-strukturung kredit adalah perubahan bentuk uatang misalnya dari kredit modal kerja berjangka pendek menjadi kredit investasi. Sedangkan Re-kondisi kredit adalah perubahan persyaratan kredit misalnya dalam besarnya tingkat bunga dan cara pembayaran cicilan; (b) *debt conversion*, yaitu konversi atau pengalihan bentuk kredit menjadi penyertaan modal kreditor dalam perusahaan (*debt to equity swap*) atau dapat juga pengalihan terhadap kepemilikan aktiva perusahaan (*debt to equity assets swap*); dan (c) *Equity infusion*, yaitu tambahan setoran ekuitas, bila dari pemilik lama biasa disebut dengan *equity injection* sedangkan dari pemilik baru disebut dengan *equity participation*.

Benardo dan Eric (1996) menemukan bahwa para manajer kemungkinan lebih menyukai investasi dengan tingkat pengembalian yang lebih rendah pada kondisi yang tidak menguntungkan, sebab hal itu dapat meningkatkan posisi tawar menawar para pemilik saham terhadap para kreditor dalam negosiasi ulang tentang perubahan utang. Selanjutnya dikemukakan pula bahwa bentuk restrukturisasi keuangan yang tidak disukai adalah berupa pengalihan bentuk kredit menjadi penyertaan modal kreditor karena hal itu tidak dapat meningkatkan investasi yang tidak efisien.

## **2.5 Kerangka Pemikiran Teoritis**

Analisis fundamental yang menggambarkan evaluasi strategi keuangan perusahaan dalam penelitian ini digambarkan dalam kerangka pemikiran teoritis berikut ini.



Gambar 2.5 Kerangka Pemikiran Teoritis Evaluasi Strategi Keuangan Perusahaan dan Implikasinya pada Masa Krisis Moneter

Evaluasi strategi kinerja keuangan perusahaan dalam penelitian ini dilakukan setelah melakukan analisis ekonomi secara makro dan analisis industri. Tahapan evaluasi dimulai dari mempelajari laporan keuangan yang diperbandingkan antara tahun 1995 dan 1996. Melalui nisbah-nisbah keuangan yang telah ditentukan berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu diperoleh perubahan nisbah tahun 1996 terhadap tahun 1995. Pada bagian lain, melalui laporan keuangan tahun 1997 yaitu saat krisis moneter terjadi diperoleh nisbah-nisbah keuangan untuk memprediksikan kondisi kesulitan keuangan model Altman (1968). Guna memperoleh gambaran umum karakteristik perusahaan, kekuatan dan kelemahan perusahaan data hasil analisis faktor perubahan nisbah keuangan dan sektor usaha (sebagai variabel bebas) dan kesulitan keuangan perusahaan (sebagai variabel terikat) dianalisis dengan teknik regresi logistik. Hasilnya merupakan gambaran strategi perusahaan yang menyebabkan perusahaan mengalami tingkat probabilitas kesulitan keuangan pada masa krisis. Model logit ini selanjutnya juga digunakan sebagai implikasi bagi perbaikan kondisi kesulitan keuangan perusahaan.

## 2.6 Hipotesis

Studi terdahulu yang dilakukan baik di negara maju, seperti Amerika Serikat maupun di Indonesia, memberikan gambaran manfaat nisbah keuangan untuk berbagai macam prediksi dan penjelasan kinerja keuangan perusahaan.

Dari penelitian terdahulu ditemukan standar kinerja keuangan yang sehat dan tidak sehat. Standar ini digunakan untuk membangun hipotesis yang dinyatakan sebagai hipotesis alternatif ( $H_a$ ) sebagai berikut,

H1: Perubahan nisbah-nisbah profitabilitas sebelum terjadinya krisis moneter mempunyai hubungan negatif terhadap probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan pada saat terjadinya krisis moneter.

H2: Perubahan nisbah-nisbah leverage sebelum terjadinya krisis moneter mempunyai hubungan positif terhadap probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan pada saat terjadinya krisis moneter.

H3 : Sektor usaha perusahaan berpengaruh terhadap probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kegagalan kesulitan keuangan perusahaan (*financial distress*) pada saat krisis moneter.

## 2.7 Definisi Operasional Variabel

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah strategi fungsional keuangan perusahaan. Umumnya ada dua ikhtisar keuangan yang lazim digunakan dalam analisis keuangan, melalui dua ikhtisar keuangan ini dapat dihitung nisbah-nisbah keuangan yang digunakan dasar implementasi strategi.

Pemilihan nisbah-nisbah keuangan didasarkan pada aspek strategis kinerja keuangan perusahaan serta berdasarkan pada penelitian-penelitian terdahulu yang dilakukan di Indonesia, bahwa nisbah-nisbah keuangan tertentu berpengaruh secara signifikan untuk memprediksi laba di masa yang akan datang. Nisbah-nisbah keuangan tersebut adalah sebagai berikut:

- a. Likuiditas, merupakan kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan kewajiban-kewajiban jangka pendeknya

- Nisbah aktiva cepat (*quick*) terhadap kewajiban lancar (1)
- b. Solvabilitas, merupakan kemampuan perusahaan menyelesaikan seluruh kewajibannya pada saat dilikuidasi
- Nisbah aktiva lancar terhadap kewajiban total (2)
  - Nisbah kekayaan bersih dan kewajiban total terhadap aktiva tetap (3)
- c. Profitabilitas, merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba
- Nisbah pendapatan operasi terhadap pendapatan bersih sebelum pajak (4)
  - Nisbah pendapatan bersih sebelum pajak terhadap penjualan (5)
  - Nisbah pendapatan kotor terhadap penjualan (6)
  - Nisbah pendapatan operasi terhadap penjualan (7)
  - Nisbah pendapatan bersih terhadap penjualan (8)
- c. Produktivitas/ Efisiensi, merupakan ukuran efektivitas perusahaan dalam menjalankan operasinya
- Nisbah penjualan terhadap aktiva cepat (*quick*) (9)
  - Nisbah penjualan terhadap piutang dagang (10)
  - Nisbah pendapatan bersih terhadap aktiva tetap (11)
- e. Intensitas Investasi, merupakan intensitas perusahaan dalam penggunaan investasi
- Nisbah aktiva lancar terhadap penjualan (12)
  - Nisbah aktiva cepat terhadap aktiva total (13)
- f. *Indebtness/ Equity*, merupakan ukuran aktiva perusahaan yang dibiayai dengan utang

- Nisbah kewajiban total terhadap aktiva lancar (14)
- Nisbah pendapatan operasi terhadap kewajiban total (15)
- Nisbah pendapatan bersih terhadap kewajiban total (16)
- Nisbah kekayaan bersih terhadap kewajiban total (17)
- Nisbah kewajiban total terhadap aktiva total (18)

Sedangkan perubahan nisbah-nisbah keuangan tersebut dihitung sebagai berikut,

$$\Delta Y_{it} = \frac{(Y_{it} - Y_{it-1})}{Y_{it-1}} \quad (19)$$

Keterangan :

$\Delta Y_{it}$  = Perubahan nisbah perusahaan i tahun ke-t yaitu tahun 1996.

$Y_{it}$  = Nisbah perusahaan i tahun ke-t, yaitu tahun 1996.

$Y_{it-1}$  = Nisbah perusahaan i tahun periode lag, yaitu tahun 1995.

g. Variabel sektor usaha bersifat *dummy* dengan ketentuan Sektor III dijadikan sebagai variabel kategori referensi (=0). Penggolongan sektor seperti ditentukan dalam pengambilan sampel.

Variabel yang dijelaskan (*explained variable*) dalam penelitian ini adalah indikator kesehatan perusahaan tahun 1997 (saat terjadinya krisis) yang ditentukan atas dasar standar hasil penelitian Altman (1968) bahwa sebuah perusahaan diprediksikan tidak mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) melalui metode sebagai berikut (Brigham, 1985),

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5 \quad (20)$$

Keterangan :

- $X_1 = \text{Net working capital/Total assets (\%)}$   
 $X_2 = \text{Retained earning/Total assets (\%)}$   
 $X_3 = \text{EBIT/Total Assets (\%)}$   
 $X_4 = \text{Market Value of Common and Preferred stock/Book value of debt (\%)}$   
 $X_5 = \text{Sales/Total assets (x)}$

Sebagai pedoman untuk mengklasifikasikan perusahaan masuk ke dalam kesulitan keuangan atau tidak dipilih batas nilai Z yaitu 2,675 yang merupakan titik tengah dari selang nilai Z. Perusahaan dengan nilai skor Z sama atau kurang dari 2,675 diklasifikasikan sebagai perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*), demikian pula sebaliknya.

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian konklusif, yaitu (Rangkuti, 1997) penelitian yang dirancang untuk pengambilan keputusan dalam penetapan, pengevaluasian dan pemilihan alternatif terbaik dalam pemecahan suatu masalah. Karakteristik penelitian ini meliputi informasi yang digunakan harus jelas diidentifikasi, proses penelitiannya sangat formal dan terstruktur, sampel yang digunakan harus besar dan analisis data bersifat kuantitatif.

#### 3.2 Metode Pengumpulan Data

Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari kepustakaan yang diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta (BEJ), Bank Indonesia dan institusi lainnya yang berhubungan dengan penelitian ini serta data yang diperoleh dari hasil studi pustaka. Data yang digunakan merupakan gabungan antara data deret waktu dan data kerat lintang. Data deret waktu berupa laporan keuangan perusahaan tahun 1995, 1996 dan 1997 yang diperoleh dari BEJ (Buku Petunjuk Pasar Uang di Indonesia). Data laporan keuangan perusahaan tahun 1995 dan 1996 digunakan untuk menghitung nisbah keuangan (1) sampai dengan (18). Perubahan nisbah keuangan dihitung dengan persamaan (19). Sedangkan data keuangan tahun 1997 digunakan untuk menentukan skor Z model Altman seperti pada persamaan (20). Data kerat

lintang berupa laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

### 3.3 Populasi dan Sampling

Populasi yang digunakan sebagai *sample frame* adalah seluruh perusahaan yang *go-public* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Jumlah populasi perusahaan tersebut meliputi seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ dari tahun 1995 sampai dengan tahun 1997 dengan sampel yang dipilih secara *purposive* dengan ketentuan sebagai berikut,

- a. Perusahaan harus menerbitkan laporan keuangan untuk tiga tahun berturut-turut yaitu tahun 1995, 1996 dan tahun 1997, laporan keuangan berakhir pada tanggal 31 Desember, serta perusahaan pada tahun 1995 dan 1996 tidak sedang mengalami kerugian pada laba operasi dan laba bersihnya, hal ini untuk menentukan bahwa perusahaan dalam kondisi sehat dilihat dari dua indikator tersebut.
- b. Perusahaan harus menjadi anggota sektor yang ditentukan lebih dulu (lihat pada bagian variabel operasional untuk sektor usaha), dan jumlah sektor yang ditentukan harus memiliki minimal 30 perusahaan. Penentuan minimal 30 perusahaan ini untuk memenuhi kecukupan sampel dengan analisis statistik parametrik. Seperti dikemukakan oleh Bagoes (Singarimbun, 1995) bahwa, apabila data dianalisis dengan statistik parametrik, maka jumlah sampel harus besar, karena nilai-nilai atau skor yang diperoleh harus mengikuti distribusi

normal, maka sampel untuk setiap kelompok yang harus diambil minimal 30 kasus. Mengingat pengujian antar industri tidak dapat dilakukan karena anggota beberapa industri tidak memenuhi kecukupan sampel, maka pengujian dilakukan berdasarkan sektor yang terdiri dari industri-industri yang saling berhubungan. Penentuan sektor selanjutnya adalah sebagai berikut: Sektor I meliputi sektor pertanian dan industri penghasil barang-barang kebutuhan sehari-hari terdiri dari industri agrikultur, kehutanan dan perikanan; pakan ternak dan pertanian; makanan dan minuman; rokok; farmasi; dan barang konsumsi. Sektor II meliputi industri penghasil barang-barang instalasi dan *shopping goods* terdiri dari tekstil; garmen; plastik dan kaca; kimia; elektronik dan perlengkapan kantor; dan mesin. Sektor III meliputi industri konstruksi dan industri penghasil barang-barang bahan bangunan yang terdiri dari konstruksi; kayu dan pengolahannya; perekat; semen; logam; kabel; dan keramik. Jumlah sampel yang memenuhi syarat sebanyak 113 perusahaan terdiri dari Sektor I sebanyak 45 perusahaan, Sektor II sebanyak 36 Perusahaan dan Sektor III sebanyak 32 perusahaan. Penggolongan industri berdasarkan pada Buku Petunjuk Pasar Modal di Indonesia terbitan tahun 1998.

### **3.4 Teknik Analisis**

Dalam penelitian ini alat analisis yang digunakan adalah sebagai berikut,

**a. Kesulitan keuangan perusahaan model Altman (1968)**

Model Altman (20) digunakan untuk memenuhi tujuan pertama dari penelitian ini, yaitu mengidentifikasi perusahaan-perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan pada masa krisis moneter.

**b. Analisis faktor**

Analisis faktor dilakukan untuk mengekstraksi variabel bebas perubahan nisbah keuangan (1) sampai dengan (18). Hasil analisis faktor ini digunakan untuk analisis selanjutnya guna memenuhi tujuan-tujuan dalam penelitian ini. Menurut Dillon (1984) bahwa tujuan analisis faktor ini adalah membentuk suatu variabel baru tak terukur yang lebih sederhana dari satu perangkat variabel terukur hasil observasi. Melalui teknik prinsip komponen variabel-variabel tak terukur tersebut akan membentuk suatu struktur data pokok. Bentuk struktur baru tersebut tidak lagi saling berhubungan, dengan kata lain antar variabel tak terukur memiliki korelasi relatif sangat kecil (tidak signifikan). Melalui taktik ini menurut Afifi (1990) dapat digunakan untuk tujuan menghilangkan multikolinieritas pada analisis regresi.

Kombinasi linier dari analisis faktor tersebut dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut,

$$X_1 = l_{11}F_1 + l_{12}F_2 + \dots + l_{1m}F_m + e_1$$

$$X_2 = l_{21}F_1 + l_{22}F_2 + \dots + l_{2m}F_m + e_2$$

⋮  
⋮  
⋮

$$X_p = l_{p1}F_1 + l_{p2}F_2 + \dots + l_{pm}F_m + e_p$$

Keterangan :

- m = jumlah faktor
- F = faktor
- $l_{ij}$  = koefisien F
- e = faktor unik, yaitu vektor dimensional dari variabel-variabel yang tidak terobservasi

### c. Analisis regresi logistik

Alat ini disamping digunakan untuk memenuhi tujuan penelitian ini juga untuk menguji hipotesis-hipotesis dalam penelitian ini.

Menurut Afifi (1990) tujuan analisis logistik adalah sebagai berikut :

*logistic regression can be used whenever an individual is to be classified into one of two population.* Oleh karena itu, sebelum melakukan analisis dengan alat ini variabel yang dijelaskan perlu diubah dulu menjadi variabel dummy klasifikasi satu dan nol. Karena penelitian ini lebih menitik beratkan pada kondisi kesulitan keuangan perusahaan, maka kategori perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan diklasifikasikan ke dalam angka satu, sedangkan yang lainnya (perusahaan yang tidak mengalami kesulitan keuangan) diklasifikasikan ke dalam angka nol. Persamaan regresi logistik tersebut diturunkan sebagai berikut,

$$\text{Odds} = \frac{P_z}{1 - P_z} \quad (21)$$

Keterangan :

Odds = kecenderungan untuk kelompok perusahaan yang mengalami *financial distress*.

$P_z$  = probabilitas perusahaan mengalami *financial distress*.

$$\ln(\text{odds}) = a + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_pX_p + c_1D_1 + c_2D_2 \quad (22)$$

atau dinyatakan dalam :

$$P_z = \frac{1}{1 + \exp\{-(a + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_pX_p + c_1D_1 + c_2D_2)\}} \quad (23)$$

Keterangan :

a = Konstanta

b = Koefisien regresi logistik untuk variabel X

c = Koefisien regresi logistik untuk variabel D

X = Variabel bebas yang berupa skor dari analisis faktor

D = Variabel bebas *dummy* sektor usaha

exp = eksponensial bilangan natural (e)

## BAB IV

### GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

#### 4.1 Sejarah dan Perkembangan Pasar Modal di Indonesia

Perkembangan pasar modal di Indonesia tidak terlepas dari sejarah kelembagaan pasar modal itu sendiri. Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) membagi sejarah perkembangan pasar modal dalam tiga periode (Departemen Penerangan RI, 1984) sebagai berikut:

- a. Masa Penjajahan (1912 – 1940)
- b. Masa Orde Lama (1950 – 1966)
- c. Masa Orde Baru (1967 – 1997)

Pada abad 19 tepatnya tanggal 14 Desember 1912 Pemerintah kolonial Belanda mendirikan pasar global di Batavia (Jakarta), dengan jumlah perusahaan 13 perusahaan pialang dan efek. Efek yang diperdagangkan meliputi saham dan obligasi perusahaan perkebunan di Indonesia, obligasi pemerintah Belanda, serta saham-saham perusahaan Amerika yang diterbitkan oleh pemerintah Belanda. Perkembangan selanjutnya pada tanggal 11 Januari 1925 didirikan kantor bursa efek di Surabaya dan pada tanggal 1 Agustus 1925 didirikan juga di kota Semarang. Namun sejalan dengan semakin menghangatnya situasi politik di Eropa hingga pecahnya perang dunia kedua, semua aktivitas pasar modal di Indonesia dihentikan, tepatnya pada tanggal 10 Mei 1940.

Pada masa orde lama, pemerintah melalui Undang-undang Darurat nomor 13 tanggal 1 September 1951, yang kemudian menjadi UU No. 15/ 1952, serta keputusan Menteri Keuangan No. 289837/ UU tanggal 1 Nopember 1951 membuka kembali Bursa Efek Jakarta pada tanggal 3 Juni 1952. Setelah diaktifkannya kembali pasar modal yang sempat terhenti selama kurang lebih 12 tahun, aktivitas pasar modal di Indonesia berjalan kembali, apalagi setelah Bank Industri mengeluarkan obligasi mulai tahun 1954 hingga tahun 1956. Pada tahun 1958 pasar modal terlihat kembali lesu karena banyaknya masalah politik di Indonesia. Kondisi tersebut semakin diperparah akibat kondisi ekonomi yang semakin memburuk. Tercatat bahwa pada tahun-tahun tersebut Indonesia mengalami laju inflasi yang sangat tinggi (hiper inflasi), mencapai 650 persen. Akhirnya pada tahun 1960, kegiatan pasar modal di Indonesia terhenti sama sekali.

Pada masa orde baru, langkah untuk menghidupkan kembali pasar modal di Indonesia dimulai pada bulan Agustus 1977. Pemerintah mengaktifkan kembali kegiatan pasar modal dengan membentuk Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM), sebuah badan pemerintah di bawah Departemen Keuangan. Namun selama 10 tahun pertama perkembangan bursa relatif lambat. Sampai dengan tahun 1988, jumlah perusahaan yang mendapat ijin untuk melakukan emisi hanya 34 dengan nilai seluruhnya Rp. 1.102,4 milyar. Jumlah ini terdiri dari 25 perusahaan yang menerbitkan saham dengan nilai Rp. 166,7 milyar, dan 9 perusahaan menerbitkan obligasi dengan nilai Rp. 935,7 milyar (Harianto, 1998).

Iklim pertumbuhan pasar modal kembali marak sejalan dengan berbagai paket deregulasi yang dikeluarkan oleh pemerintah. Pemerintah menghapus fluktuasi empat persen harga saham per hari (Oktober, 1987), memberi kelonggaran persyaratan bagi perusahaan yang ingin *go-public* (Desember, 1987), menetapkan pajak yang sama bagi bunga deposito dan deviden saham sebesar 15% (Oktober, 1988). Selain melalui paket Desember 1987, pemerintah mengizinkan pembelian saham oleh investor asing di Indonesia sampai batas maksimum 49 persen dari seluruh saham yang tercatat di bursa. Penentuan batas maksimum ini kemudian dihilangkan pada bulan Oktober 1997. Masuknya investor asing telah membuat perdagangan saham semakin ramai dan mendorong investor lokal untuk bermain di pasar sekunder.

Selanjutnya pada tahun 1990 pemerintah mengeluarkan peraturan tentang swastanisasi Bursa Efek Jakarta sehingga pada tanggal 4 Desember 1991 berdirilah PT. Bursa Efek Jakarta. Dengan swastanisasi bursa efek maka peranan BAPEPAM berubah dari badan yang melaksanakan pasar modal menjadi badan pengawas pasar modal.

Serangkaian paket deregulasi tersebut membuat bursa efek menjadi bergairah. Hal ini ditandai dengan meningkatnya jumlah emiten dan melonjaknya perdagangan di bursa. Sampai dengan bulan Desember 1997, awal tahun pertama terjadinya krisis moneter di Indonesia, sudah tercatat 258 perusahaan yang mencatatkan sahamnya di BEJ.

Sejak diberlakukannya serangkaian deregulasi pasar modal tahun 1987, volume perdagangan pada BEJ meningkat drastis. Volume perdagangan ini menjadi

lebih tinggi lagi dengan diterapkannya sistem perdagangan otomatis (*Jakarta Automated Trading System* atau JATS) pada tahun 1995. JATS memungkinkan frekuensi perdagangan saham yang lebih besar dan menjamin perdagangan lebih wajar dan lebih transparan (Harianto, 1998). Tabel 4.1 memberikan gambaran mengenai perkembangan BEJ sejak tahun 1989.

Tabel 4.1 Perkembangan Volume, Nilai dan Pertumbuhan nilai Perdagangan Saham di Bursa Efek Jakarta Tahun 1989 – 1997

Tahun	Volume (juta lembar)		Nilai Total (milyar rupiah)	Pertumbuhan Nilai (%)
	Total	Rata-rata per hari		
1989	95,8	0,4	964,3	-
1990	702,6	2,9	7.311,3	658,20
1991	1.007,9	4,1	5.778,3	-20,97
1992	1.706,3	6,9	7.953,3	37,64
1993	3.844,0	15,6	19.086,2	139,99
1994	5.292,6	21,6	25.482,8	33,51
1995	10.646,4	43,3	32.357,5	26,98
1996	29.500,0	118,6	75.700,0	133,95
1997	75.000,0	304,9	119.307,0	57,61

Sumber : PT Bursa Efek Jakarta

Dari tabel tersebut terlihat bahwa pertumbuhan tertinggi nilai perdagangan saham tercapai pada tahun 1993 yaitu 133,99% dari tahun sebelumnya. Selanjutnya nilai pertumbuhannya menurun hingga pada tahun 1995. Pada tahun 1996 menunjukkan peningkatan kembali sampai pada tingkat 133,95% dari tahun sebelumnya.

## **4.2 Kondisi Ekonomi Indonesia Menjelang Krisis Moneter**

### **4.2.1 Ukuran aktivitas moneter**

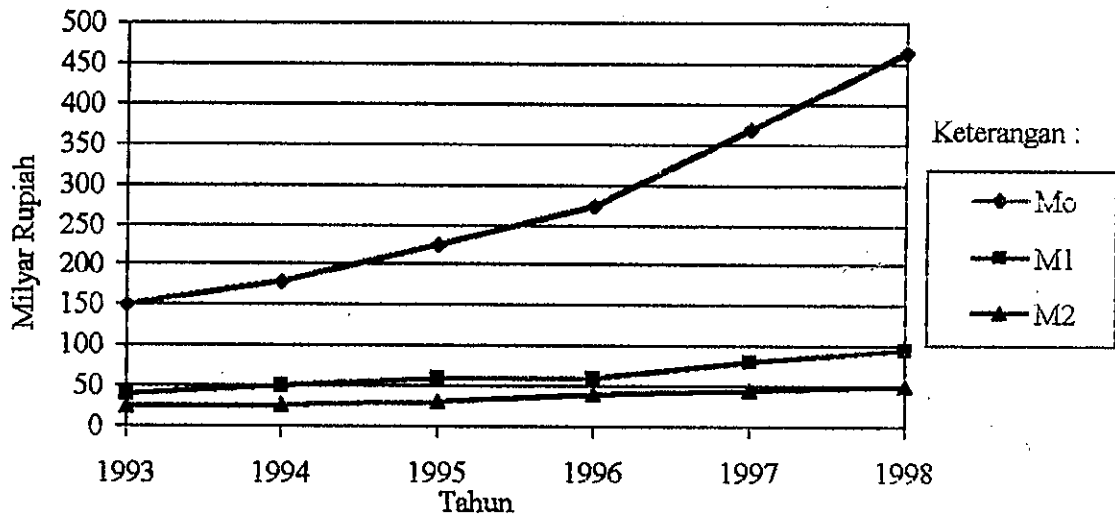
Persoalan yang dihadapi dalam bidang moneter umumnya berkisar pada upaya menjaga kestabilan harga melalui indikator tingkat inflasi, jumlah uang beredar, likuiditas perekonomian, kecepatan peredaran uang, Produk Domestik Bruto (PDB), tingkat bunga dan nilai tukar rupiah khususnya terhadap dolar Amerika (Suseno Hg, 1990). Ukuran-ukuran aktivitas ekonomi tersebut memberikan kemudahan kepada analis ekonomi dalam merangkum dan menyimpulkan kondisi ekonomi nasional.

#### **a. Likuiditas perekonomian**

Likuiditas perekonomian diukur dari melalui banyaknya jumlah uang beredar dan uang kuasi atau sering diberi notasi sebagai M2. Secara matematis M2 merupakan penjumlahan M1 dengan uang kuasi. M1 diperoleh dari penjumlahan antara uang kartal (M0) dengan uang giral (simpanan giro). Sedangkan uang kuasi yang tidak dapat digunakan untuk bertransaksi setiap saat, terdiri dari deposito berjangka, tabungan dan rekening valuta asing milik swasta domestik (Suseno Hg, 1990)

Para pendukung teori Neo-klasikal ekonomi dan moneteris berpendapat jumlah uang yang dimiliki oleh masyarakat akan meningkatkan kemampuan masyarakat untuk melakukan konsumsi dan investasi. Meningkatnya konsumsi dan investasi swasta serta pemerintah akan mendorong pertumbuhan PDB. Perkembangan

jumlah uang beredar sejak tahun 1993 sampai dengan bulan Januari 1998 diperlihatkan dalam gambar 4.2.1.a.



Gambar 4.2.1.a Perkembangan likuiditas perekonomian tahun 1993 – Januari 1998.  
Sumber: Harianto, 1998

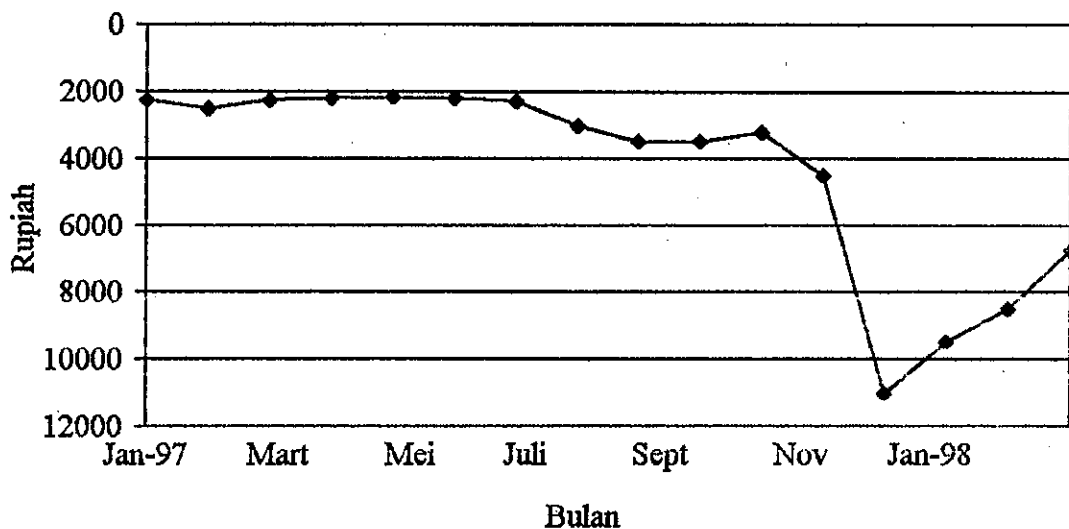
Sejak krisis moneter berlangsung, jumlah uang beredar (M2) tumbuh dengan pesat. Likuiditas perekonomian meningkat 56%, dari Rp. 288,6 trilyun pada tahun 1996 menjadi Rp. 450,7 trilyun pada Januari 1998. Pertumbuhan likuiditas perekonomian pada bulan Januari 1998 sendiri adalah 26,7% atau Rp. 95 trilyun.

#### b. Perkembangan kurs rupiah terhadap dolar Amerika Serikat

Kebijakan nilai tukar rupiah ditetapkan untuk mempengaruhi arus barang dan jasa serta modal dari dan ke dalam negeri. Nilai tukar rupiah yang rendah relatif terhadap mata uang negara lain (terutama US Dollar) akan mendorong peningkatan ekspor dan dapat mengurangi laju pertumbuhan impor. Namun nilai tukar rupiah yang rendah akan mendorong melemahnya daya beli masyarakat yang dapat memicu

resesi serta kurang menariknya tingkat keuntungan investasi dalam rupiah. Kondisi ini akan memicu meningkatnya suku bunga pasar.

Kebijakan nilai tukar juga diselaraskan dengan kebijakan untuk menarik modal asing ke Indonesia, baik melalui investasi asing langsung (*Foreign Direct Investment* atau FDI) atau melalui pasar modal Indonesia. Gambar 4.2.1.b memperlihatkan perkembangan kurs rupiah terhadap US dollar sejak bulan Januari 1997 sampai dengan April 1998.



Gambar 4.2.1.b. Perkembangan kurs rupiah terhadap US Dollar.  
Sumber: Harianto, 1998

Kurs rupiah terdepresiasi sebesar kurang lebih empat persen per tahun pada bulan Januari 1997 sampai dengan Juni 1997. Setelah itu kurs rupiah terhadap US dollar bagaikan layangan putus dan berfluktuasi sangat tajam dari ke hari dan dari bulan ke bulan. Pada akhir Desember 1997 rupiah terdepresiasi sebesar 94% hingga mencapai nilai kurs sebesar Rp. 4.650. Pada akhir bulan januari, rupiah terdepresiasi

sangat tajam sehingga mencapai kurs Rp. 10.375. Setelah pemerintah melakukan negosiasi lanjutan dengan Dana Moneter Internasional (IMF) pada bulan Februari dan Maret, kurs rupiah berangsur-angsur naik sedikit sehingga mencapai tingkat Rp. 7.800 per US dollar (Harianto, 1998).

### c. Inflasi

Inflasi adalah ukuran ekonomi yang memberikan gambaran tentang peningkatan harga rata-rata barang dan jasa yang diproduksi oleh sistem perekonomian. Inflasi yang tinggi akan mengakibatkan daya beli masyarakat menurun dan dapat mendorong timbulnya resesi. Meningkatnya inflasi akan mendorong meningkatnya suku bunga. Tabel 4.2.1.c memperlihatkan perkembangan inflasi pada periode tahunan diukur dari indeks harga konsumen.

Tabel 4.2.1.c Perubahan indeks harga konsumen (CPI) (dalam %)

Indikator	1993	1994	1995	1996	1997	Jan-98
Makanan	5,11	13,94	13,32	6,12	18,45	10,15
Perumahan	15,48	9,09	5,67	4,72	6,08	3,64
Sandang	7,97	6,08	6,50	5,77	7,67	12,56
Aneka barang dan jasa	9,89	4,89	7,00	8,11	8,11	4,16
Indeks harga konsumsi	9,77	9,24	8,64	11,05	11,05	6,88

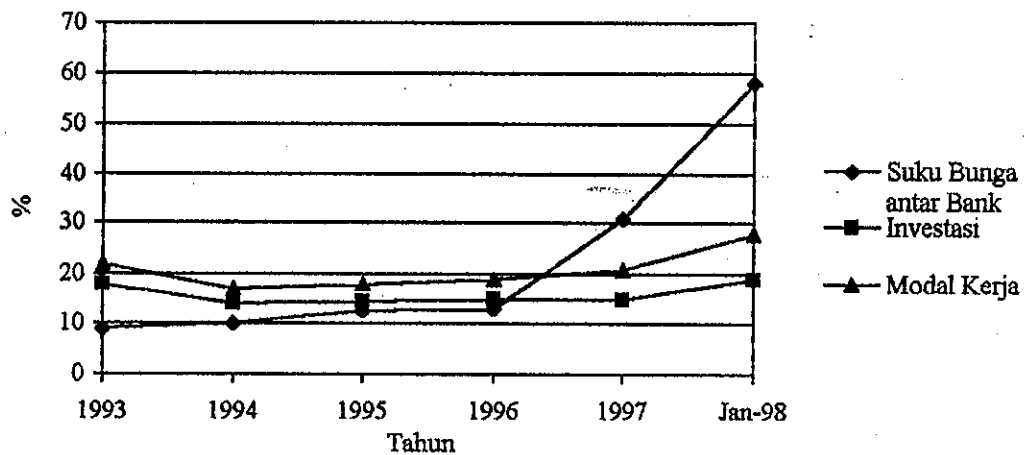
Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia, Bank Indonesia.

Jika diukur dari indeks harga konsumen, inflasi mulai menurun dari 9,77% pada tahun 1993 menjadi 6,47% pada akhir tahun 1996. Namun demikian, krisis ekonomi yang melanda Indonesia pada pertengahan tahun 1997 membuat angka inflasi menjadi dua digit pada angka 11,05%. Sektor yang paling memberikan

kontribusi terhadap inflasi adalah sektor pangan yang pada bulan Januari 1998 telah mencapai 10,15%.

d. Tingkat bunga

Tingkat bunga adalah ukuran keuntungan investasi yang dapat diperoleh oleh pemodal dan juga merupakan ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana dari pemodal. Untuk mendorong investasi, Bank Indonesia akan menurunkan tingkat bunga sehingga perusahaan akan lebih mudah melakukan investasi. Dalam kondisi seperti ini jumlah uang beredar di masyarakat akan meningkat. Kebijakan bunga rendah akan mendorong masyarakat lebih melakukan investasi dan konsumsinya dari pada menabung. Sebaliknya, dalam kondisi inflasi, Bank Indonesia akan melakukan kebijakan uang ketat dengan meningkatkan suku bunga sehingga masyarakat akan lebih suka menabung dari pada melakukan investasi atau konsumsi. Gambar 4.2.1.d memperlihatkan perkembangan tingkat bunga modal kerja, investasi dan pinjaman antar bank pada periode 1993-1997 dan bulan Januari 1998.

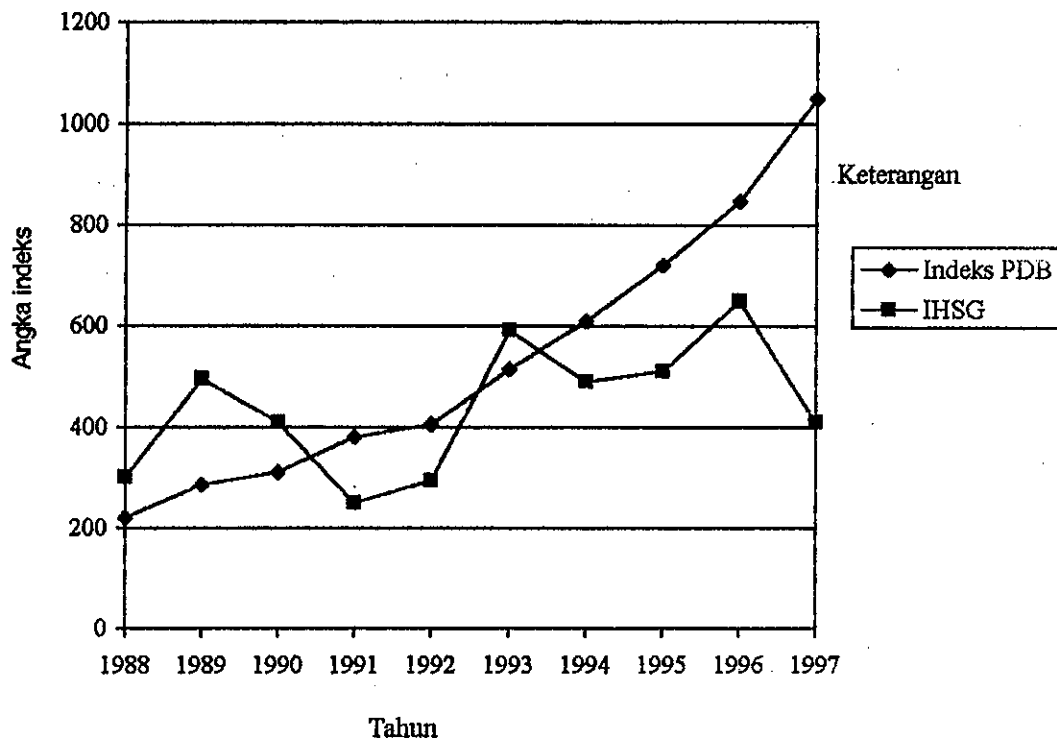


**Gambar 4.2.1.d** Perkembangan tingkat bunga pinjaman  
 Sumber: Harianto, 1998

Sebelum terjadi krisis moneter, tingkat bunga pinjaman untuk kebutuhan investasi cenderung menurun dibandingkan dengan tingkat bunga pinjaman untuk kebutuhan modal kerja dan likuiditas (pinjaman antar bank). Tingkat bunga investasi turun dari 17% pada tahun 1993 menjadi 16% pada tahun 1996. Sementara pada periode yang sama tingkat bunga modal kerja meningkat dari 21% menjadi 22% dan tingkat bunga pinjaman antar bank meningkat 14%. Setelah terjadi krisis, seluruh tingkat bunga pinjaman meningkat terutama tingkat bunga pinjaman antar bank yang meningkat menjadi 57% pada akhir bulan Januari 1998.

#### 4.2.2 Profitabilitas Perusahaan dan Kondisi Ekonomi

Gambaran umum hubungan profitabilitas perusahaan perusahaan dengan beberapa indikator ekonomi dapat diwujudkan dalam bentuk hubungan antara PDB dengan Indeks Harga saham Gabungan (IHSG) Bursa Efek Jakarta. Gambar 4.2.2 memperlihatkan hubungan antara PDB dan Indeks Harga Saham Gabungan.



**Gambar 4.2.2** Perkembangan Ekonomi dan Pasar saham  
 Sumber: Harianto, 1998

Secara umum pertumbuhan ekonomi diikuti dengan peningkatan harga saham kecuali pada tahun 1991, 1994 dan 1997 yaitu saat awal terjadinya krisis. Pada tahun 1991 sampai dengan 1993, perekonomian nasional mengalami gejala pemanasan atau *over heating* (Harianto, 1998). Tingkat inflasi pada tahun 1990/1991 adalah 9,11% sementara pada tahun 1993/1994 inflasi telah mencapai dua digit, yaitu sebesar 10,03%. Untuk mengatasi pemanasan ekonomi ini pemerintah melakukan kebijakan uang ketat (*tight money policy*) dengan tujuan mengurangi likuiditas perekonomian. Salah satu upaya untuk mengurangi likuiditas perekonomian adalah dengan menaikkan tingkat bunga.

Pada tahun 1997, perekonomian Indonesia mengalami krisis yang terparah sepanjang sejarah orde baru. Nilai tukar rupiah terhadap US dollar turun sampai 80%. Hampir seluruh perusahaan di Indonesia tidak mampu membayar kewajibannya. Secara teknis perusahaan-perusahaan ini dapat dikatakan pailit. Kondisi ini menyebabkan harga-harga saham di bursa efek ikut jatuh. Pada saat itu pula suku bunga deposito meningkat dari sekitar 15% menjadi 30% per tahun. Hal ini menunjukkan bahwa secara keseluruhan terjadi penurunan harga saham pada waktu terjadi peningkatan suku bunga.

Pada tahun 1987 sampai dengan 1996 apresiasi kurs US dollar terhadap rupiah, masih lebih rendah dari inflasi, hal ini menunjukkan masih terpeliharanya stabilitas eksternal terutama stabilnya nilai tukar rupiah terhadap US dollar. Keberhasilan ini tidak terlepas dari kebijakan "Kurs mengambang terkendali" (Syahrir, 1997).

Menurunnya nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing, khususnya US dollar, memiliki pengaruh negatif terhadap ekonomi dan pasar modal. Menurunnya kurs meningkatkan biaya impor bahan baku dan peralatan yang dibutuhkan oleh perusahaan, sehingga dapat meningkatkan biaya produksi. Menurunnya kurs juga mendorong meningkatnya suku bunga. Jika perusahaan tidak memiliki pendapatan dari penjualan ekspor atau penjualan ekspornya tidak cukup berarti, maka profitabilitas perusahaan akan menurun.

Meningkatnya tingkat bunga secara langsung akan meningkatkan beban bunga. Perusahaan dengan tingkat leverage tinggi akan memperoleh dampak yang

sangat berat terhadap kenaikan tingkat bunga. Akibat lain adalah berkurangnya minat investor terhadap investasi saham. Investor akan memilih investasi pada instrumen keuangan dengan penghasilan tetap seperti deposito dan obligasi. Instrumen ini dapat memberikan keuntungan yang lebih besar dibandingkan dengan investasi pada saham.

#### **4.3 Industri dalam Sampel**

Industri sering diartikan sebagai suatu kumpulan perusahaan yang memiliki karakteristik-karakteristik tertentu yang sama. Karakteristik tersebut biasanya diklasifikasikan berdasarkan produk yang dihasilkan atau berdasarkan pada proses produksinya. Klasifikasi industri dalam penelitian ini didasarkan pada Buku Petunjuk Pasar Modal di Indonesia tahun 1998. Secara lengkap anggota sampel yang dikelompokkan dalam sektor, industri dan perusahaan diperlihatkan dalam tabel 4.3.

Tabel 4.3 Sektor dan industri dalam sampel.

Sektor dan Industri	Perusahaan	
	Jumlah	%
Sektor I	45	39,82
Industri:		
Agrikultur, Kehutanan dan Perikanan	3	2,65
Pakan Ternak dan Pertanian	5	4,42
Makanan dan Minuman	23	20,35
Rokok	3	2,65
Farmasi	8	7,08
Barang Konsumsi	3	2,65
Sektor II	36	31,86
Industri:		
Tekstil	7	6,19
Garmen	9	7,96
Plastik dan Kaca	8	7,08
Kimia	6	5,31
Elektronik dan Perlengkapan kantor	4	3,54
Mesin	2	1,77
Sektor III	32	28,32
Industri:		
Konstruksi	2	1,77
Kayu dan Pengolahannya	4	3,54
Bahan Perekat	4	3,54
Semen	3	2,65
Logam	10	8,85
Kabel	5	4,42
Keramik	4	6,54
Jumlah	113	100,00

Sumber : *Capital market Directory JSX, 1998*

Tabel 4.3 menunjukkan jumlah perusahaan yang memenuhi syarat dalam penelitian ini adalah Sektor I sebanyak 45 perusahaan atau 39,82% dari jumlah sampel keseluruhan, Sektor I terdiri dari industri Agrikultur, Kehutanan dan Perikanan; Pakan Ternak dan Pertanian; Makanan dan Minuman; Rokok; Farmasi;

dan Barang Konsumsi. Sektor ini merupakan sektor penghasil barang pertanian dan barang-barang konsumsi.

Sektor II sebanyak 36 perusahaan atau 31,86% dari jumlah keseluruhan sampel. Sektor ini meliputi industri penghasil barang-barang instalasi dan barang toko yang terdiri dari industri Tekstil; Garmen; Plastik dan Kaca; Kimia; Elektronik dan Perlengkapan kantor; dan Mesin.

Sektor III sebanyak 32 perusahaan atau 28,32% dari jumlah keseluruhan sampel. Sektor ini meliputi industri konstruksi dan industri penghasil bahan-bahan bangunan yang terdiri dari industri Konstruksi; Kayu dan Pengolahannya; Bahan Perekat; Semen; Logam; Kabel dan Keramik.

Dari keseluruhan sampel sebanyak 113 perusahaan dapat diketahui bahwa dalam status permodalannya 90 perusahaan atau 79,65% adalah berupa Penanaman Modal dalam Negeri (PMDN) sedangkan lainnya sebanyak 23 perusahaan atau 20,35% merupakan perusahaan dengan status Penanaman Modal Asing (PMA).

#### a. Perkembangan aktiva total

Neraca suatu perusahaan di satu pihak menunjukkan modal menurut bentuknya (sebelah debet) yang dikenal sebagai aktiva dan dilain pihak menurut sumbernya (sebelah kredit) yang dikenal sebagai pasiva. Modal yang menunjukkan bentuknya (aktiva) merupakan modal aktif, sedangkan modal yang menunjukkan sumbernya (pasiva) merupakan modal pasif (Riyanto, 1995).

Dengan demikian aktiva merupakan gambaran sumber daya yang dikuasai perusahaan akibat peristiwa masa lalu dan merupakan potensi manfaat ekonomi masa

depan yang diwujudkan melalui operasional perusahaan. Tabel 4.3.a menggambarkan perubahan distribusi besarnya aktiva selama tiga tahunan.

Tabel 4.3.a Distribusi Frekuensi Perkembangan Aktiva Total Tahun 1995, 1996, dan 1997.

Aktiva Total (Juta Rupiah)	1995		1996		1997	
	frekuensi	%	frekuensi	%	frekuensi	%
22.793 – 1.322.569	104	92,04	101	89,38	89	78,76
1.322.570 – 2.622.346	4	3,54	4	3,54	13	11,50
2.622.347 – 3.922.123	4	0,00	3	2,65	4	3,54
3.922.124 – 5.221.900	0	0,00	4	3,54	0	0,00
5.221.124 – 6.521.677	0	0,00	1	0,88	4	3,54
6.521.678 – 7.821.454	0	0,00	0	0,00	1	0,88
7.821.455 – 9.121.233	1	0,88	0	0,00	2	1,77
Jumlah	113	100,00	113	100,00	113	100,00

Sumber: Data sekunder yang diolah

Klasifikasi terendah dari aktiva total ini adalah Rp. 22,8 milyar sampai dengan Rp. 1,3 trilyun. Klasifikasi terbesar selama tiga tahun berada pada nilai ini, yaitu tahun 1995 ada 4 perusahaan atau 92,04%; tahun 1996 turun menjadi 101 perusahaan atau menjadi 89,38%; dan tahun 1997 turun lagi menjadi 89 perusahaan atau menjadi 78,76%. Dilihat secara umum, telah terjadi perubahan distribusi besarnya nilai aktiva dari tahun ke tahun. Perkembangan tersebut menunjukkan pada semakin berkembangnya nilai aktiva perusahaan-perusahaan tersebut.

#### b. Perkembangan aktiva lancar

Aktiva lancar merupakan aktiva yang habis dalam satu kali perputaran dalam jangka pendek (umumnya kurang dari satu tahun). Menurut konsep kuantitatif besarnya aktiva lancar menggambarkan besarnya modal kerja perusahaan. Dengan kata lain aktiva lancar menunjukkan besarnya modal kerja bruto perusahaan dalam

satu periode akuntansi. Tabel 4.3.b menunjukkan perkembangan distribusi frekuensi besarnya aktiva lancar selama tiga periode tahunan.

Tabel 4.3.b Distribusi Frekuensi Perkembangan Aktiva Lancar Tahun 1995, 1996, dan 1997.

Aktiva Lancar (Juta Rupiah)	1995		1996		1997	
	Frekuensi	%	frekuensi	%	Frekuensi	%
12.583 – 586.587	104	92,04	101	89,38	91	80,53
586.588 – 1.160.592	6	5,31	6	5,31	13	11,50
1.160.593 – 1.734.597	1	0,88	3	1,77	5	4,42
1.734.598 – 2.308.602	0	0,00	2	0,00	1	1,088
2.308.603 – 2.882.607	1	0,88	0	0,88	0	0,00
2.882.608 – 3.456.612	1	0,88	1	0,88	2	1,77
3.456.613 – 4.030.617	0	0,00	0	0,00	1	0,88
Jumlah	113	100,00	113	100,00	113	100,00

Sumber: Data sekunder yang diolah

Klasifikasi terendah dari aktiva lancar berada pada nilai Rp. 12,6 milyar sampai dengan Rp. 587 milyar. Frekuensi terbesar selama tiga tahun berada pada klasifikasi ini, yaitu tahun 1995 ada 104 perusahaan atau 92,04%; tahun 1996 turun menjadi 101 perusahaan atau 89,38%; dan tahun 1997 turun lagi menjadi 91 perusahaan atau 80,53%. Dilihat secara umum telah terjadi perubahan distribusi frekuensi besarnya aktiva lancar selama tiga tahun tersebut. Perubahan ini menunjukkan pada peningkatan besarnya aktiva lancar dari tahun ke tahun.

#### c. Perkembangan utang total

Utang merupakan kewajiban perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu. Dilihat dari aspek pembelanjaan perusahaan utang merupakan cara pemenuhan kebutuhan modal yang berasal dari para kreditur. Bentuk Pembelanjaan ini sering disebut sebagai pembelanjaan asing atau pembelanjaan dari luar perusahaan

(*debt financing*). Tabel 4.3.c memberikan perubahan distribusi frekuensi nilai utang selama tiga tahun.

Tabel 4.3.c Distribusi Frekuensi Perkembangan Utang Total Tahun 1995, 1996, dan 1997.

Utang Total (Juta Rupiah)	1995		1996		1997	
	Frekuensi	%	frekuensi	%	Frekuensi	%
2.073 – 1.059.599	107	94,69	106	93,81	89	78,76
1.059.600 – 2.177.126	4	3,54	4	3,54	13	11,50
2.117.127 – 3.174.653	1	0,88	2	1,77	6	5,31
3.174.653 – 4.232.180	0	0,00	1	0,88	1	0,88
4.232.181 – 5.289.707	0	0,00	0	0,00	1	0,88
5.289.708 – 6.347.234	1	0,88	0	0,00	1	0,88
6.347.235 – 7.407.462	0	0,00	0	0,00	2	1,77
Jumlah	113	100,00	113	100,00	113	100,00

Sumber: Data sekunder yang diolah

Klasifikasi terendah besarnya utang total perusahaan adalah berkisar antara Rp. 2 milyar sampai dengan Rp. 1 trilyun. Frekuensi terbesar selama tiga tahun ada pada klasifikasi ini yaitu pada tahun 1995 ada 107 perusahaan atau 94,69%; tahun 1996 ada 106 perusahaan atau 93,81% ; dan pada tahun 1997 turun lagi menjadi 89 perusahaan atau 78,76%. Secara umum telah terjadi perubahan distribusi frekuensi besarnya nilai utang total perusahaan. Perubahan ini menunjukkan adanya peningkatan jumlah utang total pada perusahaan-perusahaan tersebut selama tiga tahun.

#### d. Perkembangan utang lancar

Utang lancar perusahaan merupakan kewajiban keuangan perusahaan yang harus segera dilunasi dalam jangka pendek (satu tahun sejak tanggal neraca). Utang lancar ini dapat berasal dari utang jangka panjang yang telah jatuh tempo. Tabel 4.3.d memperlihatkan distribusi frekuensi utang lancar selama tiga tahun.

**Tabel 4.3.d Distribusi Frekuensi Perkembangan Utang Lancar Tahun 1995, 1996, dan 1997.**

Utang Lancar (Juta Rupiah)	1995		1996		1997	
	frekuensi	%	Frekuensi	%	Frekuensi	%
2.073 – 417.063	105	92,92	101	89,38	82	72,57
417.064 – 832.054	6	5,31	8	7,08	17	15,04
832.056 – 1346.946	0	0,00	3	2,65	5	4,42
1.346.947 – 1761.937	1	0,88	1	0,88	3	2,65
1.761.938 – 2.376.928	1	0,88	0	0,00	1	0,88
2.376.929 – 2.781.920	0	0,00	0	0,00	2	1,77
2.781.920 – 3.196.911	0	0,00	0	0,00	3	2,65
Jumlah	113	100,00	113	100,00	113	100,00

Sumber: Data sekunder yang diolah

Klasifikasi terendah dari utang lancar berkisar antara Rp. 2 milyar sampai dengan Rp. 417 milyar. Frekuensi terbesar selama tiga tahun berada pada klasifikasi ini, yaitu tahun 1995 ada 105 perusahaan atau 92,92%; tahun 1996 turun menjadi 101 perusahaan atau 89,38%; dan tahun 1997 turun lagi menjadi 82 perusahaan atau 72,57%. Dilihat secara umum telah terjadi perubahan distribusi frekuensi besarnya utang lancar selama tiga tahun. Perubahan tersebut menunjukkan telah terjadi peningkatan utang lancar pada perusahaan-perusahaan tersebut.

**e. Perkembangan nilai penjualan bersih**

Nilai penjualan bersih merupakan pendapatan yang timbul akibat aktivitas utama perusahaan. Nilai penjualan ini apabila dikurangi dengan beban operasi perusahaan merupakan elemen pembentuk laba. Tabel 4.3.d menggambarkan perubahan distribusi frekuensi nilai penjualan bersih selama tiga tahun.

**Tabel 4.3.e Distribusi Frekuensi Perkembangan Penjualan Bersih Tahun 1995, 1996, dan 1997.**

Penjualan Bersih (Juta Rupiah)	1995		1996		1997	
	Frekuensi	%	frekuensi	%	Frekuensi	%
23.157 – 1.093.834	107	94,69	104	92,04	102	90,27
1.093.835 – 2.164.512	4	3,54	6	5,31	6	5,31
2.164.513 – 3.235.190	1	0,88	1	0,88	3	2,65
3.235.191 – 4.305.868	0	0,00	1	0,88	0	0,00
4.305.869 – 5.376.546	0	0,0	0	0,00	1	0,88
5.376.547 – 6.447.224	1	0,88	0	0,00	0	0,00
6.447.223 – 7.517.909	0	0,00	1	0,88	1	0,88
Jumlah	113	100,00	113	100,00	113	100,00

Sumber: Data sekunder yang diolah

Klasifikasi terendah nilai penjualan bersih berkisar antara Rp. 23 milyar sampai dengan Rp. 1,1 trilyun. Frekuensi nilai penjualan bersih terbesar selama tiga tahun berada pada klasifikasi ini, yaitu tahun 1995 ada 107 perusahaan atau 94,69%; tahun 1996 ada 104 perusahaan atau 92,04%; dan tahun 1997 ada 102 perusahaan atau 90,27%. Dilihat secara umum, maka telah terjadi perubahan distribusi frekuensi besarnya nilai penjualan bersih. Perubahan tersebut menunjukkan telah terjadi peningkatan nilai penjualan bersih selama periode tersebut.

**f. Perkembangan nilai rata-rata keuangan per sektor**

Perkembangan nilai rata-rata keuangan perusahaan per sektor selama tiga tahun yang diukur dari besarnya aktiva total, aktiva lancar, utang total, utang lancar dan nilai penjualan bersih diperlihatkan dalam tabel 4.3.f berikut ini.

Tabel 4.3.f Perkembangan Nilai Rata-rata Keuangan per Sektor (juta rupiah).

Indikator Keuangan	1995	1996		1997	
	Rata-rata	Rata-rata	Peningkatan Rata-rata (%)	Rata-rata	Peningkatan Rata-rata (%)
Sektor I:					
Aktiva Total	504.023	679.693	34,85	1.028.642	51,34
Aktiva Lancar	252.039	343.769	36,40	499.724	45,37
Utang Total	153.434	183.774	19,77	413.529	125,02
Utang Lancar	261.145	369.375	41,44	759.684	105,67
Penjualan Bersih	462.642	606.777	31,15	726.633	19,75
Sektor II:					
Aktiva Total	427.104	575.915	34,84	1.065.462	85,00
Aktiva Lancar	197.233	257.715	30,67	440.995	71,12
Utang Total	139.398	192.916	38,39	413.036	114,10
Utang Lancar	238.805	356.427	49,25	778.949	118,54
Penjualan Bersih	252.012	313.015	24,21	449.264	43,53
Sektor III:					
Aktiva Total	759.637	771.699	1,59	1.245.153	61,35
Aktiva Lancar	291.695	294.070	0,81	369.833	25,76
Utang Total	166.118	157.677	-5,08	463.884	194,20
Utang Lancar	402.415	341.894	-15,04	921.871	169,64
Penjualan Bersih	332.680	297.973	-10,43	331.272	11,18
Semua Sektor :					
Aktiva Total	551.961	672.686	21,87	1.101.684	63,77
Aktiva Lancar	245.808	302.279	22,87	444.231	46,96
Utang Total	152.554	197.296	29,33	427.632	116,75
Utang Lancar	294.033	357.468	21,57	811.751	127,08
Penjualan Bersih	358.736	425.740	18,68	526.307	23,62

Sumber: Data sekunder yang diolah

Dari tabel di atas apabila dilihat secara keseluruhan pada seluruh sektor maka peningkatan utang lancar pada tahun 1997 mencapai angka tertinggi dibanding dengan pos-pos keuangan lainnya yaitu mencapai 127,08% dibanding tahun sebelumnya, kemudian disusul oleh utang total yang mencapai peningkatan sebesar 116,75%. Aktiva total dan aktiva lancar berturut-turut pada tahun 1997 mengalami peningkatan 63,77% dan 46,96% dibanding tahun sebelumnya. Pada sisi lain nilai penjualan bersih pada tahun 1997 hanya mengalami peningkatan sebesar 23, 62%.

Apabila dilihat per sektor maka peningkatan utang total dan utang lancar paling tinggi terjadi pada sektor III, namun sektor ini justru pada tahun 1997 hanya mengalami peningkatan nilai penjualan bersih terkecil dibanding sektor lainnya yaitu hanya sebesar 11,18%.

## **BAB V**

### **HASIL ANALISIS**

#### **5.1 Identifikasi Perusahaan dalam Kesulitan Keuangan**

Perhitungan nilai skor Z model Altman seperti pada persamaan (20) untuk menentukan tingkat kesulitan keuangan perusahaan menunjukkan bahwa terdapat 79,65% perusahaan yang tidak sehat atau dalam kondisi mengalami kesulitan keuangan, yaitu perusahaan yang mempunyai nilai skor Z sama atau kurang dari 2,675. Hanya terdapat 20,35% saja dari seluruh sampel yang menunjukkan perusahaan tidak tergolong dalam kondisi kesulitan keuangan pada saat terjadinya krisis moneter pada tahun 1997.

Identifikasi perusahaan yang tidak sehat atau dalam kondisi mengalami kesulitan keuangan selanjutnya didistribusikan dalam tabel silang menurut sektor usaha, status permodalan dan perubahan nisbah keuangan (1) sampai dengan nisbah keuangan (18). Perubahan nisbah keuangan tersebut dihitung menurut rumus (19).

##### **a. Hasil nisbah keuangan model Altman**

Model Altman (20) dengan menggunakan fungsi diskriminan untuk memperoleh skor Z dengan memasukkan lima nisbah keuangan diperlihatkan dalam tabel 5.1.a di bawah ini.

**Tabel 5.1.a Rata-rata Nisbah Kesulitan Keuangan Model Altman Tahun 1997**

Nisbah	Sehat		Tidak sehat		Total	
	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD
a. Net working capital/Total Assets (%)	17.10	22.370	-2.65	22.84	1.86	24.43
b. Retained earning Total Assets (%)	21.82	17.000	0.59	17.16	5.43	19.62
c. EBIT/Total Assets (%)	17.92	9.910	5.02	8.48	7.69	10.10
d. Market Value of Common stock/Book value of debt (%)	356.10	310.95	67.63	50.69	135.37	199.20
e. Sales/Total Assets (X)	0.94	0.470	0.54	0.30	0.63	1.85
f. Skor Z	4.178	2.106	1.086	0.853	1.790	1.849

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Sebagai kontributor terbesar terhadap pemisahan kelompok dari fungsi diskriminan adalah nisbah c, yang kemudian secara berturut-turut diikuti oleh nisbah e, d, b dan a. Tabel tersebut menunjukkan dalam nisbah a yaitu nisbah modal kerja bersih terhadap aktiva total untuk kelompok yang tergolong ke dalam kesulitan keuangan rata-rata telah mencapai angka negatif. Hal ini menunjukkan bahwa utang lancar relatif lebih besar dari pada aktiva lancarnya. Dengan kata lain perusahaan-perusahaan tersebut telah mengalami kesulitan likuiditas.

Apabila dilihat dari besarnya skor Z, nampak bahwa rata-rata perusahaan dalam sampel tergolong dalam kondisi kesulitan keuangan dengan skor Z sebesar 1,790. Namun demikian terdapat perbedaan yang mencolok pada rata-rata besarnya skor Z antara perusahaan yang tergolong dalam kesulitan keuangan dengan yang tidak tergolong dalam kesulitan keuangan.

**b. Kesehatan perusahaan menurut sektor usaha dan status permodalan**

Distribusi perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan menurut sektor usaha pada awal masa krisis moneter tahun 1997 nampak bahwa sektor I lebih rendah yaitu sebesar 66,67% dibanding dua sektor lainnya. Sektor II perusahaan yang

mengalami kesulitan keuangan adalah 88,89%, sedangkan untuk sektor III sebesar 87,50%. Dari prosentase tersebut nampak bahwa sektor I yaitu sektor yang terdiri dari industri pertanian dan industri barang-barang kebutuhan sehari-hari lebih bertahan dibanding dua sektor lainnya (lihat tabel 5.1.b.)

**Tabel 5.1.b Distribusi Perusahaan yang Mengalami Kesulitan Keuangan menurut Sektor Usaha dan Status Permodalan**

Variabel	% Sehat	% Tidak Sehat	% Total
a. Sektor Usaha			
I	33,33	66,67	39,82
II	11,11	88,89	31,86
III	12,20	87,50	28,32
b. Status Permodalan			
PMDN	17,78	82,22	79,65
PMA	30,43	69,57	20,35
<b>Total Perusahaan</b>	<b>20,35</b>	<b>79,65</b>	<b>100,00</b>

Sumber : data sekunder yang diolah

Dari tabel tersebut di atas juga diketahui bahwa perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan pada masa krisis moneter 1997 menurut status permodalannya adalah bahwa perusahaan dengan status permodalan Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN) ada sebesar 82,22%. Sedangkan perusahaan dengan status permodalan Penanaman Modal Asing (PMA) hanya sebesar 67,57%. Meskipun dilihat dari status permodalannya kedua jenis perusahaan tersebut menunjukkan prosentase terbesar mengalami kesulitan keuangan, namun demikian perusahaan PMDN prosentasenya lebih tinggi dibanding dengan perusahaan PMA.

c. Kesehatan perusahaan menurut perubahan likuiditas dan solvabilitas

Perubahan kinerja keuangan yang diukur dari likuiditas dan solvabilitas perusahaan menunjukkan bahwa prosentase perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan akan lebih besar, apabila dua indikator kinerja keuangan tersebut mengalami penurunan, seperti yang ditunjukkan dalam tabel 5.1.c.

**Tabel 5.1.c Distribusi Perusahaan yang Mengalami Kesulitan Keuangan menurut Perubahan Likuiditas dan Solvabilitas**

Variabel	% Sehat	% Tidak Sehat	% Total
a. Likuiditas			
Nisbah 1			
- Naik	25,00	75,00	60,18
- Turun	13,33	86,67	39,82
b. Solvabilitas			
Nisbah 2			
- Naik	33,33	66,67	45,13
- Turun	9,68	90,32	54,87
Nisbah 3			
- Naik	22,00	78,00	44,25
- Turun	19,05	80,95	55,75
Total Perusahaan	20,35	79,65	100,00

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Bila dilihat dari prosentase totalnya, nampak bahwa bagian terbesar (60,18%) perusahaan mengalami kenaikan likuiditas, namun sebaliknya dilihat dari solvabilitasnya terdapat 55% lebih perusahaan mengalami penurunan. Tabel tersebut juga menunjukkan bahwa perusahaan yang likuiditasnya turun, yang diukur dari nisbah aktiva cepat terhadap kewajiban lancar (*quick assets ratio*), jauh lebih banyak (86,67%) tergolong mengalami kesulitan keuangan dibanding dengan perusahaan yang likuiditasnya naik. Demikian pula perusahaan yang solvabilitasnya turun seperti

yang terlihat dalam nisbah 2, yaitu nisbah aktiva lancar terhadap kewajiban total jauh lebih banyak (90,32%) yang tergolong dalam kondisi kesulitan keuangan.

d. Kesehatan perusahaan menurut perubahan profitabilitasnya

Profitabilitas perusahaan yang diukur dengan lima jenis nisbah keuangan seperti yang ditunjukkan dalam tabel 5.1.d, menunjukkan bahwa perusahaan yang profitabilitasnya turun ada sekitar 53% sampai dengan 57%. Dalam tabel tersebut juga ditunjukkan perusahaan yang profitabilitasnya turun, jauh lebih banyak yang tergolong mengalami kesulitan keuangan dibanding perusahaan yang profitabilitasnya naik.

**Tabel 5.1.d Distribusi Perusahaan yang Mengalami Kesulitan Keuangan menurut Perubahan Profitabilitas**

Variabel	% Sehat	% Tidak Sehat	% Total
<b>Profitabilitas</b>			
<b>Nisbah 4</b>			
- Naik	21,15	78,85	46,02
- Turun	19,67	80,33	53,98
<b>Nisbah 5</b>			
- Naik	27,08	72,92	42,48
- Turun	15,38	84,62	57,52
<b>Nisbah 6</b>			
- Naik	30,61	69,39	43,36
- Turun	12,50	87,50	56,64
<b>Nisbah 7</b>			
- Naik	24,49	75,51	43,36
- Turun	17,19	82,81	56,64
<b>Nisbah 8</b>			
- Naik	25,00	75,00	46,02
- Turun	16,39	83,61	53,98
<b>Total Perusahaan</b>	<b>20,35</b>	<b>79,65</b>	<b>100,00</b>

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Nisbah 6 merupakan nisbah pendapatan kotor terhadap penjualan, terdapat 56,64% dari seluruh sampel yang mengalami penurunan. Sementara itu dalam nisbah tersebut terlihat bahwa perusahaan yang mengalami penurunan dan tergolong dalam kondisi kesulitan keuangan ada 87,50%. Angka ini lebih tinggi dibanding dengan perusahaan yang nisbahnya naik dan tergolong dalam kesulitan keuangan (69,39%).

e. Kesehatan perusahaan menurut perubahan produktivitas dan intensitas Investasi

Dilihat dari produktivitas/ efisiensi perusahaan yang diukur dengan tiga angka nisbah keuangan, maka sebelum terjadinya krisis moneter prosentase terbesar perusahaan menunjukkan penurunan kecuali pada nisbah 11. Nisbah 11 merupakan nisbah pendapatan bersih terhadap aktiva tetap. Pada nisbah 9 dan 10 yang menunjukkan kenaikan, maka prosentase perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan lebih tinggi dari pada perusahaan yang menunjukkan penurunan dalam nisbah tersebut. Hal ini dapat dilihat dalam tabel 5.1.e.

**Tabel 5.1.e Distribusi Perusahaan yang Mengalami Kesulitan Keuangan menurut Perubahan Produktivitas/ Efisiensi dan Intensitas Investasi**

Variabel	% Sehat	% Tidak Sehat	% Total
<b>a. Produktivitas/Efisiensi</b>			
Nisbah 9			
- Naik	17,78	82,22	39,82
- Turun	22,06	77,94	60,18
Nisbah 10			
- Naik	19,15	80,85	41,59
- Turun	21,21	78,79	58,41
Nisbah 11			
- Naik	26,53	73,47	43,36
- Turun	15,63	84,38	56,64
<b>b. Intensitas Investasi</b>			
Nisbah 12			
- Naik	18,03	81,97	53,98
- Turun	23,08	76,92	46,02
Nisbah 13			
- Naik	27,54	72,46	61,06
- Turun	9,09	90,91	38,94
<b>Total Perusahaan</b>	<b>20,35</b>	<b>79,65</b>	<b>100,00</b>

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Sebaliknya, untuk nisbah intensitas investasi yang diukur oleh dua angka nisbah, prosentase terbesar perusahaan mengalami peningkatan. Nisbah 12 yaitu nisbah aktiva lancar terhadap penjualan yang mengalami kenaikan menunjukkan perusahaan lebih banyak yang mengalami kesulitan keuangan dari pada perusahaan yang mengalami penurunan dalam nisbah tersebut. Sementara itu nisbah 13 yaitu nisbah aktiva cepat terhadap aktiva total yang mengalami penurunan menunjukkan perusahaan lebih banyak yang mengalami kesulitan keuangan dari pada perusahaan yang mengalami kenaikan dalam nisbah tersebut.

f. Kesehatan perusahaan menurut perubahan *indebtness/ equity*

*Indebtness/ equity* menunjukkan besarnya aktiva perusahaan yang dibiayai oleh utang. Indikator keuangan ini diukur dalam lima angka nisbah, yaitu nisbah 14 sampai dengan nisbah 18. Dari tabel 5.1.f pada kolom prosentase total terlihat antara perusahaan yang mengalami kenaikan dan penurunan dalam nisbah-nisbah tersebut menunjukkan prosentase yang hampir sama.

**Tabel 5.1.f Distribusi Perusahaan yang Mengalami Kesulitan Keuangan menurut Perubahan *indebtness/Equity***

Variabel	% Sehat	% Tidak Sehat	% Total
<b>Indebtness/Equity</b>			
Nisbah 14			
- Naik	9,52	90,48	55,75
- Turun	34,00	66,00	44,25
Nisbah 15			
- Naik	27,66	72,34	41,59
- Turun	15,15	84,85	58,41
Nisbah 16			
- Naik	26,42	73,58	46,90
- Turun	15,00	85,00	53,10
Nisbah 17			
- Naik	25,45	74,55	48,67
- Turun	15,52	84,48	51,33
Nisbah 18			
- Naik	15,25	84,48	51,33
- Turun	25,35	74,55	48,67
<b>Total Perusahaan</b>	<b>20,35</b>	<b>79,65</b>	<b>100,00</b>

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Pada nisbah 14, yaitu nisbah kewajiban total terhadap aktiva lancar yang mengalami kenaikan menunjukkan perusahaan lebih banyak tergolong ke dalam kesulitan keuangan (90,48%) dari pada perusahaan yang mengalami penurunan dalam nisbah tersebut (66 %). Sementara itu dalam nisbah 17, yaitu nisbah kekayaan bersih

terhadap kewajiban total yang mengalami penurunan menunjukkan perusahaan lebih banyak tergolong ke dalam kondisi kesulitan keuangan (84,48%) dari pada perusahaan yang mengalami kenaikan dalam nisbah tersebut (74,55%).

## 5.2 Hasil Analisis Faktor

Secara sederhana dapat dinyatakan bahwa tujuan analisis faktor adalah untuk menentukan beberapa buah faktor sedemikian rupa sehingga data multivariat dengan komponen yang cukup banyak dapat dijelaskan atau dipelajari dengan memakai data berdasarkan beberapa faktor terpilih. Berkaitan dengan analisis faktor, semua variabel yang diperhatikan dinyatakan sebagai variabel atau faktor terukur, dan faktor-faktor yang diperoleh berdasarkan analisis faktor dinyatakan sebagai variabel/ faktor tak terukur atau tak terobservasi. Menurut Agung (1993) istilah faktor tak terukur ini dipakai karena nilai/ ukuran dari faktor ini tidak dapat diperoleh dengan melakukan pengukuran secara langsung, tetapi dihitung berdasarkan data yang telah tersedia.

Data multivariat yang akan dianalisis faktor dalam penelitian ini berupa 18 perubahan nisbah keuangan. Selanjutnya, faktor tak terukur hasil analisis faktor akan diperlakukan sebagai variabel bebas dalam analisis selanjutnya, yaitu analisis regresi logistik (logit) dan regresi linier berganda.

Dalam penelitian ini analisis faktor dilakukan secara langsung berdasarkan seluruh variabel atau indikator yang dipakai untuk mengukur sebuah konsep tertentu. Metode yang digunakan untuk melakukan analisis faktor adalah metode komponen utama. Tujuan pemakaian metode ini adalah agar faktor-faktor tak terukur yang

diperoleh merupakan faktor-faktor yang independen, sehingga dalam analisis regresi selanjutnya dapat terhindar dari gejala multikolinieritas.

a. Penentuan jumlah faktor

Pada umumnya, banyaknya faktor yang akan digunakan dikaitkan dengan nilai eigen (*eigenvalue*) yang lebih besar atau sama dengan satu. Nilai eigen merupakan dasar untuk menghitung prosentase besarnya sebuah faktor tak terukur tertentu dapat menjelaskan variasi dari data multivariat yang dianalisis. Hasil perhitungan nilai eigen dan prosentase variasi disajikan pada tabel 5.2.a.

Tabel 5.2.a Nilai Eigen Hasil Analisis Faktor 18 Perubahan Nisbah Keuangan

Variabel	Communality	Faktor	Eigenvalue	% of Var	Cum %
PN1	0,68335	1	4,32321	24,0	24,0
PN2	0,80768	2	3,11305	17,3	41,3
PN3	0,69104	3	2,63584	14,6	55,9
PN4	0,93441	4	2,22519	12,4	68,3
PN5	0,83642	5	1,48544	8,3	76,6
PN6	0,47480	6	0,94155	5,2	81,8
PN7	0,96030	7	0,80503	4,5	86,3
PN8	0,96231	8	0,68964	3,8	90,1
PN9	0,73976	9	0,56196	3,1	93,2
PN10	0,41279	10	0,40232	2,2	95,4
PN11	0,94764	11	0,25958	1,4	96,9
PN12	0,45879	12	0,23427	1,3	98,2
PN13	0,71151	13	0,11889	0,7	98,8
PN14	0,76913	14	0,10496	0,6	99,4
PN15	0,92639	15	0,05454	0,3	99,7
PN16	0,91762	16	0,03033	0,2	99,9
PN17	0,75819	17	0,00959	0,1	100,0
PN18	0,79062	18	0,00501	0,0	100,0

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Berdasarkan pembatasan pada nilai eigen lebih besar atau sama dengan satu, maka seperti terlihat dalam tabel tersebut dapat ditentukan banyaknya faktor tak

terukur yaitu sebanyak lima faktor. Nilai eigen dalam analisis faktor selalu diurutkan menurut urutan mengecil, nilai eigen yang terbesar dan positif berkaitan dengan faktor pertama. Selanjutnya data berdasarkan hasil analisis faktor yaitu data dalam ruang berdimensi 18 sesuai dengan data multivariat (PN1, ..., PN18) akan disajikan sebagai data berdimensi lima (F1, F2, F3, F4, dan F5).

Angka-angka di dalam kolom prosentase variasi (% of var.) menunjukkan prosentase besarnya faktor tertentu dapat menjelaskan variasi data multivariat. Faktor satu (F1) dapat menjelaskan 24% variasi data multivariat (PN1, ..., PN18). Faktor dua (F2) dapat menjelaskan 17,3% variasi data multivariat (PN1, ..., PN18). Sedangkan kelima faktor F1, F2, F3, F4, dan F5 secara bersama-sama dapat menjelaskan variasi data multivariat tersebut sebesar 76,6%.

Kolom *Communality* menunjukkan besarnya variasi suatu variabel tertentu yang diterangkan oleh lima faktor tak terukur hasil analisis faktor. Variasi variabel PN1 diterangkan oleh lima faktor tak terukur sebesar 0,683. Demikian juga besarnya variasi PN2 diterangkan oleh lima faktor tak terukur sebesar 0,808.

#### b. Matrik faktor

Terdapat lima buah faktor tak terukur yang dihasilkan oleh analisis faktor dengan memakai pembatas nilai eigen minimal sama dengan satu. Analisis yang dilakukan memakai metode komponen utama (*principal component analysis*) yang ditunjukkan oleh faktor F1, F2, F3, F4, dan F5 yang independen atau mempunyai koefisien korelasi bivariat  $r(F_i, F_j) = 0$ . Selanjutnya dalam analisis faktor ini juga

dilakukan rotasi dengan menggunakan metode *varimax*, hasil rotasi tersebut disajikan dalam tabel 5.2.b.

Tabel 5.2.b Matrik Faktor Rotasi Hasil Analisis Faktor 18 Perubahan Nisbah Keuangan

Variabel	Faktor 1	Faktor 2	Faktor 3	Faktor 4	Faktor 5
PN1	0,06658	0,41577	-0,10040	0,34973	0,61938
PN2	0,04450	0,58626	0,04273	0,01637	0,67817
PN3	0,00288	-0,13993	0,10673	0,07962	0,80853
PN4	-0,13870	-0,04642	0,94834	0,07070	0,09311
PN5	0,90159	0,02002	0,04610	-0,00205	-0,14501
PN6	0,26753	-0,01680	0,26788	0,21732	-0,53297
PN7	0,12977	0,02432	0,96458	0,08345	-0,07411
PN8	0,97975	-0,00930	0,01459	0,01776	-0,04229
PN9	0,05831	0,02100	0,05675	-0,85379	-0,06117
PN10	-0,02201	0,47009	0,01698	-0,36824	0,23559
PN11	0,97218	0,01144	0,03662	0,00587	0,03167
PN12	-0,09443	-0,02158	0,12064	0,65744	0,05119
PN13	0,10284	0,12918	0,00166	0,82719	0,00211
PN14	-0,13117	-0,80484	-0,08297	-0,31019	0,03240
PN15	0,15438	0,25503	0,91087	-0,08496	-0,02492
PN16	0,88380	0,34133	0,06071	-0,10732	0,06926
PN17	0,03973	0,85196	0,03434	-0,12378	0,11962
PN18	-0,09239	-0,87578	-0,07590	-0,05500	0,07937

Sumber : Data sekunder yang diolah.

Angka-angka di dalam setiap kolom faktor (F1,..., F5) menunjukkan koefisien korelasi bivariat antara variabel tertentu dengan tiap faktor yang bersangkutan. Angka-angka tersebut lazim disebut sebagai *factor loading*. Variabel PN5 berkorelasi dengan F1 sebesar 0,90; berkorelasi dengan F2 sebesar 0,02; berkorelasi dengan F3 sebesar 0,05 dan seterusnya sampai berkorelasi dengan F5 sebesar -0,15. Oleh karena koefisien korelasi absolut terbesar adalah korelasi antara PN5 dengan F1, maka PN5 merupakan bagian dari kelompok F1.

Data tabel tersebut selanjutnya dapat dilakukan pengelompokan variabel dasar sebagai berikut:

Faktor 1, terdiri dari empat variabel sebagai berikut:

- PN5, yaitu perubahan nisbah pendapatan bersih sebelum pajak terhadap penjualan. Koefisien korelasi antara PN5 dengan F1/  $r(\text{PN5}, \text{F1}) = 0,902$ .
- PN8, yaitu perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap penjualan,  $r(\text{PN8}, \text{F1}) = 0,980$ .
- PN11, yaitu perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap aktiva tetap,  $r(\text{PN11}, \text{F1}) = 0,972$ .
- PN16, yaitu perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap kewajiban total,  $r(\text{PN16}, \text{F1}) = 0,884$ .

Faktor 1 yang terdiri dari empat variabel ini dapat menjelaskan 24% variasi data multivariat. Apabila dilihat variabel-variabel yang tergabung dalam faktor ini, maka F1 menunjukkan perubahan tingkat profitabilitas perusahaan dilihat dari besarnya keuntungan bersih yang diperoleh dari penjualan, kemampuan dana yang tertanam dalam aktiva tetap untuk menghasilkan keuntungan bersih dan kemampuan utang total untuk menghasilkan keuntungan bersih.

Faktor2, terdiri dari empat variabel sebagai berikut:

- PN10, yaitu perubahan nisbah penjualan terhadap piutang,  $r(\text{PN10}, \text{F2}) = 0,470$

- PN14, yaitu perubahan nisbah kewajiban total terhadap aktiva lancar,  $r(\text{PN14}, \text{F2}) = -0,805$ .
- PN17, yaitu perubahan nisbah kekayaan bersih terhadap kewajiban total,  $r(\text{PN17}, \text{F2}) = 0,852$ .
- PN18, yaitu perubahan nisbah kewajiban total terhadap aktiva total,  $r(\text{PN18}, \text{F2}) = -0,876$ .

F2 menunjukkan perubahan tingkat leverage. Nisbah leverage merupakan ukuran dalam prosentase dana total yang diperoleh dari pinjaman.

Faktor 3, terdiri dari tiga variabel sebagai berikut:

- PN4, yaitu perubahan nisbah pendapatan operasi terhadap pendapatan bersih sebelum pajak,  $r(\text{PN4}, \text{F3}) = 0,948$ .
- PN7, yaitu perubahan nisbah pendapatan operasi terhadap penjualan,  $r(\text{PN7}, \text{F3}) = 0,965$ .
- PN15, yaitu perubahan nisbah pendapatan operasi terhadap kewajiban total,  $r(\text{PN15}, \text{F3}) = 0,911$ .

F3 menunjukkan perubahan profitabilitas perusahaan yang diukur dari kemampuan perusahaan memperoleh pendapatan operasi.

Faktor 4, terdiri dari tiga variabel sebagai berikut:

- PN9, yaitu perubahan nisbah penjualan terhadap aktiva cepat,  $r(\text{PN9}, \text{F4}) = -0,854$ .
- PN12, yaitu perubahan nisbah aktiva lancar terhadap penjualan,  $r(\text{PN12}, \text{F4}) = 0,657$ .

- PN13, yaitu perubahan nisbah aktiva cepat terhadap aktiva total,  $r(\text{PN13}, \text{F4}) = 0,827$ .

F4 menunjukkan perubahan nisbah aktivitas perusahaan dalam menjalankan operasinya melalui intensitas penggunaan investasi perusahaan, terutama investasi jangka pendek yang menyangkut penggunaan modal kerja perusahaan.

Faktor 5, terdiri dari empat variabel sebagai berikut:

- PN1, yaitu perubahan nisbah aktiva cepat terhadap kewajiban lancar,  $r(\text{PN1}, \text{F5}) = 0,619$ .
- PN2, yaitu perubahan nisbah lancar terhadap kewajiban total,  $r(\text{PN2}, \text{F5}) = 0,678$ .
- PN3, yaitu perubahan nisbah kekayaan bersih dan kewajiban total terhadap aktiva tetap,  $r(\text{PN3}, \text{F5}) = 0,809$
- PN6, yaitu perubahan nisbah pendapatan kotor terhadap penjualan  $r(\text{PN6}, \text{F5}) = -0,533$ .

F5 menunjukkan tingkat likuiditas perusahaan.

### 5.3 Determinan Kesulitan Keuangan Perusahaan

Pembahasan tentang determinan kesulitan keuangan perusahaan dalam penelitian ini melalui pemanfaatan analisis regresi logistik (logit). Variabel dependen diukur dari besarnya skor Z. Berdasarkan nilai skor Z, selanjutnya dibentuk dua kategori yaitu perusahaan tergolong dalam kondisi kesulitan keuangan dan perusahaan yang tidak tergolong dalam kondisi kesulitan keuangan. Variabel ini

dijadikan variabel *dummy*, kategori perusahaan yang tidak tergolong dalam kesulitan keuangan dijadikan referensi (=0). Variabel independennya berupa faktor tak terukur dari hasil analisis faktor 18 perubahan nisbah keuangan, dan sektor perusahaan sebagai variabel *dummy*. Sektor III dijadikan sebagai kategori referensi (=0), sektor I sebagai variabel *dummy 1*, dan sektor II sebagai variabel *dummy 2*.

Hasil penerapan teknik regresi logistik cukup meyakinkan, yaitu bahwa kondisi kesulitan keuangan perusahaan dipengaruhi oleh perbedaan sektor usaha, faktor tak terukur satu (F1) dan faktor tak terukur dua (F2). Hasil lengkap analisis ini disajikan dalam tabel 5.3.

Tabel 5.3 Hasil Analisis Model Logit untuk Kesulitan Keuangan dengan variabel Dependen *Dummy*

Mdel Chi-Square : 18.862				
Signicance : 0.0086				
Variabel	Parameter Estimate	Standard Error	Wald	Signicance
Contant	2.523	0.678	13.855	0.000
Dummy 1	-1.881	0.779	5.830	0.016
Dummy 2	-0.559	0.883	0.402	0.526
Faktor 1	-0.893	0.406	4.827	0.028
Faktor 2	-0.464	0.261	3.167	0.075
Faktor 3	0.127	0.498	0.065	0.799
Faktor 4	-0.096	0.240	0.161	0.688
Faktor 5	-0.008	0.315	0.001	0.980

Sumber: Data sekunder yang diolah

Tabel di atas menunjukkan, setelah dikontrol, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kondisi kesulitan keuangan dengan  $\alpha = 5\%$  lebih rendah pada perusahaan sektor I. Probabilitas perusahaan tergolong dalam kesulitan keuangan untuk sektor II dan sektor III dengan  $\alpha = 5\%$  nampak tidak berbeda. Namun bila

dibandingkan dengan sektor I, maka perusahaan yang termasuk dalam sektor II dan sektor III memiliki probabilitas lebih tinggi tergolong ke dalam kesulitan keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa sektor usaha perusahaan mempengaruhi probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan tidak dapat ditolak..

Tabel tersebut juga menunjukkan dengan  $\alpha = 5\%$  terdapat hubungan negatif antara F1 dengan probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan. Apabila dihubungkan dengan variabel-variabel yang tergabung dalam F1, maka menunjukkan hubungan sebagai berikut:

- Variabel PN5, Koefisien korelasi antara PN5 dengan F1/  $r(\text{PN5}, \text{F1}) = 0,902$ . Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah pendapatan bersih sebelum pajak terhadap penjualan, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin kecil.
- Variabel PN8,  $r(\text{PN8}, \text{F1}) = 0,980$ . Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap penjualan, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin kecil.
- Variabel PN11,  $r(\text{PN11}, \text{F1}) = 0,972$ . Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap aktiva tetap, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin kecil.
- Variabel PN16,  $r(\text{PN16}, \text{F1}) = 0,884$ . Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah pendapatan bersih terhadap kewajiban total,

probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan juga semakin kecil.

Hasil analisis ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan terhadap hubungan negatif antara perubahan nisbah profitabilitas dengan probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan tidak dapat ditolak.

Selain itu, model regresi logit tersebut juga menunjukkan dengan  $\alpha = 10\%$  terdapat hubungan negatif antara F2 dengan probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan. Apabila dihubungkan dengan variabel-variabel yang tergabung dalam F2, maka menunjukkan hubungan sebagai berikut:

- Variabel PN10,  $r(\text{PN10}, \text{F2}) = 0,470$ . Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah penjualan terhadap piutang dagang, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin kecil.
- Variabel PN14,  $r(\text{PN14}, \text{F2}) = -0,805$ . Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah kewajiban total terhadap aktiva lancar, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin besar.
- Variabel PN17,  $r(\text{PN17}, \text{F2}) = 0,805$ . Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah kekayaan bersih terhadap kewajiban total, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin kecil.
- Variabel PN18,  $r(\text{PN18}, \text{F2}) = -0,876$ . Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat perubahan nisbah kewajiban total terhadap aktiva total, probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan semakin besar.

Hasil analisis ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan terdapat hubungan positif antara tingkat leverage perusahaan dengan probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan tidak dapat ditolak.

Sedangkan ketiga faktor lainnya yaitu F3, F4 dan F5 tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan. F3 menunjukkan perubahan nisbah-nisbah yang berhubungan dengan perubahan profitabilitas yang diukur dengan pendapatan operasi. F4 menunjukkan perubahan nisbah operasi perusahaan dalam intensitas penggunaan investasi jangka pendek, terutama yang berhubungan dengan aktivitas modal kerja. Sedangkan F5 merupakan nisbah-nisbah yang menunjukkan likuiditas perusahaan.

Nilai model *Chi-Square (MCS)* sebesar 18,862 dengan tingkat signifikansi 0,0086 menunjukkan, bahwa dengan  $\alpha = 5\%$  variabel independen secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang berarti terhadap kesulitan keuangan perusahaan.

#### **5.4 Evaluasi Posisi Keuangan Perusahaan**

Evaluasi strategi merupakan pemantauan implementasi strategi tercapainya sasaran perusahaan. Ujian penting suatu strategi menurut Pearce (1997) hanya dapat dilakukan setelah implementasi strategi. Dilihat dari tingkatan manajemen strategik, aspek keuangan perusahaan merupakan bagian dari strategi fungsional. Meskipun kebanyakan strategi fungsional memberikan pedoman implementasi dalam waktu jangka pendek, cakupan waktu untuk strategi fungsional di bidang keuangan sangatlah berbeda, karena strategi ini mengarahkan pemanfaatan sumber daya

keuangan untuk mendukung strategi bisnis tujuan jangka panjang dan sasaran tahunan. Strategi fungsional keuangan yang cakupan waktunya lebih pendek dirancang untuk mengelola modal kerja dan aset jangka pendek. Sedangkan strategi fungsional keuangan yang cakupan waktunya lebih panjang berhubungan dengan investasi modal jangka panjang, pembiayaan utang dan leveraging.

Melalui model analisis dalam penelitian ini, selanjutnya dapat diketahui posisi keuangan perusahaan sebelum masa krisis moneter terjadi yang merupakan determinan kesulitan keuangan perusahaan pada masa krisis moneter. Tabel 5.4 memperlihatkan rata-rata perubahan nisbah determinan kesulitan keuangan dari hasil analisis regresi logit.

**Tabel 5.4 Rata-rata Perubahan Nisbah Determinan Kesulitan Keuangan Perusahaan**

Nisbah	Sehat		Tidak Sehat		Total	
	Mean (%)	SD (%)	Mean (%)	SD (%)	Mean (%)	SD (%)
<b>Faktor 1</b>						
a. Pendapatan bersih sebelum pajak/ penjualan (PN5)	47.1	126.7	5.1	61.2	13.7	80.8
b. Pendapatan bersih / Penjualan (PN8)	88	284.9	3	69	20.3	146.5
c. Pendapatan bersih / Aktiva tetap (PN 11)	154.4	490.4	-2.06	75.2	29.3	239.7
d. Pendapatan bersih / Kewajiban total (PN16)	195.6	498.8	3.9	103.1	43	255.1
<b>Faktor 2</b>						
a. Penjualan / piutang dagang (PN 10)	10.1	54	0.5	28.4	2.4	39.4
b. Kewajiban total / Aktiva lancar (PN 14)	0.4	51.7	11.1	40.4	8.9	43.2
c. Kekayaan bersih / Kewajiban total (PN 17)	62.2	188.9	8.6	108.1	19.5	130.5
d. Kewajiban total / Aktiva total (PN 18)	3.4	54.2	8.4	28.1	7.4	35.1

Sumber : Data sekunder yang diolah

Nisbah pertumbuhan profitabilitas (PN5 dan PN8), untuk perusahaan yang tergolong ke dalam kesulitan keuangan jauh berada dibawah (5,19%) dibanding dengan perusahaan yang tergolong tidak mengalami kesulitan keuangan (47,10%). Sementara itu hasil pengembalian bersih atas aktiva tetap (PN11) untuk perusahaan yang tergolong ke dalam kesulitan keuangan menunjukkan penurunan rata-rata

sebesar -2,06%. Sedangkan untuk perusahaan yang tidak tergolong dalam kesulitan keuangan menunjukkan kenaikan rata-rata sebesar 154,40%.

Nisbah-nisbah yang termasuk ke dalam *indebtness/ equity*, yang merupakan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan modal dari dalam dan dari luar perusahaan (PN14, PN16, PN17, dan PN18), menunjukkan juga tingkat leverage perusahaan, yaitu mengukur besarnya aktiva perusahaan yang dibiayai dengan utang. Nisbah kekayaan bersih terhadap kewajiban total (PN17) untuk perusahaan yang tergolong dalam kesulitan keuangan, menunjukkan pertumbuhan rata-rata jauh di bawah (8,60%) dibanding dengan perusahaan yang tergolong tidak mengalami kesulitan keuangan (62,20%). Nisbah kewajiban total terhadap aktiva lancar (PN14) untuk perusahaan yang tergolong ke dalam kesulitan keuangan mengalami peningkatan yang jauh lebih tinggi yaitu rata-rata 11,10% dibanding dengan perusahaan yang tergolong tidak dalam kesulitan keuangan, yaitu meningkat rata-rata sebesar 0,40%.

Penjelasan yang bisa dikemukakan, dengan melihat profitabilitas perusahaan yang diukur melalui pendapatan bersih sebelum pajak dan pendapatan bersih setelah beban pajak adalah, bahwa peningkatan pendapatan bersih ini hanya mampu dicapai oleh perusahaan dengan efisiensi tinggi serta beban bunga tetap investasi yang rendah. Penjelasan lain yang bisa dikemukakan adalah bahwa perusahaan terlalu ambisius melakukan ekspansi (lihat PN11, PN14, dan PN17) yang dibiayai dengan utang. Sebagai akibatnya tingkat pertumbuhan profitabilitasnya rendah. Sehingga pada saat terjadinya krisis moneter semakin memperberat beban perusahaan yang

ditunjukkan parahnya tingkat likuiditas perusahaan tersebut. Faktor inilah sebagai penyebab utama perusahaan jatuh dalam kondisi kesulitan keuangan.

Model regresi logit tersebut juga menunjukkan, bahwa tingkat perubahan profitabilitas yang diukur dari pendapatan operasi ternyata tidak mempunyai pengaruh terhadap probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan. Hal ini semakin menunjukkan, bahwa pertumbuhan profitabilitas yang diukur dari pendapatan operasi sebelum terjadinya krisis tidak menjamin suatu perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan. Seperti diketahui, bahwa laba operasi yang diperoleh perusahaan belum memperhitungkan beban (pendapatan) bunga yang ditanggung (diperoleh) perusahaan. Oleh karena itu beban (pendapatan) bunga sangat berpengaruh terhadap kondisi kesulitan keuangan perusahaan.

Demikian pula perubahan nisbah-nisbah aktivitas modal kerja perusahaan yang, dan perubahan nisbah-nisbah likuiditas tidak menunjukkan pengaruh terhadap probabilitas perusahaan tergolong ke dalam kesulitan keuangan. Hal ini berarti bahwa posisi strategi yang memfokuskan pada pertumbuhan likuiditas dan perputaran modal kerja saja tidak menjamin perusahaan terbebas dari kesulitan keuangan pada masa krisis moneter.

Indikator ekonomi makro, yang biasa dijadikan sebagai asumsi dasar dalam setiap perencanaan strategi telah menunjukkan perubahan sangat drastis. Kepercayaan unit-unit ekonomi terhadap sasaran nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat yang ditargetkan oleh pemerintah selalu mendekati kenyataan, telah mendorong dunia usaha untuk meminjam dana dari luar negeri. Namun depresiasi rupiah yang terjadi

semenjak bulan Juli 1997 sebesar 80% dan melambungkan tingkat suku bunga menjadi di atas 60% per tahun serta laju inflasi meningkat sekitar 70% telah berdampak langsung pada struktur biaya produksi yang meningkat tajam, terutama untuk industri-industri yang menggunakan bahan baku impor.

Nampak jelas, bahwa posisi strategi perusahaan dengan memfokuskan pada ekspansi usaha yang didukung oleh investasi yang berasal dari utang (utang luar negeri), telah membawa perusahaan tersebut jatuh ke dalam kondisi kesulitan keuangan di masa krisis moneter. Sebaliknya perusahaan yang lebih menekankan efisiensi untuk mencapai tingkat pertumbuhan profitabilitas jangka pendek yang didukung oleh modal sendiri (lihat PNI7) akan lebih mampu bertahan terhadap guncangan krisis moneter, sehingga perusahaan-perusahaan tersebut tidak jatuh ke dalam kondisi kesulitan keuangan.

Evaluasi strategi sebagai dasar pengendalian strategi yang dapat dikemukakan adalah, bahwa (1) perusahaan perlu mengkaji ulang asumsi-asumsi yang mendasari penyusunan strategi akibat perubahan-perubahan dalam lingkungan makro, selanjutnya menyusun perubahan-perubahan strategi-strategi baru. Asumsi-asumsi yang dikaji ulang meliputi informasi tentang inflasi, suku bunga, kurs, regulasi dan perubahan-perubahan demografi/ sosial; (2) Perusahaan perlu melakukan pengendalian implementasi (*implementation control*). Pengendalian ini dirancang untuk menilai apakah strategi keseluruhan perlu diubah dengan melihat hasil-hasil dari berbagai tindakan dalam pengimplementasian strategi total.

Studi kesulitan keuangan (*financial distress*) yang dilakukan oleh Altman (1968), memberikan suatu indikasi, bahwa kontributor terbesar terhadap pemisahan kelompok perusahaan yang tergolong dalam kesulitan keuangan dengan yang tidak adalah, nisbah profitabilitas yang diukur dari pendapatan operasi (EBIT) terhadap aktiva total, yang kemudian secara berturut-turut diikuti oleh empat nisbah lainnya. Keempat nisbah itu adalah nisbah penjualan terhadap aktiva total, nisbah nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku utang total, nisbah laba ditahan terhadap aset total dan nisbah modal kerja bersih terhadap aset total.

Melalui informasi dari laporan keuangan, model Altman ditujukan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan. Perusahaan yang diprediksikan akan mengalami kebangkrutan tidak sendirinya langsung dalam kondisi bangkrut, tetapi lebih dulu diawali dalam kondisi kesulitan keuangan. Dengan demikian dalam implikasi strategi keuangan perusahaan, model Altman memberikan peringatan secara dini kondisi kesehatan keuangan perusahaan. Dari model tersebut diberikan indikator-indikator yang berupa nisbah keuangan untuk perbaikan-perbaikan kinerja keuangan agar perusahaan tidak sampai jatuh ke dalam kebangkrutan.

Model dalam penelitian ini memberikan gambaran posisi strategi keuangan perusahaan sebelum terjadinya krisis moneter yang mampu bertahan terhadap guncangan krisis moneter. Dalam arti bahwa perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan yang diprediksi menurut model Altman pada saat krisis moneter terjadi. Baik model Altman maupun model dalam penelitian ini sama-sama memberikan indikasi pentingnya tingkat profitabilitas dan leverage untuk menjaga perusahaan

tidak berada dalam kesulitan keuangan. Namun demikian ada perbedaan yang cukup prinsipil dalam hal tingkat profitabilitas perusahaan, yaitu bahwa model Altman profitabilitas diukur dengan pendapatan operasi (EBIT). Sedangkan model dalam penelitian ini lebih menekankan pada pertumbuhan profitabilitas yang diukur dengan pendapatan bersih setelah pajak (EAT).

Studi-studi terdahulu telah memberikan indikasi bahwa (Hitt, 1997) kebangkrutan dikaitkan dengan penggunaan leverage yang berlebihan, biaya untuk mendapatkan leverage dan fleksibilitas manajerial yang berkurang karena tingginya leverage. Penggunaan leverage yang berlebihan bisa berakibat pada penghapusan investasi yang diperlukan untuk mempertahankan daya saing strategis. Demikian pula menurut Ruky (1999) penyebab utama terpuruknya banyak perusahaan di Indonesia adalah *financial distress* yang disebabkan oleh beratnya beban utang (*heavy burden debt*).

Dalam hal peningkatan kinerja menurut Palepu (1996) titik awal analisis sistematis kinerja perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan adalah tingkat profitabilitas yang diukur dari nisbah laba bersih (*Net Income, NI*) dengan ekuitas. Sedangkan program restrukturisasi perusahaan dalam *distress enterprise* menurut Ruky (1999) dibagi dalam rentang waktu yaitu, jangka pendek melalui *sustain short term viability* berupa program pengurangan biaya dan penjualan aktiva non produktif. Dalam jangka panjang berupa *debt modification, debt conversion* dan *equity infusion/injection*.

## BAB VI

### PENUTUP

#### 6.1 Kesimpulan

Penelitian ini merupakan studi empiris yang bertujuan untuk mengetahui posisi strategis keuangan perusahaan yang mampu bertahan terhadap goncangan krisis moneter. Dari hasil pembahasan sebelumnya, selanjutnya dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut:

- a. Indikator ekonomi makro, yang biasa dijadikan sebagai asumsi dasar dalam setiap perencanaan strategi telah menunjukkan perubahan sangat drastis. Kepercayaan unit-unit ekonomi terhadap sasaran nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat yang ditargetkan oleh pemerintah selalu mendekati kenyataan, telah mendorong dunia usaha untuk meminjam dana dari luar negeri. Namun depresiasi rupiah yang terjadi semenjak bulan Juli 1997 dan melambungnya tingkat suku bunga serta tingginya laju inflasi telah berdampak langsung pada struktur biaya produksi yang meningkat tajam, terutama untuk industri-industri yang menggunakan bahan baku impor.
- b. Dari tiga sektor yang dijadikan sampel, terlihat bahwa sektor I yang terdiri dari industri agrikultur; kehutanan dan perikanan; pakan ternak dan pertanian; makanan dan minuman; rokok; farmasi; dan barang konsumsi mempunyai probabilitas paling rendah tergolong ke dalam kesulitan keuangan dibanding dua sektor lainnya. Sektor II yang meliputi industri tekstil; garmen; plastik dan kaca;

kimia; elektronika dan perlengkapan kantor; dan mesin serta sektor III yang meliputi industri konstruksi; kayu dan pengolahannya; perekat; semen; logam; kabel; dan keramik ternyata mempunyai probabilitas yang sama tergolong ke dalam kesulitan keuangan. Hal ini memperkuat validitas dari suatu generalisasi bahwa perusahaan yang rawan terhadap guncangan krisis moneter kebanyakan merupakan industri-industri yang menggunakan bahan baku impor dan industri *building construction, durable goods* dan *equipment* (lihat Machfoedz, 1999).

- c. Meskipun model penelitian ini telah memasukkan perubahan nisbah-nisbah keuangan yang bermanfaat untuk memprediksi kinerja keuangan perusahaan, namun demikian kesimpulan umum penelitian ini adalah bahwa kesulitan keuangan perusahaan sangat berkaitan dengan tingkat perubahan nisbah-nisbah profitabilitas yang diukur dari pendapatan bersih. Demikian pula kesulitan keuangan perusahaan sangat berkaitan dengan perubahan nisbah-nisbah keuangan yang menunjukkan tingkat leverage perusahaan. Dari hasil temuan ini juga memperkuat validitas dari suatu generalisasi bahawa kesulitan keuangan berhubungan erat dengan tingkat leverage perusahaan yang berlebihan. Studi-studi terdahulu telah memberikan indikasi bahwa (Hitt, 1997) penggunaan *leverage* yang berlebihan bisa berakibat pada penghapusan investasi yang diperlukan untuk mempertahankan daya saing strategis. Demikian pula menurut Ruky (1999) penyebab utama terpuruknya banyak perusahaan di Indonesia adalah *financial distress* yang disebabkan oleh beratnya beban utang (*heavy burden debt*). Menurut Palepu (1999) dalam hal peningkatan kinerja yang mengalami

kesulitan keuangan adalah tingkat profitabilitas yang diukur dari nisbah laba bersih (*Net Income, NI*) dengan ekuitas. Sedangkan program restrukturisasi perusahaan dalam *distress interprise* menurut Ruky (1999) dibagi dalam rentang waktu yaitu, jangka pendek melalui *sustain short term viability* berupa program pengurangan biaya dan penjualan aktiva non produktif. Dalam jangka panjang berupa *debt modification, debt conversion* dan *equity infusion/ injection*.

- d. Melalui informasi dari laporan keuangan, model Altman ditujukan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan. Perusahaan yang diprediksikan akan mengalami kebangkrutan tidak sendirinya langsung dalam kondisi bangkrut, tetapi lebih dulu diawali dalam kondisi kesulitan keuangan. Dengan demikian dalam implikasi strategi keuangan perusahaan, model Altman memberikan peringatan secara dini kondisi kesehatan keuangan perusahaan. Dari model tersebut diberikan indikator-indikator yang berupa nisbah keuangan untuk perbaikan-perbaikan kinerja keuangan agar perusahaan tidak sampai jatuh ke dalam kebangkrutan. Model dalam penelitian ini memberikan gambaran posisi strategi keuangan perusahaan sebelum terjadinya krisis moneter yang mampu bertahan terhadap guncangan krisis moneter. Dalam arti bahwa perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan yang diprediksi menurut model Altman pada saat krisis moneter terjadi. Baik model Altman maupun model dalam penelitian ini sama-sama memberikan indikasi pentingnya tingkat profitabilitas dan leverage untuk menjaga perusahaan tidak berada dalam kesulitan keuangan. Namun demikian ada perbedaan yang cukup prinsipil dalam hal tingkat profitabilitas

perusahaan, yaitu bahwa model Altman profitabilitas diukur dengan pendapatan operasi (EBIT). Sedangkan model dalam penelitian ini lebih menekankan pada pertumbuhan profitabilitas yang diukur dengan pendapatan bersih setelah pajak (EAT).

- e. Banyak keterbatasan dari penelitian ini yang dapat dikemukakan, mengingat penelitian ini menguji dampak ekonomi makro pada lingkungan mikro. Diantara keterbatasan tersebut adalah: (1) Penelitian ini tidak mampu menampilkan suatu model bagi setiap sektor yang dijadikan sampel dalam penelitian ini. Hal ini terjadi karena keterbatasan sampel dalam setiap sektor, yaitu hanya sampai pada batas minimal. Sehingga apabila dipaksakan model tersebut tidak akan valid; (2) Perusahaan yang digunakan sebagai sampel adalah perusahaan dari berbagai macam tingkat aset dan ekuitas, sehingga ada kemungkinan terdapat *size effect* yang tidak diakomodasikan dalam model analisis; (3) Meskipun dalam pengambilan sampel, sudah tidak memasukkan perusahaan-perusahaan yang merugi pada tahun 1995 dan 1996, namun penelitian ini tidak menguji lebih dulu kesehatan perusahaan berdasarkan model Altman. Dengan begitu ada kemungkinan bahwa perusahaan telah berada dalam kesulitan keuangan lebih dulu sebelum terjadi krisis moneter.

## 6.2 Rekomendasi

Sesuai dengan kesimpulan dan tujuan dalam penelitian ini, maka rekomendasi yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut:

- a. Indikator ekonomi makro, yang biasa dijadikan sebagai asumsi dasar dalam setiap perencanaan strategi telah menunjukkan perubahan sangat drastis. Dengan demikian evaluasi strategi sebagai dasar pengendalian strategi yang dapat dikemukakan adalah, bahwa perusahaan perlu mengkaji ulang asumsi-asumsi yang mendasari penyusunan strategi akibat perubahan-perubahan dalam lingkungan makro, selanjutnya menyusun perubahan-perubahan strategi-strategi baru. Asumsi-asumsi yang dikaji ulang meliputi informasi tentang inflasi, suku bunga, kurs, regulasi dan perubahan-perubahan demografi/ sosial.
- b. Penelitian ini telah menunjukkan bahwa kesulitan keuangan perusahaan sangat berkaitan dengan tingkat perubahan nisbah-nisbah profitabilitas yang diukur dari pendapatan bersih dan tingkat perubahan nisbah-nisbah yang menunjukkan *leverage* perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa penyebab utama terpuruknya banyak perusahaan di Indonesia adalah kesulitan keuangan yang disebabkan oleh beratnya beban utang. Dengan demikian untuk menghindari kesulitan keuangan yang lebih parah lagi adalah dengan mempertahankan ketahanan keuangan dalam jangka pendek melalui (1) pertumbuhan nisbah pendapatan bersih terhadap penjualan (*net profit margin*); dan (2) pertumbuhan nisbah penjualan terhadap piutang dagang. Hal ini dapat ditempuh melalui strategi penjualan yang lebih menekankan pada penjualan-penjualan tunai. Dalam jangka panjang kemungkinan ditempuh restrukturisasi keuangan atau kredit (rekapitalisasi) melalui (1) *debt modification*, (2) *debt conversion* dan (3) *equity infusion*. Sasaran utama restrukturisasi (rekapitalisasi) ini adalah untuk menekan tingkat *leverage*

yang ditunjukkan oleh penurunan nisbah kewajiban total terhadap aktiva total dan nisbah kewajiban total terhadap aktiva lancar. Melalui penurunan tingkat *leverage* ini, maka secara simultan dapat meningkatkan *net profit margin* dan nisbah pendapatan bersih terhadap aktiva tetap karena menurunnya beban bunga pinjaman. Disamping itu juga akan mendukung pertumbuhan nisbah kekayaan bersih terhadap kewajiban total.

- c. Melihat keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini, perlu dikaji lebih lanjut pengaruh industri terhadap kesulitan keuangan perusahaan. Penelitian yang dikembangkan dari penelitian ini, dengan menambah pengaruh industri, maka akan menambah informasi tentang jenis industri yang paling rentan dan paling kuat kinerja keuangannya.

## Daftar Pustaka

- Affi AA, V Clark. 1990. Computer Aided Design Multivariate Analysis. New York. Van Nostrand Reinhold.
- Agung, I Gusti Ngurah. 1993. Metode Penelitian Sosial 2. Jakarta. Universitas Indonesia.
- Bank Indonesia. 1998. Laporan Tahunan.
- Barnes, Paul. 1987. "The Analysis and use of Financial Ratios: A Review Article". Journal of Business Finance and Accounting. Winter.
- Bernardo, Antonio E and Eric L. Tally. 1996. "Investment Policy and Exit- Exchange Offers within Financially Distressed Firm". The Journal Finance. Vol LI. No. 30.
- Brigham, Eugene F. 1987. Intermediate Financial Management. New York. The Dryden Press.
- Departemen RI. 1984. Pasar Modal dan Pembangunan Nasional. Jakarta.
- Dillon, William R & Matthew G. 1984. Multivariate Analysis Methods and Application. New York. John Wiley & Sons Inc.
- Edgerly, James B. 1992. "Elements of Comprehensive Restucturing Program." The Recovery Group. Boston.
- Harianto, Farid & Sudomo, Siswanto (Penyunting). 1998. Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia. Jakarta. PT. BEJ.
- Harpindi, Atantya M. 1999. "Potensi Pasar Jasa Konsultasi Nasional Tahun 1999." Usahawan No. 03 TH. XXVIII.
- Hitt, Michael A. (terjemahan Armand Hadiyanto). 1997. Manajemen Strategis, Menyongsong Era Persaingan dan Globalisasi. Jakarta. Erlangga.
- Husnan, Suad. 1996. Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. Yogyakarta. UPP AMK YKPN.
- Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI). 1994. Standar Akuntansi Keuangan. Jakarta. Salemba 4 Oktober.
- Indonesian Capital Market Directory. 1998. Jakarta. PT. BEJ.
- Jakarta Stock Exchange. 1997. Laporan Tahunan.
- \_\_\_\_\_ . 1998. Laporan Tahunan.
- Machfoedz, Mas'ud. 1994. "Financial Ratio and Prediction of Earning Changes in Indonesian." Jurnal Kelola No. 17/III.

- \_\_\_\_\_. 1999. "Pengaruh Krisis Moneter pada Efisiensi Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta". Jurnal Ekonomi dan Bisnis Vol. 14. No.1.
- \_\_\_\_\_. 1999. "Profil Kinerja Finansial Perusahaan-perusahaan yang Go-Public di Pasar Modal Asean". Jurnal Ekonomi dan Bisnis Vo. 14. No.3.
- Palepu, Bernard and Healy. 1995. "Business Analysis & Valuation, Using Financial Statement". South Western College Publishing. Ohio.
- Pearce, John A dan Robinson, Richard B (terjemahan Agus Maulana). 1997. Manajemen Strategik: Formulasi, Implementasi, dan Pengendalian. Jakarta. Binarupa Aksara
- Rangkuti, Freddy. 1997. Riset Pemasaran. Jakarta. Gramedia.
- Riyanto, Bambang. 1995. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Yogyakarta. BPFE.
- Ruky, Saiful M. 1999. Menilai Penyertaan dalam Perusahaan, Business Valuation. Jakarta. Gramedia Pustaka Utama.
- \_\_\_\_\_. 1999. "Restrukturisasi dan Rekapitalisasi Perusahaan". Usahawan No. 12 TH. XXVIII.
- Silalahi, Pande Radja. 1997. "Dampak Depresiasi Rupiah terhadap Pasar Modal, Perbankan dan Dunia Usaha". Jurnal Pasar Modal No. 8. Agustus.
- Singarimbun, Masri & Efendi, Sofian (Editor). 1989. Metode Penelitian Survey. Jakarta. LP3ES.
- Sjahir. 1997. Analisis Bursa Efek. Jakarta. PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Slater, Stanley F. 1997. "Strategy Based Performance Measurement." Business Horizons. Juli-August.
- Suseno Hg, Triyanto Widodo. 1990. Indikator Ekonomi, Dasar Perhitungan Perekonomian Indonesia. Yogyakarta. Kanisius.
- Van Horn, James C (terjemahan Marinus Sinaga). 1986. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Jakarta. Erlangga.
- Weston, J Fred & Copeland, Thomas E (terjemahan Jaka w). 1989. Manajemen Keuangan. Jakarta. Erlangga.
- Wijaya, Hellen; Machfoedz, Mas'ud. 1997. "Efisiensi Perusahaan Perbankan Sebelum dan Sesudah Go-Public". Karya Ilmiah Tidak Dipublikasikan. Tesis. Msi. UGM.