

Model Restrukturisasi Utang sebagai dampak dari Karakteristik Keuangan Perusahaan dan Kondisi Industri

Nanny Dewi

Abstract

This empirical research has studied the choice of debt restructuring model carried out by the companies listed at PT. BEJ which is caused by the fact that the companies have difficulty paying their debts. The result of observation considers it important to reevaluate the factors that affect the choice of debt restructuring model as the result of negotiation among the Firm, creditor and Firm investor.

Considering the 1998 SKBI No. 31/150/KEP/DIR which obliges credit restructuring by analyzing based on the debtor's business prospect and its pay ability in line with cash flow projection, the firm's financial characteristics and industrial conditions are the determining factors of the choice of Debt Restructuring Model. Negotiations to choose the model of debt restructuring are discussed in asymmetric information contexts.

The debt restructuring model that can be chosen by the Firm is not mutually exclusive. The Firm can combine the existing models, which is certainly with the agreement of the creditor and investor. With the possibility to combine debt restructuring models which can be chosen by considering the effects of determining factors, the analysis model used is SUR (Seemingly Unrelated Regression).

The Firm's Internal financial characteristics is proxied by Liquidity, Capital Structure, Asset, and its profitability. While Industrial Condition is measured with Industrial output growth and Firm's Competitive Capability, which is an interconnection between the industrial condition and the profitability achieved by the Firm. Debt restructuring models to choose include Rescheduling, Asset Sales, Equity Swap, Bond Swap, and Hair-Cut.

The result of the data processing of the 67 companies which carried out debt restructuring during 1998-2002 shows the tendency to debt restructuring model influenced by the Firm's Internal financial characteristics and its industrial conditions.

Key words Debt Restructuring, Internal Financial Characteristic, Debt Restructuring Model, Market Reaction

1. Introduction

Menelaah kondisi spesifik utang bermasalah di Indonesia dan hasil-hasil penelitian sebelumnya yang lebih bersifat parsial, maka dipandang perlu untuk meneliti kembali faktor-faktor yang berpengaruh terhadap pemilihan model restrukturisasi utang. Negosiasi panjang antara debitur dengan kreditor memberikan indikasi bahwa faktor-faktor yang menentukan hasil restrukturisasi utang adalah kompleks sehingga perlu untuk memperhatikan dampak dari faktor-faktor penentu tersebut secara bersama-sama. Memperhatikan hasil-hasil penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor penentu pilihan model restrukturisasi utang, dan juga SKBI No.31/150/KEP/DIR tahun 1998 yang mewajibkan restrukturisasi kredit dengan menganalisis berdasarkan prospek usaha debitur dan kemampuan membayar sesuai proyeksi arus kas, oleh sebab itu Karakteristik Keuangan Internal dan Kondisi Industri menjadi faktor-faktor penting dalam Pemilihan Model Restrukturisasi Utang.

Proses restrukturisasi utang yang dilakukan perusahaan merupakan suatu proses negosiasi antara perusahaan dengan pemberi pinjaman. Untuk tercapainya kesepakatan pemilihan model restrukturisasi utang maka kedua belah pihak perlu memiliki kesepahaman atas faktor-faktor keberhasilan dari restrukturisasi utang. Kepentingan perusahaan, kepentingan pemberi pinjam, dan kepentingan investor penting untuk menjadi perhatian dalam restrukturisasi utang ini.

2. Theoretical background

Gagal bayar (*default*) dapat terjadi secara teknis maupun secara legal dan selalu melibatkan perusahaan debitur dan kelompok kreditor. Teknis gagal bayar secara teknik terjadi apabila debitur melanggar perjanjian yang telah dibuat dengan kreditor sehingga memungkinkan terjadinya tuntutan hukum. Contoh adalah pelanggaran terhadap perjanjian jaminan utang. Meskipun ketidakpatuhan tersebut umumnya terselesaikan melalui renegotiasi, namun tetap digunakan sebagai signal memburuknya kinerja perusahaan. Lebih lanjut apabila perusahaan gagal memenuhi jadwal pembayaran, umumnya atas kewajiban bunga berkala, maka gagal bayar secara formal kemungkinan akan terjadi, meskipun tidak selalu. Publikasi gagal bayar dilakukan atas kewajiban terhadap publik (*obligasi*) apabila perusahaan tidak mampu membayar bunga atau pengembalian pokok, dan tidak terselesaikan dalam waktu 30 hari, maka dikatakan surat berharga tersebut "*in default*". Perusahaan dapat beroperasi terus sekalipun dalam kondisi gagal bayar, akan tetapi perusahaan tetap harus menyelesaikannya bersama-sama dengan kreditor untuk menghindari kebangkrutan atau likuidasi perusahaan.

Kepailitan (*Bankruptcy*), salah satu bentuk kebangkrutan telah dijelaskan di atas sebagai kondisi nilai bersih perusahaan (*position net worth*), bentuk lain dari kebangkrutan adalah pernyataan kebangkrutan secara formal di pengadilan yang diikuti dengan petisi untuk melikuidasi Aset atau usaha (*bankruptcy reorganization*).

Definisi *financial distress* adalah *the condition in which the liquidation value of the firm's assets is less than the total face value of creditor claims* (Chen, at.al, 1995).

Chen, at.al, 1995, hal 59 menggunakan model keputusan investasi untuk melihat penyebab terjadinya *insolvency* di kemudian hari. NPV yang positif saja tidak dapat digunakan untuk mengambil keputusan investasi, perlu juga untuk diperhatikan pengembalian bagi para pemegang saham dan pemberi kredit. Kriteria keputusan investasi karenanya menjadi sebagai berikut :

Tabel 1. Kriteria Keputusan Investasi

Operating performance	Changes in Market Values		Investment Decision
	Return to shareholders (RSH)	Return to Debtholders (RDH)	
NPV			
(+)	(+)	(+,-)	Efficient Investment
(+)	(-)	(+)	Underinvestment
(-)	(+)	(-)	Overinvestment
(-)	(-)	(+,-)	Efficient Noninvestment

Sumber: Chen, at.al, 1995, h.59

Dalam kondisi dimana NPV dan RDH positif, tetapi bila RSH negatif maka investasi tersebut tetap tidak akan berhasil. Para pemegang saham tidak akan dapat memenuhi kebutuhan investasi yang tidak menghasilkan bagi dirinya, karenanya investasi akan mengarah kepada kondisi kekurangan dana (*bad state cash flow*) atau *under-investment* yang berlanjut kepada kondisi *insolvency*. Risiko, yang terukur dalam variabilitas arus kas proyek, ikut berperan dalam menentukan hasil akhir dari proyek. Karena ekuitas merupakan suatu *call option*, maka semakin besar risiko proyek maka semakin tinggi pula nilai opsi, sehingga pemegang saham berpotensi untuk meningkatkan risiko proyek. Dengan perkataan lain, semakin tinggi risiko proyek semakin besar kemauan perusahaan untuk mendanai proyek, karenanya semakin besar pula proyek tersebut menjadi *overinvestment*.

Motivasi atas penyelesaian kesulitan keuangan adalah untuk menyelamatkan nilai perusahaan. Tujuan dari regulasi atas kepailitan diantaranya adalah untuk merestruktur perusahaan yang dalam keadaan kesulitan keuangan. Regulasi hukum yang ada mengakomodasi untuk dilakukannya proses pengulangan kontrak agar perusahaan mampu untuk terlibat kembali dalam investasi yang menciptakan nilai. Sementara itu hasil survey Gilson (1995) atas kondisi *distress* di Amerika mendapati bahwa lebih dari sembilan dari sepuluh perusahaan terlebih dahulu akan mencoba melakukan restrukturisasi di luar pengadilan sebelum mendaftarkan diri untuk proses kepailitan, dan mendapati pula bahwa hampir 50% perusahaan publik di amerika yang mengalami kesulitan keuangan di tahun 1980-an berhasil mengatasi kesulitannya dengan merestruktur utangnya di luar pengadilan. Lebih lanjut dikatakan bahwa "*an out-of-court restructuring can almost always be accomplished at much lower cost than a court supervised reorganization*."

Model mana yang dipilih untuk mereorganisasi kesulitan keuangan perusahaan sangat dipengaruhi oleh *relative cost and benefit* dari setiap mekanisme.

Shleifer and Vishny (1992) mempelajari biaya Likuiditas (*liquidity costs*) dalam kaitan dengan penjualan Aset antar perusahaan yang dilakukan dalam kondisi kesulitan keuangan, sebagai bagian dari biaya *distress*. Identifikasi Likuiditas pasar dilakukan dengan fokus kepada *fungibility* (perbedaan pengguna dan penggunaan Aset untuk spesifik Aset), *participation restriction* (regulasi), dan *credit constraint*. Mereka berpendapat bahwa harga jual *Asset distress* akan mengalami diskon besar apabila seluruh industri dalam keadaan menurun. Dengan perkataan lain, pasar yang tidak likuid

akan menyebabkan harga jual Aset menjadi sangat rendah, perusahaan karenanya harus menanggung penurunan nilai Aset yang cukup signifikan. Hal tersebut berdampak pada tingginya biaya restrukturisasi Aset. Akibat lebih lanjut dari tingginya biaya restrukturisasi Aset tersebut adalah bahwa restrukturisasi utang akan menjadi lebih dominan dalam mengatasi kesulitan keuangan perusahaan. Dengan model yang terintegrasi John dan Vasudevan (1992) menguji bagaimana *cost* dari penjualan Aset, posisi Likuiditas perusahaan, dan nilai opsi ekuitas dalam menentukan pemilihan antara penyelesaian melalui atau di luar jalur hukum. Berkaitan dengan nilai opsi ekuitas dikatakan bahwa : *Since asset sales may extinguish some of the option value of equity, there is an endogenous cost of asset sales to equityholders (in addition to the cost of illiquidity)* Apabila gabungan biaya tersebut tinggi maka perusahaan akan memilih likuidasi.

Dengan argumen tersebut John (1993) telah menurunkan postulat tentang (i) hubungan positif antara Likuiditas perusahaan dengan biaya *distress* (ii) hubungan negatif antara *leverage* dengan biaya *distress*. Komponen utama dari biaya *distress* adalah kerugian karena tidak likuidnya Aset dan kerugian karena hilangnya nilai kelanjutan perusahaan (*going-concern value*) yang diakibatkan oleh likuidasi. Beberapa proksi diajukan sebagai *illiquidity cost* dan *indirect cost* dari kesulitan keuangan, termasuk di dalamnya adalah *Tobin's q*, *R&D dan advertising expenditure*, *an index of asset specificity*, dan *index of the probability of bankruptcy*. Ratio Likuiditas telah terbukti secara positif berhubungan dengan proksi dari biaya *distress*, dan berhubungan negatif dengan sumber-sumber alternatif untuk mendapatkan Likuiditas seperti *intermediate's cash flows*, *debt financing*, waktu perputaran kas, dan nilai Aset jaminan (*collateral*). Total utang juga berhubungan negatif dengan *Tobin's q*, *asset specificity*, dan *intermediate cash flow*. Secara keseluruhan terbukti kuat dan konsisten hubungan antara Likuiditas perusahaan dengan biaya *distress*, dan *leverage* perusahaan dengan biaya *distress*.

Kondisi keuangan internal perusahaan merupakan kondisi yang dapat diukur secara kuantitatif untuk menggambarkan keadaan perusahaan. Kondisi keuangan perusahaan yang dimaksud adalah kondisi keuangan yang umumnya tergambar dalam Laporan Keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan. Ukuran kondisi keuangan ini meliputi Likuiditas, Struktur Modal, Aset, dan Profitabilitas. Kondisi keuangan internal perusahaan tersebut menggambarkan secara kuantitatif kemampuan perusahaan untuk menutup kewajiban keuangannya khususnya yang telah dan akan jatuh tempo dalam waktu kurang dari satu tahun.

Restrukturisasi utang yang dilakukan oleh perusahaan tidak akan terlepas dari pertimbangan kreditor. Perusahaan tidak dapat memutuskan sendiri model restrukturisasi yang diinginkannya. Negosiasi kepentingan perusahaan dan kepentingan kreditor akan menentukan hasil akhir dari restrukturisasi utang. Kondisi keuangan perusahaan akan menjadi pertimbangan dalam memutuskan model restrukturisasi yang disepakati oleh kedua belah pihak. Kondisi keuangan perusahaan akan menggambarkan kemampuan perusahaan pada saat ini maupun masa yang akan datang khususnya kemampuan keuangan untuk memenuhi kewajiban utangnya. Dalam penelitian ini kondisi keuangan perusahaan dibatasi pada kondisi Likuiditas, Struktur Modal, Aset, dan Profitabilitas.

Untuk setiap proyek yang didanai investor diperlukan adanya Aset sebagai jaminan apabila terjadi gagal bayar pinjaman di kemudian hari. Investor diberi hak untuk

mengambil alih Aset dalam hal terjadi gagal bayar, dan hal tersebut menjadi insentif bagi peminjam untuk melakukan pembayaran. Akan tetapi kewajiban peminjam dalam kontrak yang optimal ditentukan oleh tingkat komitmen investor untuk melikuidasi bila terjadi gagal bayar (Bester 1994). Apabila peminjam meragukan komitmen investor dalam hal likuidasi maka akan mendorong peminjam untuk meminta konsesi apabila terjadi gagal bayar, karenanya investor umumnya akan meminta Aset dalam bentuk Aset lain di luar proyek yang didanai (*outside collateral*).

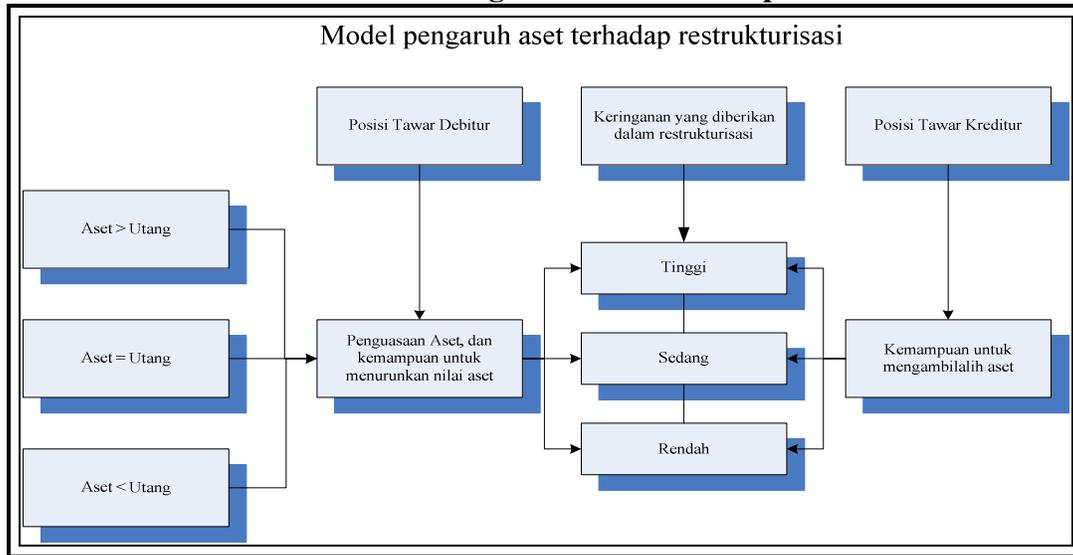
Outside collateral akan meningkatkan jumlah nilai Aset yang dilikuidasi dalam hal terjadi kesulitan keuangan, dan menurunkan tingkat kerugian investor bila terjadi likuidasi yang tidak efisien. Dalam hal terjadi gagal bayar peminjam akan meminta penghapusan sebagian dari pinjaman (*hair cut*) dalam hal adanya *outside collateral*

Berbagai literatur mengenai renegotiasi utang, banyak mengambil obyek pinjaman dengan risiko tinggi atau disebut dengan *sovereign debt*. *Sovereign debt* umumnya jumlahnya besar dan didukung oleh pihak ketiga tertentu yang membuat kreditur menjadi tidak efisien (Bulow and Rogoff 1989, Gale and Hellwig 1989, Fernandez and Rosenthal 1988). Dan tidak ada pihak ketiga yang dapat memaksa dipatuhinya kontrak yang telah dilakukan untuk ditaati oleh peminjam, sehingga tidak jarang kreditor memiliki akses yang terbatas terhadap Aset (Bester, 1994). Kontrak kredit yang seharusnya memiliki kekuatan hukum, karena tidak adanya kepastian hukum, menjadi kehilangan makna. Tidak ada insentif yang mendorong peminjam untuk mematuhi kontrak yang dibuat. Dan biaya yang harus dikeluarkan kreditor untuk menggugat debitur (*bankruptcy cost*) juga adalah tidak efisien.

Memahami *bankruptcy cost* dari kreditur maka dalam hal terjadi negosiasi ulang *terms of credit*, peminjam akan selalu meminta kelonggaran dengan berbagai dalih dan seringkali dengan disertai ancaman akan menurunkan nilai Aset. Investor karenanya mengantisipasi hal tersebut dengan menetapkan suatu batas kredit tertentu yang dapat diberikan kepada satu peminjam. Likuidasi Aset dalam kondisi *symetric information* sekalipun adalah *inefisien* (Hart and Moore, 1989) hal tersebut terjadi karena tidak adanya komitmen yang baik dari peminjam untuk membayar sejumlah uang.

Menyadari kondisi tersebut di atas maka dapat disimpulkan bahwa apabila perusahaan memiliki Aset operasional yang lebih besar dari utang maka Model Restrukturisasi Utang yang dipilih akan mengarah kepada potongan utang. Dan semakin besar kelebihan Aset di atas utang, semakin besar pula potongan utang yang diperoleh.

Gambar 1. Model Pengaruh Aset Terhadap Restrukturisasi



3. Struktur Modal dan Restrukturisasi

Hubungan antara Struktur Modal perusahaan dengan nilai perusahaan telah menarik perhatian para pakar keuangan sejak lebih dari 40 tahun yang lalu dan hasil kerja Modigliani dan Miller (M&M) pada tahun 1958 dan 1963 telah membawa issue ini ke dalam pembahasan dalam literatur keuangan. Dalam artikel klasiknya pada tahun 1958 M&M berargumen bahwa Struktur Modal secara *absolute* tidak memiliki dampak terhadap keseluruhan nilai perusahaan. Satu-satunya variabel yang dapat menjelaskan nilai perusahaan adalah *future earning power* yang dimilikinya (tercakup dalam *expected cash flows*) serta *business risk-return* yang melekat pada perusahaan. Argumen tersebut selanjutnya dikenal sebagai *irrelevance theory of capital structure*.

M&M memulai teori tersebut dengan berasumsi bahwa :

- 1) Seluruh Aset fisik dimiliki oleh perusahaan
- 2) Pasar modal bersifat *frictionless*. Bebas pajak, dan bahwa saham dapat diperjualbelikan dengan bebas setiap saat dan tidak terdapat biaya kebangkrutan
- 3) Perusahaan hanya dapat menerbitkan dua jenis surat berharga yaitu *risky-equity* dan *risk-free debt*.
- 4) Individu maupun perusahaan dapat saling meminjam pada tingkat bunga bebas risiko.
- 5) Ekspektasi investor adalah homogen
- 6) Tidak ada pertumbuhan dan aliran kas adalah *perpetuities*
- 7) Perusahaan dikualifikasikan sama sebagai "*equivalent return classes*", sehingga *return saham proportional* dan berkorelasi sempurna dengan *return saham sejenis lainnya*.

Atas ketujuh asumsi tersebut maka nilai pasar perusahaan dapat ditetapkan dengan sebagai :

$$V_j = (S_j + D_j) = \text{NOI}_j / \rho_k, \text{ untuk perusahaan } j \text{ dalam kelompok } k$$

Yang berarti bahwa, "nilai perusahaan adalah independent dari Struktur Modal, dan dihitung sebagai kapitalisasi tingkat pengembalian yang diharapkan pada tingkat ρ tertentu

Teori tersebut berpijak kepada banyak asumsi yang tidak realistis serta pengujian empiris yang disederhanakan (Altman, 1993) namun demikian tetap mendapatkan tanggapan yang kuat dan segera dari para akademisi. Miller (1989) seperti dikutip dalam Altman, 1993, masih mempertanyakan penggunaan *junk bond* dalam restrukturisasi *leverage* perusahaan. Apabila Struktur Modal adalah tidak relevan maka seharusnya sudah sejak lama *junk bond* dipergunakan untuk restrukturisasi *leverage*, dan fenomena yang terjadi adalah penggunaan *junk bond* tersebut merupakan hal yang masih baru. Demikian pula halnya dengan Durand (1959) yang berargumen bahwa hutang sesungguhnya punya arti, sehingga dapat dicapai suatu optimum rasio hutang/saham yang direpresentasikan dalam minimum WACC.

Pada tahun 1963, M&M melakukan koreksi ulang atas argumen klasiknya tersebut dengan memperhitungkan dampak penghematan pajak yang diperoleh dari pembayaran bunga pinjaman. Perusahaan sebenarnya dapat menurunkan *capitalization rate* dan meningkatkan nilai dengan menambah pinjaman dan mendapatkan keuntungan sebesar tarif pajak dikalikan besarnya pinjaman. Dengan demikian *levered firm* dapat meningkatkan nilai perusahaannya

Peningkatan *leverage* perusahaan di sisi lain selalu diiringi dengan peningkatan probabilitas terjadinya kebangkrutan, dan apabila biaya kebangkrutan yang ditimbulkan adalah signifikan maka nilai perusahaan akan menurun apabila kenaikan marginal dari nilai yang diharapkan atas biaya kesulitan keuangan adalah lebih besar daripada nilai yang diharapkan dari manfaat pajak dari utang. Dengan demikian keseluruhan pengeluaran modal akan meningkat melebihi *optimum leverage* sehingga *firm's value* akan turun (altman, 1993 : 145).

Biaya kebangkrutan dapat dibedakan atas biaya langsung dan biaya tidak langsung. Biaya langsung meliputi biaya yang benar benar dikeluarkan "*out of pocket*" seperti biaya pengacara, akuntan, konsultan keuangan, dan lain sebagainya. Sedangkan biaya tidak langsung meliputi kehilangan penjualan yang diakibatkan oleh konsumen lebih memilih untuk tidak berhubungan dengan perusahaan yang dalam kondisi kesulitan, semakin ketatnya persyaratan yang diminta pemasok, terkendalanya modal investasi baru dan pembiayaan R&D, serta kehilangan tenaga kerja kunci (Megginson, 1997, 333).

4. Biaya Keagenan atas Struktur Modal

Teori biaya keagenan atas Struktur Modal dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976). Telah diobservasi bahwa apabila perusahaan menggunakan 100% modal sendiri maka tidak dapat dibedakan lagi antara kepemilikan dan pengendalian (*control*), hal ini berarti bahwa pemilik menanggung seluruh kerugian dan keuntungan yang ditimbulkan oleh tindakan yang diambil di dalam perusahaan. Apabila sebagian, α saham dijual kepada investor luar, maka pemilik awal hanya menanggung $1 - \alpha$, dari konsekuensi yang timbul dari tindakannya di dalam perusahaan. Hal tersebut memberikan insentif yang jelas terhadap "*consume perquisites*", istilah yang digunakan oleh Jensen dan Meckling untuk pengeluaran *owner* yang tidak berkaitan dengan bisnis.

Reaksi pasar akan tetapi adalah sebaliknya, sekali perusahaan menjual sebagian dari sahamnya, maka pasar yang efisien tetap akan memperhitungkan beban manfaat ekstra pemilik lama sebagai diskon atas harga yang ditawarkan. Maka sekalipun terjadi penjualan atas sebagian saham, pemilik lama tetap dibebani secara penuh atas tindakan

yang diambilnya di dalam perusahaan. Bagi pasar hal tersebut merugikan karena menurunkan nilai perusahaan. Karenanya sampai kepada kondisi yang tidak bisa dihindarkan bahwa penjualan sebagian saham menimbulkan biaya keagenan atas ekuitas. Jensen dan Meckling berargumen bahwa penggunaan utang dapat menurunkan biaya keagenan dalam dua cara, pertama, penggunaan utang dengan sendirinya berarti bahwa lebih sedikit ekuitas yang harus dijual untuk menambah permodalan sehingga dapat mengurangi biaya keagenan. Kedua, dan yang lebih penting, dampak dari penggunaan dana pinjaman adalah mengurangi ruang untuk konsumsi personal yang berlebihan. Dengan dana pinjaman maka beban berupa keharusan untuk secara teratur, diatur dalam kontrak, melakukan pembayaran merupakan alat yang sangat efektif untuk mendisiplinkan pengusaha. Lebih lanjut dikatakan bahwa utang bersifat sebagai *bonding mechanism* bagi manager untuk menyampaikan maksud baiknya kepada para investor, yaitu bahwa dengan adanya pinjaman maka akan memvalidasi bahwa *manager* mau mengambil risiko kehilangan kendali dalam perusahaan apabila mereka gagal untuk perform secara efektif. Hal tersebut akan mengurangi biaya keagenan dalam hubungan *manager/stockholder* (Jensen, 1986). Karenanya pasar akan bereaksi positif terhadap pinjaman (Megginson, p.335)

Pertanyaan berikutnya adalah mengapa perusahaan tidak menggunakan 100% pinjaman? jawabannya adalah karena adanya biaya keagenan dari utang. Bentuk yang paling umum dari biaya keagenan ini diawali dengan semakin meningkatnya penggunaan utang oleh perusahaan, dengan demikian pemegang surat utang mulai ambil bagian dalam risiko perusahaan baik risiko bisnis maupun risiko operasional, sementara itu pemegang saham dan *management* masih mengendalikan investasi perusahaan dan keputusan-keputusan operasional. Kondisi tersebut memberikan kesempatan kepada para *manager* untuk mengurangi keuntungan pemegang surat utang untuk kepentingannya sendiri dan pemegang saham yang diwakilinya. Caranya adalah dengan menggelembungkan Penerbitan Obligasi, dan kemudian mengalirkannya kepada para pemegang saham sebagai *dividen*. Setelah gagal membayar para pemegang surat utang akan disertai dengan kerangka perusahaan yang kosong, dan ketentuan *limited liability* akan mencegah pemegang surat utang untuk menagihnya dari para pemegang saham.

Tidak jarang pula perusahaan mengelabui pemegang surat utang yaitu dengan menjanjikan penggunaan dana untuk investasi yang aman untuk mendapatkan tingkat bunga yang rendah sementara pada kenyataannya dana digunakan untuk proyek berisiko tinggi dengan hasil yang tinggi. Apabila investasi tersebut berhasil maka dana pemegang surat utang dapat dikembalikan penuh dan kelebihan keuntungan proyek dapat di dikantungi. Bila proyek tidak berhasil maka kembali pemegang surat utang hanya menerima rangka perusahaan yang kosong. Permainan yang menjanjikan proyek yang aman, dan kemudian menerima proyek yang berisiko setelah menerima dana dengan biaya rendah disebut sebagai "*bait and switch*", dan ini akan sangat merugikan pemegang surat utang. Dalam kenyataannya adalah sangat banyak pemegang surat utang yang naif. Cara yang paling efektif untuk pencegahannya, pemegang surat utang bersikap aktif dan spesifik di dalam proses pembuatan kontrak investasi bond.

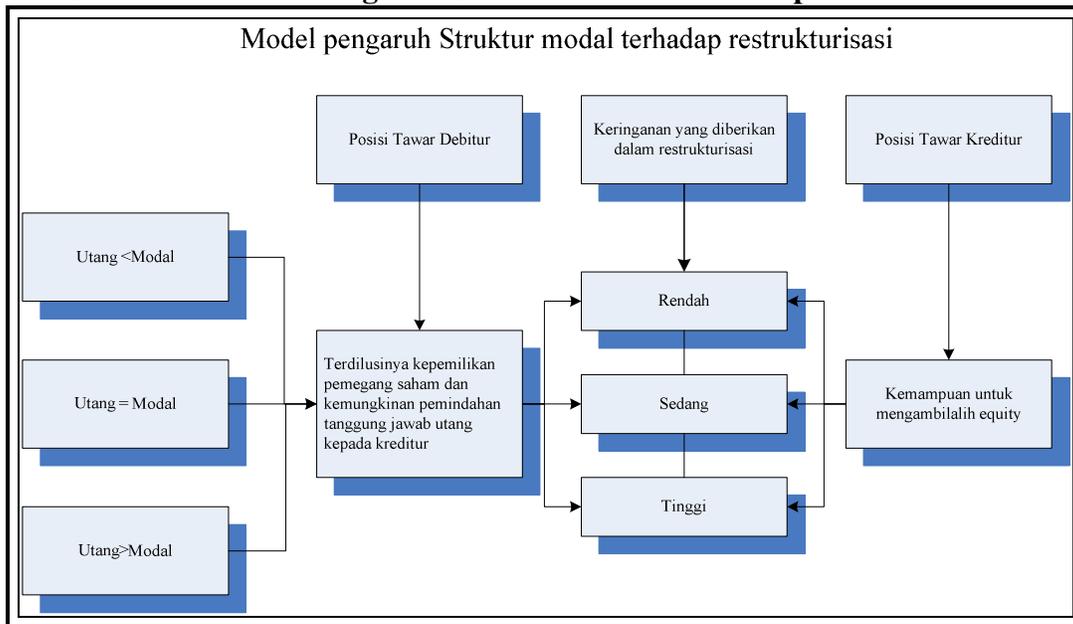
Struktur Modal perusahaan menunjukkan asal sumber pembiayaan perusahaan dan sekaligus menunjukkan sejauhmana hak para pemilik atas Aset perusahaan dan dapat dibandingkan dengan hak para kreditur atas Aset perusahaan. Hak pemilik terhadap Aset perusahaan dapat digunakan sebagai pembayaran apabila perusahaan sudah tidak

sanggup untuk membayar dengan Aset. Perusahaan dengan struktur utang lebih besar dari modal atau seringkali disebut sebagai *highly leverage* dapat melakukan restrukturisasi dengan menurunkan tingkat *leverage*-nya atau melakukan apa yang disebut sebagai Penyertaan Modal, dimana sebagian dari utang yang tidak dapat di *service* lagi (*unsustainable*) dikonversi menjadi penyertaan. Dengan cara demikian maka tingkat *leverage* perusahaan dapat diturunkan (jumlah utang menurun dan modal meningkat sehingga rasio hutang terhadap saham menurun).

Dari sisi pengendalian selanjutnya maka kreditur akan lebih diuntungkan, dengan kepemilikan yang ada bank tidak lagi hanya berhak atas *public information* akan tetapi juga dapat ikut serta dalam pengambilan keputusan dalam perusahaan (Rajan, 1992).

Penyertaan Modal merupakan model restrukturisasi yang banyak dilakukan di Rusia ketika krisis ekonomi menimpa negara tersebut pada pada sekitar tahun 1998-2000. Untuk dapat bertahan dari badai krisis, perusahaan yang sudah tidak memiliki lagi kemampuan untuk membayar kewajibannya menegosiasi para krediturnya untuk merubah investasi kreditnya menjadi investasi kepemilikan.

Gambar 2. Model Pengaruh Struktur Modal Terhadap Restrukturisasi



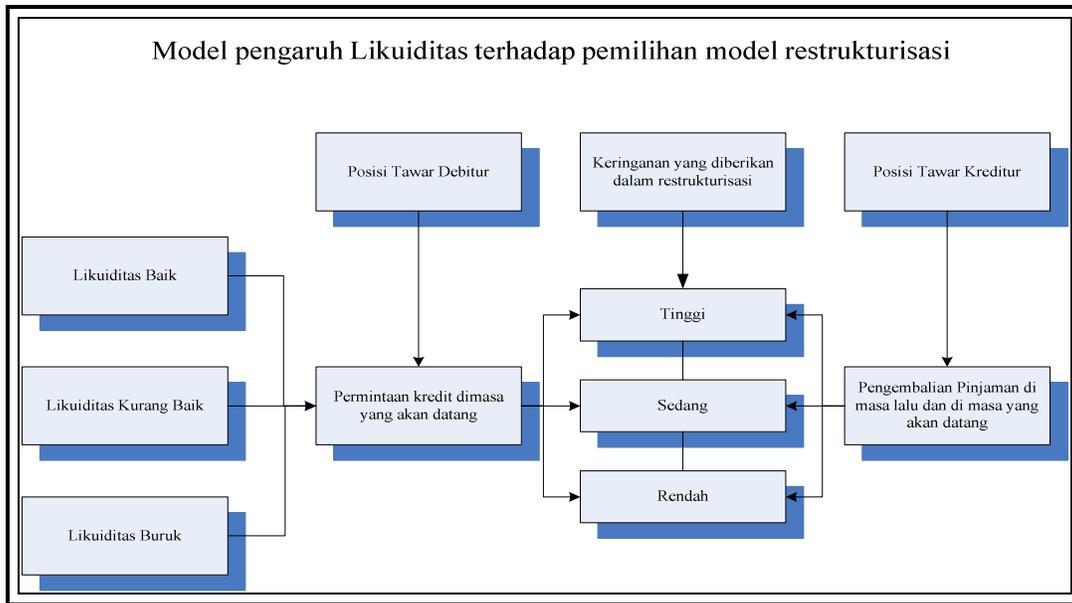
5. Likuiditas dan Restrukturisasi

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek yang telah atau akan jatuh tempo dalam waktu dekat. Perusahaan dalam kondisi kesulitan keuangan umumnya ditandai dengan terganggunya Likuiditas. Tingkat gangguan terhadap Likuiditas bervariasi tergantung dari penyebab gangguannya. Apabila secara operasional perusahaan tidak dapat memberikan suatu tingkat keuntungan yang memadai maka secara bertahap perusahaan akan mengalami kesulitan Likuiditas. Tetapi apabila perusahaan secara operasional mampu memberikan keuntungan yang memadai maka seharusnya Likuiditas operasional perusahaan tidak terganggu.

Peningkatan utang yang lebih disebabkan karena perubahan nilai tukar berdampak langsung terhadap Likuiditas perusahaan. Meskipun secara operasional perusahaan dalam keadaan menguntungkan akan tetapi apabila perusahaan terganggu oleh kerugian karena selisih kurs maka Likuiditas perusahaan akan terganggu seiring dengan kerugian selisih kurs yang ditanggungnya. Bagi perusahaan penurunan Likuiditas karena kerugian selisih kurs ini akan berdampak terhadap upaya untuk menyelesaikan kewajibannya.

Apabila perusahaan secara operasional masih *feasible* maka dalam negosiasi utang perusahaan masih memiliki posisi tawar yang baik. Perusahaan masih memiliki harapan untuk memperbaiki Likuiditas secara bertahap dari hasil operasionalnya. Karenanya penjadwalan kembali utang dan pengurangan kewajiban melalui Potongan Pokok merupakan tawaran terbaik perusahaan. Untuk kepentingan kreditor, perusahaan yang mengalami kesulitan Likuiditas karena sebab tersebut di atas bisa menjadi pertimbangan tersendiri, keuntungan masa lalu yang telah diperoleh serta masih adanya peluang keuntungan di masa depan akan mendorong kreditor untuk lebih meringankan beban perusahaan dengan keringanan waktu jatuh tempo ataupun Potongan Pokok. Dalam skema hubungan tersebut dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 3. Model Pengaruh Likuiditas terhadap Pemilihan Model Restrukturisasi



6. Profitabilitas dan Restrukturisasi

Profitabilitas merupakan ukuran kemampuan perusahaan untuk memberikan keuntungan dari investasinya. Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dapat disebabkan diantaranya oleh investasinya yang tidak menguntungkan secara terus menerus. Akan tetapi sangat mungkin juga terjadi perusahaan masuk dalam kesulitan keuangan lebih karena kesalahan dalam pendanaan investasi. Sumber pinjaman yang mengandung risiko nilai tukar diantaranya dapat membawa perusahaan kedalam kesulitan keuangan. Penyelesaian kewajiban dengan cara yang tidak mengganggu operasional

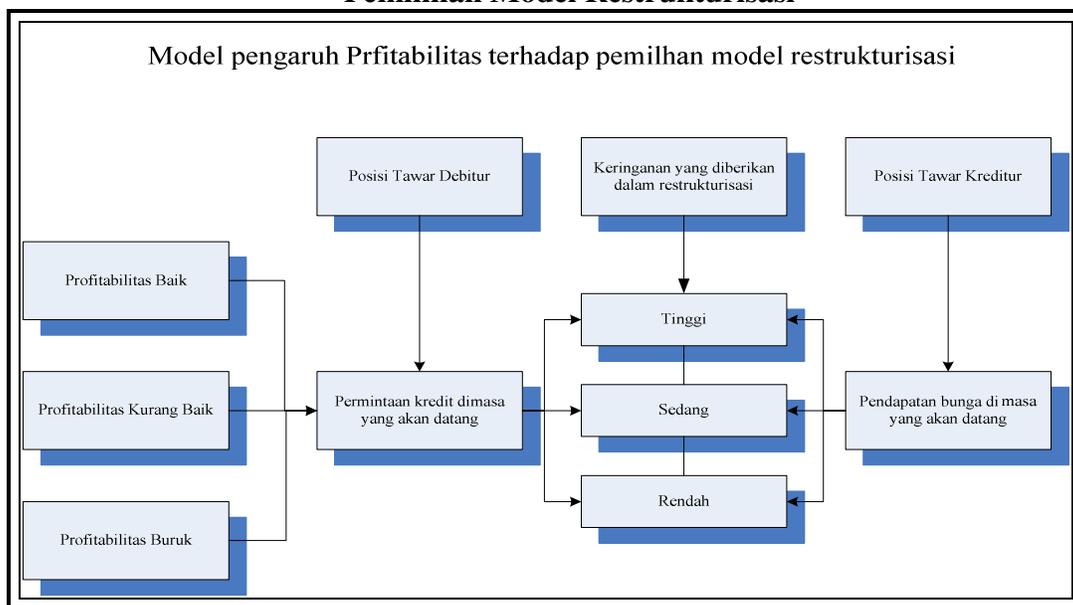
perusahaan seperti penjadwalan kembali utang memberikan peluang untuk perusahaan tetap bisa bertahan dan kembali membaik.

Perusahaan perlu untuk dapat meyakinkan kreditur bahwa perusahaan masih memiliki harapan untuk mengakhiri kesulitan keuangan yang dialaminya dengan Profitabilitas operasionalnya yang baik. Semakin baik Profitabilitas operasional perusahaan semakin tinggi pula posisi tawar perusahaan, dan hal tersebut merupakan insentif bagi kreditur untuk melihat prospek perusahaan di masa depan.

Prospek usaha yang baik dimasa yang akan datang dapat digunakan oleh debitur untuk menjanjikan hasil yang baik dan karenanya akan menuntut kreditur untuk mau memberikan keringanan yang besar untuk penyelesaian kewajibannya. Di lain pihak, bagi kreditur prospek usaha debitur yang baik menjanjikan pemberian kredit yang lebih baik yang mendatangkan keuntungan bagi kreditur, karenanya kreditur tidak segan-segan memberikan keringanan yang besar pada saat penyelesaian kredit. Bagi perusahaan penjadwalan kembali utang dan potongan utang mungkin merupakan model yang lebih disukai dibandingkan dengan penjualan Aset atau penukaran utang dengan saham.

Dalam skema hubungan tersebut dapat digambarkan sebagai berikut :

Gambar 4. Model Pengaruh Profitabilitas terhadap Pemilihan Model Restrukturisasi



7. Kondisi Industri dan Restrukturisasi

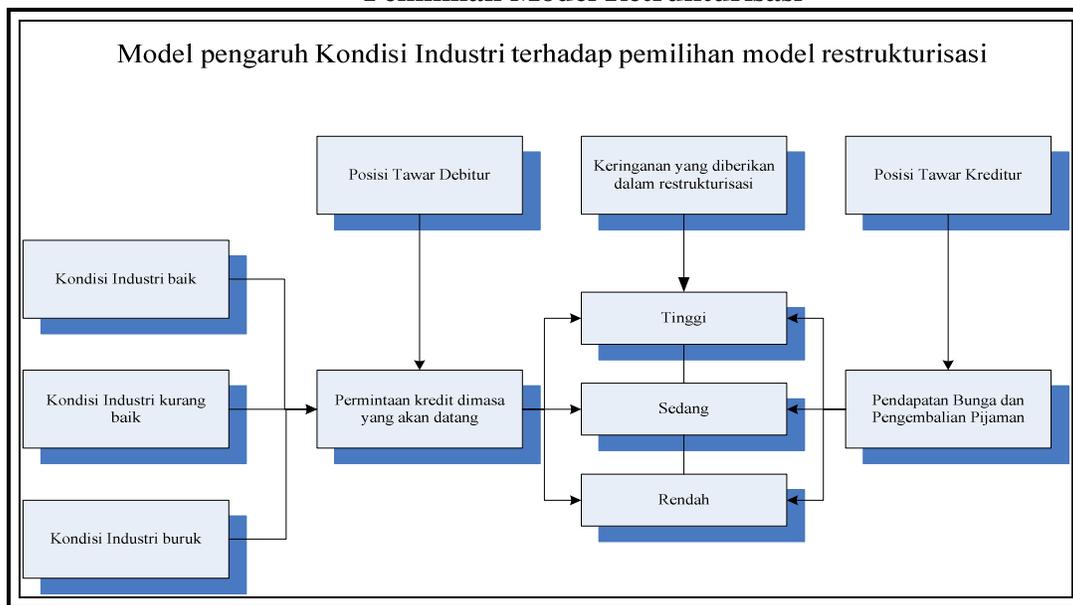
Kondisi Industri yang diindikasikan dengan Kondisi Industri, nilai tukar, tingkat bunga, dan tingkat inflasi, merupakan faktor ekonomis diluar perusahaan yang turut serta mempengaruhi kinerja perusahaan. Faktor ekonomis yang kondusif terhadap operasi perusahaan akan membantu perusahaan untuk cepat keluar dari kesulitan keuangan yang dialaminya. Sebaliknya faktor ekonomis yang ikut serta memperburuk kondisi keuangan perusahaan akan membawa perusahaan ke dalam kesulitan keuangan yang semakin dalam.

Salah satu Kondisi Industri merupakan kondisi lingkungan industri yang akan ikut serta mempengaruhi kinerja perusahaan. Pengaruh Kondisi Industri terhadap kinerja keuangan

perusahaan dapat dijelaskan dengan menggunakan pendekatan yang dikembangkan oleh Porter (1980) yaitu “*The five forces*”.Tingkat kompetisi industri yang dipengaruhi oleh kelima faktor dimaksud dapat dilihat sebagai prospek perusahaan dimasa depan. Tingkat kompetisi yang ketat yang tidak diiringi dengan kemampuan keuangan perusahaan untuk menjadi pemenang atau bertahan dalam persaingan akan memaksa perusahaan untuk tereliminasi dari persaingan industri, bahkan lebih lanjut dapat membawa industri ke dalam stagnasi pertumbuhan atau bahkan pertumbuhan negatif.

Dalam keadaan kondisi ekonomi yang kurang baik bagi perusahaan dalam kesulitan keuangan akan membawa dampak terhadap proses restrukturisasi utang dan hasilnya. Posisi tawar perusahaan akan menjadi berkurang apabila dukungan faktor ekonomi di luar perusahaan tidak didapat. Hal tersebut akan mengarahkan perusahaan untuk melepas Aset guna memperoleh tambahan Likuiditas atau bahkan kreditur mengambil alih saham perusahaan. Sebaliknya apabila faktor ekonomi masih mendukung usaha perusahaan maka ada insentif bagi kedua belah pihak untuk mempertahankan kelangsungan perusahaan, sehingga model restrukturisasi yang mungkin untuk disepakati akan berupa penjadwalan kembali dan potongan utang. Dalam skema hubungan tersebut dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar 5. Model Pengaruh Kondisi Industri terhadap Pemilihan Model Retrukturisasi



8. Methodology

Tipe penelitian *deskriptif-analitis* digunakan dalam penelitian ini mengingat sasaran penelitian yang ingin dicapai yaitu untuk mendapatkan gambaran tentang bagaimana Karakteristik Keuangan Internal perusahaan dan Kondisi Industri berpengaruh terhadap Model Restrukturisasi Utang. Selain itu dikaji pula kaitan-kaitan antar variabel, berupa hubungan kausal atau sebab akibat, melalui pengujian hipotesis (*hypothesis testing*). Hipotesis yang diuji merupakan hasil pemodelan yang dilandasi oleh teori dan model yang sudah mapan dari hasil penelitian-penelitian sebelumnya. Penelitian ini dapat pula disebut menggunakan metode verifikatif, yaitu menjelaskan dan menguraikan

hubungan antara variabel bebas (*independent*) dengan variabel terikat (*dependent*), untuk kemudian dianalisis untuk memperoleh model yang terbaik.

Penelitian lapangan (*field study*) dilakukan untuk mendapatkan gambaran real proses restrukturisasi utang guna melengkapi analisis terhadap hasil pengolahan data. Penelitian lapangan dilakukan dengan sejauh mungkin mengeliminir intervensi peneliti, sehingga apa yang diteliti adalah dalam kondisi normal yang biasa terjadi (*non-contrived setting*). Sedangkan unit analisis adalah perusahaan terbuka yang terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Jakarta (PT.BEJ) yang melakukan restrukturisasi utang dalam periode pengamatan yaitu tahun 1998 –2002 kecuali perusahaan publik sektor keuangan. Tidak dipilihnya sektor keuangan bank karena restrukturisasi sektor keuangan bank menggunakan peraturan dan kebijakan yang tersendiri serta mempunyai keunikan bisnis yang jauh berbeda dibandingkan dengan karakteristik industri lainnya. Sampel yang digunakan adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ dan melakukan restrukturisasi utang pada periode 1998-2002 dan melaporkannya ke PT. BEJ dengan merespon surat BEJ No. S-5316/BEJ-PEM/01-2001 dan No. S-5316/BEJ-PEM/01-2002.

Pada penelitian ini digunakan 5 persamaan di mana setiap persamaan merupakan persamaan yang menggambarkan pengaruh dari variabel-variabel independennya berupa Karakteristik Keuangan Internal dan Kondisi Industri terhadap variabel dependennya berupa proporsi pilihan restrukturisasi utang yang dipilih perusahaan. Karena kelima persamaan memiliki kesamaan dalam berbagai hal terutama variabel independennya yang sama, maka sepertinya pengaruh dari faktor-faktor lain di luar model pada variabel dependen untuk setiap persamaan akan memiliki kemiripan atau serupa.. Jika hal tersebut terjadi, maka variabel gangguan untuk masing-masing persamaan akan menghasilkan efek yang sama dan akan saling berhubungan (*contemporaneous correlation*). Untuk mendapatkan estimasi yang baik serta efisien, maka akan dilakukan estimasi persamaan-persamaan secara bersama-sama tidak terpisah. Metode yang dapat mengestimasi seluruh persamaan secara bersama-sama (*jointly estimated*) dan tidak terpisah ialah dengan menggunakan metode Zellner atau sering disebut *seemingly unrelated regression*. Jika ada 5 pilihan restrukturisasi utang maka untuk mengetahui pengaruh Karakteristik Keuangan Internal dan karakteristik keuangan eksternalnya terhadap masing-masing pilihan tersebut dibuat suatu sistem persamaan dengan 5 persamaan :

$$AS = \alpha_1 + \beta_{11}CR + \beta_{12}DER + \beta_{13}DAR + \beta_{14}OPM + \beta_{15}DOG + \beta_{16}DOGOPM + u_1$$

..... (3.1)

$$BS = \alpha_2 + \beta_{21}CR + \beta_{22}DER + \beta_{23}DAR + \beta_{24}OPM + \beta_{25}DOG + \beta_{26}DOGOPM + u_2$$

..... (3.2)

$$ES = \alpha_3 + \beta_{31}CR + \beta_{32}DER + \beta_{33}DAR + \beta_{34}OPM + \beta_{35}DOG + \beta_{36}DOGOPM + u_3$$

..... (3.3)

$$RC = \alpha_4 + \beta_{41}CR + \beta_{42}DER + \beta_{43}DAR + \beta_{44}OPM + \beta_{45}DOG + \beta_{46}DOGOPM + u_4$$

..... (3.4)

$$HC = \alpha_5 + \beta_{51}CR + \beta_{52}DER + \beta_{53}DAR + \beta_{54}OPM + \beta_{55}DOG + \beta_{56}DOGOPM + u_5$$

.... (3.5)

di mana :

AS = % Asset Sales	CR = Current ratio
BS = % Bond Swap	DER = Debt to Equity Ratio
ES = % Equity Swap	DAR = Total Debt to asset Ratio
RC = % Rescheduling	OPM = Operating Profit Margin
HC = % Hair cut	DOG = Dummy Output Growth
DOGOPM = Dummy Output Growth through Profit Margin	

Pada ke-lima persamaan di atas ada 35 parameter yang harus diestimasi, 6 parameter dari setiap persamaan-persamaan *share* pilihan restrukturisasi di atas.

Sistem persamaan yang masing-masing persamaan menggambarkan *share* atau proporsi pilihan restrukturisasi yang dipilih memiliki pengertian yang khusus di mana untuk setiap observasi, penjumlahan dari semua variabel independennya (proporsi atau *share* cara restrukturisasi yang dipilih) akan sama dengan 1 atau 100 %

atau $\sum_{i=1}^n Y_i = 1$

9. Results

Pengolahan data *dependent* dan *independent* variabel menggunakan model SUR menghasilkan persamaan restrukturisasi sebagai berikut:

I. Persamaan YA (Penjadualan Kembali)

$$YA = C(1) + C(2)*CR + C(3)*DAR + C(4)*DER + C(5)*OPM + C(6)*DOG + C(7)*DOGOPM$$

$$YA = 0,617108 - 0,02976*CR - 0,00283 DAR - 0,00392 DER -$$

(-0,99) (-0,04) (-0,64)

$$0,25153 OPM - 0,03675 DOG + 0,51078 DOGOPM$$

(-0,92) (-0,32) (1,56)

Tabel 2. Koefisien Estimasi Persamaan YA

Variabel Independen = YA				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,617108	0,111008	5,559149	***
CR	-0,02976	0,029919	-0,994658	TS
DAR	-0,00283	0,059554	-0,047446	TS
DER	-0,00392	0,006111	-0,641514	TS
OPM	-0,25153	0,271933	-0,924974	TS
DOG	-0,03675	0,114615	-0,320628	TS
DOGOPM	0,51078	0,327981	1,557349	**

Sumber : Hasil Olahan

III. Persamaan YC (Penyelesaian dengan Saham)

$$YC = C(21)+C(22)*CR+C(23)*DAR+C(24)*DER +C(25)*OPM+C(26)*DOG+C(27)*DOGOPM$$

$$YC = 0,044127 + 0,012179*CR + 0,00225*DAR - 0,00548*DER$$

(0,79) (0,07) (-1,73)

$$-0,26907*OPM + 0,123058*DOG + 0,098989*DOGOPM$$

(-1,91) (2,08) (-0,58)

Tabel 4. Koefisien Estimasi Persamaan YC

Variabel Dependen YC				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,044127	0,057402	0,768733	TS
CR	0,012179	0,015471	0,787219	TS
DAR	0,00225	0,030795	0,073054	TS
DER	-0,00548	0,00316	-1,734627	*
OPM	-0,26907	0,140617	-1,913486	**
DOG	0,123058	0,059268	2,076312	**
DOGOPM	0,098989	0,1696	-0,58366	TS

Sumber : Hasil Olahan

Catatan : * Signifikan pada $\alpha = 10 \%$

** Signifikan pada $\alpha = 5 \%$

*** Signifikan pada $\alpha = 1 \%$

TS = Tidak signifikan

Pada persamaan YC dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan tingkat kepercayaan $\alpha=10\%$ hanya variabel DER, OPM, dan DOG, yang signifikan mempengaruhi variabel dependen YC sedangkan variabel-variabel lain seperti CR, DAR, dan DOGOPM tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen YD. Koefisien variabel DER sebesar -0,00548 menunjukkan bahwa jika variabel DER naik sebesar 1 unit akan menyebabkan penurunan pilihan restrukturisasi hutang dengan penyertaan modal sebesar -0,00548 unit. Koefisien variabel OPM sebesar -0,26907 menunjukkan bahwa jika variabel OPM naik sebesar 1 unit akan menyebabkan penurunan pilihan restrukturisasi hutang dengan penyertaan modal sebesar -0,26907 unit. Lain halnya dengan variabel DOG, koefisien variabel DOG sebesar 0,123058 menunjukkan bahwa jika variabel DOG naik sebesar 1 unit akan menyebabkan kenaikan pilihan restrukturisasi hutang dengan Penyertaan Modal sebesar 0,123058 unit

IV. Persamaan YD (Penyelesaian dengan Obligasi)

$$YD = C(31)+C(32)*CR+C(33)*DAR+C(34)*DER+C(35)*OPM+C(36)*DOG+C(37)*DOGOPM$$

$$YD = 0,121196 - 0,02192*CR - 0,01013*DAR + 0,002765*DER$$

(-1,64) (-0,38) (1,01)

$$+ 0,137074*OPM - 0,00773*DOG - 0,14387*DOGOPM$$

(1,13) (-0,14) (-0,98)

Tabel 5. Koefisien Estimasi Persamaan YD

Variabel Dependen YD				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,121196	0,049553	2,44578	**
CR	-0,02192	0,013356	-1,641538	*
DAR	-0,01013	0,026584	-0,381099	TS
DER	0,002765	0,002728	1,01384	TS
OPM	0,137074	0,121389	1,129211	TS
DOG	-0,00773	0,051163	-0,142758	TS
DOGOPM	-0,14387	0,146409	-0,982681	TS

Sumber : Hasil Olahan

Catatan : * Signifikan pada $\alpha = 10\%$

** Signifikan pada $\alpha = 5\%$

*** Signifikan pada $\alpha = 1\%$

TS = Tidak signifikan

Pada persamaan YD dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan tingkat kepercayaan $\alpha=5\%$ hanya variabel CR yang signifikan mempengaruhi variabel dependen YD. Koefisien variabel CR sebesar -0,02192 menunjukkan bahwa jika variabel CR naik sebesar 1 unit akan menyebabkan penurunan pilihan restrukturisasi hutang dengan *Debt to Bond Swap* sebesar -0,02192 unit

V. Persamaan YE (Potongan Pokok Pinjaman)

$$\begin{aligned}
 YE &= C(41)+C(42)*CR+C(43)*DAR+C(44)*DER+C(45)*OPM+C(46)*DOG+C(47)*DOGOPM \\
 YE &= 0,125876 - 0,01665*CR + 0,008484*DAR + 0,008312*DER \\
 &\quad (-0,86) \quad (0,22) \quad (2,11) \\
 &+ 0,344875*OPM - 0,02786*DOG - 0,36856*DOGOPM \\
 &\quad (1,96) \quad (-0,38) \quad (-1,74)
 \end{aligned}$$

Tabel 6. Koefisien Estimasi Persamaan YE

Variabel Dependen YE				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,125876	0,071668	1,75638	*
CR	-0,01665	0,019316	-0,862155	TS
DAR	0,008484	0,038448	0,220669	TS
DER	0,008312	0,003945	2,106858	**
OPM	0,344875	0,175563	1,964398	**
DOG	-0,02786	0,073996	-0,376463	TS
DOGOPM	-0,36856	0,211748	-1,740551	*

Sumber : Hasil Olahan

Catatan : * Signifikan pada $\alpha = 10\%$

** Signifikan pada $\alpha = 5\%$

*** Signifikan pada $\alpha = 1\%$

TS = Tidak signifikan

Pada persamaan YE dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan tingkat kepercayaan $\alpha=15\%$ variabel DER, OPM, dan DOGOPM signifikan mempengaruhi variabel dependen YE sedangkan variabel-variabel lain tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen YE. Koefisien variabel DER sebesar 0,008312 menunjukkan bahwa jika variabel DER naik sebesar 1 unit akan menyebabkan peningkatan pada pilihan restrukturisasi hutang dengan lainnya sebesar 0,008312 unit. Koefisien variabel OPM sebesar 0,344875 menunjukkan bahwa jika variabel OPM naik sebesar 1 unit akan menyebabkan peningkatan pada pilihan restrukturisasi hutang dengan lainnya sebesar 0,344875 unit. Koefisien variabel DOGOPM sebesar -0,36856 menunjukkan bahwa jika variabel DOGOPM naik sebesar 1 unit akan menyebabkan penurunan pada pilihan restrukturisasi hutang dengan lainnya sebesar -0,36856 unit.

10. Koefisien Determinasi Sistem

Pada persamaan SUR digunakan generalized \tilde{R}^2 untuk melihat derajat hubungan antara variabel-variabel independen dalam sistem dengan variabel dependennya. rumus dari generalized \tilde{R}^2 ialah :

$$\tilde{R}^2 = 1 - \frac{|E'E|}{|y'y|}$$

Dimana :

$|E'E|$ = Determinan dari matriks *cross product* residualnya

$|y'y|$ = Determinan dari $y'y$ atau *total sum of squares system*

Matriks dari E'E ialah :

Tabel 7. Matriks E'E

	eA	eB	eC	eD	eE
eA	10.97256	-4.00667415	-2.398846947	-1.27444	-3.2926
eB	-4.00667	5.46696906	-0.595116973	-0.27961	-0.58557
eC	-2.39885	-0.59511697	2.934016058	0.061433	-0.00149
eD	-1.27444	-0.27961242	0.061432888	2.186475	-0.69386
eE	-3.2926	-0.58556551	-0.001485026	-0.69386	4.573505

Sumber : Hasil Olahan

Sehingga diperoleh determinan dari matriks E'E untuk sistem SUR *restricted* ialah :

$$|E'E| = 145,42$$

Matriks dari $y'y$ ialah sebagai berikut :

Tabel 8. Matriks y'y

	yA	yB	yC	yD	yG
yA	11.62712	-4.389304927	-2.36204284	-1.2993241	-3.5764484
yB	-4.3893	6.264053623	-0.65750667	-0.4917723	-0.7254697
yC	-2.36204	-0.65750667	3.511596667	-0.0914853	-0.4005619
yD	-1.29932	-0.491772316	-0.091485271	2.3346153	-0.4520336
yE	-3.57645	-0.72546971	-0.400561887	-0.4520336	5.1545136

Sumber : Hasil Olahan

Sehingga diperoleh determinan dari matriks y'y untuk sistem SUR *restricted* sebagai berikut :

$$|y'y| = 241,11$$

Lalu bisa dicari \tilde{R}^2 sebagai berikut :

$$\tilde{R}^2 = 1 - \frac{|E'E|}{|y'y|}$$

$$\tilde{R}^2 = 1 - \frac{145.42}{241,11}$$

$$\tilde{R}^2 = 0,40$$

Dari hasil estimasi di atas didapat $\tilde{R}^2 = 0,40$ artinya ialah bahwa sebesar 40 % variasi dari variabel dependen pola restrukturisasi secara keseluruhan (sistem) bisa dijelaskan oleh variabel didalam model yaitu variabel CR, variabel DAR, variabel DER, variabel OPM, variabel DOG dan variabel DOGOPM sedangkan sisanya sebesar 60 % dipengaruhi oleh variabel lain di luar sistem.

11. Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 4.25 berikut ini merupakan ringkasan hasil pengolahan data untuk menentukan koefisien estimasi dan signifikansinya :

Tabel 9. Parameter Estimasi Pengaruh Karakteristik Internal Perusahaan dan Kondisi Industri Terhadap Model Restrukturisasi Utang

	Intercept	CR	DAR	DER	OPM	DOG	DOGOPM
Reschedulling	0,6171***	(0,0298)	(0,0028)	(0,0039)	(0,2515)	(0,0367)	0,5108
Debt to asset swap	0,0917	0,0562***	0,0022	(0,0017)	0,0387	(0,0511)	(0,0973)
Debt to equity swap	0,0441	0,0122	0,0023	(0,0055)*	(0,2691)**	0,1231**	0,0990
Debt to bond swap	0,1212**	(0,0219)*	(0,0101)	0,0028	0,1371	(0,0073)	(0,1439)
Hair-cut	0,1259*	(0,0167)	0,0085	0,0083**	0,3449**	(0,0279)	(0,3686)*

Sumber : Hasil Olahan

Catatan : * Signifikan pada $\alpha = 10 \%$

** Signifikan pada $\alpha = 5 \%$

*** Signifikan pada $\alpha = 1 \%$

12. Likuiditas dan pemilihan Model Restrukturisasi Utang

Hasil pengujian hipotesis atas pengaruh Likuiditas terhadap pemilihan Model Restrukturisasi Utang menunjukkan bahwa Likuiditas berpengaruh positif terhadap model penyerahan Aset dan model Penyertaan Modal dan berpengaruh negatif terhadap model penjadualan ulang, penebusan dengan obligasi, dan pemotongan utang pokok. Hasil ini mendukung penelitian sebelumnya dari John (1993) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara Likuiditas dengan biaya distress yang dalam hal ini adalah bahwa model restrukturisasi yang meringankan perusahaan (penjadualan ulang dan Potongan Pokok) menjadi lebih sulit untuk dipilih. Noe dan Wang, mengatakan bahwa *...when the firm is only moderately distress, concessions may be impossible to extract in early negotiations....*(2000, p.987).

Rata-rata Likuiditas perusahaan yang diteliti adalah 1,48. Angka tersebut menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan yang melakukan restrukturisasi utang masih memiliki Likuiditas keuangan meskipun pada batas angka yang rawan mengingat seringkali rasio lancar 2 dijadikan patokan tingkat Likuiditas yang baik. Demikian pula bila dilihat dari median sebesar 1,023 nampak bahwa lebih dari separuh perusahaan memiliki Likuiditas keuangan tanpa cadangan. Hanya sekitar 15 % perusahaan saja yang memiliki ratio lancar di atas 2. Likuiditas merupakan variabel penting dalam restrukturisasi utang. Dalam jangka pendek penting untuk diyakini bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk memfasilitasi arus kas operasionalnya terlebih dahulu sebelum melakukan penyelesaian kewajibannya. Operasi yang dapat dipertahankan akan menolong perusahaan untuk kembali menghasilkan arus kas positif yang juga dapat digunakan untuk memenuhi kewajiban utang. Kreditor adalah rasional untuk tidak memaksakan debitur menyerahkan Likuiditasnya untuk membayar kewajiban. Likuiditas yang baik saat ini diyakini dapat memperbaiki kelancaran pembayaran kewajiban dimasa yang akan datang.

Ditinjau dari sudut kreditor, dimana dalam periode dimana tingkat utang macet masih tinggi dan suasana ketidakpastian perekonomian yang tinggi pihak kreditor akan memaksimalkan pengembalian berupa Aset likuid. Semakin tinggi Likuiditas yang dimiliki debitur maka semakin kecil potongan yang diberikan dan semakin diperbesar peluang penyelesaian dengan model penyerahan Aset likuid maupun Aset fisik lainnya yang dapat meningkatkan *recovery rate*. Penyerahan Aset lain yang tidak produktif bagi perusahaan juga dipandang dapat meningkatkan *recovery rate* kreditor. Bagi pihak perusahaan pun penyerahan Aset tidak produktif dapat mengurangi beban yang harus ditanggung atas pemeliharaan dan kemungkinan penurunan nilainya.

Pengaruh positif Likuiditas terhadap penyelesaian dengan penyerahan ekuitas memberikan indikasi adanya harapan terhadap perusahaan untuk mampu bertahan dan menghasilkan kas dimasa yang akan datang. Likuiditas merupakan salah satu aspek penting untuk menjaga kelangsungan operasional dan sustainabilitas perusahaan. Bagi pemegang saham, kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas tidak hanya mengindikasikan Pemegang bagian dari *cash out* perusahaan dikemudian hari yaitu berupa dividen, tetapi lebih jauh terhadap pertumbuhan nilai saham seiring dengan perumbuhan nilai perusahaan.

Ketentuan Bank Indonesia No.31/150/KEP/DIR tahun 1998 mengatur bahwa Penyertaan Modal oleh bank sebagai akibat dari restrukturisasi kredit wajib ditarik kembali setelah perusahaan debitur mencapai laba kumulatif. Ketentuan ini

mengindikasikan adanya harapan akan membaiknya kondisi perusahaan setelah restrukturisasi utang. Tidaklah berlebihan untuk meyakini saham perusahaan masih memiliki nilai yang berarti dan akan terus meningkat. Hasil penelitian ini sejalan dengan apa yang ditemukan pada restrukturisasi utang di negara berkembang lainnya yaitu di Rusia, hasil penelitian Sexton (1999).

Likuiditas yang negatif terhadap penebusan dengan obligasi dan positif terhadap Penyertaan Modal mengindikasikan bahwa dengan Likuiditas yang baik, restrukturisasi utang tidak memerlukan adanya perubahan kontrak utang, bila sedemikian rupa tidak dapat diselesaikan maka penyerahan Aset tidak produktif dan Penyertaan Modal menjadi pilihan.

13. Struktur Modal dan Pemilihan Model Restrukturisasi Utang

Hasil penelitian ini dapat digunakan untuk membantu menjelaskan perkembangan terakhir dalam strategi pendanaan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Kondisi utang perusahaan yang diteliti rata-rata adalah 2,16 kali modal yang dimiliki, hal ini menunjukkan bahwa porsi pendanaan menggunakan utang adalah dominan. Pasar modal yang ada tidak cukup dimanfaatkan sebagai sumber pendanaan. Beberapa kondisi menjelaskan kenyataan tersebut, pertama, sumber dana utang dapat dikatakan sebagai berbiaya rendah, baik dalam pengertian biaya pengendalian, biaya *distress*, maupun biaya kebangkrutan. Kedua, pertumbuhan perbankan yang sangat cepat dibandingkan pertumbuhan pasar modal di Indonesia pada masa sebelum tahun 1997 mendukung terjadinya peningkatan *leverage* perusahaan. Ketiga, kondisi nilai tukar rupiah yang relatif stabil serta terjadinya perbedaan harga pada pinjaman luar negeri dibandingkan dengan pinjaman dalam negeri, yang mendorong perusahaan melakukan *off-shore loan*.

Hasil pengolahan data menunjukkan bahwa Struktur Modal berpengaruh positif terhadap *debt to bond swap*, dan *write-off* tetapi berpengaruh negatif terhadap model restrukturisasi *debt to asset swap*, penyertaan modal, dan penjadualan kembali. Hasil ini diantaranya menunjukkan adanya kecenderungan perusahaan untuk mempertahankan *leverage*. Kenyataan tersebut dapat dijelaskan dengan dua kemungkinan. Pertama, budaya perusahaan dalam hal pendanaan. Kedua, peraturan BI yang membatasi pertukaran utang dengan modal.

Merujuk pada Perotti dan Spier (1993) dikatakan bahwa perusahaan dapat menggunakan *leverage* secara strategis apabila perusahaan mengalami penurunan laba dan memerlukan investasi baru untuk menyelesaikan kewajiban. Beberapa model pemikiran dikembangkan dari konsep tersebut. Pertama, apabila renegotiasi dan penyertaan modal tidak dimungkinkan dan dalam kondisi laba perusahaan menurun maka kontrak kewajiban sepenuhnya tidak akan dapat dipenuhi. Hal tersebut tentunya akan berakibat pada kerugian yang harus ditanggung oleh pemegang saham sebagai residual *claimants*. Model kedua adalah apabila negosiasi dimungkinkan tetapi penyertaan modal tidak dimungkinkan, dalam kondisi laba perusahaan menurun maka debitur tidak memiliki pilihan selain menerima pembayaran yang lebih rendah (*hair-cut*), hal ini sesuai dengan penyelesaian dari *generalized Nash bargaining problem*. Model ketiga, renegotiasi dimungkinkan demikian pula dengan penyertaan modal, maka dalam kondisi laba menurun *leverage* akan diturunkan melalui penyertaan modal dan selanjutnya debitur memberikan keringanan

Hasil positif terhadap *debt to bond swap* dan potongan pokok pinjaman menjelaskan dalam hal leverage perusahaan yang tinggi terutama sebagai akibat perubahan nilai tukar, tidak terjadi perubahan dalam strategi pendanaan perusahaan, potongan pokok pinjaman digunakan untuk menormalkan kembali *leverage*. Perubahan terjadi pada jenis pinjaman, dari pinjaman bank kepada pinjaman publik.

Penggunaan pinjaman publik untuk menyelesaikan kondisi *distress* merupakan suatu fenomena tersendiri perlu mendapat perhatian. Hutang publik memiliki karakteristik yang berbeda dengan hutang bank, pertama dalam hal kontrol kreditur, tersebar nya kreditur menurunkan tingkat kendali atas operasi perusahaan. Kedua, risiko pasar dan term structure yang melekat pada obligasi. Penggunaan obligasi untuk restrukturisasi utang dengan dua karakteristik tersebut mengindikasikan kebutuhan perusahaan untuk mengelola utang dengan cara yang berbeda di masa depan.

14. Asset dan pemilihan Model Restrukturisasi Utang

Pengaruh besarnya Aset terhadap Model Restrukturisasi Utang akan menjelaskan tingkat jaminan Aset fisik atas beban utang. Semakin besar aset mengindikasikan semakin besar pula kemampuan Aset untuk menjamin utang. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kemampuan Aset untuk menjamin utang berpengaruh positif terhadap penyerahan Aset, penyertaan Modal, dan potongan utang, dan karenanya menjadi berpengaruh negatif terhadap penjadualan ulang dan penebusan dengan obligasi, Nilai likuidasi Aset merupakan nilai pengembalian optimum bagi kreditor. Nilai Aset yang besar yang melebihi jumlah utang akan meningkatkan keringan dalam bentuk pemotongan utang untuk mendorong penyerahan Aset untuk menurunkan kewajiban. Hasil ini sesuai dengan penelitian terdahulu dari Bester (1994), dan Hart and Moore (1989) yang menilai penyerahan Aset adalah inefisien.

Nilai aset sampel rata rata adalah sama dengan jumlah utang ($DAR = 1$) menurut nilai buku, maka dapat diinterpretasikan bahwa nilai Aset sama dengan nilai utang menurut nilai bukunya. Dalam kondisi ekonomi terpuruk nilai Aset tersebut umumnya menjadi lebih kecil yang disebabkan oleh mengecilnya pasar, dengan demikian Aset menurunkan nilai penjaminannya terhadap utang. Dengan asumsi bahwa nilai buku sama dengan nilai riil maka nilai Aset adalah sama dengan nilai utang.

Pertimbangan dalam penyerahan Aset umumnya tidak hanya untuk kepentingan penyelesaian kewajiban., demikian pula dalam pertimbangan kepentingan kreditor penyelesaian kewajiban tidaklah eksklusif. Adalah penting untuk turut diperhatikan *sustainability* perusahaan pasca restrukturisasi. Aset produktif yang menghasilkan Likuiditas bagi perusahaan memiliki kendala dalam penyerahannya. Sehingga, sekalipun jumlah Aset berpengaruh positif terhadap model restrukturisasi penyerahan Aset, model penyerahan Aset terkendala oleh pertimbangan operasi perusahaan dimasa yang akan datang. Hanya Aset tidak produktif yang memungkinkan dimanfaatkan untuk menurunkan kewajiban tanpa terkendala. Akan tetapi apabila Likuiditas operasional juga dalam kondisi sulit maka Aset tidak produktif akan terlebih dahulu digunakan untuk meningkatkan Likuiditas untuk kepentingan operasional.

Obligasi merupakan jenis utang yang terjamin (*secured loan*) karena dalam penerbitannya khususnya dalam kerangka pendanaan perusahaan menuntut adanya jaminan atas pencairan kupon dan pokok pada saat jatuh tempo. Dalam kerangka restrukturisasi utang, maka dengan semakin besarnya Aset yang dimiliki perusahaan

peluang untuk digunakannya model pertukaran obligasi menjadi semakin kecil. Penggunaan obligasi tidak dapat digunakan untuk menyelesaikan kewajiban dengan memberikan kesempatan waktu untuk membenahi kembali aset perusahaan, Dalam penelitian ini memang tidak diperoleh data *maturity* obligasi, namun demikian secara umum obligasi berjangka waktu panjang, sehingga setidaknya waktu jatuh tempo utang diperpanjang untuk jangka waktu yang cukup panjang. Penggunaan jenis obligasi konversi lebih lanjut menghapuskan kewajiban melunasi apabila pemegang obligasi menggunakan hak konversinya, hal tersebut akan mengakibatkan terdilusinya kepemilikan pemegang saham lama.

Pada penelitian ini, seperti telah dikemukakan di atas Aset yang dimiliki rata-rata adalah sama dengan utang yang berarti tidak adanya jaminan lebih atas utang. Penyertaan Modal dalam restrukturisasi hanya dimungkinkan bagi debitur yang memiliki Aset lebih besar dari kewajibannya. Hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan dengan Aset besar masih menarik minat investor karena adanya nilai likuidasi dari aset tersebut. Bester (1994) berkaitan dengan besarnya Aset dan keringanan yang diberikan dalam restrukturisasi utang mengemukakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara Aset dengan keringanan yang diberikan. Hasil penelitian ini mendapati hasil yang sesuai dengan pemikiran Bester tersebut. Semakin besar Aset yang dimiliki mendorong kreditur untuk memberikan keringanan, hal ini menunjukkan adanya pertimbangan dalam restrukturisasi utang kecuali maksimalisasi pengembalian kepada kreditur. Hal yang sama juga dijelaskan oleh pengaruh negatif antara Aset dengan penjadualan ulang

15. Profitabilitas, Kondisi Industri, Daya saing perusahaan dan pemilihan Model Restrukturisasi Utang

Profitabilitas yang semula diduga akan berpengaruh positif terhadap penjadualan ulang dan Potongan pokok, ternyata adalah berpengaruh negatif terhadap penjadualan ulang dan penyertaan modal, sementara itu tidak hanya positif terhadap Potongan Pokok tetapi juga positif terhadap model penyerahan Aset, dan penukaran dengan obligasi. Memperhatikan Profitabilitas semata yang diperoleh perusahaan dari operasinya tidak cukup memberikan keyakinan kepada kreditur akan kondisi profitabilitas yang sama dan lebih baik di masa yang akan datang. Karenanya penjadualan ulang dikhawatirkan hanya akan menunda pembayaran saja dan tidak memberikan penyelesaian. Preferensi penyelesaian utang dengan menyerahkan Aset, menukarkan dengan obligasi, dan menyerahkan saham adalah lebih membuka peluang perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban secara lebih pasti. Pengaruh yang paling signifikan terhadap penyerahan ekuitas mempertegas argument penyelesaian kewajiban tersebut. Rata-rata perolehan marjin operasi adalah negatif 5%. Hal tersebut menandakan bahwa kondisi Profitabilitas pada saat restrukturisasi meniadakan keyakinan akan kemampuan perusahaan untuk *service* utang dalam jangka pendek.

Dilihat dari sudut pandang kreditur, model restrukturisasi yang digunakan menunjukkan adanya tuntutan kreditur atas jaminan yang lebih baik atas utang. Keputusan penyerahan Aset adalah mungkin tidak hanya didasari oleh pemikiran untuk melakukan penciptaan usaha, tetapi lebih memberikan kepastian penyelesaian mengingat nilai jual Aset adalah belum tentu menguntungkan. Demikian pula halnya dengan nilai obligasi dan saham yang diterima kreditur.

Kondisi Industri yang ditunjukkan melalui Pertumbuhan Output Industri (*Industry Output Growth*) apabila dilihat sepihak belum dapat digunakan untuk menguatkan pengambilan keputusan restrukturisasi utang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Kondisi Industri berpengaruh negatif terhadap Penjadualan Kembali dan lebih memberikan pengaruh positif yang signifikan terhadap Penyertaan Modal. Pengaruh Kondisi Industri perlu untuk dilihat bersama-sama dengan Profitabilitas yang dimiliki oleh perusahaan. Interaksi antara kondisi industri dengan profitabilitas perusahaan menunjukkan daya saing perusahaan dalam industri. Industri yang baik saja tidak cukup apabila tidak didukung oleh kemampuan perusahaan untuk memenangkan kompetisi di dalam industri.

Kemampuan perusahaan untuk memberikan hasil yang baik secara berkesinambungan memerlukan dukungan Kondisi Industri yang baik pula. Karenanya Profitabilitas yang baik adalah Profitabilitas yang memberikan keyakinan akan keberlanjutannya, yang ditunjukkan dengan adanya daya saing perusahaan dalam industri. Perusahaan dalam kondisi *distress* tetapi masih memiliki daya saing, yaitu Profitabilitas yang didukung oleh Kondisi Industrinya yang baik, diduga akan lebih memilih model Penjadualan Kembali (*rescheduling*) dalam menyelesaikan kewajibannya selain meminta pula keringanan dalam bentuk pemotongan.

Hasil penelitian ini mendukung hipotesis yang dibuat yaitu bahwa daya saing perusahaan merupakan salah satu faktor utama dalam pemilihan Model Restrukturisasi Utang. Semakin baik daya saing yang masih dimiliki perusahaan semakin besar pula persentase utang yang diselesaikan dengan cara Penjadualan Kembali.

16. Conclusion

Restrukturisasi utang merupakan salah satu proses yang dilakukan oleh perusahaan yang mengalami kesulitan pemenuhan kewajiban utangnya. Proses tersebut dilakukan untuk menghindari tuntutan likuidasi oleh kreditor. Kesulitan keuangan yang dialami perusahaan umumnya terjadi sebagai akibat dari kegagalan investasi, akan tetapi kesulitan keuangan khususnya kesulitan untuk memenuhi perjanjian kredit dapat juga terjadi secara tiba-tiba yang lebih disebabkan oleh kondisi ekonomi secara nasional.

Restrukturisasi utang merupakan proses yang tidak terpisahkan dari keseluruhan proses restrukturisasi perusahaan. Restrukturisasi dilakukan untuk mengembalikan kondisi perusahaan yang sehat sehingga mampu untuk memenuhi segala komitmen yang telah dibuat oleh perusahaan sebelumnya, yaitu komitmen untuk tumbuh dan meninggikan nilai perusahaan. Restrukturisasi utang dilakukan selain untuk mengembalikan kondisi pinjaman menjadi lancar, yaitu mampu untuk dibayar pada saat jatuh tempo, tetapi juga untuk mengembalikan Likuiditas perusahaan. Restrukturisasi utang karenanya merupakan proses penyamaan persepsi antara perusahaan, investor, dan kreditor mengenai kondisi keuangan perusahaan khususnya kemampuan membayar di masa sekarang dan masa yang akan datang. Persepsi dimaksud selanjutnya diwujudkan dalam bentuk kesepakatan Model Restrukturisasi Utang.

Pemilihan Model Restrukturisasi utang sangat erat terkait dengan Karakteristik Keuangan Internal yang dimiliki Perusahaan dan didukung oleh Kondisi Industri dimana perusahaan berada. Karakteristik Keuangan Internal merepresentasikan kebijakan perusahaan dalam hal Manajemen Modal Kerja, Manajemen Produktivitas Aset, Manajemen Struktur Modal atau Pendanaan, dan Manajemen Operasional Perusahaan.

Sementara itu, Kondisi Industri dimana perusahaan berada mencerminkan rata-rata kinerja industri dan daya saing perusahaan dalam industri yang memberikan gambaran akan peluang perusahaan untuk dapat bertahan dimasa-masa yang akan datang.

Pengaruh Karakteristik Keuangan Internal terhadap pemilihan Model Restrukturisasi Utang adalah sebagai berikut :

- a. Likuiditas berpengaruh positif terhadap model penyerahan Aset (signifikan) dan model Penyertaan Modal dan berpengaruh negatif terhadap model penjadualan ulang, penebusan dengan obligasi (signifikan), dan pemotongan utang pokok.
- b. Struktur Modal berpengaruh positif terhadap *debt to bond swap*, dan *write-off* tetapi berpengaruh negatif terhadap model restrukturisasi *debt to asset swap*, penyertaan modal (signifikan), dan penjadualan kembali.
- c. Kemampuan Aset untuk menjamin utang berpengaruh positif terhadap penyerahan Aset, penyertaan modal dan potongan pokok. dan karenanya menjadi berpengaruh negatif terhadap penjadualan ulang dan penebusan dengan obligasi.
- d. Profitabilitas yang semula diduga akan berpengaruh positif terhadap penjadualan ulang dan Potongan Pokok, ternyata adalah berpengaruh negatif terhadap penjadualan ulang dan penyertaan modal (signifikan) pengaruh positif adalah terhadap Potongan pokok (signifikan) , model penyerahan Aset, dan penukaran dengan obligasi .
- e. Kondisi Industri berpengaruh negatif terhadap Penjadualan Kembali dan lebih memberikan pengaruh positif yang signifikan terhadap penyertaan modal. Pengaruh Kondisi industri dalam bentuk daya saing perusahaan dalam industri dapat menjelaskan lebih baik pengaruh positifnya terhadap penjadualan ulang

References

- Akerlof, George. 1970. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* **84**: 485-500.
- Altman, E. September 1984. A. Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, *The Journal of Finance*: 1067-1089.
- Ambarish, Ramasastry. 1987. Kose John & Joseph Williams. Efficient Signaling with Dividends and Investments. *Journal of Finance* **42**: 321-343.
- Alexander, Carol. 2001. *Market Models: A Guide to Financial Data Analysis*. John Wiley & Sons, Ltd.
- Altman, Edward I. 1993. *Corporate Financial Distress Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting and Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy*. Second Edition: John Wiley & Sons, Inc.
- B. Betker, 1993. Equity's Baring Power & Deviations from Absolute Priority in Chapter 11 Bankruptcies. Unpublished Manuscript, Ohio State University.
- Benjamin, Daniel, July 1978. The Use of Collateral to Enforce Debt Contracts. *Economic Inquiry* **16**: 333-59.
- Bergman, Yaacov Z. & Jeffrey L. Callen, March 1991. Opportunity Underinvestment in Debt Renegotiation and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* **29**: 137-71.
- Berglof, Erik. & Ernst-Ludwig Von Thadden. 1994. Short-Term Versus Long-Term Interest: Capital Structure with Multiple Investors. *The Quarterly Journal of Economics*. November: 1055-1084.
- Berman, Jay. M. 2001. Industry Output and Employment Projection to 2010. *Monthly Labor Review*.
- Best, Ronald. & Hang Zhang. 1993. Alternative Information Sources and the Information Content of Bank Loans. *The Journal of Finance* Vol. .XLVIII **4**: 507-1522.
- Bester, Helmut. 1994. The Role of Collateral in a Model of Debt Renegotiation. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 26, **1**: 72-86.
- Billett, Matthew T. & Mark J. Flannery, and Jon A. Garfinkel. 1995. The Effect of Lender Identity on a Borrowing Firm's Equity Return. *The Journal of Finance*. Vol. L, **2**: 699-718.
- Boyd, John H., Cun Chang. & Bruce D Smith. 1998. Moral Hazard under Commercial and Universal Banking. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol 30, **3**: 426-468.
- Brown, David T, Christopher M. James. & Robert M. Mooradian, 1993. The Information Content of Distressed Restructuring Involving Public and Private Debt Claims. *Journal of Financial Economics* **33**: 93-118.
- Bulow, Jeremy. & Kenneth Rogoff. 1989. A Constant Reconstructing Model of Sovereign Debt. *Journal of Political Economy*. Vol 97, **1**:155-178.
- Bulow, Jeremy. & Kenneth Rogoff. 1989. Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget. *The American Economic Review*. Vol. 79, **1**: 43-50.
- Bulow, Jeremy, 2002. First World Governments and Third World Debt. *Brookings Papers on Economic Activity* **1**: 229-254.
- Berndt, Ernst R. 1991. *The Practice of Econometrics Classic and Contemporary*. Addison-Wesley Publishing Company, Inc

- Chen, Yehning. & J. Fred Weston, and Edward I. Altman. 1995. Financial Distress and Restructuring Models. *Financial Management* Vol. 24, 2: 57-75.
- Christiansen, Hans. 2001. Moral Hazard and International Financial Crises in the 1990s. *Financial Market Trends* 78: 115-139.
- Cooper, Donald R. & Pamela S. Schindler. 1998. *Business Research Methods*. Sixth edition. McGraw-Hill International Editions.
- Darrow, Peter. 2003. Restructuring Corporate Debt in Latin America. *International Financial Law Review*: 1.
- Eberhard, Allan C. William T. Moore. & Rodney L. Roenfeldt. December 1990. Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings. *The Journal of Finance*. Vol. XLV 5: 1457-1469.
- Eberhard, Allan C, Lawrence A Weiss. 1998. The Importance of Devaluations from the Absolute Priority Rule in Chapter 11 Bankruptcy Proceedings. *Financial Management* Vol. 27, 4:106-110.
- Eaton, Jonathan. & Mark Gersovitz. 1981. Debt with Potential Repudiation: Theory and Estimation. *Review of Economic Studies* 48: 289-309.
- Fernandez, Raquel. & Robert W. Rothenthal. 1988. Sovereign Debt Renegotiations: A Strategic Analysis. NBER Working Paper 2597.
- Friedman, Benjamin. 2000. *Debt Restructuring*. NBER Working Paper 7722: 1-36.
- Finnerty, Jhon D & Douglas R. Emery. 2001. *A Practitioner's Guide Debt Management*. Harvard Business School Publishing Corporation.
- Gale, Douglas. & Martin Hellwig. October 1985. Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem. *Review of Economic Studies* 52: 647-63.
- Garleanu, Nicolae. & Jeffrey Zwiebel. 2003. Design and Renegotiation of Debt Covenants: 1-34.
- Gilson, Stuart C. Edith S. Hotchkiss & Richard S. Ruback. 2000. Valuation of Bankrupt Firms. *The Review of Financial Studies*. 13: 43-74. *Journal of Financial Economics*. 7: 355-387.
- Gilson, Stuart C. 1989. Bankruptcy, Board, Banks, and Blockholders. *Journal of Financial Economics*. 27: 355-387.
- Gilson, S.C. K. Jhon. & L.Lang. October 1990. Troubled Debt Restructuring: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default. *Journal of Financial Economics* pp: 315-353.
- Gilson, Stuart C. 1989. Management Turnover and Financial Distress. *Journal of Financial Economics*. 25: 241-262.
- Graham, John R. 2000. How Big are the Tax Benefits of Debt. *The Journal of Finance*, Vol.LV 5: 1901-1941.
- Grossman, Herschel I. & John B. Van Huyck. 1988. Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation. *The American Economic Review* Vol.78, 5: 1088-1097.
- Gujarati, Damodar. 1992. *Essentials of Econometrics*. International Ed. McGraw-Hill.
- Harless, David W & Camerer, Colin F. 1994. The Predictive Utility of Generalized Expected Utility Theories. *Econometrica* 62, 6: 1251.
- Hair, Joseph F. et.al. 1998. *Multivariate Data Analysis*. fifth ed. Prentice Hall International Inc.

- James, Christopher. June 1996. Bank Debt Restructuring and the Composition of Exchange offers in Financial Distress. *The Journal of Finance*. Vol LI, **2**: 711-727.
- Jensen, Michael C. & William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* **3**: 305-360.
- John A. Teresa. 1993. Accounting Measure of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress. *Financial Management* 22, **3**: 91.
- Jensen, M.C. Spring 1989. Active Investors, LOBs, and the Privatization of Bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance* pp: 35-44.
- John, Kose. 1993. Managing Financial Distress and Valuing Distressed Securities: A Survey and a Research Agenda. *Financial Management* 22, **3** : 60-78.
- Klimenko, M, Mikhail. October 2002. Trade interdependence, the international financial institutions, and the recent evaluation of sovereign-debt renegotiations. *Journal of International Economics*; Amsterdam, Vol **58**: 177-209.
- Kreps, David M. & Robert Wilson, January 1982. Sequential Equilibria. *Econometrical*, Vol 50: 97-109.
- Kasyanov & Mikhail, 2001. Russian Premier Looks for Italian Support to Debt for Equity Swap. *BBC Monitoring Former Soviet Union-Economic*: **1**.
- Lasfer, M. Ameziane. & Pullyur S. Sudarsanam. & Richard J. Taffler. 1996. Financial Distress, Asset Sales, and Lender Monitoring. *Financial Management*. Vol. 25, **3**: 57-66.
- Leland, Hayne & David Pyle. 1977. Information Asymmetries Financial Structure. *Journal of Finance* **32**: 371- 374.
- LP3E-FE UNPAD, April 2004. Kajian Potensi dan Daya Saing Produk Ekspor ke Pasar Non-Tradisional. Kerjasama dengan BPEN Departemen Perindustrian dan Perdagangan RI.
- Lai, Jim & Sudarsanam, Sudi. 1997. Corporate Restructuring in Response to Performance Decline: Impact of Ownership, Governance and Lenders. *European Finance Review*, **1** : 197-233.
- Milman, David. & Gary Cook. 2002. Managing Distressed Companies: Adapting to a New Legal Culture. *Managerial Finance* 28, **6**: 34-45.
- Miller, Merton H. & Kevin Rock. 1985. Dividend Policy Under Assymmetric Information. *Journal of Finance*: 1053 -1070.
- Modigliani, F. & M.H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* **48**: 261-297.
- Modigliani, F, 1963. "Corporate Income Tax and the Cost of Capital", *American Economic Review* **48**: 433-443.
- Myers, Stephen A. 1977. The Determination of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* **5**: 147-176.
- MacDonald, Robert S. 2000. Going, Going, Gone: Orderly Liquidation Value and Auction Value Uses and Misuses. *The Secured Lender* 56, **3**: 74.
- Meggingsons, William L. 1997. *Corporate Finance Theory*. An imprint of Addison Wesley Longman, Inc.
- Noe T.H & Wang J. 2000. Strategic Debt Restructuring. *The Society for Financial Studies*, **13**: 985-1015.

- Noe T.H & Wang J. Strategic Maneuver in Debt Restructuring with many Creditor. *Working Paper Series*.
- O. Hart. & J. Moore. May 1989. Default and Reorganization: A Dynamic Model of Debt. Unpublished Manuscript, MIT.
- O. Hart. & J. Moore, 1988. Incomplete Contracts and Reorganization. *Econometrical* **56**: 755-785.
- P. Asquith, R. Gertner. & D. Scharfstein, October 1991. *Anatomy of Financial Distress. An Examination of Jung-Bond Issuers*, NBER Working Paper **3942**:Cambridge, MA.
- Park, Cheol. 2000. Monitoring and Structure of Debt Contracts. *The Journal of Finance* Vol. LV **5**: 2157-2195.
- Petersen, Mitchell A. & Raghuram G. Rajan. The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance* Vol. XLIX, **1**: 3-37.
- Perotti, Enrico C & Spier, Kathryn E. 1993. Capital Structure as a Bargaining Tool: The Role of Leverage in Contract Renegotiation. *The American Economic Review* **83**, **5**: 1131.
- Petri, Fabio. Theory of Output Growth and Per Capita Output Growth: with or without Say's Law?. *Dipartimento di Economia Politica*. 1-30.
- Porter, Michael E, 1980. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. The Free Press New York.
- R. Haugen. & L.W. Senbet. 1988. Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure. *Journal of Finance and Quantitative Analysis* pp: 27-38.
- Rajan, Raghuram G. 1992. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt. *The Journal of Finance* Vol. XLVII, **4**:1367-1400.
- Ready, Mark J. & Elizabeth R. Odders- White. 2003. Credit Rating and Stock Liquidity. *Unpublished paper University of Wisconsin-Madison*.
- Ross, Stephen A. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive - Signally Approach. *Bell Journal of Economics and Management Science*, **8**: 23 - 40.
- Rosellon, Miguel. 2000. Capital Structure in an Industry Equilibrium with Endogeneous Liquidation Values. *European Finance Review* **4**, **3**: 279.
- Ronald M, Giammarino. 1989. The Resolution of Financial Distress. *Journal Review of Financial Studies*. **1**: 25-47.
- Rosenstein, Stuart. & Wyatt, Jeffrey G. Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*. **26**: 175-191.
- Sexton, Robert. 1999. Debt-Equity Swap-A Solution for Russian Loans. *International Financial Law Review*. Vol. 18,**1**: 29-32.
- Slovin, Myron B. & Marie E. Sushka. & John A. Polonchek. 1993. The Value of Bank Durability: Borrowers as Bank Stakeholders. *The Journal of Finance*, Vol. XLVIII, **1**: 247-266.
- Smith, Clifford W. Jr. & Ross L Watts. Oct 1992. The Investment Opportunity. *Journal of Financial Economics* **32**: 263- 292.
- Spence, Michel, J. 1973. Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics* **87**: 355- 374.
- Stromberg, Per. 2000. Conflict of Interest and Market Illiquidity in Bankruptcy Auctions: Theory and Tests. *The Journal of Finance*, Vol. LV, **6**: 2641-2692.

- Scott, James H, Jr. 1977. Bankruptcy, Secured, Debt, and Optimal Capital Structure. *Journal of Financial*. **32**: 1-19.
- Sekaran, Uma. 2003. *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach*. Fourth Edition . John Wiley & Sons, Inc.
- Takisaki Akio. 2003. Japan: Make Debt to Equity Swaps Tax Efficient. *International Tax Review* Vol. 14, **1**: 52.
- The Economist. 1994. Guide to Economic Indicators: Making Sense of Economics. Clays Ltd.
- Venkataraman, Subu. 1996. Financial Distress and The Role of Capital Contribution by The Owner Manager. *Working Paper Series*. 22-96.
- Weiss, L, October 1990. Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims. *Journal of Financial Economics*, pp: 285-314.
- Wells, Robin, June 1993. Tolerance of Arrearages: How IMF Loan Policy Can Debt Reduction. *The American Economic Review*, Vol 83, **3**: 261-633.
- Weston, J. Fred, Juan A. Siu. & Brian A. Johnson. 2001. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. Third Edition. Prentice Hall.

-----oo0oo-----