



Website:

ejournal.umm.ac.id/index.php/jrak

Afiliasi:

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas Airlangga, Surabaya,
Indonesia

***Correspondence:**

santi.novita@feb.unair.ac.id

DOI: 10.22219/jrak.v9i3.62

Sitasi:

Novita, S., Tjahjadi & Irwanto.
(2019). Zombie Dan Diversifikasi
Dalam Masa Krisis Keuangan
Global. *Jurnal Reviu Akuntansi dan
Keuangan*,
9(3), 295-308.

Proses Artikel

Diajukan:

26 September 2019

Direviu:

10 Oktober 2019

Direvisi:

02 November 2019

Diterima:

04 November 2019

Alamat Kantor:

Jurusan Akuntansi
Universitas Muhammadiyah
Malang
Gedung Kuliah Bersama 2
Lantai 3.
Jalan Raya Tlogomas 246,
Malang, Jawa Timur,
Indonesia

P-ISSN: 2615-2223

E-ISSN: 2088-0685

Tipe Artikel: Paper Penelitian

Zombie Dan Diversifikasi Dalam Masa Krisis Keuangan Global

Santi Novita^{1*}, Bambang Tjahjadi¹, Andry Irwanto¹

ABSTRACT

This study aims to examine whether a firm with a higher degree of related diversification is less likely to have a zombie condition during the global financial crisis. The research sample is non-financial firms listed on the Indonesia Stock Exchange in the year of the global financial crisis from 2007-2009. Data are analyzed using logistic regression. The results of the study indicate that a firm with a higher degree of related diversification is less likely to have a zombie condition during the global financial crisis. Furthermore, the effect of this diversification proves to be higher for a firm with a domestic orientation than an international orientation.

KEYWORDS: Crisis, Diversification, Financial, Related, Zombie

PENDAHULUAN

Dampak krisis keuangan menimbulkan isu pentingnya strategi untuk mempertahankan kinerja. Kinerja tersebut khususnya adalah aspek kemampuan bersaing yang tentunya berujung pada aspek keberlangsungan usaha. Selain pada level perusahaan, tujuan yang ingin dicapai adalah kestabilan kinerja yang memungkinkan mengganggu stabilitas sistem perekonomian secara keseluruhan.

Hal penting yang belum menjadi perhatian adalah kondisi perusahaan yang secara persisten tidak menunjukkan perubahan. Kemungkinan pertama adalah perusahaan memiliki kondisi sehat baik pre-krisis maupun saat krisis terjadi. Kemungkinan kedua adalah perusahaan memiliki kondisi kinerja perusahaan yang secara persisten kurang baik. Kemungkinan kedua ini mengarah pada perusahaan yang mengalami kondisi “*zombie*”.

Caballero dkk. (2008) menyatakan terdapat kriteria untuk mengidentifikasi apakah perusahaan dapat dinyatakan sebagai “*zombie firm*”. Perusahaan *zombie* adalah perusahaan dengan utang yang tinggi, secara operasional tidak efisien, produktivitas sangat rendah, dan memungkinkan membatasi pertumbuhan ekonomi suatu negara. Istilah ini diperkenalkan pertama kali untuk menggambarkan bank yang mengalami *insolvency* namun tetap ada selama masa krisis.

Kondisi perekonomian yang kurang baik meningkatkan perhatian terhadap munculnya perusahaan dengan karakteristik seperti *zombie*. Kekhawatiran terhadap perusahaan *zombie* mulai memicu penelitian di Jepang. Sejak stagnasi ekonomi di Jepang tahun 1990an, tahun 2000an, dan krisis keuangan 2008, memicu diskusi yang ekstensif akan dampak perusahaan *zombie* pada pertumbuhan ekonomi (Dai dkk., 2018). Walaupun masih sangat terbatas, penelitian terkait *zombie* mencoba mencari penyebab munculnya jenis perusahaan ini dan mengevaluasi efektifitas restrukturisasi untuk menyelesaikannya.

Perusahaan yang tidak efisien berkepanjangan menyebabkan konsekuensi negatif pada pertumbuhan ekonomi. Dengan mengetahui faktor yang mampu menghambat potensi perusahaan mengalami kondisi *zombie* di Indonesia, memungkinkan untuk mengambil langkah antisipasi. Hal penting berikutnya adalah menyadari potensi kehadiran perusahaan dengan kriteria *zombie* dan keseriusan masalah yang ditimbulkan.

Salah satu hal yang dianggap memperparah kondisi perusahaan termasuk *zombie* ini adalah krisis keuangan global. Krisis keuangan global dihubungkan dengan fenomena seperti perubahan substansial volume kredit dan harga aset, gangguan fungsi intermediasi, dan pasokan pendanaan eksternal, serta masalah keseimbangan neraca baik neraca perusahaan, rumah tangga, pemerintah, dan lembaga keuangan (Claessens dan Kose, 2013, p. 4). Krisis ini dikatakan menimbulkan gangguan perekonomian di berbagai negara termasuk Indonesia (Basri dan Rahardja, 2010)

Pada penelitian ini, penentuan perusahaan yang mengalami kondisi *zombie* menggunakan definisi yang *less restrictive*. Definisi tersebut mengacu pada kondisi perusahaan yang mengalami kinerja buruk di masa pre-krisis dan berlanjut pada masa krisis secara persisten. Hal ini tentu berbeda dengan penelitian sebelumnya terutama penelitian di Jepang dengan menggunakan tipe ekstrim *zombie*. Tipe ini mengindikasikan bahwa perusahaan *zombie* adalah perusahaan yang mendapat perlindungan yang berasal dari perbankan. Perusahaan bisa tergolong sebagai “*sustain unprofit firm*” atau dalam penelitian Ahearne dan Shinada (2005) disebut sebagai “*continuing inefficient low-productivity firms*”. Perusahaan dengan kondisi ini bisa dikategorikan sebagai *zombie firm*. *Zombie firm* dalam definisi paling sederhana

digambarkan sebagai perusahaan yang secara persisten berkinerja sangat tidak efisien (Ahearne dan Shinada, 2005).

Istilah “*zombie firm*” didefinisikan secara berbeda di beberapa penelitian. Definisi tersebut mulai dari yang bersifat kurang restriktif yaitu perusahaan yang tidak efisien sampai pada yang paling restriktif yaitu perusahaan yang secara terus menerus menerima subsidi kredit. *Zombie firm* mengacu pada perusahaan yang sangat tidak efisien, serta perusahaan yang terlalu mengandalkan utang (Ahearne dan Shinada, 2005). Caballero dkk. (2008) menyatakan terdapat kriteria untuk mengidentifikasi apakah perusahaan dinyatakan sebagai “*zombie firm*”. Kriteria pertama yaitu perusahaan tersebut menerima kredit bersubsidi. Kriteria berikutnya adalah perusahaan tersebut memiliki profit kurang dari subsidi bunga yang diberikan. Perusahaan jenis ini dikatakan secara persisten mendapat dukungan dari bank yang tentunya membawa perekonomian Jepang saat itu menjadi lemah. Pada tingkat moderat, *zombie firm* juga didefinisikan sebagai perusahaan yang berusia 10 tahun atau lebih, dan memiliki *interest coverage ratio* kurang dari satu selama tiga tahun berturut-turut (McGowan dkk., 2017; OECD, 2017).

Bukti empiris terkait *zombie* masih pada tahap menemukan atribut yang melekat pada karakter perusahaan tersebut. Urionabarrenetxea dkk. (2018) mengembangkan metode pemeringkat perusahaan *zombie*, serta menemukan karakter *zombie* adalah perusahaan yang besar dan kurang teregulasi. Ahearne dan Shinada (2005) yang meneliti *zombie* berdasar industrinya, menyatakan bahwa pertumbuhan produktifitas pada industri yang terkonsentrasi adalah rendah dan adanya peran yang besar dari bank untuk memertahankan pangsa pasar perusahaan ini. Ketergantungan pada pihak ketiga ini juga disebutkan dalam penelitian Caballero dkk. (2008) dan Kwon dkk. (2015).

Menentukan penyebab perusahaan mengalami kondisi *zombie* merupakan faktor yang sangat penting walaupun teori *zombie* masih pada tahap awal pengembangan dan bukti empiris sangat terbatas (Urionabarrenetxea dkk., 2018). Caballero dkk. (2008) dalam penelitiannya mengatakakan bahwa keberadaan perusahaan dalam kondisi *zombie* ini membahayakan perusahaan *non-zombie*. Dengan demikian, melihat adanya potensi perusahaan *zombie* maka usaha dalam menemukan faktor yang memungkinkan menghambat atau mengurangi kondisi ini penting untuk dilakukan. Ahearne dan Shinada (2005) menyatakan bahwa satu hal yang pasti menyebabkan perusahaan ini tetap bertahan adalah adanya dukungan keuangan pihak ketiga. Dengan demikian, restrukturisasi perusahaanlah yang bisa memungkinkan kondisi berubah.

Theory of the growth of the firm (Penrose, 1959) menjelaskan bahwa ekspansi bisnis merupakan usaha untuk meningkatkan kinerja. Hal ini ditujukan untuk menjamin kemampuan bersaing jangka panjang. Coad dan Guenther (2013) menyatakan bahwa diversifikasi mengurangi potensi perusahaan keluar dari persaingan bisnis. Penelitian tersebut menggarisbawahi pentingnya diversifikasi terutama menjamin tingkat *survival* perusahaan. Pertanyaan berikutnya yaitu apakah diversifikasi juga menjadi faktor penting bagi perusahaan yang mengalami ketidakefisienan dalam jangka panjang, namun *survive* seperti perusahaan *zombie* ini.

Perusahaan berorientasi internasional cenderung untuk berkinerja lebih baik (Brock dan Yaffe, 2008; Goerzen dan Makino, 2007). Perusahaan tersebut memiliki akses jaringan yang lebih luas sehingga lebih mudah memperoleh sumber daya yang dibutuhkan. Kegiatan impor atau ekspor yang dilakukan memungkinkan perusahaan untuk lebih berkembang. Namun demikian, Horta dkk. (2016) yang meneliti tentang faktor internasional dan diversifikasi terhadap kinerja, menyatakan bahwa pengaruh faktor internasional hanya pada

lingkup kecil industri, sementara diversifikasi memiliki hubungan yang non-linear. Purkayastha dkk. (2012) memberikan saran tentang pentingnya diversifikasi terutama dalam kondisi ekonomi yang memburuk.

Penelitian ini diharapkan memberikan dua kontribusi. Pertama adalah dari metode penentuan perusahaan *zombie* dan sehat. Penentuan tersebut dilakukan dengan mempertimbangkan persistensi kinerja perusahaan dari *pre*-krisis sampai dengan masa krisis. Hal ini berbeda dengan Caballero dkk. (2008) ataupun Guo dkk. (2018) yang menentukan perusahaan *zombie* dari adanya subsidi kredit. Kedua adalah kontribusi empiris dari faktor penentu kondisi perusahaan mengalami *zombie*. Jika pada penelitian sebelumnya lebih menggali pada karakter yang melekat pada perusahaan *zombie*, maka penelitian ini menggali penentu atau determinan kondisi perusahaan mengalami *zombie*. Hasil penelitian diharapkan memberikan implikasi kebijakan pengawasan sistem keuangan yang dilakukan termasuk terkait keberadaan jenis perusahaan ini di dalam pasar keuangan.

Adapun struktur pembahasan dalam penelitian ini pertama adalah pendahuluan tentang gambaran adanya kondisi *zombie* di Indonesia, faktor yang mungkin memengaruhinya, dan perumusan hipotesis. Bagian kedua adalah metode penelitian yang meliputi definisi operasional, sampel penelitian, pengukuran, dan uji yang dilakukan. Bagian ketiga adalah penyajian hasil dan pembahasan, serta bagian terakhir adalah kesimpulan, implikasi, dan penelitian selanjutnya.

Perumusan Hipotesis

Strategi diversifikasi dilakukan oleh perusahaan pada bidang atau pasar yang berbeda. Walaupun dikatakan bahwa diversifikasi sebagai salah satu strategi pertumbuhan bagi perusahaan, namun pengaruh diversifikasi pada kinerja perusahaan dapat dikatakan belum memberikan gambaran yang jelas (Palich dkk., 2000). Beberapa penelitian menyatakan bahwa diversifikasi memiliki hubungan signifikan dengan kinerja. Sebaliknya menyatakan bahwa hubungan tersebut adalah negatif ataupun tidak berhubungan secara signifikan (Hernández-Trasobares dan Galve-Górriz, 2016). Sementara Zheng dan Tsai (2019) dan Santarelli dan Tran (2016) menyatakan pada level tertentu berpengaruh positif, namun level di atasnya berpengaruh negatif.

Diversifikasi mendukung kompetisi jangka panjang dan keberlangsungan usaha (Nghah-Kiing Lim dkk., 2009). Diversifikasi juga memberikan keuntungan dalam hal pendanaan ketika krisis terjadi (Kuppuswamy dan Villalonga, 2015). Hal ini mendukung *theory of the growth of the firm* (Penrose, 1959) yang menyatakan bahwa diversifikasi adalah upaya untuk menjamin keberlangsungan usaha. Pada negara yang berkembang, *related diversification* lebih banyak memberikan hasil yang positif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena adanya keuntungan dari sinergi sumberdaya dan keahlian antar perusahaan yang berbeda (Palepu, 1985; Rumelt, 1974). Dengan demikian, strategi tersebut mengurangi potensi perusahaan untuk mengalami kondisi *zombie*.

H₁: *Perusahaan dengan tingkat related diversification cenderung kurang berpotensi mengalami kondisi zombie pada masa krisis keuangan global.*

Perusahaan yang berorientasi internasional masih memiliki kesempatan untuk bersaing dengan harga kompetitif pada kondisi menurunnya mata uang dalam masa krisis keuangan. Bougheas dkk. (2018) menyatakan bahwa di tengah keterpurukan dalam masa krisis, perusahaan yang melakukan ekspor masih bisa berkompetisi serta merupakan jenis perusahaan dengan performa terbaik di banding yang lain. Basri dan Rahardja (2010) menyatakan bahwa ekspor adalah sumber dari pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Namun

demikian kondisi krisis keuangan membawa penurunan ekspor secara signifikan. Langkah untuk menyeimbangkan antara orientasi domestik dan internasional untuk menjadi strategi bagi ekonomi nasional. Hal ini mengindikasikan bahwa selain keseimbangan tersebut, baik perusahaan yang memiliki orientasi domestik maupun orientasi internasional membutuhkan strategi lain yaitu diversifikasi yang memungkinkan mampu menghambat potensi perusahaan untuk mengalami kondisi *zombie*.

H₂: *Perusahaan dengan orientasi domestik yang memiliki tingkat related diversification lebih tinggi cenderung kurang berpotensi mengalami kondisi zombie pada masa krisis keuangan global.*

H_{2b}: *Perusahaan dengan orientasi internasional yang memiliki tingkat related diversification lebih tinggi cenderung kurang berpotensi mengalami kondisi zombie pada masa krisis keuangan global.*

Berdasar latar belakang, teori, dan penelitian sebelumnya, maka penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris apakah perusahaan yang memiliki tingkat *related diversification* yang tinggi mengurangi potensi perusahaan untuk mengalami kondisi *zombie* dalam masa krisis keuangan global.

METODE

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif yang menguji pengaruh tingkat diversifikasi pada potensi perusahaan mengalami *zombie*. Variabel dependen pada penelitian ini adalah potensi perusahaan mengalami *zombie* (ZOMB), sementara variabel independennya adalah tingkat diversifikasi (DIVERS) yang dalam hal ini adalah *related diversification*. Pengujian hipotesis atas pengaruh tingkat *related diversification* terhadap potensi perusahaan mengalami kondisi *zombie* diuji dengan menggunakan regresi logistik. Adapun *software* yang digunakan adalah STATA.

Variabel kontrol penelitian adalah ukuran perusahaan (SIZE), *tangibility* (TANG), dan umur perusahaan (AGE). Berger dan Bouwman (2013) menyatakan bahwa ukuran perusahaan ini adalah salah satu karakteristik perusahaan yang diharapkan memiliki pengaruh untuk mendorong perusahaan berkinerja positif. Perusahaan besar cenderung lebih memiliki fleksibilitas keuangan (Molina, 2005). Perusahaan besar dinyatakan lebih baik dalam penggunaan teknologi, lebih terdiversifikasi, dan dikelola secara lebih baik (Margaritis dan Psillaki, 2010). Terkait *tangible asset* dinyatakan bahwa dengan proporsi aset berwujud yang besar mampu untuk menjadi jaminan bagi utang yang dimiliki (Molina, 2005). Selanjutnya terkait umur perusahaan dikatakan bahwa perusahaan yang masih dalam masa pengembangan atau perusahaan baru lebih akan berpengaruh positif pada kinerja (Love dkk., 2016).

Data dikumpulkan dari *data provider* yaitu ORBIS. Data juga dilengkapi dari laporan keuangan dan tahunan perusahaan terdaftar pada direktori Bursa Efek Indonesia (BEI). Dalam penelitian ini mencakup semua industri kecuali industri keuangan. Industri keuangan tidak digunakan karena sangat teregulasi dan memiliki karakteristik yang tidak bisa dibandingkan dengan perusahaan pada industri non-keuangan.

Penentuan krisis keuangan global dapat dilakukan secara kuantitatif atau mengikuti indikator yang dikeluarkan lembaga terkait. Secara kuantitatif misalnya untuk krisis mata uang (Claessens dan Kose, 2013, p. 21). Dalam beberapa penelitian, penentuan krisis berdasarkan indikator yang dikeluarkan lembaga keuangan atau mengikuti penelitian sebelumnya. Dungey dan Gajurel (2015) menggunakan metode *algoritme* dalam menentukan masa krisis dan mengacu pada *US Banking Sector Index*. Fosu dkk. (2016) menggunakan tahun 2007-2009 sebagai tahun krisis keuangan dengan mengikuti penelitian sebelumnya. Sementara Vithessonthi dan Tongurai (2015a) menyebutkan tahun 2007-2009 sebagai

tahun krisis keuangan global dengan penjelasan bahwa pada tahun tersebut kondisi bisnis menurun berdasarkan *Business Sentiment Index* yang dikeluarkan oleh bank setempat. Adapun Bongini dkk. (2002) menentukan masa krisis berdasar *ad hoc assessment*. Pada penelitian ini menggunakan tahun 2007-2009 sebagaimana digunakan pada penelitian sebelumnya.

Definisi operasional

Potensi perusahaan mengalami *zombie* adalah dependen variabel pada penelitian ini. Penentuan kondisi *zombie* pada penelitian ini menggunakan definisi yang kurang restriktif yaitu perusahaan yang persisten tidak efisien. Persisten sebagaimana dimaksud mengacu pada jangka waktu tiga tahun berturut-turut untuk melihat konsistensi pada kondisi yang kurang baik. Kurang restriktif mengacu pada definisi paling sederhana, sementara dalam pengukuran pada penelitian lain menggunakan pengukuran adanya subsidi kredit (Ahearne dan Shinada, 2005; Caballero dkk., 2008).

Pengukuran untuk perusahaan dengan kondisi *zombie* ini yaitu variabel *dummy* dengan kode 1, dan untuk perusahaan sehat dengan kode 0. Perusahaan yang mengalami kondisi ini adalah perusahaan yang *pre*-krisis dan pada masa krisis memiliki kinerja yang sama yaitu pada kondisi kurang baik. Hal ini ditandai dari skor Altman *Z-Score* pada *grey area* dan *distress area* dan berlanjut dengan kondisi yang sama ketika krisis keuangan terjadi. Sementara perusahaan sehat, *pre*-krisis maupun selama masa krisis, skor tetap berada pada *safe area*. Altman *Z-score* yang digunakan adalah Altman *Emerging Market Score* (EMS) sebagai berikut:

$$Z = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4 + 3,25 \quad (1)$$

Keterangan:

Z = Altman *Emerging Market Score*

X_1 = *working capital / total assets*

X_2 = *retained earnings / total assets*

X_3 = *operating income / total assets*

X_4 = *book value of equity / total liabilities*

Adapun nilai dalam mengkategorikan kondisi perusahaan adalah sebagai berikut:

1. *Safe zone*, jika nilai lebih besar dari 5,85
2. *Grey zone*, jika nilai berada pada kisaran 3,75 – 5,85
3. *Distress zone*, jika nilai kurang dari 3,75

EMS ini menjadi pilihan di antara beberapa pengukuran lainnya seperti rasio keuangan, *Altman Z-Score* (Altman, 1968), ataupun *credit rating*. Selain mengakomodasi kondisi negara berkembang seperti Indonesia, skor ini dikatakan memiliki kesesuaian dengan lembaga rating terpercaya (Alfaro dkk., 2019; Altman, 2005). *Z-Score* ini memiliki performa yang sangat baik melebihi *market model* (Chen dkk., 2018). Hal ini didukung penelitian terkait dengan digunakan *Z-Score* ini (Alfaro dkk., 2019; Altman dkk., 2017; Citron dan Taffler, 2004; Taffler dkk., 2004).

Strategi diversifikasi dapat bersifat *related diversification* ataupun *unrelated diversification* (Rumelt, 1974). *Related diversification* mengacu pada penjualan segmen perusahaan yang terkait dengan usaha utama. Pada penelitian ini diversifikasi diukur dengan membagi *related sales* dengan *total related dan unrelated sales*.

Adapun model penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\log \left(\frac{\text{Prob}(\text{ZOMB}_{i,t})}{1 - \text{Prob}(\text{ZOMB}_{i,t})} \right) = \alpha + \beta_1 \text{DIVERS}_{i,t-1} + B_1 \text{SIZE}_{i,t-1} + B_2 \text{TANG}_{i,t-1} + B_3 \text{AGE}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Keterangan:

- ZOMB_{i,t} = dummy 1 jika perusahaan i mengalami kondisi *zombie* pada tahun t, 0 lainnya
- DIVERS_{i,t-1} = diversifikasi perusahaan i, pada tahun t-1
- SIZE_{i,t-1} = ukuran perusahaan i, pada tahun t-1
- TANG_{i,t-1} = *tangibility* perusahaan i, pada tahun t-1
- AGE_{i,t-1} = umur perusahaan i, pada tahun t-1

Penggunaan lag satu tahun ini mengacu pada penelitian Berger dan Bouwman (2013) dan Chung dkk. (2013). Hal ini memberi gambaran apakah perusahaan yang memiliki strategi diversifikasi ini dapat menjadi penyangga kinerja apabila krisis terjadi.

Pada uji pertama dilakukan regresi logistik untuk keseluruhan sampel pada konteks krisis keuangan global. Uji ini dilanjutkan dengan membedakan antara perusahaan berorientasi internasional maupun orientasi domestik untuk mendapatkan gambaran yang lebih jelas peran variabel independen dalam konteks perusahaan yang memiliki perbedaan orientasi. Perusahaan berorientasi internasional adalah perusahaan yang terlibat dalam kegiatan ekspor atau impor, maupun keduanya (Vithessonthi dan Tongurai, 2015b). Variabel ini diukur dengan menggunakan *dummy*. *Dummy* 1, jika perusahaan memiliki kegiatan ekspor, dan 0 jika perusahaan tidak memiliki kegiatan ekspor.

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan, tangibility, dan umur perusahaan. Ukuran perusahaan diukur dengan *natural logaritma* dari total aset perusahaan (Chung dkk., 2013; Vithessonthi dan Tongurai, 2015b). Berger dan Bouwman (2013) menyatakan bahwa ukuran perusahaan ini adalah salah satu karakteristik perusahaan yang diharapkan memiliki pengaruh untuk mendorong perusahaan berkinerja positif. *Tangibility* adalah proporsi aset berwujud yang dimiliki perusahaan dari keseluruhan aset. *Tangibility* ini diukur dengan rasio *fixed asset* dibagi *total asset* (Chung dkk., 2013; Fosu dkk., 2016; Vithessonthi dan Tongurai, 2015b). Umur perusahaan ini akan diukur dengan *natural logaritma* dari jumlah tahun sejak perusahaan berdiri sampai dengan tahun pengamatan (Vithessonthi dan Tongurai, 2015b). Variabel kontrol ini dengan menggunakan *lag* 1 tahun (Berger dan Bouwman, 2013; Chung dkk., 2013).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi statistik yang digambarkan pada tabel 1, menunjukkan bahwa proporsi perusahaan yang mengalami kondisi *zombie* (ZOMB) adalah sebesar 0,373 dari total sampel. Hal tersebut menunjukkan bahwa jumlah perusahaan yang mengalami *zombie* tidak cukup besar dibanding perusahaan yang mampu mempertahankan kondisi sehat pada saat krisis keuangan global terjadi. DIVERS menunjukkan keterkaitan kegiatan bisnis segmen usaha dengan bisnis utama perusahaan. Rata-rata perusahaan memiliki keterkaitan yang kuat dengan bisnis utama. Nilai minimum 0,000 ini bukan merupakan nilai *dummy* 0, melainkan tingkat keterkaitan segmen usaha dengan bisnis utama sangat kecil atau sangat terdiversifikasi. Sementara nilai maksimum 1 menunjukkan bahwa segmen usaha melakukan diversifikasi terkait atau *related* baik secara horizontal maupun vertikal. Variabel kontrol SIZE yang diukur menggunakan *logaritma natural* (Ln) *total asset* menunjukkan rata-

rata perusahaan memiliki Ln total asset 13,621, dengan nilai minimum 6,339 dan maksimum 18,578. TANG atau *tangibility* diukur dengan aset tetap total dibagi dengan total aset. Nilai rata-rata untuk keseluruhan sampel 0,486, nilai minimum 0,010 menunjukkan nilai aset tetap yang sangat kecil relatif terhadap keseluruhan aset, sementara nilai maksimum 0,994 menunjukkan dominasi aset tetap terhadap total aset perusahaan. AGE atau umur perusahaan ini diukur dengan logaritma natural jumlah tahun sejak perusahaan berdiri sampai dengan tahun pengamatan. Rata-rata nilai jumlah tahun tersebut sebesar 3,080 atau rata-rata umur perusahaan 22 tahun. Sementara umur perusahaan tertinggi yaitu nilai 4,553 atau 95 tahun dan minimal 1,099 atau 3 tahun.

Pada Tabel 2, menggambarkan perbandingan rata-rata variabel independen DIVERS dan variable kontrol antara perusahaan yang sehat dan *zombie*. Adapun sampel perusahaan sehat yaitu 364 *firm-year observation* dan perusahaan yang mengalami kondisi *zombie* sebesar 217 *firm-year observation*. Sementara untuk uji beda rata-rata, perbedaan signifikan antara kedua grup ditunjukkan pada variabel DIVERS dan TANG. Hal ini merupakan gambaran awal kemungkinan menjadi faktor yang berpengaruh pada kondisi *zombie*.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
	Obs	Min	Maks	Rata-rata /proporsi	Std. dev	
A: Variabel dikotomi						
ZOMB	581	0,000	1,000	.373		
B: Variabel kontinu						
DIVERS	581	0,003	1,000	0,953	0.165	
SIZE	1	58	6,339	18,57	13,62	1.919
TANG	1	58	0,010	0,994	0,486	0,241
AGE	1	58	1,098	4,553	3,080	0,566

Tabel 1.
Deskripsi statistik

Independent Variable	Sehat N=364	<i>Zombie</i> N=217	Sig.
DIVERS	0,970	0,924	0.001
SIZE	13,682	13,520	0.327
TANG	0,431	0,578	0,000
AGE	3,080	3,081	0.992

Tabel 2.
Uji beda rata-rata grup *zombie* dan sehat

	(1) Keseluruhan	(2) Orientasi Domestik	(3) Orientasi Internasional
DIVERS	-1,997** (-3,57)	-1,959** (-2,61)	-2,235** (-2,56)
SIZE	-0,118** (-2,43)	-0,205*** (-2,97)	-0,020 (-0,28)
TANG	3,006*** (7,28)	4,345*** (7,74)	0,655 (0,91)
AGE	0,171 (1,01)	0,311 (1,30)	-2,235 (-1,44)
_cons	0,954 (1,00)	0,743 (0,59)	3,145* (1,90)
N total	581	360	221
N (zombie)	217	124	93
N (sehat)	364	236	128
Pseudo R ²	0,092	0,179	0,032

Tabel 3.
Hasil uji
regresi
logistik

t statistics in parentheses * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Pada Tabel 3 kolom (1), merupakan hasil regresi logistik untuk menguji pengaruh DIVERS pada potensi perusahaan mengalami kondisi *zombie* dalam masa krisis keuangan global. Variabel dependen diukur menggunakan *dummy* 1 untuk kategori *zombie*, 0 untuk sehat. Jumlah observasi dengan kondisi *zombie* sebesar 37,3% dari jumlah total. Sementara perusahaan sehat sebesar 62,6%. Pada uji ini menunjukkan hasil yang signifikan pada level 0,01, dengan kemampuan model yang menjelaskan terjadinya potensi perusahaan mengalami kondisi *zombie* sebesar 0,092 yang ditunjukkan dari *Pseudo R²*. Hasil dari regresi logistik tersebut menunjukkan *odds ratio* variable DIVERS adalah $e^{-1.997}$ atau 0,135. Nilai ini <1 menunjukkan pengaruh negatif, atau menunjukkan bahwa semakin tinggi DIVERS maka menghambat potensi perusahaan mengalami kondisi *zombie*. Sementara untuk variabel kontrol SIZE dan TANG berpengaruh signifikan, namun AGE tidak signifikan. *Odds ratio* untuk variabel SIZE ini adalah $e^{-0.118}$ atau 0,887 yang berarti pengaruh yang negatif yang berarti semakin besar ukuran perusahaan, semakin menghambat perusahaan mengalami potensi *zombie*. *Odds ratio* TANG adalah $e^{3.006}$ atau 20,218, sehingga dalam hal ini arah pengaruh positif yang berarti semakin tinggi tingkat *tangibility* akan mendorong perusahaan mengalami kondisi *zombie*.

Tabel 3 kolom (2) menunjukkan bahwa pada perusahaan yang memiliki orientasi domestik, DIVERS menunjukkan pengaruh signifikan dengan arah negatif. Hasil ini memiliki pola yang sama dengan dengan pengujian pada kolom (1). Demikian pula dengan variabel kontrol menunjukkan signifikansi dan arah yang sama. Dalam model ini menunjukkan kemampuan menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap kemungkinan perusahaan mengalami *zombie* dengan *Pseudo R²* lebih tinggi yaitu 0,179. Tabel 3 kolom (3), yaitu uji regresi logistik pada perusahaan yang memiliki orientasi internasional, diversifikasi tetap signifikan dengan tingkat signifikansi yang lebih rendah yaitu 0,05, sementara variabel kontrol tidak signifikan serta *Pseudo R²* rendah lebih rendah pula.

JRAK

9.3

Hasil penelitian memberikan gambaran bahwa secara keseluruhan variabel tingkat *related diversification* menjadi faktor yang mempengaruhi perusahaan untuk mengalami kondisi *zombie*. Uji tersebut membuktikan bahwa semakin tinggi tingkat *related diversification*, perusahaan cenderung tidak mengalami potensi *zombie*. Hasil ini secara umum mendukung

penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa *related diversification* mendukung kinerja perusahaan (Bettis, 1981; Hill dan Snell, 1988; Montgomery, 1994). Hasil penelitian ini juga mendukung pengaruh diversifikasi pada kemampuan perusahaan dalam berkompetisi dalam jangka panjang atau *survival* sebagaimana hasil penelitian Coad dan Guenther (2013) dan Ngah-Küing Lim dkk. (2009). Pada negara yang berkembang, *related diversification* lebih banyak memberikan hasil yang positif terhadap kinerja perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena adanya keuntungan dari sinergi akan sumberdaya dan keahlian antar perusahaan yang berbeda (Palepu, 1985; Rumelt, 1974). Alfaro dkk. (2019) menyatakan bahwa baik *related* maupun *unrelated diversification* memiliki hubungan positif dengan kinerja, namun diversifikasi tersebut hendaknya fokus dan tidak terlalu luas lingkungannya. (Kuppuswamy dan Villalonga, 2015) yang meneliti diversifikasi dan nilai perusahaan pada konteks krisis menyatakan bahwa diversifikasi dapat dijadikan sebagai fungsi penjamin bagi investor. Diversifikasi juga memberikan keuntungan dalam hal pendanaan ketika krisis terjadi.

Untuk variabel kontrol, ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif yang berarti bahwa perusahaan yang semakin besar menghambat potensi kerentanan perusahaan. Ashraf dkk. (2016) yang meneliti pada industri perbankan menyatakan bahwa ukuran perusahaan berhubungan dengan kerentanan. Demikian pula Goto dan Wilbur (2019) yang menyatakan bahwa tingkat perusahaan mengalami *zombie* semakin tinggi ketika ukuran perusahaan semakin rendah. Margaritis dan Psillaki (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang besar semakin memungkinkan menggunakan sumber daya baik teknologi dan strategi yang lebih baik. Sementara *tangibility* memiliki arah positif yang berarti semakin besar porsi aset tetap mendorong perusahaan berpotensi mengalami *zombie*. Hal ini sejalan dengan Margaritis dan Psillaki (2007) yang menyatakan bahwa lebih besar *intangible asset* lebih efisien, dan Chung dkk. (2013) yang menyatakan bahwa perusahaan yang gagal cenderung yang memiliki ukuran kecil dan memiliki rasio *tangibility* yang tinggi. Umur perusahaan tidak signifikan pada penelitian ini sebagaimana penelitian Goto dan Wilbur (2019)

Pada perusahaan yang berorientasi domestik maupun internasional menunjukkan bahwa diversifikasi adalah faktor yang penting. Diversifikasi dapat dijadikan sebagai penyangga perusahaan *zombie* dalam menghadapi masa krisis. Strategi perusahaan seperti diversifikasi ini dapat digunakan. Strategi terkait keuangan perusahaan seperti *leverage* dalam hal ini tidak lagi memungkinkan untuk dilakukan. Sebagaimana penelitian Urionabarrenetxea dkk. (2018) yang menyatakan bahwa *leverage* tidak berhubungan dengan tingkat *zombie*. Ahearne dan Shinada (2005) menambahkan bahwa perusahaan *zombie* bisa bertahan karena dukungan finansial dari perbankan. Hal ini menyiratkan bahwa perusahaan jenis *zombie* ini tidak memiliki pilihan terkait struktur keuangan, sehingga memungkinkan strategi lain untuk digunakan yaitu dari aspek non-keuangan.

Hasil penelitian mendukung *theory of the growth of the firm* (Penrose, 1959) yang menjelaskan bahwa semakin perusahaan berekspansi semakin tinggi pula kinerja. Hal ini tentunya berdampak pada kelangsungan usaha jangka panjang. Diversifikasi dalam teori ini dikatakan sebagai langkah umum untuk pertumbuhan perusahaan (Penrose dan Penrose, 2009, p. 126). Hasil penelitian ini tidak berdasarkan pada *zombie theory*. Teori tersebut tidak berfokus pada perusahaan *zombie* secara individual tapi lebih mengarah pada permasalahan keseluruhan dan potensinya pada kondisi ekonomi.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *related diversification* lebih tinggi, lebih kecil kecenderungannya untuk mengalami potensi *zombie*. *Related diversification* dapat dijadikan sebagai cara untuk meyakinkan investor akan kemampuan bersaing jangka panjang serta sebagai salah satu strategi bagi perusahaan dalam menghadapi krisis. Hasil

penelitian ini mendukung Nachum (2004) yang menyatakan bahwa *related diversification* pada negara berkembang memberikan hasil yang lebih baik.

Pengaruh diversifikasi pada potensi *zombie* ditunjukkan pula pada perusahaan yang berorientasi domestik maupun internasional. Keuntungan dari perusahaan yang melakukan ekspor atau berorientasi internasional dalam masa krisis adalah perusahaan ini memiliki ketahanan yang tinggi atau tidak lebih mudah rentan saat krisis keuangan terjadi (Vithessonthi dan Tongurai, 2015b). Bougheas dkk. (2018) menyatakan bahwa perusahaan ini memiliki performa terbaik dalam menghadapi krisis walaupun secara umum tingkat ekspor menurun signifikan. Perusahaan ini juga dikatakan memiliki kesempatan yang lebih besar untuk investasi daripada perusahaan berorientasi domestik. Pada perusahaan berorientasi domestik, tentu harus lebih banyak yang dilakukan dalam menghadapi masa krisis dibandingkan perusahaan berorientasi internasional. Jika perusahaan berorientasi internasional masih bisa masih bisa berkompetisi ditengah krisis, maka bagi perusahaan berorientasi domestik harus memaksimalkan implementasi *related diversification* untuk mengurangi potensi perusahaan mengalami kondisi *zombie*.

SIMPULAN

Perusahaan dengan tingkat *related diversification* yang lebih tinggi cenderung menghambat potensi untuk mengalami kondisi *zombie* saat krisis keuangan global terjadi. Hasil penelitian mendukung *theory of the growth of the firm* yang menyatakan bahwa ekspansi bisnis adalah usaha untuk meningkatkan kinerja dan menjamin kemampuan bersaing jangka panjang. Pada konteks perusahaan berorientasi domestik dan internasional, hasil penelitian menunjukkan bahwa diversifikasi adalah faktor yang penting, dengan pengaruh yang lebih tinggi pada perusahaan dengan orientasi domestik. Implikasi hasil penelitian bagi regulator adalah lebih mempermudah pengembangan bisnis terutama pada bisnis terkait atau *related*. Untuk penelitian selanjutnya, pertama adalah memperluas ruang lingkup penelitian pada kondisi non-krisis atau ketika krisis lain terjadi seperti krisis industri. Kedua dapat menggunakan definisi *zombie* yang lebih restriktif yaitu perusahaan yang berkesinambungan mendapatkan subsidi kredit dari pihak ketiga. Hal ini sangat diperlukan karena penelitian di Indonesia dengan topik ini masih sangat terbatas serta memungkinkan memberikan kontribusi pada teori *zombie* yang masih pada tahap awal pengembangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahearne, A. G., dan Shinada, N. (2005). *Zombie firms and economic stagnation in Japan. International Economics and Economic Policy*, 2(4), 363-381.
- Alfaro, L., Asis, G., Chari, A. (2019). Corporate debt, firm size and financial fragility in emerging markets. *Journal of International Economics*, 118, 1-19. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2019.01.002>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Altman, E. I. (2005). An emerging market credit scoring system for corporate bonds. *Emerging Markets Review*, 6(4), 311-323.
- Altman, E. I., Iwanicz Drozdowska, M., Laitinen, E. K. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-Score Model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131-171.
- Ashraf, D., Ramady, M., dan Albinali, K. (2016). Financial fragility of banks, ownership structure and income diversification: Empirical evidence from the GCC region. *Research in International Business and Finance*, 38, 56-68.

- Basri, M. C., dan Rahardja, S. (2010). The Indonesian Economy amidst the Global Crisis: Good Policy and Good Luck. *ASEAN Economic Bulletin*, 27(1), 77-97.
- Berger, A., dan Bouwman, C. H. S. (2013). How does capital affect bank performance during financial crises? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 146-176.
- Bettis, R. A. (1981). Performance differences in related and unrelated diversified firms. *Strategic Management Journal*, 2(4), 379-393.
- Bongini, P., Laeven, L., dan Majnoni, G. (2002). How good is the market at assessing bank fragility? A horse race between different indicators. *Journal of Banking & Finance*, 26(5), 1011-1028.
- Bougheas, S., Lim, H., Mateut, S. (2018). Foreign currency borrowing, exports and firm performance: evidence from a currency crisis. *The European Journal of Finance*, 24(17), 1649-1671.
- Brock, D. M., dan Yaffe, T. (2008). International diversification and performance: The mediating role of implementation. *International Business Review*, 17(5), 600-615.
- Caballero, R. J., Hoshi, T., dan Kashyap, A. K. (2008). Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *The American economic review*, 98(5), 1943-1977.
- Chen, J., De Cesari, A., Hill, P. (2018). Initial compensation contracts for new executives and financial distress risk: An empirical investigation of UK firms. *Journal of Corporate Finance*, 48, 292-313. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.002>
- Chung, Y. P., Na, H. S., dan Smith, R. (2013). How important is capital structure policy to firm survival? *Journal of Corporate Finance*, 22, 83-103.
- Citron, D. B., dan Taffler, R. J. (2004). The comparative impact of an audit report standard and an audit going-concern standard on going-concern disclosure rates. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23(2), 119-130.
- Claessens, S., dan Kose, M. A. (2013). *Financial Crises Explanations, Types, and Implications*: International Monetary Fund.
- Coad, A., dan Guenther, C. (2013). Diversification patterns and survival as firms mature. *Small Business Economics*, 41(3), 633-649. doi: <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-012-9447-7>
- Dai, X., Qiao, X., dan Song, L. (2018). Zombie firms in China's coal mining sector: Identification, transition determinants and policy implications. *Resources Policy*.
- Dungey, M., dan Gajurel, D. (2015). Contagion and banking crisis—International evidence for 2007–2009. *Journal of Banking & Finance*, 60, 271-283.
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*, 46, 140-150.
- Goerzen, A., dan Makino, S. (2007). Multinational corporation internationalization in the service sector: a study of Japanese trading companies. *Journal of international business studies*, 38(7), 1149-1169.
- Goto, Y., dan Wilbur, S. (2019). Unfinished business: Zombie firms among SME in Japan's lost decades. *Japan and the World Economy*, 49, 105-112.
- Guo, W., Jia, C. D., dan Li, T. W. (2018). *Zombie Firm Dynamics and China's Monetary Policy*: working paper.
- Hernández-Trasobares, A., dan Galve-Górriz, C. (2016). Diversification and family control as determinants of performance: A study of listed business groups. *European Research on Management and Business Economics*. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.iedeen.2016.04.001>
- Hill, C. W., dan Snell, S. A. (1988). External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries. *Strategic Management Journal*, 9(6), 577-590.

- Horta, I. M., Kapelko, M., Oude Lansink, A. (2016). The impact of internationalization and diversification on construction industry performance. *International Journal of Strategic Property Management*, 20(2), 172-183.
- Kuppuswamy, V., dan Villalonga, B. (2015). Does diversification create value in the presence of external financing constraints? Evidence from the 2007–2009 financial crisis. *Management Science*, 62(4), 905-923.
- Kwon, H. U., Narita, F., dan Narita, M. (2015). Resource reallocation and zombie lending in Japan in the 1990s. *Review of Economic Dynamics*, 18(4), 709-732.
- Love, J. H., Roper, S., dan Zhou, Y. (2016). Experience, age and exporting performance in UK SMEs. *International Business Review*, 25(4), 806-819. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2015.10.001>
- Margaritis, D., dan Psillaki, M. (2007). Capital structure and firm efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), 1447-1469.
- Margaritis, D., dan Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>
- McGowan, M. A., Andrews, D., dan Millot, V. (2017). The walking dead?: Zombie firms and productivity performance in OECD countries: OECD Publishing.
- Molina, C. A. (2005). Are firms underleveraged? An examination of the effect of leverage on default probabilities. *The Journal of Finance*, 60(3), 1427-1459.
- Montgomery, C. A. (1994). Corporate Diversification. *Journal of Economic Perspectives*, 8(3), 163-178.
- Nachum, L. (2004). Geographic and industrial diversification of developing country firms. *Journal of Management Studies*, 41(2), 273-294.
- Ngah-Kiing Lim, E., Das, S. S., dan Das, A. (2009). Diversification strategy, capital structure, and the Asian financial crisis (1997–1998): Evidence from Singapore firms. *Strategic Management Journal*, 30(6), 577-594.
- OECD. (2017). *OECD Economic Surveys: South Africa 2017*: OECD Economic Surveys: South Africa 2017.
- Palepu, K. (1985). Diversification strategy, profit performance and the entropy measure. *Strategic Management Journal*, 6(3), 239-255.
- Palich, L. E., Cardinal, L. B., dan Miller, C. C. (2000). Curvilinearity in the diversification–performance linkage: an examination of over three decades of research. *Strategic Management Journal*, 21(2), 155-174.
- Penrose, E., dan Penrose, E. T. (2009). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford university press.
- Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm*: Oxford University Press. *New York*.
- Purkayastha, S., Manolova, T. S., dan Edelman, L. F. (2012). Diversification and performance in developed and emerging market contexts: A review of the literature. *International Journal of Management Reviews*, 14(1), 18-38.
- Rumelt, R. P. (1974). Strategy, structure, and economic performance.
- Santarelli, E., dan Tran, H. T. (2016). Diversification strategies and firm performance in Vietnam: Evidence from parametric and semi-parametric approaches. *Economics of Transition*, 24(1), 31-68.
- Taffler, R. J., Lu, J., dan Kausar, A. (2004). In denial? Stock market underreaction to going-concern audit report disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 38, 263-296. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.09.004>

- Urionabarrenetxea, S., Garcia-Merino, J. D., San-Jose, L. (2018). Living with zombie companies: do we know where the threat lies? *European Management Journal*, 36(3), 408-420.
- Vithessonthi, C., dan Tongurai, J. (2015a). The effect of firm size on the leverage–performance relationship during the financial crisis of 2007–2009. *Journal of Multinational Financial Management*, 29, 1-29.
- Vithessonthi, C., dan Tongurai, J. (2015b). The effect of leverage on performance: Domestically-oriented versus internationally-oriented firms. *Research in International Business and Finance*, 34, 265-280.
- Zheng, C., dan Tsai, H. (2019). Diversification and performance in the hotel industry: do board size and family representation matter? *International Journal of Contemporary Hospitality Management*.