

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI KEBERHASILAN
TURNAROUND PADA PERUSAHAAN YANG
MENGALAMI *FINANCIAL DISTRESS*
(Studi Pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek
Jakarta Tahun 2000-2005)**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

**Oleh :
ANNA CANDRAWATI
NIM. C4A006145**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2008**



Sertifikasi

Saya, Anna Candrawati, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Anna Candrawati

Maret, 2008

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS FAKTOR - FAKTOR YANG
MEMPERNGARUHI KEBERHASILAN *TURNAROUND*
PADA PERUSAHAAN YANG MENGALAMI *FINANCIAL
DISTRESS*
(Studi Kasus : Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar
di Bursa Efek Jakarta Tahun 2000-2005)**

yang disusun oleh Anna Candrawati, NIM C4A006145
telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal ..
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

(Prof. Dr.H.Arifin Sabeni, M.Com, Akt)

(Drs.H.Kholiq Mahfud, M.Si)

Semarang, Maret 2008
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program

(Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo)

ABSTRACT

The study of organizational decline and turnaround has taken on renewed importance as we have seen record bankruptcies over the past few years. Financial distress is descending financial condition before bankruptcy or liquidation. The responses of financial distress range from denial of the problem, to reliance on stringent internal controls, to reduction of scale and scope of operations, to top management turnover and the dissolution of the organization (Schendel and Patton, 1976 in Francis and Desai, 2005).

With the broad domain of issues and implications associated with decline and attempted recoveries (i.e turnaround), the ability to formulate appropriate strategic responses is of prime consideration for management researchers and practitioners. We view decline as a result of erosion of product resource . Therefore, to manage a turnaround manager must focus on stemming the erosion of resource, effectively using the existing resources and concurrently maintaining a firm's ability to replace and / or add resources.

This research aim is to analyze the influences of multiple organizational factors which are trend of severity health firm, free assets, size, assets retrenchment, CEO turnover, and employees retrenchment on turnaround outcomes or recovery of financial performance probability prediction of non finance companies listed in Jakarta Stock Exchange (JSX) from 2000 to 2005.

Data used in this research are secondary ones which obtained from Indonesian Capital Market Directory (ICMD). Financial data from 2001 to 2003 are processed ones used to independent variabls and data in 2000-2005 are used as guidance to determine financial status calculated by Altman's Z-Score model. This research uses 125 non finance companies as samples which consist of 104 Non Recovery (NR) and 21 Recovery (R) ones.

Hypothesis of this research are tested by analysis models which consist firm's variables of 2001-2003. Result of the data analysis with logistic regression test tells that prediction accuracy is 88% and research variables which are trend of severity's health firms condition, assets retrenchment, size significantly influence probability prediction of succeed in turnaround proces with 5% level of signficancy.

Keywords: turnaround, recovery, financial distress, Altman's Z-Score model

ABSTRAKSI

Penelitian tentang penurunan kinerja organisasi dan *turnaround* perlu diangkat sebagaimana kita ketahui bahwa beberapa tahun yang lalu banyak perusahaan yang bangkrut pada saat krisis ekonomi. *Financial distress* adalah penurunan kondisi keuangan perusahaan sebelum terjadinya kebangkrutan atau likuidasi. Dengan adanya masalah penurunan kinerja tersebut dan usaha mencapai perbaikan kinerja (misalnya *turnaround*), sangat penting bagi para peneliti dan praktisi untuk menelaah faktor faktor yang berpengaruh signifikan dalam mencapai keberhasilan *turnaround*. Kita mengetahui bahwa penurunan kinerja perusahaan adalah akibat kemerosotan sumber daya perusahaan, maka untuk mengatur proses *turnaround*, manager harus menahan kemerosotan sumber daya perusahaan, menggunakan sumber daya secara efisien dengan memberdayakan sumber daya yang ada ataupun mengurangi sumber daya tersebut.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dari faktor – faktor organisasi seperti kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan, tersedianya *free assets*, ukuran perusahaan, pengurangan aset, *turnover CEO* dan pengurangan karyawan terhadap keberhasilan *turnaround* atau prediksi perbaikan kinerja keuangan pada perusahaan sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2000 – 2005.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Data keuangan dari tahun 2001-2003 diproses menjadi variabel independen, dan data keuangan tahun 2000-2005 digunakan sebagai patokan untuk menentukan status *recovery* yang menggunakan model *z score* Altman (1984). Penelitian ini menggunakan 125 perusahaan non keuangan sebagai sampel penelitian yang terdiri dari 104 perusahaan yang tidak *terecovery* dan 21 perusahaan *terecovery*.

Hipotesis dari penelitian ini diuji dengan model analisis menggunakan variabel independen tahun 2001-2003. Hasil analisis data dengan menggunakan regresi logistik menyatakan bahwa model analisis menghasilkan ketepatan prediksi yaitu 88%, dan variabel kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan, ukuran perusahaan (*size*), dan tersedianya *free assets* berpengaruh signifikan terhadap prediksi probabilitas kondisi *recovery* dengan tingkat signifikansi 5%.

Kata kunci: *turnaround*, *recovery*, *financial distress*, Altman's Z-Score model

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Pengasih atas Bimbingan dan Rahmat-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul ”Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keberhasilan Turnaround Pada Perusahaan Yang mengalami *Financial Distress*” dengan studi kasus pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000-2005. Tesis ini disusun untuk memenuhi salah satu persyaratan guna meraih gelar Magister Manajemen pada Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang. Sehubungan dengan proses penyusunan tesis ini, penulis menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang yang telah memberikan kesempatan dan kemudahan selama mengikuti studi.
2. Bapak Prof. Dr. H. Arifin Sabeni, M.Com, Akt selaku dosen pembimbing utama yang telah memberikan bimbingan dan arahan demi penyempurnaan tesis ini.
3. Bapak Drs. H. Kholiq Mahfud, M.Si selaku dosen pembimbing anggota yang telah memberikan bimbingan dan petunjuk yang berguna dalam penyusunan tesis ini.

4. Bapak Dr.HM.Chabachib,M.Si,Akt, Bapak Drs.H.Prasetiono, Msi, dan Ibu Dra.Irene Rini DP,ME selaku dosen penguji yang telah memberi masukan dalam penyusunan tesis ini.
5. Para dosen Program Studi Magister Manajemen Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang atas dorongan dan semangat serta segala ilmu pengetahuan dan bimbingannya yang memberi nilai tambah bagi penulis.
6. Pengelola, staf administrasi, staf laboratorium komputer, staf perpustakaan serta karyawan Program Studi Magister Manajemen Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang yang telah memberikan kemudahan dalam penyusunan tesis ini.
7. Ayah, Ibu, Kakak, adik, serta semua saudara atas segala doa dan dukungannya.
8. Amelia Nuralata,ST MM, yang telah banyak memberikan bantuan dan masukan serta semua teman-teman yang telah memberi dorongan dan dukungan.
9. Pihak-pihak lain yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Semoga Tuhan melimpahkan rahmat dan karunia-Nya kepada semua pihak yang telah membantu penyusunan tesis ini.

Akhir kata, mudah-mudahan tesis ini dapat memberikan manfaat bagi pembaca. Amin.

Semarang, Maret 2008

Penulis

Anna Candrawati, ST

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan Tesis	iii
Abstract	iv
Abstraksi	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	xii
Daftar Gambar	xiii
Daftar Lampiran	xiv
 Bab I : Pendahuluan	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah	6
1.3 Tujuan Penelitian.....	8
1.4 Manfaat Penelitian	8
 Bab II : Telaah Pustaka dan Pengembangan Model	
2.1 Konsep Dasar	10
2.1.1 <i>Financial Distress</i>	10
2.1.1.1 Pengertian <i>Financial Distress</i>	10
2.1.1.2 Pengukuran <i>Financial Distre</i>	11

2.1.1.3 Penyebab Kesulitan Keuangan.....	14
2.1.2 Respon Terhadap Financial Distress.....	16
2.1.3 <i>Turnaround</i>	19
2.1.3.1 Pengertian <i>Turnaround</i>	19
2.1.3.2 Proses <i>Turnaround</i>	21
2.1.3.3 Siklus <i>Turnaround</i>	24
2.2 Penelitian Terdahulu	25
2.3 Persamaan dan Perbedaan Penelitian	34
2.4 Hubungan Antar Variabel	34
2.4.1 Peran Kecenderungan tingkat Kesehatan Perusahaan Terhadap Proses <i>Turnaround</i>	34
2.4.2 Peran Ukuran Perusahaan Dalam Proses <i>Turnaround</i>	35
2.4.3 Peran <i>Free Assets</i> Dalam Proses <i>Turnaround</i>	37
2.4.4 Peran <i>Assets Retrenchment</i> Dalam Proses <i>Turnaround</i>	39
2.4.5 <i>Peran CEO Turnover</i> dalam Proses <i>Turnaround</i>	41
2.4.6 Peran Pengurangan Jumlah karyawan Dalam Proses <i>Turnaround</i>	43
2.5 Kerangka Pemikiran Teoritis	44
2.6 Hipotesis.....	45

Bab III : Metode Penelitian

3.1 Jenis dan Sumber Data.....	46
3.2 Populasi dan Sampel	46
3.2.1 Populasi	46

3.2.2 Penentuan Sampel.....	47
3.3 Metode Pengumpulan Data	48
3.4 Definisi Operasional Variabel.....	48
3.4.1 Variabel Dependen.....	48
3.4.2 Variabel Independen	49
3.5 Teknik Analisis.....	51
3.5.1 Statistik Deskriptif.....	51
3.5.2 Pengujian Hipotesis.....	51

Bab IV : Analisis Data

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian	56
4.2 Analisis Statistik Deskriptif	57
4.3 Pengujian Hipotesis	59
4.3.1. Pengujian H1	63
4.3.2 Pengujian H2	63
4.3.3 Pengujian H3	63
4.3.4 Pengujian H4	64
4.3.5 Pengujian H5	64
4.3.6 Pengujian H6	64
4.4 Pembahasan	65
4.4.1 Δ SEV (Kecenderungan tingkat kinerja keuangan).....	65
4.4.2 SIZE (Ukuran Perusahaan).....	66
4.4.3 FREEAS (<i>Free Assets</i>).....	67
4.4.4 (ASRET) <i>Assets Retrenchment</i>	69

4.4.5	CEO <i>Turnover</i>	70
4.4.6	(EM) <i>Employee Efficiency</i> (Pengurangan Karyawan).....	71

Bab V : Penutup

5.1	Simpulan	73
5.2	Implikasi Hasil Penelitian	75
5.3	Keterbatasan Penelitian	79
5.4	Agenda Penelitian Mendatang.....	79

Daftar Referensi

Lampiran

Daftar Riwayat Hidup

DAFTAR TABEL

	Halaman	
Tabel 1.1	Perusahaan – perusahaan Non Keuangan Yang Nilai Ekuitasnya Negatif	2
Tabel 2.1	Penyebab Kegagalan Usaha	15
Tabel 2.2	Penelitian Terdahulu	30
Tabel 3.1	Jumlah Sampel Perusahaan	48
Tabel 3.2	Definisi Operasional Variabel Indipenden	50
Tabel 4.1	Jumlah Sampel	57
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif Tahun 2001-2003	57
Tabel 4.3	Hasil Uji Hosmer and Lemeshow Model Analisis	60
Tabel 4.4	Hasil Uji Overall Model Fit Model Analisis	60
Tabel 4.5	Tabel Klasifikasi Model Analisis	61
Tabel 4.6	Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik Model Analisis	62

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Gambar Penyelesaian Financial Distress	17
Gambar 2.2 Gambar <i>Turnaround Process</i>	23
Gambar 2.3 Gambar Kerangka Pemikiran Teoritis	45

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Daftar Nama Populasi Perusahaan
- Lampiran 2 Rekapitulasi Z Score dan Status Perusahaan Sampel
- Lampiran 3 Rasio Keuangan dan Z Score Tahun 2000
- Lampiran 4 Rasio Keuangan dan Z Score Tahun 2001
- Lampiran 5 Rasio Keuangan dan Z Score Tahun 2002
- Lampiran 6 Rasio Keuangan dan Z Score Tahun 2003
- Lampiran 7 Rasio Keuangan dan Z Score Tahun 2004
- Lampiran 8 Rasio Keuangan dan Z Score Tahun 2005
- Lampiran 9 Variabel Tahun 2001
- Lampiran 10 Variabel Tahun 2002
- Lampiran 11 Variabel Tahun 2003
- Lampiran 12 Statistik Deskriptif
- Lampiran 13 Hasil Regresi Logistik Model Analisis

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Nama : Anna Candrawati, ST

Tempat/Tgl Lahir : Semarang, 14 April 1976

Alamat : Jl. Petelan Utara 874 Semarang

Telepon : (024) 3545822 / 08156659396

Email : annacandra@plasa.com

Agama : Katholik

Jenis Kelamin : Perempuan

Pendidikan :

1994 – 1999 : Fakultas Teknik Jurusan Teknik Sipil UNIKA
Soegijapranata Semarang

1991 – 1994 : SMA Sedes Sapientiae Semarang

1988 – 1991 : SMP Pangudi Luhur Domenico Savio Semarang

1982 – 1988 : SD Xaverius Semarang

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Penurunan kinerja keuangan yang sering disebut sebagai *financial distress* dapat dialami oleh berbagai perusahaan besar ataupun kecil dari berbagai sektor industri (Schuppe, 2005). Dalam siklus hidup perusahaan, penurunan kinerja keuangan dapat terjadi karena faktor internal maupun eksternal (Francis & Desai, 2005). Penelitian mengenai *financial distress* dan *turnaround* mempunyai keterkaitan yang erat karena keberhasilan *turnaround* ditentukan dari respon perusahaan dalam mengatasi masalah yang membawa perusahaan pada kondisi *financial distress* tersebut. Perusahaan – perusahaan yang mengalami kondisi tersebut akan menjalankan proses *turnaround* untuk dapat memperbaiki kinerja keuangannya (Smith & Graves, 2005). Pihak manajemen yang tanggap mendeteksi *financial distress* lebih awal, kemudian bertindak aktif menganalisa penyebab *financial distress* dan menerapkan strategi *turnaround* yang tepat, akan jauh lebih dapat mengendalikan kondisi tersebut (Schuppe, 2005).

Menurut Platt dan Platt (2002), *financial distress* didefinisikan sebagai tahap penurunan kondisi keuangan sebelum terjadinya kebangkrutan atau likuidasi. Kebangkrutan adalah kesulitan likuiditas yang sangat parah sehingga perusahaan tidak mampu menjalankan operasi dengan baik. Sistem peringatan untuk mengantisipasi adanya *financial distress* perlu dikembangkan karena dapat digunakan sebagai sarana untuk mengidentifikasi bahkan untuk memperbaiki kondisi sebelum sampai pada kebangkrutan (Almilia dan Kristijadi, 2003).

Menurut Ross, Westerfield, dan Jaffe (2005) dalam Suroso (2006), *financial distress* adalah situasi di mana arus kas hasil operasi perusahaan tidak cukup untuk memenuhi kewajiban perusahaan. Selama tahun 2000-2005, dari 240 perusahaan non keuangan yang datanya konsisten, terdapat perusahaan-perusahaan yang mempunyai nilai ekuitas negative, yaitu nilai total hutang melebihi total asetnya, seperti pada table 1.1 berikut:

Tabel 1.1
Perusahaan-perusahaan Non Keuangan
yang Nilai Ekuitasnya Negatif

No.	Tahun	Jml	Minimum (million Rp)	Maximum (million Rp)	Mean (million Rp)	Std Deviation
1.	2000	53	-8,439,112	-3,404	-962,701	1,634,611.974
2.	2001	50	-8,126,575	-42,927	-923,982	1,332,981.841
3.	2002	34	-7,651,069	-12,324	-676,009	1,311,159.647
4.	2003	29	-8,133,316	-1,806	-689,214	1,488,162.316
5.	2004	25	-1E+007	-12,043	-906,323	2,138,569.051
6.	2005	17	-6,022,047	-11,932	-958,467	1,537,855.559

Sumber: Diolah dari Indonesian Capital Market Directory 2001-2006

Tabel 1.1 menunjukkan pada tahun 2000 terdapat 53 perusahaan dengan nilai ekuitas negative dari 240 perusahaan, dan sampai tahun 2005, jumlahnya terus menurun menjadi 17 perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa ada beberapa perusahaan yang berhasil keluar dari *financial distress*.

penurunan dalam kinerja perusahaan setelah munculnya tahap awal *financial distress* dapat berkelanjutan akibat manajemen yang buruk (Whitaker, 1999). Kegagalan manajemen didefinisikan sebagai keputusan-keputusan manajemen yang kurang optimal dalam mengatasi *financial distress* atau ketidakmampuan pihak manajemen menerapkan kebijakan yang diperlukan. Ketidakmampuan ini mengakibatkan *internal control* yang tidak memadai karena

kegagalan mengolah informasi, kelemahan struktur organisasi, atau pembuatan keputusan dan manajemen yang salah (Whitaker, 1999).

Turnaround menurut Supardi dan Mastuti (2003) terjadi karena manajemen mengalami kegagalan dalam membesarkan perusahaan sehingga prospek perusahaan menjadi tidak jelas dan mengalami krisis berkepanjangan, sehingga pemilik dan manajemen berusaha keras memutar arah organisasi. *Turnaround* didefinisikan sebagai pembalikan arah perusahaan dari penurunan kinerja (Schendel, Patton dan Riggs (1976) dalam Bruton et al (2003). *Turnaround* yang sukses adalah sebuah proses yang kompleks meliputi kombinasi dari faktor lingkungan, sumber daya internal, strategi perusahaan yang relevan pada berbagai tahap penurunan kinerja, yang menghasilkan peningkatan kinerja keuangan. Perusahaan memerlukan strategi yang memang efektif untuk dapat mencapai *recovery* atau keberhasilan *turnaround* (Schendel dan Patton, 1976 dalam Francis & Desai, 2005).

Schendel et al (1976) berpendapat bahwa strategi perusahaan untuk mengatasi *financial distress* tidak akan mudah begitu saja diimplementasikan tanpa mengetahui factor penyebabnya. Respon yang dapat diambil perusahaan antara lain memperbaiki kontrol internal perusahaan, mengurangi skala dan skope operasi, atau pergantian top management. Perusahaan perlu mengetahui dengan tepat penyebab penurunan sehingga dapat memilih strategi yang tepat.

Menurut Davis dan Hofer dalam Bruton et al (2003), dalam mengatasi problem eksternal dan strategik harus digunakan solusi strategik, sedangkan solusi operasional harus digunakan dalam mengatasi problem internal dan

operasional perusahaan. Menurut Goldston (1992) dalam Bruton et al (2003), yang termasuk solusi strategik antara lain reposisi perusahaan dalam cara yang relevan dengan kondisi persaingan, menyusun aset dengan tepat untuk berkompetisi lebih baik, sedangkan solusi operasi antara lain *retrenchment* seperti pengurangan aset dan biaya *marketing*, peningkatan penjualan (Chen & Miller (1994), Hofer (1980) dalam Bruton et al (2003)).

Arogyaswamy et.all (1995) dalam Smith & Graves (2005), mengamati bahwa proses *turnaround* terdiri dari 2 bagian yaitu strategi menahan penurunan (*decline stemming strategy*) dan strategi pemulihan (*recovery strategy*). *Decline stemming strategy* bertujuan untuk menstabilisasi kondisi keuangan perusahaan. Ketika kondisi keuangan perusahaan stabil, maka harus diputuskan strategi perbaikan/ *recovery*. Para peneliti banyak mengamati hubungan antara pengaruh lingkungan, kondisi perusahaan, dan karakteristik kinerja keuangan perusahaan, serta strategi perusahaan terhadap turnaround suatu organisasi (Sudarsanam dan Lai, 2001 dalam Francis dan Desai ,2005).

Ada beberapa perdebatan mengenai faktor apakah *retrenhment* seperti pengurangan aset, pengurangan karyawan dan beberpa sumber daya yang lain akan berpengaruh terhadap *recovery* kinerja keuangan pada kondisi *financial distress*. Hasil penelitian Robbin dan Pearce (1992) yang menyatakan bahwa aktivitas efisiensi sumber daya atau *retrenchment* adalah strategi yang penting dalam kesuksesan proses *turnaround*, berlawanan dengan penemuan Smith & Graves (2005) yang menyatakan bahwa aktivitas perusahaan yang menjaga/ mengembangkan aset (tidak menjual aset/ tidak melakukan *retrenchment*)

berpengaruh positif terhadap keberhasilan proses *turnaround*. Sementara Baker dan Mone (1994) dalam Bruton et al (2003) juga tidak menemukan bahwa pengurangan aset akan membantu kesuksesan *turnaround*.

Faktor lain yang turut mempengaruhi keberhasilan *turnaround* adalah ukuran perusahaan. Menurut Pant (1991) dalam Smith dan Graves (2005), perusahaan yang lebih kecil akan lebih mudah beradaptasi terhadap perubahan lingkungan usaha, sehingga lebih mudah menjalani proses *turnaround*. Hal ini berlawanan dengan White (1989) yang berpendapat bahwa perusahaan yang lebih besar lebih mendukung kesuksesan *recovery / turnaround* karena akan lebih mudah mendapat kepercayaan saat mencari tambahan dana dari luar.

Selain ukuran perusahaan (*Size*), faktor-faktor internal perusahaan yang juga mempengaruhi keberhasilan usaha *recovery* kinerja perusahaan, yaitu tingkat kinerja keuangan perusahaan dan tersedianya *free aset* yaitu besarnya total aset yang masih ada setelah dikurangi total hutang (Smith & Graves, 2005).

Tindakan manajemen yang tepat sangat diperlukan dalam usaha untuk menahan penurunan dan menstabilkan kembali kinerja perusahaan (Whitaker, 1999). Dalam memutuskan tindakan yang perlu diambil tersebut maka perlu diketahui faktor-faktor apa saja yang perlu dipertahankan dan yang perlu diambil untuk mencapai keberhasilan *turnaround* dari perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Penelitian ini dilakukan untuk menguji sumber daya perusahaan yang manakah yang perlu dikembangkan dan aksi organisasi yang akan efektif mempengaruhi keberhasilan proses *turnaround* untuk menangani *financial*

distress, dengan obyek penelitian perusahaan non keuangan saja yang go publik karena penilaian kinerja keuangan yang berbeda antara perusahaan non keuangan dan perusahaan keuangan. Faktor – faktor yang diambil dapat dikelompokkan menjadi 2, mengacu pada proses *turnaround* menurut Smith & Graves (2005) yaitu *Decline Stemming Strategy* dan *Recovery strategy*. Faktor kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan, ukuran perusahaan dan tersedianya *free assets* diprediksi mempengaruhi keberhasilan *turnaround* dalam siklus *decline stemming*, dan faktor pengurangan aset, pengurangan jumlah karyawan dan perubahan CEO diprediksi mempengaruhi *turnaround* dalam siklus *recovery*.

4.5 Perumusan Masalah

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu terdapat *research gap* dari beberapa variabel yang berpengaruh terhadap prediksi probabilitas keberhasilan proses *turnaround* suatu perusahaan, yaitu *assets retrenchment* yang menurut Robbin dan Pearce (1992) bahwa aktivitas efisiensi sumber daya atau *retrenchment* adalah strategi yang penting dalam kesuksesan proses *turnaround*, berlawanan dengan penemuan Smith & Graves (2005) yang menyatakan bahwa aktivitas perusahaan yang menjaga/mengembangkan aset (tidak menjual aset/ tidak melakukan *retrenchment*) berpengaruh positif terhadap keberhasilan proses *turnaround*. Sedangkan untuk variabel ukuran perusahaan, menurut Pant (1991) dalam Smith dan Graves (2005), perusahaan yang lebih kecil akan lebih mudah beradaptasi terhadap perubahan lingkungan usaha, sehingga lebih mudah menjalani proses *turnaround*. Hal ini berlawanan dengan White (1989) yang berpendapat bahwa

perusahaan yang lebih besar lebih mendukung kesuksesan *recovery / turnaround* karena akan lebih mudah mendapat kepercayaan saat mencari tambahan dana.

Berdasarkan data empiris pada tabel 1.1 yang menunjukkan adanya fenomena bahwa dari tahun 2000 sampai 2005 terdapat penurunan jumlah perusahaan non keuangan yang mengalami ekuitas negative, yang berarti terdapat beberapa perusahaan yang dapat bertahan dan keluar dari *financial distress* dan penelitian Smith dan Graves (2005), Francis dan Desai (2005) yang menyatakan bahwa tingkat kinerja keuangan (kesehatan perusahaan) dan adanya *free assets* mempengaruhi kemampuan bertahan perusahaan dalam *financial distress*, maka variabel tingkat kinerja keuangan dan tersedianya *free assets* juga perlu diteliti dalam kaitannya menahan penurunan kinerja sehingga berhasil dalam *turnaround*.

Variabel pengurangan karyawan dan pergantian CEO perlu diteliti karena memproksikan tindakan manajemen yang diprediksi berpengaruh terhadap keberhasilan *turnaround* menurut Whitaker (1999) dan Smith & Graves (2005).

Berdasarkan hal tersebut diatas maka perlu dilakukan penelitian lanjutan yang didukung oleh teori yang mendasari sehingga dapat diajukan permasalahan faktor-faktor yang mampu memprediksi keberhasilan *turnaround* pada perusahaan non keuangan. Secara rinci permasalahan penelitian ini dapat diajukan dalam beberapa pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan ($\Delta severity$) mempengaruhi keberhasilan proses *turnaround*?
2. Apakah ukuran perusahaan (*size*) mempengaruhi keberhasilan proses *turnaround*?

3. Apakah *free assets* mempengaruhi keberhasilan proses *turnaround*?
4. Apakah *assets retrenchment* mempengaruhi keberhasilan proses *turnaround*?
5. Apakah perubahan CEO mempengaruhi keberhasilan proses *turnaround*?
6. Apakah pengurangan jumlah karyawan mempengaruhi keberhasilan proses *turnaround*?

4.6 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk:

1. Menganalisis pengaruh peningkatan kesehatan perusahaan ($\Delta severity$) terhadap keberhasilan proses *turnaround*.
2. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan (*size*) terhadap keberhasilan proses *turnaround*.
3. Menganalisis pengaruh *free asses* terhadap keberhasilan proses *turnaround*.
4. Menganalisis pengaruh pergantian CEO terhadap keberhasilan proses *turnaround*.
5. Menganalisis pengaruh *downsizing* / *Assets Retrenchment* terhadap keberhasilan proses *turnaround*.
6. Menganalisis pengaruh perubahan jumlah karyawan terhadap keberhasilan proses *turnaround*.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan memberi manfaat kepada pihak-pihak sebagai berikut:

1. Manajemen Perusahaan

Memberikan pengetahuan akan faktor-faktor yang mempengaruhi keberhasilan proses *turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress* sehingga dapat dilakukan tindakan-tindakan yang lebih efisien dan efektif untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

2. Kreditor

Membantu kreditor dalam memutuskan tentang pemberian kredit pada perusahaan dengan memprediksi kinerja perusahaan dalam menghadapi *financial distress* apakah dapat memperbaiki kinerjanya atau tidak sehingga dapat mempertimbangkan risiko pinjaman.

3. Investor

Memberi wawasan dalam penanaman dana pada perusahaan yang mengalami *financial distress* dengan menilai prospek keberhasilan proses *turnaround* dan dapat mengambil kebijakan investasi yang tepat.

4. Akademisi

Memberikan pengetahuan dan referensi tentang faktor-faktor yang mempengaruhi keberhasilan proses *turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress* untuk dapat diteliti lebih lanjut dan sebagai pembelajaran manajemen keuangan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

1.5 Konsep Dasar

1.5.1 *Financial Distress*

2.1.1.1 Pengertian *Financial Distress*

Kondisi *financial distress* perusahaan didefinisikan sebagai kondisi di mana hasil operasi perusahaan tidak cukup untuk memenuhi kewajiban perusahaan (*Insolvency*). *Insolvency* dapat dibedakan dalam 2 kategori, (Emery, Finnery, Stowe, 2004 dalam Suroso 2006), yaitu:

1. *Technical Insolvency*

Bersifat sementara dan munculnya karena perusahaan kekurangan kas untuk memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendek.

2. *Bankruptcy Insolvency*

Bersifat lebih serius dan munculnya ketika total nilai hutang melebihi nilai total aset perusahaan atau nilai ekuitas perusahaan negatif.

Banyak faktor yang dapat menyebabkan perusahaan menghadapi *financial distress* yaitu antara lain kenaikan biaya operasi, ekspansi berlebihan, ketinggalan teknologi, kondisi persaingan, kondisi ekonomi, kelemahan manajemen perusahaan dan penurunan aktifitas perdagangan industri (Wruck, 1990 dalam Whitaker, 1999). Dalam kondisi ekonomi yang tidak buruk, kebanyakan perusahaan yang mengalami *financial distress* adalah akibat dari kelemahan manajemen (Whitaker, 1999).

Menurut Martin (1995) dalam Supardi & Mastuti (2003), kebangkrutan didefinisikan ke dalam beberapa pengertian, yaitu:

1. *Economic distress*, berarti perusahaan kehilangan uang atau pendapatan sehingga tidak mampu menutup biaya sendiri karena tingkat laba yang lebih kecil dari biaya modal atau nilai sekarang dan arus kas perusahaan lebih kecil dari kewajiban. Kegagalan terjadi bila arus kas perusahaan sebenarnya jauh di bawah arus kas yang diharapkan atau tingkat pendapatan atas biaya historis dan investasinya lebih kecil daripada biaya modal perusahaan yang dikeluarkan untuk sebuah investasi.
2. *Financial distress*, berarti kesulitan dana untuk menutup kewajiban perusahaan atau kesulitan likuiditas yang diawali dengan kesulitan ringan sampai pada kesulitan yang lebih serius, yaitu jika hutang lebih besar dibandingkan dengan aset. Definisi *financial distress* yang lebih pasti sulit dirumuskan tetapi terjadi dari kesulitan ringan sampai berat.

Indikator yang menunjukkan apakah suatu perusahaan mengalami *financial distress* antara lain ditandai dengan adanya pemberhentian tenaga kerja atau hilangnya pembayaran dividen (Lau, 1987 & Hill et al, 1996), serta arus kas yang lebih kecil daripada hutang jangka panjang (Whitaker, 1999), atau jika selama 2 tahun mengalami laba bersih operasi negatif dan selama lebih dari 1 tahun tidak melakukan pembayaran dividen (Almilia & Kristijadi, 2003), sedangkan Wahyujati (2000) mendefinisikan *financial distress* jika perusahaan mengalami *net income* negatif selama 3 tahun.

2.1.1.2 Pengukuran Financial Distres

Sangat sulit mendefinisikan secara obyektif tahap permulaan adanya kondisi *financial distress*, sehingga dilakukan pengukuran *financial distress* oleh beberapa peneliti :

1. Edward I. Altman (1984)

Pada tahun 1968 Altman meneliti manfaat laporan keuangan dalam memprediksi kebangkrutan. Dalam penelitian dengan metode *multiple discriminant analysis* (MDA) tersebut, ia menemukan formula yang dapat digunakan untuk mendeteksi kebangkrutan perusahaan dengan istilah yang sangat terkenal yaitu *Z-score*. *Z-score* adalah skor yang ditentukan dari lima rasio keuangan yang masing-masing dikalikan dengan bobot tertentu dan akan menunjukkan tingkat kemungkinan kebangkrutan perusahaan dengan rumus sebagai berikut:

$$Z\text{-score} = 0,12 \text{ WC/TA} + 0,14 \text{ RE/TA} + 0,33 \text{ EBIT/TA} + \\ 0,006 \text{ MVE/BVD} + 0,999 \text{ S/TA}$$

Dimana :

WC/TA = *working capital/total assets*

RE/TA = *retained earning/total assets*

EBIT/TA = *earning before interest and tax/total assets*

MVE/BVD = *market value of equity/book value of debt*

S/TA = *sales/total assets*

Apabila *Z-score* lebih tinggi dari 2,99; maka perusahaan tersebut termasuk dalam sektor perusahaan *non-bankrupt*, jika *Z-score* kurang dari 1,81

termasuk perusahaan yang mempunyai kemungkinan bangkrut dan jika *Z-score* antara 1,81 – 2,99 didefinisikan sebagai *zone of ignorance* atau *grey area*. Jika perusahaan tidak *go public* maka nilai pasar saham tidak bisa dihitung sehingga Altman menggunakan nilai buku saham biasa dan saham preferen untuk mengganti nilai pasar saham (*market value of equity*) dan kemudian mengembangkan model diskriminan kebangkrutannya menjadi :

$$Z\text{-score} = 0,717 \text{ WC/TA} + 0,847 \text{ RE/TA} + 3,107 \text{ EBIT/TA} + \\ 0,42 \text{ MVE/BVD} + 0,998 \text{ S/TA}$$

Nilai *Z* kritis yang ditemukan yaitu 1,2; jika *Z-score* kurang dari 1,2 maka termasuk perusahaan yang mempunyai kemungkinan bangkrut, jika *Z-score* antara 1,2 – 2,90 termasuk dalam *zone of ignorance*. Sedangkan jika *Z-score* lebih dari 2,90 maka termasuk dalam perusahaan *non-bankrupt*. Model tersebut kemudian dapat digunakan untuk perusahaan yang *go public* dan tidak *go public* (Hanafi, 2004).

2. Richard Taffler (1983)

Sejalan dengan Altman, Taffler (1983) menggunakan model diskriminan dalam pengukuran *financial distress*, dengan menggunakan *Z score* dengan elemen yang berbeda sebagai berikut :

$$Z \text{ score} = 3,2 + 12,18 x_1 + 2,5 x_2 - 10,68 x_3 + 0,0289 X_4,$$

di mana :

x_1 = profit before tax / current liabilities

x_2 = current assets / total liabilities

x3 = current liabilities / total assets

$$x4 = \text{no-credit interval} = \frac{(\text{CA} - \text{Inventory} - \text{CL})}{(\text{Sales} - \text{PBT} - \text{depreciation})/365}$$

dimana : CA = current assets

CL = current liabilities

PBT = profit before tax

x1 adalah factor yang mengukur profitabilitas, x2 adalah factor yang mengukur posisi modal kerja, x3 mengukur risiko keuangan, dan x4 mengukur likuiditas. Jika Z score negatif maka perusahaan mempunyai risiko kebangkrutan, sedangkan jika *Zscore* positif mengindikasikan perusahaan tidak beresiko bangkrut (Agarwal & Taffler, 2002).

Model ini banyak digunakan di Inggris untuk mengetahui kesehatan keuangan perusahaan, dan pertama kali dikembangkan tahun 1977 untuk menganalisa industri manufaktur dan konstruksi.

2.1.1.3 Penyebab Kesulitan Keuangan

Menurut Hanafi (2004), penyebab kesulitan keuangan dan kebangkrutan cukup bervariasi. Tabel 2.1 berikut ini menunjukkan faktor-faktor penyebab kegagalan bisnis pada umumnya, yaitu :

Tabel 2.1
Penyebab Kegagalan Usaha

NO	Penyebab	Prosentase (%)
1.	Kekurangan pengalaman operasional	15,6
2.	Kekurangan pengalaman manajerial	14,1
3.	Pengalaman tidak seimbang antara keuangan, produksi dan fungsi lainnya	22,3
4.	Manajemen yang tidak kompeten	40,7
5.	Penyelewengan	0,9
6.	Bencana	0,9
7.	Kealpaan	1,9
8.	Alasan lain yang tidak diketahui	3,6
	Total	100

Sumber : Hanafi (2004)

Selain itu juga terdapat alasan lain tentang kegagalan bisnis yang khususnya terjadi pada sektor usaha kecil yaitu (Hanafi, 2004) :

1. Struktur permodalan yang kurang :
 - a. Kekurangan modal untuk membeli barang modal dan peralatan
 - b. Kekurangan modal untuk memanfaatkan barang persediaan yang dijual dengan potongan kuantitas, atau jenis potongan lainnya.
2. Menggunakan peralatan dan metode bisnis yang ketinggalan jaman :
 - a. Gagal menerapkan pengendalian persediaan
 - b. Tidak dapat melakukan pengendalian kredit
 - c. Kurang memadainya catatan akuntansi
3. Ketiadaan perencanaan bisnis :
 - a. Ketidakmampuan mendeteksi dan memahami perubahan pasar
 - b. Ketidakmampuan memahami perubahan kondisi ekonomi

- c. Tidak menyiapkan rencana untuk situasi darurat atau diluar dugaan
 - d. Ketidakmampuan mengantisipasi dan merencanakan kebutuhan keuangan
4. Kualifikasi pribadi :
- a. Kurangnya pengetahuan bisnis
 - b. Tidak ingin bekerja terlalu keras
 - c. Tidak ingin mendelegasikan tugas dan wewenang
 - d. Ketidakmampuan memelihara hubungan baik dengan konsumen

Kegagalan bisnis juga bervariasi tergantung umur usaha. Sebagai contoh, sekitar 55,7% kegagalan bisnis terjadi pada usaha dengan usia lima tahun atau kurang, sedangkan 22,4% terjadi pada usaha dengan usia 6-10 tahun dan 21,9% kegagalan bisnis terjadi pada usaha dengan usia di atas 10 tahun (Hanafi, 2004).

Selain faktor internal perusahaan, kondisi *financial distress* dapat juga dialami karena terjadinya kelesuan operasi industri atau kondisi ekonomi suatu negara (Whitaker 1999).

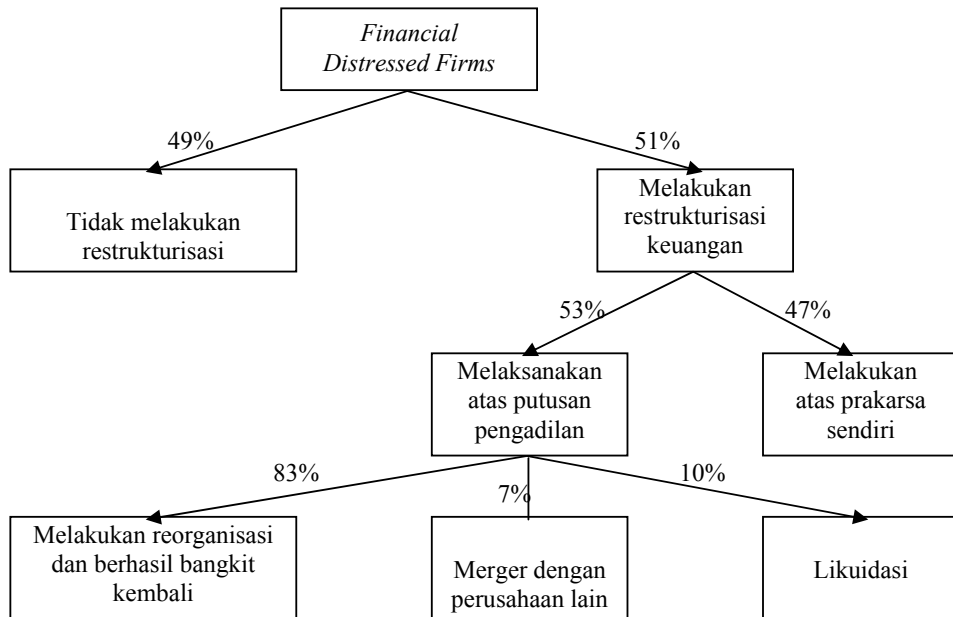
1.5.2 Respon terhadap *Financial Distress*

Jalan keluar dari *financial distress* antara lain (Emery & Finnery, 2004 dalam Suroso, 2006), yaitu restrukturisasi dan likuidasi. Program restrukturisasi mensyaratkan debitur membuat perencanaan restrukturisasi usaha dan restorasi kesehatan keuangan perusahaan. Likuidasi merupakan program penyelesaian *financial distress* yang lebih ekstrim karena dengan program ini debitur dipaksa

menghentikan operasinya. Aset perusahaan dijual dan hasil penjualannya dibayarkan kepada kreditor berdasarkan ketentuan skala prioritas.

Di Amerika, dua pilihan penyelesaian *financial distress* tersebut ditetapkan oleh putusan pengadilan. Sebagian besar perusahaan (51%) yang mengalami *financial distress* di Amerika melakukan restrukturisasi.

Gambar 2.1
Penyelesaian Financial Distress



Sumber: Stephen A Ross, Rudolph W. Westerfield and Jeffrey Jaffe “Corporate Finance” Irwin Mc Graw – Hill 1999 dalam Suroso (2006)

Dari bagan 2.1 tersebut di atas, tampak bahwa perusahaan-perusahaan yang menghadapi *financial distress* atas putusan pengadilan yang pada akhirnya dilikuidasi sedikit sekali, yaitu hanya sekitar 5,3% (10% dari 53% perusahaan yang melaksanakan restrukturisasi atas putusan pengadilan) (Stephen A Toss, Rudolph W. Westerfield & Jaffe, 1999 dalam Suroso 2006). Likuidasi dipilih jika

nilai likuidasi lebih besar dibandingkan dengan nilai perusahaan jika diteruskan. Reorganisasi dipilih jika perusahaan masih menunjukkan prospek yang baik sehingga nilai perusahaan yang diteruskan lebih besar daripada nilai perusahaan jika dilikuidasi.

Menurut Hanafi (2004) ada beberapa alternatif perbaikan berdasarkan tingkat keseriusan masalah yang dihadapi perusahaan, yaitu:

1. Pemecahan Informal

Dilakukan apabila masalah belum begitu parah atau bersifat sementara cara yang dapat dilakukan:

10. Komposisi tagihan

Dilakukan dengan mengurangi besarnya tagihan dengan cicilan

11. Perpanjangan waktu tagihan

Dilakukan dengan memperpanjang jatuh tempo hutang

12. Pemecahan Formal

Dilakukan apabila masalah sudah parah di mana kreditor dan pemasok dana lainnya menuntut jaminan keamanan dan keadilan dengan melibatkan pengadilan.

Cara yang dapat dilakukan:

- a. Apabila nilai perusahaan lebih besar daripada nilai likuidasi maka dilakukan reorganisasi dengan mengubah struktur modal menjadi struktur modal yang layak. Perubahan dapat dilakukan melalui perpanjangan, perubahan komposisi atau keduanya.

- b. Apabila nilai perusahaan lebih kecil daripada nilai likuidasi maka lebih baik melakukan likuidasi dengan menjual aset-aset perusahaan.

Respon yang dapat dilakukan perusahaan ketika mengalami *financial distress* yang ringan, yaitu ketidakcukupan kas untuk menutup hutang jangka pendek, antara lain mengurangi inventaris, memperpanjang waktu pengembalian ke kreditor, restrukturisasi pembayaran hutang, dan menjual aset (Whitaker, 1999).

1.5.3 Turnaround

2.1.3.1 Pengertian Turnaround

Turnaround didefinisikan sebagai pembalikan arah perusahaan dari penurunan kinerja (Schendel, Patton dan Riggs (1976) dalam Bruton et al (2003). Menurut Supardi dan Mastuti (2003), turnaround diambil ketika manajemen mengalami kegagalan dalam membesarkan perusahaan sehingga prospek perusahaan menjadi tidak jelas dan mengalami krisis berkepanjangan, sehingga pemilik dan manajemen berusaha keras memutar arah organisasi.

Turnaround yang sukses adalah sebuah proses yang kompleks meliputi kombinasi dari faktor lingkungan, sumber daya internal, strategi perusahaan yang relevan pada berbagai tahap penurunan kinerja, yang menghasilkan peningkatan kinerja keuangan */recovery* (Arogyaswamy, 1995 dalam Francis dan Desai, 2005). *Recovery* dari *financial distress* didefinisikan sebagai *cash flow* yang lebih besar daripada hutang jangka pendek.

Beberapa peneliti meyakini bahwa *financial distress* dapat diatasi ketika dilakukan tindakan yang cepat dalam perubahan manajemen dan pengaturan perusahaan mengenai strategi organisasi dan struktur perusahaan (Jensen 1989, Wisk 1990, Ofek 1993 dalam Bergstrom, Sundgren 2002). Pada tahap awal ketika terjadi hambatan *cashflow*, harus segera dilakukan tindakan melalui efisiensi. Manajemen harus memutuskan cara untuk melaksanakan proses *turnaround*.

Menurut Davis dan Hofer (dalam Bruton et al, 2003) terdapat 2 macam strategi *turnaround* yang pernah dilakukan di negara – negara barat yaitu strategi operasi dan *strategik*. *Turnaround* yang bersifat *strategik* difokuskan pada perubahan arah strategi perusahaan, *positioning*, aliansi, dan jenis produk, sedangkan *turnaround* yang bersifat operasional antara lain pengurangan karyawan dan *retrenchment*.

Penyebab *financial distress* juga mempengaruhi keefektifan upaya *turnaround* yang dilakukan, misalnya pada hasil penelitian Whitaker (1999), upaya perbaikan manajemen berpengaruh signifikan terhadap kesuksesan *turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat kelemahan manajemen tetapi tidak signifikan pada perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat kelesuan aktifitas industri. Demikian juga peningkatan kondisi ekonomi adalah determinan yang berpengaruh signifikan terhadap *recovery* kinerja keuangan perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat *economic distress* bukan perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat kegagalan manajemen. Peneliti lain yaitu Jensen (1989) (dalam Whitaker,1999) juga berpendapat bahwa aksi manajemen dengan melakukan efisiensi akan

meningkatkan kinerja perusahaan pada perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat kelemahan manajemen.

2.1.3.2 Proses Turnaround

Schedel et.al. (1976) dalam Smith & Graves (2005) menyatakan bahwa strategi *recovery* dapat diklasifikasikan menjadi 2:

1. Orientasi efisiensi (*Efficiency oriented*)
2. Orientasi usaha (*Entrepreneurial oriented*)

Jika penurunan kinerja perusahaan berasal dari operasi yang tidak efisien maka perusahaan harus mengadopsi strategi *recovery* yang berorientasi pada efisiensi (*efficiency oriented strategy*) seperti pemotongan biaya dan pengurangan asset. Jika strategi perusahaan tidak relevan lagi maka perusahaan harus membuat perubahan yang cocok dengan pasar yang dihadapi dengan mengadopsi strategi yang berorientasi pada usaha (*entrepreneurial oriented strategies*)

Bibeault (1982). Pearce dan Robbins (1993), Arogyaswamy et.all (1995) dalam Smith & Graves (2005), mengamati bahwa proses *turnaround* terdiri dari 2 bagian seperti pada gambar 2.2.:

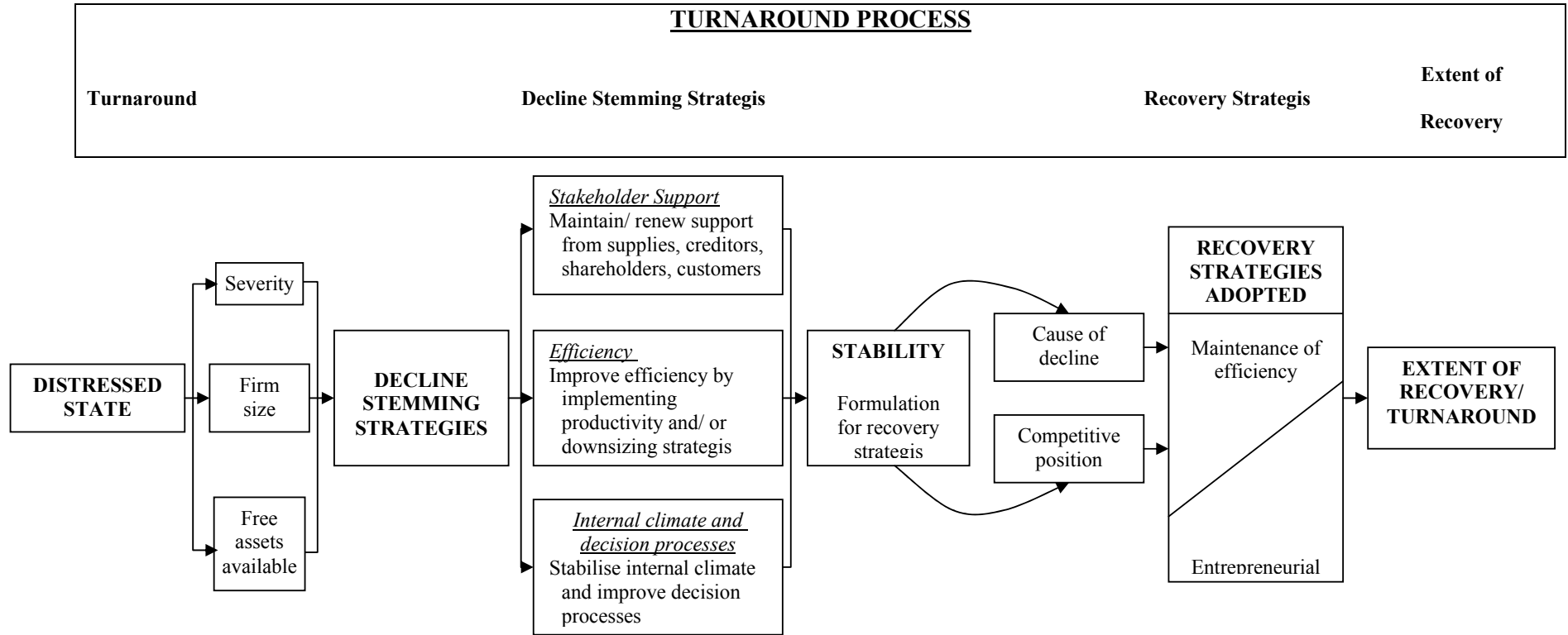
1. Menahan penurunan (*decline stemming strategy*)
2. Strategi pemulihan (*recovery strategy*)

Decline stemming strategy bertujuan untuk menstabilisasi kondisi keuangan perusahaan dengan pengumpulan dukungan pemegang saham, menghilangkan ketidakefisienan (*efficiency oriented strategy*) dan menstabilkan suasana internal perusahaan. Ketika kondisi keuangan perusahaan stabil, maka harus diputuskan

strategi perbaikan/ recovery yang akan diikuti membaiknya profitabilitas atau mengusahakan pertumbuhan (*entrepreneurial oriented*).

Dalam Smith & Graves (2005), tingkat kesuksesan pengaplikasian strategi menahan penurunan (*decline stemming strategy*) dipengaruhi beberapa faktor, antara lain tingkat ketahanan perusahaan terhadap distress (Pearce & Robbins, 1993; Arogyawamy et.al., 1995), ukuran perusahaan dan sumber-sumber bebas yang tersedia (White, 1989, Arogyawamy et.al, 1995).

Gambar 2.2



Sumber: Smith & Graves (2005) "Turnaround Process and Financial Distress"

2.1.3.3 Siklus *Turnaround*

Barker dan Mone (1994)(dalamFrancis dan Desai, 2005), menemukan 4 tahap kondisi selama siklus penurunan kinerja keuangan perusahaan dan turnaround, yaitu :

1. Tahap pertama perusahaan berada dalam puncak kinerja keuangan dari 2 tahun sebelumnya
2. Tahap kedua, kinerja keuangan perusahaan berada dalam titik terendah setelah megalami penurunan kinerja dan berada dalam kondisi *financial distress*.
3. Tahap ketiga, perusahaan dalam tahap efisiensi sumber daya setelah mengalami *retrenchment*
4. Tahap keempat, perusahaan berada dalam kondisi sukses dalam *turnaround (terecovery)* atau malah gagal (tidak *terecovery*)

Schendel el al (1976), Bibeault (1982), dan Poston et al (1994), mengamati siklus *turnaround* selama periode 8 tahun yaitu 4 tahun kinerja *financial distress* dan 4 tahun kinerja *non financial distress*. Sedangkan Chowdury dan Lang (1996), Hambrick dan Schecter (1983), Pearce dan Robbins (1993), Smith dan Gunalan (1996) menggunakan periode *turnaround* selama 4 tahun, yaitu 2 tahun kondisi *financial distress* dan 2 tahun kondisi *non financial distress*.

1.6 Penelitian Terdahulu

Dalam mengatur proses *turnaround*, manajer harus mengutamakan pada upaya menahan penurunan kinerja, menggunakan sumber – sumber yang ada secara efektif atau mengganti sumber-sumber daya yang tidak efektif pada perusahaan. Variabel-variabel yang mempengaruhi *recovery* kinerja pada perusahaan yang mengalami *financial distress* telah diteliti oleh beberapa peneliti.

Penelitian yang dilakukan oleh John, Lang & Netter (1992) menguji 46 perusahaan besar yang mengalami penurunan kinerja pada era tahun 1980-an. Mereka menyoroti tindakan restrukturisasi intern (*voluntary restructuring*) karena penelitian mereka menggunakan sampel perusahaan yang tidak diambil alih atau bangkrut. Dengan membatasi sampel, yaitu perusahaan yang asetnya lebih dari satu miliar dollar US dan paling sedikit mengalami satu tahun *negative earnings* dari tahun 1980 – 1987 diikuti dengan 3 tahun *positive earnings* dan tidak termasuk perusahaan yang di-*takeover*, atau terlikuidasi.

Penelitian John, Lang & Netter (1992) hanya menguji sebab-sebab penurunan kinerja perusahaan dan menguji respon yang dilakukan perusahaan dari mekanisme *corporate governance* dalam merespon tekanan dengan inisiatif restrukturisasi. Hasil penelitian menunjukkan tidak ada peningkatan pergantian *top management* secara abnormal, sedangkan *cost of good sold to sales* dan *labor costs to sales ratio* menunjukkan penurunan yang tajam dalam 2 tahun setelah *negative earnings*. Ditunjukkan juga bahwa perusahaan mengurangi aktifitas riset dan pengembangan produk, meningkatkan investasi dan mengurangi hutang/ aset

pada tahun pertama setelah *negative earnings*. Terdapat pengurangan karyawan secara signifikan dalam tahun setelah *negative earnings*.

Whitaker (1999) menguji 162 sampel perusahaan yang berhasil *direcovery* dan 104 perusahaan yang tetap dalam kondisi *financial distress*. Dengan menggunakan variabel-variabel independen yang mempengaruhi *recovery*, yaitu *leverage* (untuk memproksikan tingkat *distress*), *industry operating income*, jumlah karyawan dan ukuran perusahaan (*size*). Sampel pada penelitian ini terdiri dari 3 golongan yaitu perusahaan yang mengalami *financial distress* karena kondisi ekonomi industri atau karena kegagalan manajemen atau kedua-duanya (*full sample*). Tingkat *distress* suatu perusahaan /*Leverage* yang diproksikan dengan total hutang dibandingkan dengan total aset berkorelasi negatif dengan *recovery* pada *financial distress* akibat kegagalan manajemen dan pada *full sample*.

Pada penelitian Whitaker (1999), peningkatan pendapatan operasi industri merupakan faktor yang berpengaruh signifikan positif terhadap *recovery* untuk pada sampel perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat kondisi ekonomi industri dan pada *full sample*. Akan tetapi kondisi ekonomi industri bukanlah faktor yang signifikan pada sampel perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat kegagalan manajemen.

Pada penelitian Whitaker (1999), pengurangan karyawan (yang merupakan tindakan manajemen) berpengaruh positif terhadap *recovery* pada *financial distress* akibat kegagalan manajemen dan pada *full sample*. Akan tetapi pengurangan karyawan tidak berpengaruh signifikan terhadap *recovery* pada

sampel perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat kondisi ekonomi industri.

Ukuran perusahaan pada penelitian Whitaker (1999), merupakan faktor yang berpengaruh positif signifikan terhadap recovery untuk sampel perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat kegagalan manajemen dan *full sample*, tetapi tidak signifikan untuk *financial distress* akibat kondisi ekonomi.

Bergstrom dan Sundgren (2002) meneliti 28 perusahaan yang mengalami *financial distress* selama resesi ekonomi di Swedia pada awal tahun 1990 yang berhasil direstrukturisasi dan yang terlikuidasi. Penelitian mereka menguji perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah perusahaan mengalami reorganisasi. *Solvency* berkembang signifikan mengikuti reorganisasi, sedangkan *quick ratio*, yaitu $(CA - inventory) / CL$, meningkat tipis setelah reorganisasi.

Ditemukan bahwa terdapat korelasi positif antara pemindahan CEO dengan proporsi kepemilikan saham oleh manajemen pengelola aset setelah reorganisasi. Perubahan kepemilikan biasanya diikuti dengan perubahan komposisi dewan dikarenakan ekspektasi bahwa penambahan anggota dewan yang baru akan menambah kompetensi dalam memonitor manajer. Dilaporkan juga terdapat penggantian auditor selama masa reorganisasi dan sesudahnya untuk mendapatkan pandangan yang lebih baik terhadap posisi keuangan perusahaan.

Dalam penelitian Bergstrom dan Sundgren (2002) ditemukan bahwa tidak ada perubahan ROA yang signifikan sebelum dan sesudah periode reorganisasi. Pengujian ROA yang memproksikan kinerja, dalam periode sebelum dan sesudah

reorganisasi menunjukkan bahwa tidak ada perubahan signifikan selama 3 tahun setelah reorganisasi.

Terdapat sedikit perbedaan *operating margin* antara sebelum dan sesudah reorganisasi, sedangkan produktivitas yang diukur dengan sales/ jumlah karyawan pada periode satu tahun sebelum reorganisasi sampai 2 tahun setelah reorganisasi menunjukkan pertumbuhan signifikan.

Untuk variabel penggantian CEO, tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Dalam studi Bergstrom dan Sundgren ini tidak terdapat perubahan kinerja yang signifikan setelah reorganisasi. Penjelasan yang memungkinkan hal ini adalah *financial distress* tidak dipengaruhi secara khusus oleh kinerja perusahaan, mengingat studi dilakukan pada perusahaan yang mengalami resesi secara umum.

Smith & Graves (2005) meneliti perusahaan-perusahaan yang berhasil mengalami proses *turnaround* dan yang gagal dalam *turnaround*. Dengan menggunakan Z score dari analisis diskriminan Agarwal dan Taffler (2003) selama 4 tahun untuk menyeleksi kinerja perusahaan yang *terecovery* atau gagal. Variabel-variabel yang mempengaruhi keberhasilan *turnaround* yaitu tingkat *distress*, yang diproksikan dengan menggunakan Z score Taffler (1983), kecenderungan peningkatan Z score ($z_2 - z_1$), ukuran perusahaan, *down sizing*, jumlah *free assets* dan pergantian CEO.

Ukuran perusahaan pada penelitian Smith & Graves (2005), berpengaruh positif signifikan terhadap proses *turnaround*, *free assets* juga berpengaruh positif terhadap proses *turnaround* namun tidak signifikan, sedangkan pergantian CEO

bukanlah faktor yang signifikan. Tingkat *distress* berpengaruh negatif signifikan terhadap proses *turnaround*. *Downsizing* bukanlah faktor yang signifikan, akan tetapi berpengaruh negatif terhadap proses *turnaround*. Hal ini berkontradiksi dengan penelitian Robbin dan Pearce (1992) dalam Smith dan Graves (2005) yang menyatakan bahwa *downsizing* adalah strategi yang berpengaruh penting dalam proses *turnaround*.

Penelitian dari Francis dan Desai (2005), menguji perusahaan-perusahaan yang mengalami penurunan kinerja tetapi berhasil dalam *turnaround* maupun yang gagal dalam *turnaround*. Francis dan Desai menguji pengaruh factor situasional atau lingkungan dan beberapa aksi manajemen terhadap kesuksesan *turnaround*. Faktor-faktor lingkungan tersebut adalah pertumbuhan pasar industri, tingkat penurunan kinerja keuangan dan jangka waktu terjadinya penurunan kinerja keuangan, sedangkan factor-faktor aksi manajemen organisasi yaitu produktifitas karyawan, ukuran perusahaan (*size*), tersedianya sumber daya bebas (*slack*), efisiensi biaya (*expenses retrenchment*), dan pengurangan asset (*assets retrenchment*).

Hasil penelitian Francis dan Desai (2005) menunjukkan bahwa tersedianya sumber daya yang masih bebas (*slack*), tingkat penurunan kinerja keuangan, produktifitas karyawan, pengurangan biaya dan asset berpengaruh signifikan terhadap hasil *turnaround*. Hasil analisis Francis dan Desai menunjukkan bahwa factor-faktor manajemen organisasi seperti tersedianya sumber daya yang masih bebas, produktifitas karyawan yang tinggi, dan strategi *retrenchment* lebih kuat dalam mempengaruhi *turnaround* daripada factor

lingkungan. Hal ini mendukung penelitian Castrogiovanni dan Bruton (2000) yang menyatakan bahwa factor aksi manajemen dan strategi perusahaan sangat penting dalam *turnaround*.

Tabel 2.2
Penelitian terdahulu

NO	Peneliti	Variabel	Hasil Temuan
1.	John, Lang, Netter (1992)	Menguji respon perusahaan besar dengan negative earnings menghadapi penurunan kinerja keuangan <u>Variabel:</u> <ul style="list-style-type: none"> - Turnover top management - Perubahan size : jumlah karyawan atau asset, besar sales - Perubahan biaya/ cost : biaya penjualan, produksi, atau biaya R&D - Perubahan financial policy : pengurangan hutang, (TL/TA), pengurangan dividen 	<ul style="list-style-type: none"> - Terdapat penurunan biaya produksi, R&D - Terdapat peningkatan investment - Terdapat pemotongan utang dan dividen - Terdapat pengurangan karyawan secara signifikan pada tahun setelah terjadi negative earnings
2.	Richard Whitaker (1999)	Dependen : Recovery kinerja Indipenden: a. Severity of financial distress (financial leverage) : $\frac{TL}{TA}$ b. Economic condition : Industry operating income c. Reduce employee $\frac{EM / TA_{t+1}}{EM / TA_{t-1}} - 1$ d. Firm size : Ln Total aset	<ul style="list-style-type: none"> - Financial leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap recovery untuk sampel Keseluruhan dan sub sampel poorly managed firm. - IOI berpengaruh signifikan ($\alpha = 1\%$) positif terhadap full sampel dan sub sampel economic distress firm. - Reduced employee berpengaruh signifikan ($\alpha = 5\%$) positif terhadap recovery untuk sampel poorly managed firms dan full sampel

3	Routledge & Gadenne (2000)	<p>Variabel dependen: I..Keputusan organisasi : Likuidasi atau non likuidasi II.kesuksesan reorganisasi</p> <p>Variabel independen: 1. Earning prospect : ROA 2. Liquidity : CA / CL 3. Free assets (leverage):TA/TL 4. Equity commitment 5. Debt structure 6. Company size: Log TA</p>	<p>Variabel yang signifikan</p> <p>I:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Liquidity $\frac{CA}{CL}$ berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan reorganisasi - Owner's equity berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan reorganisasi - Free assets $\left(\frac{TA}{TL}\right)$ pengaruh signifikan positif terhadap keputusan reorganisasi <p>II:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Good earnings (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap kesuksesan reorganisasi - Liquidity $\left(\frac{CA}{CL}\right)$ berpengaruh positif signifikan terhadap kesuksesan reorganisasi - Jenis industri berpengaruh terhadap kesuksesan reorganisasi <p>Negatif owner equity berpengaruh positif terhadap kesuksesan reorganisasi</p>
---	----------------------------	--	---

4.	Bergstrom Sundgren (2002)	<p>I. Menguji perbedaan-perbedaan kinerja keuangan antara sebelum dan setelah reorganisasi</p> <p>Variabel:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ROA - Solvency dan liquidity - Profit margin - Total asset turnover - Fixed asset turnover : $\frac{\text{fixed assets}}{\text{sales}}$ - Inventory turnover : $\frac{\text{inventory}}{\text{sales}}$ <p>II. Menguji pengaruh aktivitas restrukturisasi terhadap ROA</p> <p>Dependen: ROA Independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Board member replacement b) Ownership structure c) CEO replacement d) Compensation plan 	<p>Variabel yang signifikan</p> <p>I:</p> <p>a) Liquidity $\frac{CA}{CL}$ berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan reorganisasi</p> <p>b) Owner's equity berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan reorganisasi</p> <p>c) Free assets $\left(\frac{TA}{TL}\right)$ pengaruh signifikan positif terhadap keputusan reorganisasi</p> <p>II:</p> <p>a) Good earnings (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap kesuksesan reorganisasi</p> <p>b) Liquidity $\left(\frac{CA}{CL}\right)$ berpengaruh positif signifikan terhadap kesuksesan reorganisasi</p> <p>c) Jenis industri berpengaruh terhadap kesuksesan reorganisasi</p> <p>Negatif owner equity berpengaruh positif terhadap kesuksesan reorganisasi</p>
5.	Bruton, Ahlstrom, Wan (2003)	<p>Object : Perusahaan Asia Tenggara yang mengalami penurunan kinerja</p> <p>Variabel dependen :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Profitabilitas : ROI <p>Variabel Independen :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Besar free asset / retrenchment - Perubahan sales - Perubahan account receivable - Perubahan CEO - Size - Jenis industri 	<p>Variabel yang signifikan :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Besarnya fixed assets berpengaruh signifikan negative terhadap ROI - Sales berpengaruh signifikan negative terhadap ROI - Size berpengaruh signifikan negative terhadap ROI

6.	Smith & Graves (2005)	<p>Dependen: Recovery of turnaround</p> <p>Variabel independen: a. Downsizing: $(TA_2 - TA_1)/TA_1$ b. Company size: Ln TA atau Ln sales c. CEO turnover d. Free assets : $\frac{(\text{total asset} - \text{secured loans})}{\text{Total asset}}$ e. Severity of distress : tingkat distress (dari analisis diskriminan Taffler,1983) f. kecenderungan tingkat z score : $z_2 - z_1$</p>	<p>Variabel yang signifikan:</p> <p>a) Severity of distress berpengaruh negative signifikan terhadap proses turnaround. b) Size berpengaruh positif signifikan terhadap proses turnaround c) Free asset berpengaruh positif signifikan d) Hasil lain efisiensi dengan memperkecil aset berpengaruh negatif terhadap proses turnaround berlawanan dengan penelitian Robbin dan Pearce (1992)</p>
7	Francis & Desai (2005)	<p>Dependen : Hasil turnaround : ROI</p> <p>Indipenden :</p> <p>a. organizational slack : $1 - (TL/TA)$ b. Severity of decline : -Z score Altman (1984) c. Employee productivity : firm productivity / industry average productivity d. Industry growth : $(\text{Sales industry time 2} / \text{Sales industry time 1}) - 1$ e. Retrenchment of expenses : $(\text{Expenses 2} / \text{expenses 1}) - 1$ f. Retrenchment of assets : $(\text{assets 2} / \text{assets 1}) - 1$ g. suddenness of decline : jangka waktu penurunan dari posisi sehat ke financial distress h. size : Ln Sales</p>	<p>a) organizational slack, employee productivity, retrenchment of expenses, retrenchment of assets berpengaruh positif signifikan b) severity of decline berpengaruh negative signifikan</p>

Sumber : Beberapa jurnal penelitian

1.7 Persamaan dan perbedaan dengan penelitian terdahulu

Penelitian ini diilhami oleh penelitian oleh Smith dan Graves (2005) dan Francis dan Desai (2005), sehingga sebagian besar variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sama, yaitu $\Delta Severity$ (kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan), tersedianya *free Assets*, *size* (ukuran perusahaan), *assets retrenchment* (pengurangan aset) dan perubahan CEO. Namun, perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah obyek penelitian di Indonesia dan tahun penelitian yang digunakan, yaitu perusahaan non keuangan yang mengalami *financial distress* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2000 sampai tahun 2005. Penelitian ini juga mencoba untuk menambah variabel baru yaitu aksi manajemen dalam mengatasi penurunan kinerja, yang diilhami oleh penelitian Whitaker (1999) dan diproksikan dengan pengurangan jumlah karyawan, karena di Indonesia yang jumlah tenaga kerjanya sangat banyak sehingga masih banyak padat karya diprediksi akan mempengaruhi *turnaround* perusahaan dari *financial distress*.

1.8 Hubungan antar Variabel

1.8.1 Peran kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan/ $\Delta severity$ terhadap proses *turnaround*

Severity kinerja keuangan adalah elemen dari tingkat ketahanan perusahaan terhadap *distress* (Pearce & Robbins, 1993), dan merupakan salah satu faktor situasi yang mempengaruhi keberhasilan *turnaround* (Francis dan desai, 2005). Menurut Chowdury dan Lang (1993) (dalam Francis dan Desai,

2005), adanya penurunan kinerja memberi peringatan kepada manager akan adanya strategi dan pemanfaatan sumber daya perusahaan yang tidak efektif. Menurut Kiesler dan Sproull (1982), (dalam Francis dan Desai, 2005), perusahaan yang mengalami penurunan kinerja dalam kondisi parah akan lebih cepat mengambil tindakan yang diperlukan untuk mencapai perbaikan kinerja daripada perusahaan yang tidak terlalu parah penurunan kinerjanya.

Menurut Hofer, Robbin & Pearce (Whitaker, 1998), tingkat *distress* dalam keuangan juga mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam menjalankan *recovery*. Perusahaan dengan *financial distress* yang tinggi perlu mengadakan pengurangan biaya dan pengurangan aset untuk bertahan. Semakin besar tingkat penurunan kinerja, maka akan semakin sulit bagi perusahaan untuk mencapai *turnaround* (Robbin & Pearce, 1992). Perusahaan yang tidak terlalu parah tingkat penurunan kinerjanya mungkin lebih dapat menerapkan berbagai strategi seperti mengembangkan pemasaran dan promosi penjualan atau bergerak kedalam segmen pasar yang lain. (Lohrke dan Bedeian, 1998), sedangkan perusahaan yang tingkat *distressnya* lebih parah mempunyai keterbatasan aksi untuk memanfaatkan sumber daya (Robbin dan Pearce, 1992)

1.8.2 Peran ukuran perusahaan dalam proses *turnaround*

Ukuran perusahaan merupakan karakteristik perusahaan yang turut mempengaruhi hasil *turnaround* (Haveman, 1993, Singh dan Lumsden, 1990 dalam Francis dan Desai, 2005). Ukuran perusahaan dapat dilihat dari total asetnya, omset penjualannya ataupun jumlah karyawan suatu perusahaan (Francis dan desai, 2005). Hubungan antara ukuran perusahaan dan dampak *financial*

distress yang dapat diatasi masih merupakan perdebatan dalam literatur – literatur yang ada (Francis dan Desai, 2005).

White (1989) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan besar lebih mudah mendapatkan dana tambahan yang diperlukan dari pihak eksternal karena lazimnya investor akan menginvestasikan dana pada perusahaan-perusahaan besar. Perusahaan-perusahaan yang lebih besar lebih mudah mendapatkan tambahan dana dari investor karena mempunyai profil yang lebih tinggi sehingga mempunyai kemungkinan yang lebih besar untuk bertahan. Hal ini merupakan pengakuan tentang adanya hubungan antara ukuran perusahaan dan kesuksesan usaha *turnaround* (Taffer (1983).

White (1983) dalam Routledge & Gadenne (2000), menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar lebih mempunyai kemungkinan untuk direorganisasi, karena mempunyai modal dan aset yang lebih besar sehingga dapat menyediakan jaminan untuk tambahan meminjam dana ketika menghadapi *financial distress*. Demikian juga Hannan dan Freeman (1984), Haveman (1993) dalam Francis dan Desai (2005), menyatakan bahwa perusahaan besar akan lebih stabil dalam menghadapi situasi ekonomi, karena ukuran perusahaan yang besar akan melindungi inti organisasi dari pengaruh lingkungan (Thompson 1967, dalam Francis dan Desai, 2005).

Menurut Francis dan Desai (2005), ukuran perusahaan memainkan peran yang penting yang berpengaruh positif terhadap keberhasilan *turnaround* karena ukuran perusahaan merupakan sumber daya yang nyata. Perusahaan besar

mempunyai sumber daya yang lebih luas dan mempunyai lebih banyak pilihan untuk menentukan strategi *turnaround*.

Akan tetapi terdapat pendapat yang berlawanan yaitu menurut Hambrick dan D'Aveni (1988) dalam Francis dan Desai (2005), yang meyaatakan bahwa perusahaan besar mempunyai prosedur internal yang berbelit-belit dan hubungan kerja yang lebih beragam sehingga berakibat pada kemampuan merespon situasi yang lebih lambat, sehingga ukuran perusahaan yang besar berpengaruh negatif terhadap kemampuan perusahaan menentukan strategi *turnaround*. Sedangkan perusahaan kecil mempunyai struktur yang tidak terlalu kompleks dan dapat merespon perubahan secara lebih cepat daripada perusahaan besar. (Meyer dan Zucker, 1989 dalam Francis dan desai, 2005).

Menurut Pant (1991) (Smith & Graves, 2005), ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap suksesnya *turnaround*. Perusahaan yang lebih kecil akan lebih sukses dalam *turnaround* karena mereka dapat beradaptasi terhadap lingkungan secara lebih mudah daripada perusahaan besar. Menurut Bruton et al (2003), perusahaan – perusahaan di Asia Tenggara yang mengalami penurunan kinerja dengan ukuran perusahaan yang lebih kecil akan lebih dapat berhasil dalam proses *turnaround* daripada perusahaan besar. Hal ini berlawanan dengan penelitian di perusahaan – perusahaan di US dimana ukuran perusahaan berpengaruh positif dengan keberhasilan *turnaround*.

1.8.3 Peran *free assets* dalam proses *turnaround*

Menurut Casey et.al. (1986) dalam Routledge & Gadenne (2000), tingkat besarnya *free assets* adalah faktor pembeda yang signifikan antara perusahaan

yang berhasil direorganisasi dan yang terlikuidasi. *Free assets* digunakan sebagai proksi ukuran kemampuan perusahaan untuk menjamin pinjaman. Pengukuran sumber daya yang masih bebas yaitu jumlah aset yang melebihi jumlah total hutang, dibandingkan *total assets* (Francis dan Desai, 2005). Menurut Singh (1986) dalam Francis dan Desai (2005), *free assets* adalah sumber daya *liquid* yang tidak dijamin. Adanya kas, inventaris, atau kredit dapat memperlengkapi perusahaan dalam menerapkan strategi *recovery* (Barker dan Duhaime, 1997 dalam Francis dan Desai, 2005). Sumber daya perusahaan yang masih bebas akan membantu perusahaan meredam efek penurunan kinerja keuangan dan menyediakan sumber daya untuk mengambil tindakan yang efektif, sehingga perusahaan dengan lebih banyak sumber daya bebas mempunyai kemungkinan bertahan yang lebih baik selama masa *decline* (Barker dan Mone, 1998 dalam Francis dan desai, 2005).

White (1989) dalam Smith & Graves (2005) menyatakan bahwa jumlah *free assets* adalah variabel yang penting dalam membedakan perusahaan yang sukses direorganisasi atau yang gagal. Perusahaan yang mengalami *distress* dengan *free assets* yang cukup (seperti aset yang melebihi hutang atau aktiva tetap yang melebihi jaminan hutang) akan mempunyai probabilitas kesuksesan yang lebih tinggi dalam menghindari kebangkrutan karena akan memungkinkan perusahaan untuk memperoleh tambahan dana yang diperlukan untuk tercapainya kesuksesan *turnaround* dan menyediakan dukungan yang menjamin pemberi pinjaman bahwa terdapat aset yang cukup untuk membayar kembali pinjaman jika diperlukan.

1.8.4 Peran dari *Assets Retrenchment (efficiency-oriented strategy)* dalam *turnaround process*

Manajemen harus mengambil peran aktif dalam mengatasi penurunan kinerja perusahaan (Barker dan Mone ,1994 dalam Francis dan Desai, 2005). *Retrenchment* merupakan tindakan efisiensi dengan mengurangi sumber daya perusahaan yang kurang efektif dan sangat berpengaruh terhadap *turnaround* (Hambric & Sehecter, 1983; Robbins & Pearce, 1992). Pemotongan biaya, peningkatan efisiensi dan investasi teknologi memainkan peran penting dalam *turnaround process*. Peningkatan efisiensi akan meningkatkan pula profitabilitas dalam jangka pendek dan memungkinkan perusahaan melepaskan sumber-sumber yang dapat digunakan di tempat lain, serta dapat juga memainkan peran politik yang penting dalam memenangkan dukungan *stakeholder* (Arogyaswamy & Yasai Ardekani, 1997 dalam Smith & Graves, 2005).

Menurut Hofer, Robbin & Pearce (Whitaker, 1998), perusahaan dengan *financial distress* yang tinggi perlu mengadakan pengurangan biaya dan pengurangan aset untuk bertahan. Akan tetapi menurut Slatter (1984) dalam Smith & Graves (2005), pengurangan biaya dan aset bukanlah yang mudah untuk dijalankan karena sering kali akan muncul biaya tambahan akibat respon kebijakan *retrenchment* tersebut seperti konflik kepercayaan antara *staff* dan manajemen, pemogokan kerja, *turnover* karyawan, sabotase, servis tambahan atas kualitas rendah yang perlu perbaikan, yang mungkin dapat lebih besar daripada pemotongan biaya dan aset yang dilakukan.

Menurut Lohrke dan Bedeian (1998), dalam Francis dan Desai (2005), *retrenchment* tidak hanya mengurangi biaya operasional seperti biaya *marketing*, R&D, dan produksi tetapi juga mencairkan sumber daya yang kurang menguntungkan yang dapat meningkatkan kas. Robbins dan Pearce (1992) yang mempelajari *retrenchment* sebagai bagian dari proses *turnaround* menemukan bahwa perusahaan yang melakukan *retrenchment* memperoleh peningkatan kinerja perusahaan yang lebih baik. *Retrenchment* merupakan hal yang umum dilakukan dalam mengatasi penurunan kinerja perusahaan dan sangat perlu untuk proses *turnaround* (Barker dan Mone, 1994 dalam Francis dan Desai, 2005).

Retrenchment / pengurangan aset dapat terjadi melalui penjualan *fixed assets* seperti peralatan dan real estate (Richter (2000) dalam Bruton et al (2003) yang banyak dilakukan oleh perusahaan yang menjalani *turnaround* di Amerika. Sedangkan di Asia Tenggara banyak ditemui perusahaan yang struktur dananya dibangun hampir sebagian besar dari hutang jangka pendek dengan banyaknya bank – bank asing yang menawarkan berbagai fasilitas kredit (Frank 2001, Low (2002) dalam Bruton et al (2003). Penjualan aset perusahaan menyediakan sumber dana yang cepat bagi perusahaan – perusahaan di Asia dalam kasus tekanan ekonomi atau pergolakan politik sehingga perusahaan – perusahaan tersebut menjual aset untuk merespon penurunan kinerja keuangan dan tekanan kreditur asing (Bruton et al (2003).

Routledge & Gadenne (2000) menemukan bahwa variabel profitabilitas akan secara signifikan membedakan perusahaan-perusahaan bangkrut yang sukses di reorganisasi atau yang terlikuidasi, di mana pengukuran profitabilitas dikaitkan

dengan *return on total assets* yang merupakan ukuran efisiensi, sehingga pendapat tersebut mendukung penelitian Robins & Pearce (1992).

1.8.5 Pengaruh *CEO Turnover* dalam proses *turnaround*

Penggantian CEO didefinisikan sebagai suatu peristiwa ketika CEO dari suatu organisasi digantikan dengan individu lain (Bruton et al (2003). Gilson (1989) dalam John, Lang & Netter (1992) mendefinisikan pemindahan yang disengaja adalah semua penggantian jabatan kecuali karena pengunduran diri, mutasi normal, kematian atau sakit. Dari penelitian Gilson pada perusahaan dalam kondisi *financial distress* ditemukan 83% pemindahan CEO yang disengaja.

Brenneman (1998) dalam Bruton et al (2003) menyatakan bahwa tindakan yang diambil dalam perusahaan yang mengalami penurunan kinerja ditentukan dari kebijakan pimpinan. Top Management memainkan peran yang kuat dalam perusahaan – perusahaan di Asia dimana *corporate governance* masih terbatas penerapannya. Konsisten dengan hal ini, O’Neil (1986) dalam Bruton et al (2003) meyakini bahwa perubahan pimpinan perusahaan dapat membantu menyumbangkan ide – ide baru, akan tetapi ditemukan bahwa *turnaround* yang sukses tidak selalu memerlukan perubahan CEO.

Menurut Arogyaswamy (1995) dalam Smith & Graves (2005), perubahan tim senior manajemen adalah tahapan penting dalam berhasilnya perbaikan kondisi perusahaan. Perubahan tim manajemen senior adalah usaha dalam memperbaiki kepercayaan *stakeholders* yaitu sebagai usaha menjaga dukungan dari mereka. Diharapkan manajer senior yang baru dapat memberikan

pandangan segar terhadap sebab-sebab penurunan, dan memberikan kemampuan serta motivasi yang diperlukan dalam perubahan organisasi.

Menurut Thain & Goldthorpe (1989) dalam Smith & Graves (2005), perubahan tim senior manajemen dilaksanakan ketika manajemen yang lama tidak dapat atau enggan membuat perubahan yang diperlukan untuk mengatasi penurunan. Keputusan manajemen yang salah dan kepemimpinan yang lemah dapat membawa perusahaan pada *financial distress*. Manajer dan direktur dapat menunjukkan kemampuan perusahaan untuk bangkit jika mereka mengerahkan kemampuan yang diperlukan untuk mengendalikan kinerja perusahaan.

Bergstrom dan Sundgren (2002) mengungkapkan bahwa penggantian CEO selama tahun reorganisasi dan setelah reorganisasi lebih sering dijumpai daripada waktu-waktu yang lain. Pergantian CEO sering terjadi pada perusahaan yang berkinerja buruk sebelum direorganisasi. Dalam penelitian John, Lang dan Netter (1992), ditemukan bahwa 50% dari sampel penelitian perusahaan, mengalami perubahan senior manager selama periode penelitian, yaitu pada tahun di mana terjadi *negative earnings* dan 3 tahun sesudahnya dengan rata-rata per tahun 12,5%-16,6%. Akan tetapi hal ini tidak berbeda jauh dengan penelitian rata-rata *turnover* secara umum seperti yang diteliti oleh Coughlan & Schmidt (1985) dalam John, Lang & Netter (1992) yang menemukan bahwa rata-rata *turnover* CEO yang normal sebesar 12,7%, sedangkan Weisbach (1988) menemukan rata-rata *turnover* yang umum CEO 7,7%, sehingga tidak ditemukan indikasi rata-rata *turnover* tahunan yang abnormal, jika dibandingkan penelitian pada umumnya. Akan tetapi Warner, Watts dan Wruck (1988) dalam John, Lang dan Netter

(1992) menyatakan bahwa *turnover* akan menjadi lebih tinggi mengikuti periode kinerja perusahaan yang buruk. Demikian juga Martin & Mc Connell (1991) dalam John, Lang & Netter (1992) yang menyatakan bahwa *turnover* dari *top manager* berkembang dari $\pm 10\%$ dalam tiap tahun selama 5 tahun sebelum perusahaan di-*takeover*.

Mizuchi (1983) dalam Abdullah (2006) menyatakan bahwa dewan direksi adalah pusat kontrol korporasi, pembuat keputusan tertinggi dalam korporasi. Sebagai contoh, dalam hal kebijakan hutang, monitoring perlu dilakukan oleh manajemen. Komposisi dewan direksi dan struktur kepemimpinan akan menyediakan mekanisme monitoring internal perusahaan. Tim manajemen yang kuat harus dapat memikirkan strategi yang cocok untuk mengatasi kecenderungan penurunan kinerja yang dihadapi perusahaan. Menurut Staw et.al. (1981) dalam Abdullah (2006), dalam periode penurunan, perusahaan sering menggunakan mekanisme sentralisasi otoritas, sehingga berhasil atau tidaknya tindakan *recovery* berhubungan langsung dengan susunan dewan direksi, CEO dan anggota *top management*.

1.8.6 Peran pengurangan jumlah karyawan dalam proses turnaround

Aksi manajemen yang berupa pengurangan karyawan sering ditempuh untuk merespon *financial distress*. John, Lang dan Netter(1992), menemukan bahwa perusahaan dengan kinerja yang buruk kemungkinan akan merespon dengan mengurangi jumlah karyawan.

Prosentase perubahan rasio jumlah karyawan / total asset dijadikan proksi untuk aksi manajemen dalam penelitian Whitaker (1999). Pengurangan jumlah

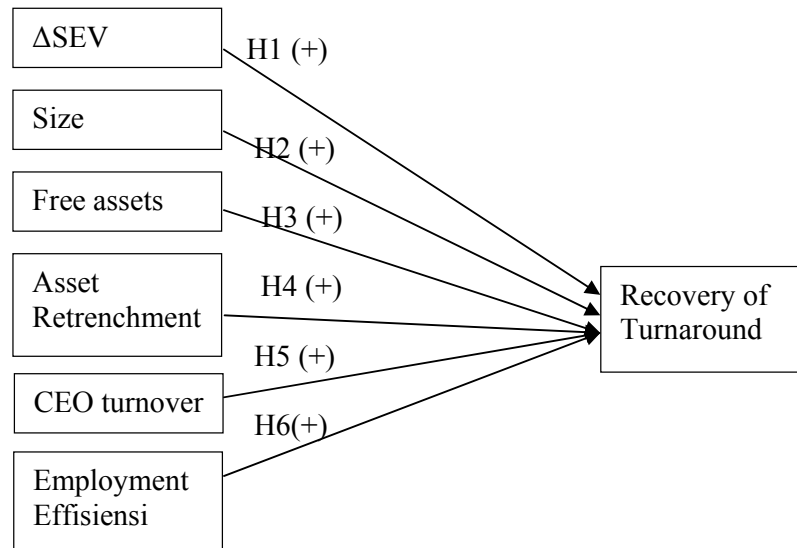
karyawan berhubungan positif dengan pengurangan riset dan pengembangan produk dan *advertising*, sehingga perubahan jumlah karyawan / total asset ini dapat dijadikan proksi yang representative bagi aksi manajemen dalam usaha turnaround (Whitaker, 1999). AMA Survey menemukan bahwa 47% perusahaan yang diteliti yang melakukan pengurangan karyawan sejak 1990, menunjukkan peningkatan laba operasi dalam tahun sesudah dilakukan pengurangan karyawan (Mroczkowski dan Hanaoka (1997).

Pengurangan jumlah karyawan juga termasuk tindakan *retrenchment* atau efisiensi sumber daya perusahaan. Shetty dan Butler (1990) dalam Francis dan Desai (2005), menyatakan bahwa produktifitas karyawan akan mendukung keunggulan dan keefektifan perusahaan. Perusahaan yang mengalami penurunan kinerja dan melakukan efisiensi dalam operasional dengan menggunakan sumber daya secara lebih produktif dan ekonomis akan lebih dapat meredam penurunan kinerja (Francis dan Desai, 2005).

1.9 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan telaah pustaka, maka kerangka model yang dapat disajikan untuk penelitian factor- factor yang mempengaruhi *recovery* dalam proses *turnaround* perusahaan *financial distress* adalah seperti tertera pada gambar 2.3.

Gambar 2.3
Kerangka Pemikiran Teoritis



2.6. Hipotesis

Berdasarkan pada telaah pustaka, penelitian terdahulu dan kerangka pemikiran teoritis yang telah disusun, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H1 = $\Delta Severity$ (peningkatan tingkat kinerja keuangan) berpengaruh positif terhadap keberhasilan proses *turnaround (recovery)*

H2 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap keberhasilan *turnaround*

H3 = Adanya *Free assets* berpengaruh positif terhadap keberhasilan *turnaround*

H4 = Pengurangan asset berpengaruh positif terhadap keberhasilan *turnaround*

H5 = CEO *turnover* berpengaruh positif terhadap keberhasilan *turnaround*

H6 = Pengurangan jumlah karyawan berpengaruh positif terhadap keberhasilan proses *turnaround*

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menguji secara empiris variabel – variabel yang dapat mempengaruhi kemungkinan *recovery* atau keberhasilan *turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan dari perusahaan non keuangan yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan telah dipublikasikan . Penelitian ini menggunakan data -data *time series* yaitu periode tahun 2000-2005 yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) dan JSX Statistics.

3.2 Populasi dan Sampel

3.2.1. Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEJ dan laporan keuangannya terdapat di publikasi BEJ pada tahun 2000-2005 yang berjumlah 289 perusahaan. Perusahaan yang akan diamati adalah perusahaan yang kondisinya mengalami *financial distress*. Untuk mengukur kondisi keuangan perusahaan digunakan perhitungan Analisis Diskriminan Altman (1984) dengan menghasilkan nilai hitung *z score*.

3.2.2 Penentuan Sampel

Penentuan sampel dilakukan secara purposive, yaitu sampel perusahaan dipilih berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria yang dimaksud adalah :

1. Perusahaan non keuangan yang konsisten terdaftar di BEJ dan laporan keuangannya telah dipublikasikan di BEJ selama tahun 2000-2005. Dari kriteria ini diperoleh sampel sebanyak 240 perusahaan. Perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan saja dikarenakan pengukuran tingkat kesehatan perusahaan sektor industri non keuangan dan keuangan adalah berbeda. Selanjutnya dari 240 perusahaan tersebut dipilih sampel perusahaan *financial distress* yang berhasil *direcovery* dan tidak berhasil *direcovery* sebagai berikut :
 - a. Perusahaan yang selalu mengalami *z score* kategori *financial distress* selama tahun 2000-2005 ditentukan sebagai perusahaan yang tidak *terecover* (Smith & Graves, 2005)
 - b. Perusahaan yang dalam kurun waktu 2000 – 2005 mengalami *z score* kategori *financial distress* paling sedikit 2 tahun berturut – turut dan diikuti dengan *z score* kategori *non financial distress* secara berturut – turut paling sedikit 2 tahun, ditentukan sebagai perusahaan yang *terecover* (Smith & Graves, 2005). Berdasarkan pada kriteria di atas, maka yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah :

Tabel 3.1.
Jumlah sampel

NO	SAMPEL	JUMLAH
1	Perusahaan yang berhasil direcovery	21 perusahaan
2	Perusahaan yang tidak berhasil direcovery	104 perusahaan
	TOTAL	125 perusahaan

Sumber : Data Diolah dari ICMD

3.3 Metode Pengumpulan Data

Data dikumpulkan melalui observasi tidak langsung, yaitu dengan mengumpulkan dokumen-dokumen laporan keuangan perusahaan-perusahaan pada ICMD 2003 untuk data laporan keuangan tahun 2000 – 2002, dan ICMD tahun 2006 untuk data tahun 2003-2005, serta JSX Statistics tahun 2000 – 2005.

3.4. Definisi Operasional Variabel

3.4.1 Variabel dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah probabilitas kondisi recovery kinerja keuangan pada perusahaan non keuangan yang mengalami financial distress, yaitu dengan mengukur kinerja keuangan dengan menggunakan analisis diskriminan Altman (1984), sebagai berikut :

$$Z \text{ Score} = 0,717 \text{ WC/TA} + 0,847 \text{ RE/TA} + 3,107 \text{ EBIT/TA} \\ + 0,42 \text{ MVE/BVD} + 0,998 \text{ S/TA}$$

dimana : WC / TA = Working Capital / Total Aset

RE / TA = Retained Earning / Total Aset

EBIT / TA = Earning Before Interest & tax / Total Aset

$MVE / BVD = \text{Market Value Equity} / \text{Book Value of Debt}$

$S / TA = \text{Sales} / \text{Total aset}$

Dari nilai hitung Z score Altman tersebut diambil cut off pertengahan pada grey area yaitu 1.2 – 2.9 sehingga nilai Z score yang didapat adalah 2.05. Perusahaan yang memiliki nilai z score kurang dari atau sama dengan 2.05 dikategorikan dalam perusahaan financial distress (Ramadhany,2004). Kemudian dari nilai Z score tersebut ditentukan kategori sebagai berikut :

1. Perusahaan *terecovery* (kategori 1)

Untuk perusahaan yang dalam kurun waktu 2000-2005 mengalami Z-score kategori *financial distress* paling sedikit 2 tahun berturut – turut dan diikuti dengan Z score kategori *non financial distress* paling sedikit 2 tahun berturut – turut (Smith & Graves 2005)

2. Perusahaan tidak *terecovery* (kategori 0)

Untuk perusahaan yang selalu mengalami Z score kategori financial distress selama tahun 2000 – 2005. (Smith & Graves,2005)

3.4.2 Variabel independent

Data yang dianalisis sebagai variabel independen adalah data variabel tahun 2001-2003 dimana dari periode tahun 2000-2005, kurun waktu tahun 2001-2003 diperkirakan mulai diambil tindakan manajemen setelah terjadi status *financial distress* pada 2000, dan untuk perusahaan-perusahaan yang diprediksi mampu mencapai *financial turnaround*, pada tahun 2004-2005 termasuk 2 tahun

terakhir dari periode 2000-2005 yang termasuk syarat kategori paling sedikit 2 tahun mengalami status perbaikan / *non financial distress*.

Variabel independen dalam penelitian ini yaitu:

Tabel 3.2
Definisi Operasional Variabel Indipenden

No	Variabel	Definisi	Skala	Pengukuran
1	Δ Severity of finance performance (Δ SEV)	Kecenderungan tingkat kinerja keuangan yang mempengaruhi situasi turnaround, yang diukur dengan peningkatan Z score (Smith & Graves, 2005, Robbin & Pearce, 1992)	Rasio	$Z_t - Z_{t-1}$
2	Size (SIZE)	Ukuran besar kecilnya perusahaan, diukur dengan natural log dari Sales (omset penjualan) (Smith & Graves, 2005, Francis & Desai, 2005)	Rasio	Ln Sales
3	Free assets (FREEAS)	Nilai Total aset setelah dikurangi Total liability dibandingkan dengan jumlah total aset, yang mencerminkan tersedianya free asset (Francis & Desai, 2005)	Rasio	$1 - (TL / TA)$
4	Asset Retrenchment (ASRET)	Penjualan aset yang merupakan tindakan efisiensi (Robbin & Pearce, 1992, Francis & Desai, 2005)	Rasio	$\frac{-(TA_t - TA_{t-1})}{TA_{t-1}}$
5	CEO Turnover (CEO)	Pergantian CEO yang diprediksi mempengaruhi proses turnaround (Smith & Graves, 2005, Bruton et al, 2003)	nominal	Merupakan dummy variabel: - kategori 1 jika terjadi pergantian CEO dari tahun sebelumnya - kategori 0, jika tidak terjadi pergantian CEO dari tahun sebelumnya
6	Employee Efficiency (EM)	Efisiensi pengurangan karyawan dari tahun sebelumnya dibandingkan dengan total asetnya karena sampel terdiri dari berbagai ukuran perusahaan.	Rasio	$\frac{-(EM / TA)_{t+1}}{(EM / TA)_{t-1}} - 1$ (Whitaker, 1999)

Sumber : Gabungan referensi

3.5 Teknik Analisis

Data yang dikumpulkan dan diolah dalam penelitian ini kemudian dianalisis dengan menggunakan dua metode statistik, yaitu statistik deskriptif dan statistik induktif (uji hipotesis).

3.5.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menganalisis dan menyajikan data kuantitatif dengan tujuan untuk menggambarkan data tersebut. Data yang akan dianalisis adalah gambaran perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini. Dengan statistik deskriptif ini akan diketahui nilai rata-rata (mean), distribusi frekuensi, nilai minimum dan maksimum serta deviasi standar. Data yang diteliti akan dikelompokkan ke dalam dua kategori, yaitu perusahaan yang berhasil di *recovery* dan gagal di *recovery*.

3.5.2 Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan metode analisis regresi logistik (*logistic regression*) karena memiliki satu variabel dependen (terikat) yang non metrik (nominal) serta memiliki variabel independen (bebas) lebih dari satu. Teknik analisis ini tidak memerlukan lagi uji normalitas dan uji asumsi klasik pada variabel bebasnya (Ghozali, 2005). Regresi logistik tidak memiliki asumsi normalitas atas variabel independen yang digunakan dalam model, artinya variabel penjelasnya tidak harus memiliki distribusi normal, linear maupun memiliki varian yang sama dalam setiap grup. Gujarati (2003)

menyatakan bahwa regresi logistik mengabaikan *heteroscedacity*, artinya variabel dependen tidak memerlukan *homoscedacity* untuk masing-masing variabel independen.

Karakteristik dari variabel dependen yang bersifat *dichotomous* dalam penelitian ini mendukung digunakannya analisis regresi logistik yaitu keberhasilan *turnaround* atau kegagalan *turnaround*. Model regresi logistik yang digunakan adalah untuk menguji apakah variabel-variabel independen mempengaruhi keberhasilan *turnaround*.

Adapun model regresi logistik yang diajukan:

$$\text{Ln} \frac{R}{1-R} = b_0 + b_1 \Delta\text{SEV} + b_2 \text{SIZE} + b_3 \text{FREEAS} + b_4 \text{ASRET} + b_5 \text{CEO}$$

Dimana :

p = probabilitas perusahaan yang mengalami recovery / keberhasilan turnaround

b_0 = konstanta

$b_1 - b_6$ = koefisien variabel bebas

keberhasilan *turnaround* (1 jika recovery, 0 jika non recovery).

ΔSEV : Δ tingkat kesehatan perusahaan(*severity*)

SIZE : ukuran perusahaan

FREEAS : jumlah *free assets* yang tersedia

ASRET : pengurangan jumlah aset

CEO : *turnover* CEO (1 jika ada pergantian, 0 jika tidak ada)

EM : pengurangan karyawan

Σ : kesalahan/ gangguan

Analisis pengujian model regresi logistik memperhatikan hal-hal sebagai berikut:

1. Menilai model regresi

Logistic regression adalah model regresi yang sudah mengalami modifikasi sehingga karakteristiknya sudah tidak sama lagi dengan model regresi sederhana atau berganda. Oleh karena itu penentuan signifikansinya secara statistik berbeda. Dalam model regresi berganda, kesesuaian model (*Goodness of fit*) dapat dilihat dari nilai R^2 ataupun F-test.

Dalam menilai model regresi logistik (termasuk probit dan tobit) dapat dilihat dari pengujian Hosmer and Lemeshow's *goodness of fit*. Pengujian ini dilakukan untuk menilai model yang dihipotesiskan agar data empiris cocok atau sesuai dengan model.

Jika nilai statistik Hosmer dan Lemeshow's *goodness of fit test* sama dengan atau kurang dari 0,05, maka hipotesis nol ditolak. Sedangkan jika nilainya lebih besar dari 0,05, maka hipotesis nol tidak dapat ditolak, artinya model mampu memprediksi nilai observasinya atau cocok dengan data.

H_0 = model yang dihipotesiskan fit dengan data

H_a = model yang dihipotesiskan tidak fit dengan data

2. Menilai keseluruhan model (*Overall model fit*)

Untuk menilai keseluruhan model, ditunjukkan dengan *log likelihood value* (nilai $-2LL$), yaitu dengan cara membandingkan antara nilai $-2LL$ pada awal (*block number = 0*) di mana model hanya memasukkan konstanta dengan nilai $-2LL$ pada saat *block number = 1*, di mana model memasukkan konstanta dan variabel bebas. Apabila nilai $-2LL$ *block number = 0* $>$ nilai $-2LL$ *block number = 1*, maka menunjukkan model regresi yang baik.

Log likelihood pada regresi logistik mirip dengan pengertian “*sum of square error*” pada model regresi sehingga penurunan *log likelihood* menunjukkan model regresi semakin baik.

3. Menguji koefisien regresi

Pengujian koefisien regresi dilakukan untuk menguji seberapa jauh semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat. Hasil pengujian didapat dari program SPSS berupa tampilan table variables in the equation. Dari table tersebut didapat nilai koefisien, nilai wald statistics, dan signifikansi.

Untuk menentukan penerimaan atau penolakan H_0 dapat ditentukan dengan menggunakan *wald statistic* dan nilai probabilitas (sig) dengan cara nilai *wald statistic* dibandingkan dengan *chi square* tabel. Sedangkan nilai probabilitas (sig) dibandingkan dengan tingkat

signifikansi (α) didasarkan pada tingkat signifikansi (α) 5% dengan kriteria:

- a. H_0 tidak dapat ditolak apabila *wald* hitung $<$ chi square tabel dan nilai Asymptotic significance $>$ tingkat signifikansi (α). Hal ini berarti H alternatif ditolak atau hipotesis yang menyatakan variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat ditolak.
- b. H_0 ditolak apabila *wald* hitung $>$ chi square tabel dan nilai asymptotic significance $<$ tingkat signifikan (α). Hal ini berarti H alternatif diterima atau hipotesis yang menyatakan variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat diterima.

Koefisien regresi dapat dilihat dari nilai B pada tampilan tabel variables in the equation. Tanda yang didapat dari nilai B tersebut menyatakan pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel terikat.

BAB IV

ANALISIS DATA

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Obyek penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEJ periode tahun 2000 – 2005 yang berjumlah 289 perusahaan, dari 289 perusahaan tersebut yang konsisten *listing* di BEJ pada tahun 2000 – 2005 sebanyak 240 perusahaan yang digunakan sebagai sampel penelitian. Untuk mendapatkan jumlah perusahaan yang termasuk perusahaan *terecovery* dan *non recovery* digunakan perhitungan analisis diskriminan Altman pada laporan keuangan tahun 2000 - 2005. Dengan batasan nilai *Z-score* kurang dari atau sama dengan 2,05 (pertengahan *grey area*) digolongkan perusahaan yang kinerjanya mengalami *financial distress*, dan *Z score* lebih dari 2.05 digolongkan perusahaan yang kinerjanya *non financial distress*. Dari nilai *Z score* selama tahun 2000-2005, perusahaan yang kinerjanya mengalami *financial distress* paling sedikit 2 tahun berturut-turut dan diikuti berturut – turut kinerja *non financial distress* paling sedikit 2 tahun, diperoleh sebanyak 21 perusahaan termasuk kategori *terecovery* dan 104 perusahaan termasuk kategori *non recovery* yaitu yang kinerjanya selama tahun 2000 – 2005 mengalami *financial distress*. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar (83 %) perusahaan non keuangan mengalami kondisi keuangan yang menurun atau memburuk seperti terlihat pada tabel 4.1 berikut ini :

tabel 4.1
Jumlah Sampel 1 tahun

NO	Sampel	Jumlah	Prosentase
1.	Perusahaan <i>Non recovery</i>	104	83
2.	Perusahaan <i>Recovery</i>	21	17
	Total	125	100

Sumber : Diolah dari ICMD 2006

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menjelaskan kategori perusahaan *terecovery* (R) dan non *terecovery* (NR) untuk setiap variabel independen dalam model penelitian. Data yang dianalisis adalah data variabel tahun 2001-2003 dimana dari periode tahun 2000-2005, kurun waktu tahun 2001-2003 diperkirakan mulai diambil tindakan manajemen setelah terjadi status financial distress pada 2000. Analisis ini meliputi nilai minimum, maksimum, *mean* dan standar deviasi pada tahun 2001-2003 dengan menggunakan program SPSS 13.00 yang dapat dilihat pada tabel 4.2 berikut :

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif Tahun 2001-2003

Variabel	R				NR			
	Min.	Max.	Mean	St. Dev.	Min.	Max.	Mean	St. Dev.
Δ SEV	-0.59	4.62	0.9554	1.19584	-6.18	3.26	0.0083	0.92644
SIZE	9.81	17.27	13.7421	1.93250	5.04	16.25	12.6146	1.63357
FREEAS	-1.16	0.92	0.3722	0.28343	-4.35	0.95	0.0613	0.66438
ASRET	-1.03	0.76	-0.0417	0.22077	-8.72	0.91	-0.0513	0.67472
EM	-2.58	0.84	0.0362	0.59497	-110.25	0.97	-1.1688	9.79282

Sumber : Hasil pengolahan data

Tabel 4.2 menunjukkan variabel Δ SEV perusahaan *recovery* memiliki nilai minimum sebesar -0.59 dan maksimum sebesar 4.62 serta nilai *mean* sebesar 0.9554 dengan standar deviasi 1.19584. Sedangkan variabel Δ SEV perusahaan

Non Recovery memiliki nilai minimum sebesar -6.18 dan maksimum sebesar 3.26 serta nilai *mean* sebesar 0.0083 dengan standar deviasi 0.92644. Dari statistik deskriptif ini dapat disimpulkan bahwa nilai *mean* variabel Δ SEV perusahaan R lebih besar dibandingkan perusahaan NR.

Variabel SIZE perusahaan R memiliki nilai minimum sebesar 9.81 dan maksimum sebesar 17.27 serta nilai *mean* sebesar 13.7421 dengan standar deviasi 1.93250. Sedangkan variabel SIZE perusahaan NR memiliki nilai minimum sebesar 5.04 dan maksimum sebesar 16.25 serta nilai *mean* sebesar 12.6146 dengan standar deviasi 1.63357. Dari statistik deskriptif ini dapat disimpulkan bahwa nilai *mean* variabel SIZE perusahaan R lebih besar dibandingkan perusahaan NR.

Variabel FREEAS perusahaan R memiliki nilai minimum sebesar -1.16 dan maksimum sebesar 0.92 serta nilai *mean* sebesar 0.3722 dengan standar deviasi 0.28343. Sedangkan variabel FREEAS perusahaan NR memiliki nilai minimum sebesar -4.35 dan maksimum sebesar 0.95 serta nilai *mean* sebesar 0.0613 dengan standar deviasi 0.66438. Dari statistik deskriptif ini dapat disimpulkan bahwa nilai *mean* variabel FREEAS perusahaan R lebih besar dibandingkan perusahaan NR.

Variabel ASRET perusahaan R memiliki nilai minimum sebesar -1.03 dan maksimum sebesar 0.76 serta nilai *mean* sebesar -0.0417 dengan standar deviasi 0.22077. Sedangkan variabel ASRET perusahaan NR memiliki nilai minimum sebesar -8.72 dan maksimum sebesar 0.91 serta nilai *mean* sebesar -0.0513 dengan standar deviasi 0.67472. Dari statistik deskriptif ini dapat disimpulkan

bahwa nilai *mean* variabel ASRET perusahaan R lebih besar dibandingkan perusahaan NR.

Variabel EM perusahaan R memiliki nilai minimum sebesar -2.58 dan maksimum sebesar 0.84 serta nilai *mean* sebesar 0.0362 dengan standar deviasi 0.59497. Sedangkan variabel EM perusahaan NR memiliki nilai minimum sebesar -110.25 dan maksimum sebesar 0.97 serta nilai *mean* sebesar -1.1688 dengan standar deviasi 9.79282. Dari statistik deskriptif ini dapat disimpulkan bahwa nilai *mean* variabel EM perusahaan R lebih besar dibandingkan perusahaan NR.

4.3. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan model regresi logistik untuk menguji pengaruh Δ *Severity*, *Size*, *Free assets*, *Asset Retrenchment* dan Pengurangan jumlah karyawan terhadap prediksi probabilitas perusahaan mengalami *recovery* kinerja keuangan.

Data yang digunakan untuk menganalisis variabel yaitu data laporan keuangan tahun 2001-2003 di ICMD. Analisis pertama yang dilakukan yaitu menilai kelayakan model regresi dan *goodness of fit test* yang diukur dengan *Chi-Square* pada uji Hosmer and Lemeshow dan diperoleh angka sebesar 13.502. Probabilitas signifikansi menunjukkan angka 0.096 yang lebih besar dari 0.05 maka H_0 tidak dapat ditolak (diterima). Hal ini berarti model regresi layak dipakai untuk analisis selanjutnya, karena tidak ada perbedaan yang nyata antara klasifikasi yang diprediksi dengan klasifikasi yang diamati seperti terlihat pada tabel 4.3 berikut :

Tabel 4.3
Hasil Uji Hosmer and Lemeshow

Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	13.502	8	.096

Sumber : Hasil pengolahan data

Langkah selanjutnya yaitu menilai keseluruhan model (overall model fit)

yang dapat dilihat dari nilai -2 Log Likelihood (- 2 LL) pada tabel 4.6 berikut :

Tabel 4.4
Hasil Uji Overall Model Fit Model Analysis

Iteration History^{a,b,c}

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients
		Constant
Step 1	343.636	-1.328
0 2	339.550	-1.579
3	339.526	-1.600
4	339.526	-1.600

a. Constant is included in the model.

b. Initial -2 Log Likelihood: 339.526

c. Estimation terminated at iteration number 4 because parameter estimates changed by less than .001.

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	254.169 ^a	.204	.342

a. Estimation terminated at iteration number 8 because parameter estimates changed by less than .001.

Sumber : Hasil pengolahan data

Tabel 4.4 menunjukkan bahwa nilai -2 LL pada awal (Block Number = 0), dimana model hanya memasukkan konstanta sebesar 339.526, sedangkan nilai -2 LL pada saat Block Number = 1, dimana model memasukkan konstanta dan variabel bebas turun menjadi 254.169. Hal ini berarti -2 LL Block Number = 0 lebih besar dibandingkan dengan nilai -2 LL Block Number = 1 atau model regresi dikatakan

layak atau lebih baik. Tabel 4.4 juga menunjukkan nilai Cox & Snell R Square sebesar 0.204 dan nilai Nagelkerke R Square sebesar 0.342 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 34%. Tabel klasifikasi 2 x 2 menghitung nilai estimasi yang benar dan salah. Pada kolom merupakan dua nilai prediksi dari variabel dependen R (1) dan NR (0), sedangkan pada baris menunjukkan nilai observasi sesungguhnya dari variabel dependen R (1) dan NR (0) seperti terlihat pada tabel 4.5 berikut :

Tabel 4.5
Tabel Klasifikasi Model Analisis

Classification Table^a

Observed			Predicted		
			STATUS		Percentage Correct
			0	1	
Step 1	STATUS	0	308	4	98.7
		1	41	22	34.9
Overall Percentage					88.0

a. The cut value is .500

Sumber : Hasil pengolahan data

Tabel 4.5 menunjukkan bahwa pada kolom prediksi perusahaan *terecovery* sebanyak 63 perusahaan, sedangkan pada baris, hasil observasi sesungguhnya yang mengalami *recovery* sebanyak 22 perusahaan, sedangkan untuk perusahaan yang tidak *terecovery* sebanyak 312 perusahaan, dan pada baris hasil observasi sesungguhnya yang tidak *terecovery* sebanyak 308 perusahaan. Jadi ketepatan model ini secara keseluruhan sebesar 88%.

Analisis terakhir yaitu pengujian koefisien regresi untuk menguji seberapa jauh semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh

terhadap variabel terikat. Koefisien regresi dapat ditentukan dengan menggunakan Wald statistic dan nilai probabilitas (Sig.) seperti terlihat pada tabel 4.6 berikut :

Tabel 4.6
Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik Model Analisis

		Variables in the Equation					
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	SEV	.895	.187	22.877	1	.000	2.449
	SIZE	.501	.105	22.763	1	.000	1.650
	FREEAS	2.056	.654	9.891	1	.002	7.814
	ASRET	.269	.487	.305	1	.581	1.309
	CEO	.094	.419	.050	1	.823	1.098
	EM	.227	.256	.783	1	.376	1.254
	Constant	-9.179	1.500	37.438	1	.000	.000

a. Variable(s) entered on step 1: SEV, SIZE, FREEAS, ASRET, CEO, EM.

Sumber : Hasil pengolahan data SPSS 13.00

Dari model tersebut di atas dapat dinyatakan interpretasi yang dilihat pada tampilan output variable in the equation model analisis sebagai berikut:

$$\text{Ln} \frac{R}{1-R} = -9.179 + 0.895 \Delta\text{SEV} + 0.501 \text{SIZE} + 2.056 \text{FREEAS} \\ + 0.269 \text{ASRET} + 0.094 \text{CEO} + 0.227 \text{EM}$$

Dari persamaan regresi logistik tersebut dapat dilihat bahwa semua variabel bebas berpengaruh positif yang artinya semakin tinggi nilai ΔSEV (kecenderungan tingkat kinerja keuangan), SIZE (ukuran perusahaan), FREEAS (free assets), ASRET (Assets Retrenchment), CEO turnover, dan EM (pengurangan karyawan) maka probabilitas perusahaan akan *terecovery* juga semakin tinggi. Variabel yang berpengaruh signifikan adalah yang nilai Signya < 5% dan wald statistiknya > 3.841 (*chi square* tabel), yaitu ΔSEV (kecenderungan tingkat kinerja keuangan), SIZE (ukuran perusahaan), dan FREEAS (free assets). Model dibentuk dari sample sebesar 83% perusahaan yang tidak *terecovery* dan 17% perusahaan *terecovery*.

Setiap unit kenaikan Δ SEV akan meningkatkan log of odds perusahaan akan *recovery* sebesar 0.895 jika variabel lain dianggap konstan. Setiap unit kenaikan SIZE akan menaikkan log of odds perusahaan akan *recovery* sebesar 0.501 jika variabel lain dianggap konstan. Setiap unit kenaikan *free assets* akan meningkatkan log of odds perusahaan akan *recovery* sebesar 2.056 jika variabel lain dianggap konstan. Setiap unit kenaikan Assets Retrenchment (pengurangan aset) akan menaikkan log of odds perusahaan akan *recovery* sebesar 0.269 jika variabel lain dianggap konstan. Setiap unit kenaikan CEO turnover akan meningkatkan log of odds perusahaan akan *recovery* sebesar 0.094 jika variabel lain dianggap konstan. Setiap unit kenaikan pengurangan karyawan akan meningkatkan log of odds perusahaan akan *recovery* sebesar 0.227 jika variabel lain dianggap konstan.

4.3.1 Pengujian H₁

Variabel Δ SEV mempunyai koefisien regresi sebesar 0.895 dengan nilai probabilitas (Sig) 0.000 yang lebih kecil dari 0.05 (α) dan nilai Wald statistic sebesar 22.877 yang lebih besar dibandingkan *Chi-Square* tabel sebesar 3.841. Hal ini berarti H alternatif yang menyatakan Δ SEV berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas *recovery* / keberhasilan *turnaround* diterima.

4.3.2 Pengujian H₂

Variabel SIZE mempunyai koefisien regresi sebesar 0.501 dengan nilai probabilitas (Sig) 0.000 yang lebih kecil dari 0.05 (α) dan nilai Wald statistic sebesar 22.763 yang lebih besar dibandingkan *Chi-Square* tabel sebesar 3.841. Hal ini berarti H alternatif yang menyatakan SIZE berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas *recovery* / keberhasilan *turnaround* diterima.

4.3.3 Pengujian H₃

Variabel FREEAS mempunyai koefisien regresi sebesar 2.056 dengan nilai probabilitas (Sig) 0.002 yang lebih kecil dari 0.05 (α) dan nilai Wald statistic sebesar 9.891 yang lebih besar dibandingkan Chi-Square tabel sebesar 3.841. Hal ini berarti H alternatif yang menyatakan free assets berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas recovery / keberhasilan turnaround diterima.

4.3.4 Pengujian H₄

Variabel ASRET mempunyai koefisien regresi sebesar 0.269 dengan nilai probabilitas (Sig) 0.581 yang lebih besar dari 0.05 (α) dan nilai Wald statistic sebesar 0.305 yang lebih kecil dibandingkan Chi-Square tabel sebesar 3.841. Hal ini berarti H alternatif yang menyatakan pengurangan aset (Asset Retrenchment) berpengaruh positif terhadap probabilitas recovery/ keberhasilan turnaround diterima namun tidak signifikan.

4.3.5 Pengujian H₅

Variabel CEO mempunyai koefisien regresi sebesar 0.094 dengan nilai probabilitas (Sig) 0.823 yang lebih besar dari 0.05 (α) dan nilai Wald statistic sebesar 0.050 yang lebih kecil dibandingkan Chi-Square tabel sebesar 3.841. Hal ini berarti H alternatif yang menyatakan pergantian CEO berpengaruh positif terhadap probabilitas recovery/ keberhasilan turnaround diterima namun tidak signifikan.

4.3.6 Pengujian H₆

Variabel EM mempunyai koefisien regresi sebesar 0.227 dengan nilai probabilitas (Sig) 0.376 yang lebih besar dari 0.05 (α) dan nilai Wald statistic sebesar 0.783 yang lebih kecil dibandingkan Chi-Square tabel sebesar 3.841. Hal

ini berarti H alternatif yang menyatakan berpengaruh positif terhadap probabilitas recovery / keberhasilan turnaround diterima namun tidak signifikan.

4.4 Pembahasan

4.4.1 Δ SEV (Kecenderungan tingkat kinerja keuangan)

Hasil uji regresi logistik untuk model analisis menunjukkan bahwa variabel Δ SEV secara konsisten memiliki tanda koefisien regresi yang positif dengan nilai probabilitas (Sig) yang lebih kecil dari 0.05 (α), artinya Δ SEV berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas recovery (R).

Hasil temuan ini menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis, hal ini berarti bahwa Δ SEV yang tinggi mengindikasikan probabilitas perusahaan akan mengalami recovery lebih besar. Sebaliknya, perusahaan dengan Δ SEV yang rendah mengindikasikan probabilitas recovery semakin kecil karena Δ SEV adalah kecenderungan peningkatan Z-score tingkat kinerja keuangan yang diukur dengan Z score dari analisis diskriman Altman (1984) yang mengandung unsur rasio keuangan sebagai berikut :

$$\begin{aligned} Z \text{ Score} &= 0,717 \text{ WC/TA} + 0,847 \text{ RE/TA} + 3,107 \text{ EBIT/TA} \\ &\quad 0,42 \text{ MVE/BVD} + 0,998 \text{ S/TA} \\ \Delta \text{SEV} &= Z_t - Z_{t-1} \end{aligned}$$

Z-score yang tinggi mengindikasikan rasio – rasio keuangan yang tinggi, yaitu rasio WC / TA merupakan rasio likuiditas yang menunjukkan perbandingan modal kerja (aktiva lancar – hutang lancar) dengan total aktiva, yang mengukur kemampuan likuiditas modal kerja di perusahaan dengan memutar

aktiva.(Riyanto,2001 dalam Nuralata 2007), rasio RE/TA dan EBIT/TA merupakan rasio profitabilitas yang menunjukkan sejauh mana aset yang digunakan menghasilkan profit, rasio MVE/BVD merupakan perbandingan nilai pasar ekuitas perusahaan dan total hutang, rasio S/TA mendeskripsikan rasio aktifitas yang menunjukkan sejauh mana efisiensi perusahaan dalam menggunakan aset untuk memperoleh penjualan. Aktifitas yang rendah pada tingkat penjualan tertentu akan mengakibatkan semakin besarnya dana kelebihan yang tertanam pada aktiva-aktiva tersebut, yang lebih baik bila ditanamkan pada aktiva lain yang lebih produktif (Hanafi & Halim, 2005). Δ SEV adalah besar peningkatan Z score perusahaan. Semakin tinggi Δ SEV, mengindikasikan peningkatan Z score. Menurut Robbins & Pearce (1992), semakin besar tingkat penurunan kinerja maka akan semakin sulit bagi perusahaan untuk mencapai turnaround.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Smith & Graves (2005) dan Francis & desai (2005), Whitaker (1998), yang menyatakan bahwa severity yang adalah tingkat kinerja keuangan mempengaruhi keberhasilan turnaround, serta Robbin & Pearce (1992) yang menemukan bukti bahwa tingkat penurunan kinerja akan menyulitkan turnaround.

4.4.2 SIZE (Ukuran Perusahaan)

Hasil uji regresi logistik untuk model analisis menunjukkan bahwa variabel SIZE secara konsisten memiliki tanda koefisien regresi yang positif

dengan nilai probabilitas (Sig) yang lebih kecil dari $0.05(\alpha)$, artinya SIZE berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas *recovery* (R)

Hasil temuan ini menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis, hal ini berarti bahwa SIZE yang besar pada tahun 2001-2003 mengindikasikan probabilitas perusahaan akan mengalami *recovery* lebih besar. Sebaliknya, perusahaan dengan SIZE yang kecil mengindikasikan probabilitas *recovery* semakin kecil. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diprosikan dengan natural log dari *Sales* (omset penjualan). Hasil penelitian ini mendukung penelitian White (1989) dalam Routledge & Gadenne (2000), Taffer (1983), Francis dan Desai (2005) yang menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar lebih mempunyai kemungkinan untuk direorganisasi karena lebih mudah mendapatkan tambahan dana dari investor dan kreditor karena mempunyai profil yang lebih tinggi, modal dan aset yang lebih besar, ketika menghadapi *financial distress* dan kemungkinan yang lebih besar untuk bertahan.

Dengan demikian hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian oleh Pant (1991) (Smith & Graves, 2005), Hambrick dan D'Aveni (1988) dan Meyer & Zucker (1989) dalam Francis & Desai (2005), serta Bruton et al (2003) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang besar cenderung mempunyai struktur dan prosedur internal yang berbelit-belit sehingga lebih lambat dalam merespon *financial distress* atau berpengaruh negative terhadap *recovery*, sedangkan perusahaan kecil akan beradaptasi lebih cepat.

4.4.3 FREEAS (Free Assets)

Hasil uji regresi logistik untuk model analisis menunjukkan bahwa variabel FREEAS secara konsisten memiliki tanda koefisien regresi yang positif dengan nilai probabilitas (Sig) yang lebih kecil dari 0.05 (α), artinya *free assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas *recovery* (R)

Hasil temuan ini menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis, hal ini berarti bahwa *free assets* yang besar pada tahun 2001-2003 mengindikasikan probabilitas perusahaan akan mengalami *recovery* lebih besar. Sebaliknya, perusahaan dengan *free assets* yang kecil mengindikasikan probabilitas *recovery* semakin kecil. *Free assets* dalam penelitian ini diproksikan dengan total aset dikurangi total hutang dibandingkan dengan total aset. *Free assets* digunakan sebagai proksi ukuran kemampuan perusahaan untuk menjamin pinjaman. White (1989) dalam Smith & Graves (2005) menyatakan bahwa jumlah *free assets* adalah variabel yang penting dalam membedakan perusahaan yang sukses direorganisasi atau yang gagal. Perusahaan yang mengalami *distress* dengan *free assets* yang cukup (seperti aset yang melebihi hutang atau aktiva tetap yang melebihi jaminan hutang) akan mempunyai probabilitas yang lebih tinggi dalam menghindari kebangkrutan karena akan memungkinkan perusahaan untuk memperoleh tambahan dana yang diperlukan untuk tercapainya kesuksesan *turnaround* dan menyediakan dukungan yang menjamin pemberi pinjaman bahwa aset perusahaan cukup untuk membayar kembali pinjaman jika diperlukan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Casey et.al. (1986) dalam Routledge & Gadenne (2000), White (1989) dalam Smith & Graves

(2005), serta Francis dan Desai (2005) yang menunjukkan bahwa adanya free assets berpengaruh positif terhadap keberhasilan *turnaround*.

4.4.4 (ASRET) *Assets Retrenchment*

Hasil uji regresi logistik untuk model analisis menunjukkan bahwa variabel ASRET secara konsisten memiliki tanda koefisien regresi yang positif dengan nilai probabilitas (Sig) yang lebih besar dari 0.05 (α), artinya pengurangan aset berpengaruh positif terhadap probabilitas *recovery* (R) sedangkan untuk pengaruh yang tidak signifikan artinya perusahaan yang mengalami *recovery* berasal dari perusahaan dengan pengurangan aset yang rendah dan tinggi tetapi dengan proporsi yang lebih besar untuk perusahaan dengan pengurangan aset yang tinggi.

Hasil temuan ini menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis, hal ini berarti bahwa pengurangan aset yang besar mengindikasikan probabilitas perusahaan akan mengalami *recovery* lebih besar. Sebaliknya, perusahaan dengan pengurangan aset yang kecil mengindikasikan probabilitas *recovery* semakin kecil. Pengurangan aset dalam penelitian ini diproksikan dengan prosentase pengurangan total aset dari total aset tahun sebelumnya. Pengurangan aset merupakan strategi tindakan efisiensi. Peningkatan efisiensi akan meningkatkan pula profitabilitas dan memungkinkan perusahaan melepaskan aset yang dapat digunakan di tempat lain yang lebih menghasilkan *sales* sehingga aset tersebut lebih efisien.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Robbins & Pearce (1992), Richter (2000) dalam Bruton et al (2003), Hambric & Sechter,

(1983), Routledge & Gadenne (2000) yang menunjukkan bahwa pengurangan aset berpengaruh positif terhadap keberhasilan turnaround, tetapi tidak mendukung hasil penelitian Smit & Graves (2005), Baker dan Mone (1994) dalam Bruton et al (2003) yang tidak menemukan bahwa pengurangan aset akan membantu kesuksesan *turnaround*.

4.4.5 CEO Turnover

Hasil uji regresi logistik untuk model analisis menunjukkan bahwa variabel CEO *turnover* secara konsisten memiliki tanda koefisien regresi yang positif yang artinya CEO *turnover* berpengaruh positif, dan menunjukkan nilai probabilitas (Sig) lebih besar dari 0.05(α), yang menunjukkan bahwa pengaruh variabel CEO tidak signifikan artinya perusahaan yang mengalami *recovery* berasal dari perusahaan yang mengalami pergantian CEO maupun yang tidak mengalami pergantian CEO.

Hasil temuan ini menunjukkan kesesuaian tanda yang konsisten dengan hipotesis, hal ini berarti bahwa variabel CEO *turnover* turut mempengaruhi probabilitas perusahaan akan mengalami *recovery*. Pergantian CEO merupakan variabel dummy, dilihat dari adanya perubahan CEO dari tahun sebelumnya.

Brenneman (1998) dalam Bruton et al (2003) menyatakan bahwa tindakan yang diambil dalam perusahaan yang mengalami penurunan kinerja ditentukan dari kebijakan pimpinan. Top management memainkan peran yang kuat dalam perusahaan – perusahaan di Asia dimana corporate governance masih terbatas penerapannya. Menurut Arogyaswamy (1995) dalam Smith & Graves (2005),

perubahan tim senior manajemen adalah tahapan penting dalam berhasilnya perbaikan kondisi perusahaan.

Hasil penelitian ini untuk variabel CEO turnover mempunyai koefisien regresi yang paling kecil daripada variabel independen lain dalam penelitian ini yaitu 0.094 karena CEO *turnover* di Indonesia kurang banyak terjadi yang kemungkinan disebabkan masih banyaknya sistem kekerabatan dalam susunan dewan perusahaan. Konsisten dengan hal ini, O'Neil (1986) dalam Bruton et al (2003) menyatakan bahwa perubahan CEO dapat membantu menyumbangkan ide – ide baru, akan tetapi ditemukan bahwa *turnaround* yang sukses tidak selalu memerlukan perubahan CEO.

4.4.6 (EM) Employee Efficiency (Pengurangan Karyawan)

Hasil uji regresi logistik untuk model analisis menunjukkan bahwa variabel EM secara konsisten memiliki tanda koefisien regresi yang positif dengan nilai probabilitas (Sig) yang lebih besar dari 0.05 (α), artinya pengurangan karyawan berpengaruh positif terhadap probabilitas *recovey* (R), akan tetapi untuk pengaruh yang tidak signifikan artinya perusahaan yang mengalami *recovery* berasal dari perusahaan dengan pengurangan karyawan yang rendah dan tinggi tetapi dengan proporsi yang lebih besar untuk perusahaan dengan pengurangan karyawan yang tinggi.

Hasil temuan ini menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis, hal ini berarti bahwa pengurangan karyawan yang besar mengindikasikan probabilitas perusahaan akan mengalami *recovery* lebih besar. Sebaliknya, perusahaan dengan

pengurangan karyawan yang kecil mengindikasikan probabilitas *recovery* semakin kecil. Pengurangan karyawan merupakan strategi tindakan efisiensi. Aksi manajemen perlu dilakukan untuk merespon *financial distress*. Pengurangan karyawan sering ditempuh sebagai aksi manajemen untuk merespon *financial distress*. Menurut Whitaker (1999) pengurangan jumlah karyawan berhubungan positif dengan pengurangan biaya R&D dan advertising, sehingga perubahan jumlah karyawan ini dapat dijadikan proksi yang representative bagi aksi manajemen dalam usaha *turnaround*.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Robbins & Pearce (1992), John, Lang dan Netter(1992), Whitaker (1999), Bruton et al (2003), yang menunjukkan bahwa retrenchment / pengurangan karyawan berpengaruh positif terhadap keberhasilan *turnaround*.

BAB V

PENUTUP

5.1 Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menyajikan bukti empiris mengenai prediksi probabilitas *recovery* pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2005 dengan menggunakan variabel-variabel yang diprediksi mempengaruhi *recovery* perusahaan yaitu kecenderungan tingkat kinerja (Δ SEV), ukuran perusahaan (SIZE), *free assets* (FREEAS), pengurangan aset (*Assets Retrenchment*), *CEO turnover* dan pengurangan karyawan (EM). Hasil analisis data pada bab 4 dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Terdapat 17% perusahaan yang termasuk dalam kategori perusahaan yang mengalami *recovery* dan 83% tidak mengalami *recovery* atau tetap mengalami *financial distress* dari 125 perusahaan dalam tahun 2001-2005. Hal ini berarti bahwa perusahaan yang mengalami *recovery* masih lebih sedikit daripada perusahaan yang tidak *recovery* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*. Penentuan status perusahaan yang termasuk kategori *recovery* menggunakan kriteria *Z-score* Altman. Sedangkan untuk menentukan kategori sesuai dengan kriteria penelitian Smith & Graves (2005), yaitu:
 - untuk kategori *recovery* adalah perusahaan yang dalam kurun waktu 2000 – 2005 mengalami *z score* kategori *financial distress* paling sedikit 2 tahun berturut – turut dan diikuti secara berturut – turut paling sedikit 2 tahun dengan *z score* kategori non *financial distress*.
 - Untuk kategori tidak *recovery* adalah perusahaan yang selalu mengalami *z score* kategori *financial distress* selama tahun 2000-2005
2. Hasil pengujian dengan regresi logistik untuk model analisis tahun 2001-2003 menunjukkan prosentasi kebenaran model ketepatan prediksi 88%.

3. Variabel kecenderungan tingkat kinerja keuangan dan *assets retrenchment*, ukuran perusahaan, *free assets*, pergantian CEO dan pengurangan karyawan berpengaruh positif terhadap probabilitas *recovery* tetapi yang berpengaruh signifikan dengan tingkat signifikansi 5%, hanya variabel kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan, ukuran perusahaan, dan *free assets*, sedangkan *assets retrenchment*, pergantian CEO, dan pengurangan karyawan tidak berpengaruh signifikan. Hal ini menandakan perusahaan masih mengalami tahap menahan penurunan (*stemming decline*) atau stabilisasi dari penurunan karena yang berpengaruh signifikan adalah faktor kondisi internal perusahaan yaitu kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan, ukuran perusahaan dan tersedianya *free assets*. Dalam Smith & Graves (2005), tingkat kesuksesan pengaplikasian strategi menahan penurunan (*decline stemming strategy*) dipengaruhi beberapa faktor, antara lain tingkat ketahanan perusahaan terhadap *distress* (Pearce & Robbins, 1993; Arogyawamy et.al., 1995), ukuran perusahaan dan sumber-sumber bebas yang tersedia (White, 1989, Arogyawamy et.al, 1995).

5.2 Implikasi Hasil Penelitian

Secara umum, penelitian ini memiliki implikasi manajerial bagi perusahaan, kreditur dan investor dalam mengambil kebijakan, yaitu memprediksi

apakah perusahaan yang mengalami financial distress dapat mengalami *recovery* atau tidak dari variabel kecenderungan tingkat kinerja (Δ SEV), ukuran perusahaan (SIZE), *free assets* (FREEAS), pengurangan aset (*Assets Retrenchment*), *CEO turnover* dan pengurangan karyawan (EM).

Variabel yang berpengaruh signifikan adalah (Δ SEV), ukuran perusahaan (SIZE), *free assets* (FREEAS). Variabel yang berpengaruh paling besara dari model yang didapat dalam peneltian ini adalah *free assets*. Semakin besar *free assets* maka probabilitas perusahaan mencapai *recovery* semakin besar karena dengan tersedianya *free assets*, perusahaan yang mengalami *financial distress* akan lebih mudah menerapkan kebijakan hutang karena lebih mendapat kepercayaan saat mengajukan pinjaman dan lebih flexibel dalam mengusahakan tindakan strategik untuk menyiasati persaingan dan meredam penurunan kinerja keuangan. Bagi manajemen perusahaan kebijakan hutang sangat penting dalam operasional suatu perusahaan. Bagi perusahaan yang membayar pajak penghasilan, bunga hutang akan mengurangi pajak tersebut.

Variabel kedua yang pengaruhnya paling besar adalah (Δ SEV) tingkat kecenderungan kesehatan perusahaan. Kecenderungan kinerja perusahaan yang semakin baik menandakan daya tahan perusahaan terhadap *distress* semakin baik. Kesehatan perusahaan yang diukur dari elemen rasio likuditas, profitabilitas dan aktifitas dari Z score Altman (1984), mendeskripsikan kondisi perusahaan yang lebih likuid, dan efisien dalam menggunakan aset dalam mengusahakan penjualan akan lebih berhasil dalam turnaround. Pihak manajemen seharusnya melakukan kontrol terhadap kondisi perusahaan tersebut.

Variabel ketiga yang paling berpengaruh positif adalah ukuran perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan maka probabilitas perusahaan mengalami recovery semakin besar. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diprosikan dengan natural log dari penjualan. Kebijakan peningkatan penjualan harus tetap memperhitungkan efisiensi yang tidak menambah biaya. Implikasi penelitian ini bagi pihak manajemen perusahaan, efisiensi aset dalam menghasilkan penjualan sangat membantu perusahaan dalam mengatasi financial distress. Pemotongan biaya, peningkatan efisiensi dan investasi teknologi memainkan peran penting dalam *turnaround process*. Peningkatan efisiensi akan meningkatkan pula profitabilitas dalam jangka pendek dan memungkinkan perusahaan melepaskan sumber-sumber yang dapat digunakan di tempat lain, serta dapat juga memainkan peran politik yang penting dalam memenangkan dukungan *stakeholder* (Arogyaswamy & Yasai Ardekani, 1997 dalam Smith & Graves, 2005).

Menurut Smith & Graves (2005), perusahaan – perusahaan yang mengalami *financial distress* akan mengalami 2 siklus yaitu siklus menahan penurunan (*decline stemming*) dan siklus *recovery* atau perbaikan kinerja.. Kecenderungan tingkat kinerja keuangan, ukuran perusahaan, tersedianya *free assets* merupakan faktor yang perlu dipertimbangkan dalam memprediksi apakah perusahaan mampu bertahan dalam kondisi financial distress (siklus *decline stemming*). Sedangkan pengurangan aset, penggantian CEO, dan pengurangan karyawan merupakan strategi *recovery* yang mencerminkan upaya manajemen (siklus *recovery*) dalam mengatasi financial distress sehingga faktor-faktor

tersebut dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan dalam memprediksi *recovery* perusahaan.

Rasio yang secara konsisten dapat digunakan dalam memprediksi kondisi *recovery* perusahaan di Indonesia yaitu kecenderungan tingkat kinerja keuangan, ukuran perusahaan, tersedianya *free assets*, pengurangan aset, dan pengurangan karyawan. Implikasi manajerial bagi masing-masing pihak yang berkepentingan antara lain :

1. Perusahaan

Prediksi *recovery* dengan menggunakan variabel kecenderungan tingkat kinerja keuangan, ukuran perusahaan, tersedianya *free assets* dapat digunakan oleh manajemen perusahaan untuk menganalisis kekuatan internal perusahaan dalam menahan *financial distress*.

Dengan mengetahui pengaruh variabel pengurangan aset / *assets retrenchment*, pergantian CEO, dan pengurangan karyawan terhadap probabilitas *recovery*, dapat menjadi pertimbangan bagi pihak manajemen perusahaan dalam mengambil strategi yang efektif untuk mencapai *recovery*. Namun demikian perlu diketahui faktor penyebab kondisi *financial distress* yang dialami perusahaan sehingga dapat ditentukan strategi yang tepat untuk mengatasi kondisi tersebut, misalnya apakah *financial distress* disebabkan oleh operasional internal yang tidak efektif sehingga diperlukan upaya pembenahan manajemen internal atau apakah karena faktor eksternal seperti penurunan aktifitas industry.

2. Kreditur

Bagi kreditur, prediksi *recovery* dengan menggunakan variabel ini dapat digunakan untuk memutuskan tentang pemberian pinjaman pada perusahaan dengan menganalisis daya tahan perusahaan dalam menghadapi financial distress dengan mempertimbangkan kecenderungan tingkat kinerja keuangan, ukuran perusahaan, dan besar *free assets*, dan menentukan kebijakan dalam mengawasi pinjaman yang telah diberikan.

3. Investor

Prediksi *recovery pada perusahaan yang mengalami financial distress ini* dapat membantu investor pada saat akan menilai kemungkinan kondisi keuangan suatu perusahaan terkait dengan apakah investor harus menyeter tambahan modal ke dalam perusahaan terkait pembayaran kembali pokok dan bunga, hal ini disebabkan karena jika terjadi kebangkrutan dan dilanjutkan dengan likuidasi maka investor merupakan pihak yang terakhir menerima hasil sisa proses likuidasi.

4. Akademisi

Prediksi *recovery pada perusahaan yang mengalami financial distress ini* dapat membantu pihak akademisi tentang faktor- faktor yang mempengaruhi probabilitas turnaround pada perusahaan yang mengalami financial distress, serta memberi wawasan tentang siklus turnaround yang dialami perusahaan dalam kondisi *financial distress*.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu hanya meneliti secara umum tentang factor-faktor yang mempengaruhi recovery kinerja perusahaan dan tidak

membedakan penyebab perusahaan mengalami *financial distress*, apakah dari faktor internal atau dari faktor eksternal seperti menurunnya aktifitas industri, karena penyebab *financial distress* ini mempengaruhi variabel tindakan manajemen yang efisien diterapkan untuk mencapai *recovery*. Hasil pengumpulan sampel jumlah perusahaan dari hasil analisis diskriminan Altman menemukan sampel perusahaan terecovery hanya 17% yang jauh lebih kecil dari perusahaan yang tidak terecovery yaitu 83%.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi dasar bagi penelitian selanjutnya yaitu dengan saran :

1. Memperhitungkan rata-rata pendapatan operasional industri sebagai variabel kontrol atau moderat sehingga dapat dianalisa pengaruh dari *financial distress* karena kinerja perusahaan yang buruk atau karena faktor pendapatan operasi industri yang menurun, sehingga pengaruh variabel upaya manajemen terhadap probabilitas *recovery* dapat lebih dijelaskan.
2. Menggunakan faktor-faktor di luar variabel dalam penelitian ini seperti kondisi ekonomi (pertumbuhan ekonomi, inflasi) untuk memperoleh tingkat prediksi *recovery* yang lebih akurat.

DAFTAR REFERENSI

- Almilia, Luciana Spica dan Meliza Silvy, (2005), "Analisis Data Klasifikasi Rasio Keuangan Untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Go Public dengan Analisis Multinomial Logit", **Konferensi Nasional Akuntansi**, pp. 1-18.
- Amelia Nuralata, (2007), "Analisis Pengaruh Rasio Keuangan Yang Dapat memprediksi Probabilitas Kondisi Financial Distress", Tesis Magister Manajemen Universitas Diponegoro
- Arthur J. Keown, John D.Martin, J.William Petty, David F.Scott Jr, (2004), **Manajemen Keuangan jilid 1**, Indeks Kelompok Gramedia
- Clas Bergstrom dan Stefan Sundgren, (2002), "Restructuring Activities and Changes in Performance Following Financial," **SNS Occasional Paper No.88**, April, 2002
- D. Keith Robbins, John A. Pearce II (1992), "Turnaround : Retrenchment and Recovery", **Strategic Management Journal**, 13, p.287-309
- Garry D.Brutton, David Ahlstrom, Johnny CC.Wan, (2003), "Turnaround in East Asian Firms : Evidence from FECC", **Strategic Management Journal**, 24, p.519-540
- Hanafi, Mamduh M, (2004), **Manajemen Keuangan**, Yogyakarta : BPFE
- Howard S. Rasheed, (2005), "Turnaround Strategies for Declining Small Business : The Effects of Performance and Resources", **Journal of Developmental Entrepreneurship**, vol 10, 3, 239-252.
- Imam Ghozali (2001), **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS**, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
_____(2005), **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS Lanjutan**, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Institute For Economic and Financial Research (ECFIN), **Indonesian Capital Market Directory 2003**, Jakarta.
- Institute For Economic and Financial Research (ECFIN), **Indonesian Capital Market Directory 2006**, Jakarta.
- James Routledge dan David Gadenne, (2000)," Financial Distress, Reorganization and Corporate Performance", **Accounting and Finance 40**, p.233-260

- John D.Francis, Ashay B.Desai, (2005), "Situational and Organizational Determinants of Turnaround", **Management Decision**, vol 43, 9, p.1203-1224
- JSX Stock Exchange, **JSX Statistics 2002**, Jakarta
- JSX Stock Exchange, **JSX Statistics 2003**, Jakarta
- JSX Stock Exchange, **JSX Statistics 2004**, Jakarta
- JSX Stock Exchange, **JSX Statistics 2005**, Jakarta
- Kose John, Larry H.P.Lang, Jeffry Netter, (1992), "The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline", **The Journal of Finance**, Vol XLVII, No.3, July
- Malcolm Smith dan Christopher Graves, (2005), "Corporate Turnaround and Financial Distress," **Managerial Auditing Journal**, Vol 20, No.3, pp.304-320
- Vineet Agarwal dan Richard Taffler, (2002), "The Distress Factor Effect in Equity Returns : Market Mispricing or Omitted Variable". **JEL Classification, G12**.
- Ramadhany, Alexander, (2004), "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penerimaan Opini Going Concern Pada Perusahaan Manufaktur yang Mengalami Financial Distress di Bursa Efek Jakarta", **Jurnal Maksi**, Vol. 4, pp. 146-160.
- Richard B. Whitaker, (1999), " The Early Stage of Financial Distress", **Journal of Economics and Finance**, Vol 23, no.2, p.123-133
- Shamsul Nahar Abdullah, (2006), " Board Structure and Ownership in Malaysia : The Case of Distress Listed Companies", **Corporate Governance Bradford**, Vol 6, Iss.5, P582
- Steven V. Campbell, (1996), "Predicting Bankruptcy Reorganization for Closely Held Firms", **Accounting Horizons**, Vol 10, 3, p.12-25
- Supardi, Sri Mastuti, (2003), "Validitas Penggunaan Z score Altman Untuk Menilai Kebangkrutan Pada Perusahaan Perbankan yang Go public di Bursa Efek Jakarta", **KOMPAK** no.7, p.68-93
- Suroso, (2006), "Investasi Pada Saham Perusahaan Yang Menghadapi Financial Distress", **Usahawan**, No.2, Tahun XXXV

Thomas Mroczkowski dan Masao Hanaoka, (1997), "Effective Rightsizing Strategies in Japan and America : Is There a Convergence of Employment Practise", **Academy of management Executive**, Vol 11, No.2

Walter P. Schuppe, (2005), "Leading a Turnaround", The Secured Lender.