

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBERHASILAN PROSES TURNAROUND PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Endah Suhfriahtiningsih
endhasuhfria@gmail.com
Fidiana

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

Each company has experienced a decrease condition in the financial performance or it is commonly known as financial distress. To overcome this conditions, companies conduct some efforts to avoid bankruptcy or liquidation, which is commonly called as turnaround. There are several factors which determine the success of turnaround such as savings assets (asset retrenchment), free assets, debt restructure, and the replacement of the CEO (CEO turnover). This study is meant to analyze some factors which influence the ability of the company which experiences financial distress in achieving the success of turnaround. These factors are retrenchment assets, debt restructure, free asset and CEO turnover on manufacturing sector companies which are listed in Indonesia Stock Exchange in 2011-2014 periods. The Altman Z-score model is used to determine the recovery status of the company. The samples are 38 companies which have been selected by using random sampling method. The results of data analysis are examined by using logistic regression analysis. Based on the result of the SPSS test states that asset retrenchment has negative coefficient value and significance values above 5%, so that asset retrenchment does not give any influence to the probability of company recovery conditions. Meanwhile, debt restructure statistically give influence to the probability of company recovery condition. Free assets and CEO turnover both have negative coefficient negative value so that free assets and CEO turnover does not give any influence to the probability of company recovery condition.

Keywords: financial distress, turnaround, recovery, Altman z-score model

ABSTRAK

Setiap perusahaan pernah mengalami kondisi penurunan kinerja keuangan atau yang disebut dengan *financial distress*. Untuk mengatasi kondisi tersebut, perusahaan melakukan upaya-upaya agar tidak mengalami kebangkrutan atau likuidasi, yang disebut dengan *turnaround*. Terdapat beberapa faktor yang turut menentukan keberhasilan *turnaround* seperti penghematan aset (*asset retrenchment*), *free asset*, restrukturisasi utang, dan pergantian CEO (*CEO turnover*). Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kemampuan perusahaan yang mengalami *financial distress* dalam mencapai keberhasilan *turnaround*. Faktor-faktor tersebut antara lain *asset retrenchment*, restrukturisasi utang, *free asset* dan *CEO turnover* pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2014. Model *Z-score* Altman digunakan untuk menentukan status *recovery* perusahaan. Sampel penelitian diperoleh sebanyak 38 perusahaan melalui metode *purposive sampling*. Hasil analisis data diuji menggunakan analisis regresi logistik. Berdasarkan hasil uji SPSS menyatakan bahwa variabel *asset retrenchment* mempunyai koefisien negatif dan nilai signifikansi di atas 5% sehingga variabel *asset retrenchment* tidak berpengaruh terhadap probabilitas kondisi *recovery* perusahaan. Sedangkan variabel restrukturisasi utang secara statistik berpengaruh terhadap probabilitas kondisi *recovery* perusahaan. Variabel *free asset* dan *CEO turnover* keduanya memiliki nilai koefisien negatif sehingga variabel *free asset* dan *CEO turnover* tidak berpengaruh terhadap probabilitas kondisi *recovery* perusahaan.

Kata Kunci: financial distress, turnaround, recovery, Altman z-score model

PENDAHULUAN

Dalam beberapa tahun terakhir, terutama saat terjadinya krisis keuangan global telah menimbulkan berbagai kesulitan dalam pengembangan usaha. Krisis global tersebut tentunya berdampak pada perekonomian dunia, terutama Indonesia. Melemahnya ekonomi di negara maju mengakibatkan pasar ekspor menyusut dan sebagian besar industri manufaktur yang berorientasi ekspor melemah. Akibatnya tidak hanya terjadi persaingan di pasar ekspor yang semakin berat, tetapi juga di persaingan domestik. (Lestari dan Triani, 2013).

Persaingan pasar yang ketat tentunya mengakibatkan perusahaan sulit mempertahankan eksistensinya. Perusahaan dituntut untuk mengembangkan inovasi, memperbaiki kinerja secara keseluruhan, serta melakukan perluasan usaha guna tetap bertahan dalam persaingan. Tingkat kemampuan suatu perusahaan sangat ditentukan dari kinerja perusahaan itu sendiri. Dalam hal ini, perusahaan yang tidak mampu bersaing lambat laun akan tergusur dari pasar dan akan mengalami kebangkrutan (Sumbodo, 2010). Hal tersebut tentu saja dapat menurunkan kepercayaan investor yang akan menanamkan modal pada perusahaan tersebut.

Kebangkrutan suatu perusahaan ditandai dengan tahap penurunan kondisi keuangan atau yang biasa disebut dengan *financial distress*. Menurut Ros dan Westerfield (1996) dalam Ayuningtyas (2011) *financial distress* adalah suatu kondisi dimana *cash flow* operasi perusahaan tidak mampu menutupi atau mencukupi kewajiban saat ini. *Financial distress* dapat membawa perusahaan mengalami kegagalan (*corporate failure*) pada kontraknya yang akhirnya dapat dilakukan restrukturisasi *financial* antara perusahaan, kreditur dan investor.

Kondisi kesulitan keuangan (*financial distress*) pada perusahaan, menjadi hal yang serius untuk diperhatikan, karena apabila sebuah perusahaan benar-benar sedang mengalami permasalahan pada kondisi keuangan, maka dapat dipastikan perusahaan tersebut berada dalam keterpurukan. Penelitian yang dilakukan oleh Almilia dan Kristijadi (2003) mengatakan bahwa *financial distress* terjadi sebelum kebangkrutan. Model *financial distress* perlu dikembangkan, mengingat perusahaan apabila dapat mengetahui sejak dini kondisi *financial distress* di perusahaannya, maka baik manajemen maupun investor mampu melakukan tindakan-tindakan pencegahan supaya tidak mengarah pada kebangkrutan perusahaan.

Pada saat perusahaan berada dalam kondisi penurunan kinerja keuangan atau *financial distress*, pihak manajemen dapat mengambil tindakan-tindakan atau upaya agar dapat keluar dari masalah keuangan yang berpotensi menimbulkan kebangkrutan perusahaan. Ada beberapa upaya yang dapat dilakukan manajemen untuk dapat bangkit dan keluar dari kondisi *financial distress* sehingga dapat kembali menjadi perusahaan yang berkembang, diantaranya adalah dengan melakukan *merger* atau *takeover* agar perusahaan lebih mampu untuk membayar hutang dan mengelola perusahaan dengan lebih baik sehingga kondisi perusahaan dapat kembali normal.

Penurunan kinerja keuangan yang sering disebut sebagai *financial distress* dapat dialami oleh berbagai perusahaan besar ataupun kecil dari berbagai sektor industri (Schuppe, 2005 dalam Chandrawati, 2008). Perusahaan-perusahaan yang mengalami kondisi tersebut akan menjalankan proses *turnaround* untuk dapat memperbaiki kinerja keuangannya. 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.

Kemampuan perusahaan untuk kembali memperbaiki kinerjanya setelah adanya penurunan kinerja keuangan disebut sebagai *corporate turnaround*. *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* yang sukses merupakan proses yang kompleks yang dipengaruhi oleh beberapa faktor diantaranya faktor lingkungan, sumber daya internal, strategi perusahaan yang relevan pada berbagai tahap penurunan kinerja, sehingga akan menghasilkan peningkatan kinerja perusahaan (Chandrawati, 2008).

Berdasarkan hal yang disampaikan diatas kemudian dapat dinyatakan bahwa kemampuan *corporate turnaround* perusahaan-perusahaan yang mengalami *financial distress* merupakan isu yang sangat penting saat ini. Faktor-faktor apa saja yang mampu menopang perusahaan dalam meningkatkan kinerja keuangan dan dapat ke luar dari masa krisis menjadi sangat penting untuk diketahui sebagai acuan untuk mempersiapkan diri atas ancaman krisis ataupun membenahi perusahaan pada masa krisis.

Faktor *retrenchment* seperti pengurangan aset, pengurangan karyawan dan beberapa sumber daya yang lain akan berpengaruh terhadap *recovery* kinerja keuangan perusahaan yang mengalami *financial distress* masih mengalami perdebatan. Hasil penelitian Chandrawati (2008) menyatakan bahwa *retrenchment* berpengaruh positif terhadap kesuksesan proses *turnaround*. Hal ini berlawanan dengan penemuan Smith dan Graves (2005) yang menyatakan bahwa aktivitas perusahaan yang menjaga/mengembangkan aset (tidak menjual aset/tidak melakukan *retrenchment*) berpengaruh positif terhadap keberhasilan proses *turnaround*.

Faktor-faktor internal perusahaan yang juga mempengaruhi keberhasilan usaha *recovery* kinerja perusahaan seperti tersedianya *free assets*, yaitu besarnya total aset yang masih ada setelah dikurangi total hutang (Smith dan Graves, 2005). Penelitian dari Smith dan Graves (2005) dan Candrawati (2008) menunjukkan bahwa *free assets* berpengaruh terhadap keberhasilan *turnaround* perusahaan. Sedangkan penelitian Makgeta (2010) menunjukkan bahwa *free assets* tidak berpengaruh terhadap keberhasilan *turnaround*.

Di dalam penelitian ini, peneliti berusaha menambahkan faktor lain yang diprediksi turut mempengaruhi keberhasilan *turnaround*, yaitu restrukturisasi utang. Restrukturisasi utang merupakan tindakan manajemen dalam merestrukturisasi kembali kewajiban-kewajiban atau utang yang dimiliki oleh perusahaan, yang tentunya tindakan tersebut tidak lepas dari pertimbangan kreditur.

TINJAUAN TEORITIS

Financial Distress

Financial distress adalah kondisi dimana perusahaan berada dalam kesulitan keuangan sehingga tidak dapat menyediakan dana untuk memenuhi hutang lancarnya. *Financial distress* atau sering disebut dengan kesulitan keuangan merupakan suatu kondisi keuangan perusahaan yang terjadi sebelum terjadinya kebangkrutan ataupun likuidasi. *Financial distress* juga bisa didefinisikan sebagai ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajiban keuangan yang telah jatuh tempo (Chandrawati, 2008). Dalam keadaan *financial distress*, perusahaan akan mengalami tahap penurunan dimana perusahaan mengalami laba bersih negatif (*net profit*) selama beberapa tahun, dan hasil operasi perusahaan tidak cukup untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya (*Insolvency*). Menurut Deviacita (2012) kebangkrutan suatu perusahaan umumnya diartikan sebagai kegagalan perusahaan dalam menjalankan operasi perusahaan untuk menghasilkan laba.

Financial distress bisa terjadi pada semua perusahaan. Penyebab terjadinya *financial distress* juga bermacam-macam. Damodaran (2001) menyatakan *financial distress* dapat timbul dari dalam perusahaan sendiri (internal) maupun dari luar perusahaan (eksternal). Faktor internal penyebab *financial distress* dari dalam perusahaan lebih bersifat mikro, antara lain adanya kesulitan arus kas dalam perusahaan, besarnya jumlah hutang dan adanya kerugian dalam kegiatan operasional perusahaan selama beberapa tahun yang menimbulkan arus kas negatif dalam perusahaan. Faktor eksternal perusahaan lebih bersifat makro, dan cakupannya lebih luas.

Salah satu dampak dari terjadinya *financial distress* dalam perusahaan adalah perusahaan tidak mampu lagi membayar kewajibannya kepada kreditur. Menurut Anggraini (2010) perusahaan yang mengalami kondisi *financial distress* akan menghadapi kondisi tidak mampu memenuhi jadwal atau kegagalan pembayaran kembali hutang yang sudah jatuh tempo kepada kreditur, dan juga mengakibatkan perusahaan dalam keadaan tidak *solvable* (*insolvency*).

Menurut Weston dan Brigham (2001) pada dasarnya ada tiga pola penyelesaian kesulitan keuangan perusahaan. Pertama, penyelesaian kesulitan keuangan tanpa melalui merealisasikan seluruh harta menjadi uang tunai dan menagih seluruh sisa piutang, dimana hasil penerimaan tersebut dibagi secara prorata kepada kreditur atau investor lainnya. Kedua, penggabungan dengan perusahaan lain (*Merger Into Another Firm*). Alternatif kedua ini dapat dilakukan dengan berbagai cara, salah satunya akuisisi (*form continues*). Pola penyelesaian yang terakhir adalah penyelesaian melalui jalur hukum, pengadilan atau arbitrase (*formal legal proceedings*). Pada umumnya permasalahan pinjaman atau hutang yang melibatkan peranan penegak hukum atau pihak ketiga, menunjukkan tidak adanya kesepakatan antara debitur dan kreditur.

Corporate Turnaround

Corporate Turnaround merupakan suatu kondisi pemulihan ekonomi perusahaan setelah mengalami penurunan kinerja keuangan sehingga dikhawatirkan akan terjadi kebangkrutan perusahaan. Menurut Marbun dan Situmeang (2014) *corporate turnaround* adalah kondisi dimana profitabilitas perusahaan mengalami penurunan untuk beberapa tahun. *Turnaround* diambil ketika manajemen gagal dalam membesarkan perusahaan sehingga prospek perusahaan menjadi tidak jelas dan mengalami krisis yang berkepanjangan. Perusahaan yang berhasil melakukan *turnaround* setelah mengalami penurunan kinerja ekonomi akan dapat mengembalikan kekayaan perusahaannya serta dapat menjadi perusahaan yang sukses kembali.

Menurut Kasali (2007) *turnaround* (putar haluan) adalah istilah yang banyak digunakan dalam *change management* untuk memperbaiki perusahaan atau institusi yang sedang sakit. *Turnaround* (strategi penyehatan) merupakan strategi yang dilakukan oleh perusahaan untuk mengembalikan perusahaan dari kondisi penurunan prestasi ke kondisi berlaba (Syafrizal, 2006).

Kegagalan perusahaan di sisi lain, mungkin disebabkan oleh kelambanan manajerial atau tidak ada tindakan. Adopsi strategi *turnaround* itu sendiri ada jaminan pemulihan. Untuk strategi menjadi efektif, hal itu mungkin harus dilakukan dengan cepat, intensif dan kompeten. *Turnaround* yang sukses adalah kembalinya perusahaan ketingkat kinerja perusahaan seperti sebelum mengalami *distress*. Strategi yang dipilih mungkin memberikan kontribusi terhadap perubahan tersebut dalam berbagai derajat. Beberapa strategi yang diterapkan secara bersamaan dan beberapa secara berurutan.

Kondisi *financial distress* dapat diatasi apabila ada tindakan yang cepat untuk melakukan perubahan manajemen dan pengaturan perusahaan mengenai strategi organisasi dan perubahan dalam struktur perusahaan. Pada tahap awal terjadinya hambatan *cashflow*, manajemen harus bisa melakukan tindakan efisiensi dan sesegera mungkin memutuskan cara-cara yang harus ditempuh untuk melakukan proses *turnaround*.

Menurut penelitian Whitaker (1999) dalam Chandrawati (2008), upaya perbaikan manajemen berpengaruh signifikan terhadap kesuksesan proses *turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat kelemahan manajemen, tetapi tidak signifikan pada perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat kelesuan aktifitas industri. Demikian pula dengan 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.

Assets Retrenchment

Retrenchment atau bisa disebut dengan penghematan terjadi ketika perusahaan melakukan restrukturisasi pengelolaan melalui pengurangan biaya dan aset untuk mengatasi penurunan penjualan dan profit perusahaan. Langkah awal dalam pelaksanaan *retrenchment* adalah dengan menonaktifkan beberapa aset yang dinilai sudah tidak produktif. Apabila langkah tersebut dinilai kurang efektif bahkan tidak berhasil, maka perusahaan harus menonaktifkan aset yang produktif dengan syarat perusahaan mengalami penurunan penjualan dan berdampak pada penurunan profit perusahaan sehingga hal tersebut akan semakin memperparah kondisi *financial distress* di perusahaan tersebut.

Retrenchment merupakan salah satu tindakan yang dilakukan oleh manajemen dengan cara mengurangi sumber daya perusahaan yang kurang efektif dan sangat berpengaruh terhadap *turnaround*. Robbin dan Pearce (1992) dalam Chandrawati (2008) 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* (Chandrawati, 2008).

Restrukturisasi Utang

Salah satu upaya yang harus dilakukan oleh perusahaan yang mengalami *financial distress* terkait dengan kewajiban jangka pendek maupun jangka panjangnya adalah dengan melakukan strategi restrukturisasi utang. Manajemen bisa melakukan restrukturisasi utang yaitu mencoba meminta perpanjangan waktu dari kreditur untuk pelunasan utang hingga perusahaan mempunyai kas yang cukup untuk melunasi utang tersebut. Restrukturisasi utang bisa dikatakan sebagai pembayaran utang dengan syarat yang lebih lunak atau lebih ringan dibandingkan dengan syarat pembayaran utang sebelum dilakukannya proses restrukturisasi utang, karena adanya konsesi khusus yang diberikan kreditur kepada debitur.

Restrukturisasi utang adalah upaya memperbaiki komposisi struktur modal yang terpaksa harus dilakukan karena perusahaan dalam kondisi *insolvable* atau ancaman *insolvency* (Respatia dan Fidiana, 2010). Perubahan tersebut dimaksudkan agar perusahaan dapat bekerja kembali dengan basis keuangan yang lebih sehat atau kuat. Banyak perusahaan menyelesaikan utangnya melalui restrukturisasi utang.

Proses restrukturisasi utang yang dilakukan oleh perusahaan merupakan negosiasi antara kreditur dan debitur. Untuk mencapai kesepakatan pemilihan model restrukturisasi utang, maka kedua belah pihak harus memiliki kesepahaman atas faktor-faktor yang menentukan keberhasilan proses restrukturisasi utang. Tentunya kepentingan yang dimaksud harusnya menguntungkan kedua belah pihak, baik untuk kepentingan perusahaan, pemberi pinjaman, maupun kepentingan investor. Perusahaan tidak dapat memutuskan sendiri model restrukturisasi yang diinginkannya. Negosiasi kepentingan perusahaan dan kepentingan kreditur akan menentukan hasil akhir dari restrukturisasi utang.

Free Assets

Free assets adalah sumber daya likuid perusahaan yang dijamin. Menurut Lestari dan Triani (2013), *free assets* merupakan aset perusahaan yang dijamin pada pinjaman sebelumnya, yang dicadangkan sebagai jaminan tambahan pinjaman yang mungkin dilakukan di waktu yang akan datang. Atau dengan kata lain *free assets* dapat diartikan sebagai tingkat kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek.

Perusahaan yang mengalami *financial distress* dengan *free assets* yang cukup (seperti aset yang melebihi hutang atau aktiva tetap yang melebihi jaminan hutang) akan mempunyai peluang kesuksesan yang lebih tinggi dalam menghindari kebangkrutan. Karena akan memudahkan perusahaan untuk memperoleh tambahan dana yang diperlukan untuk tercapainya keberhasilan *turnaround*.

Suatu perusahaan dikatakan mempunyai posisi keuangan jangka pendek yang kuat jika mampu memenuhi tagihan jangka pendek dari kreditur tepat pada waktunya, mampu memelihara modal kerja yang cukup untuk membelanjakan operasi perusahaan yang normal, mampu membayar bunga utang jangka pendek dan dividen, dan mampu memelihara *crediting rating* yang menguntungkan (Sunyoto, 2013).

CEO turnover

Kinerja perusahaan tidak lepas dari peran CEO (*Chief Executive Officer*). *Chief Executive Officer* (CEO) merupakan pemimpin para pejabat eksekutif, yakni atasan dari direktur-direktur berbagai bidang operasi di dalam perusahaan (Suyadi dan Dewi, 2014). CEO bertugas untuk mencapai tujuan organisasi, strategi keseluruhan, dan kebijakan operasional. CEO juga memiliki tanggung jawab untuk membuat keputusan mengenai berbagai aktivitas seperti akuisisi perusahaan lain, investasi dalam penelitian dan pengembangan, memasuki atau mengabaikan berbagai kondisi pasar, dan membangun fasilitas pabrik dan kantor yang baru (Griffin, 2004). CEO banyak memberikan pengaruh terhadap berlangsungnya kehidupan suatu perusahaan. Baik atau buruknya kinerja perusahaan dapat dilihat pula dari hasil kerja keras manajemen puncak dalam mengelola perusahaan secara langsung dalam rangka memenuhi tujuan utama perusahaan sesuai dengan visi dan misi yang telah ditetapkan oleh perusahaan tersebut.

Kinerja CEO dikatakan baik apabila CEO memiliki prestasi yang baik dari tahun ke tahun. Hal tersebut dikarenakan CEO menjalankan tugasnya dengan baik dan dapat memenuhi tujuan bersama dari perusahaan. Selain itu semakin baik kinerja CEO dapat membuat CEO tersebut semakin dipercaya oleh para pemangku kepentingan (*stakeholders*) dan dapat meningkatkan kompensasi yang diterima oleh CEO tersebut. Namun apabila CEO memiliki kinerja yang buruk, maka perusahaan akan mengambil tindakan pergantian CEO (*CEO turnover*). Menurut Triwidayanti (2015), hal ini terjadi karena kemungkinan CEO tersebut tidak dapat memenuhi tujuan utama perusahaan, serta CEO tersebut tidak dapat memaksimalkan laba perusahaan pada tahun berjalan sehingga perusahaan harus mengganti CEO tersebut dan mempekerjakan CEO yang baru.

Perumusan Hipotesis

Peran *Assets Retrenchment* terhadap Proses *Turnaround*

Penurunan kinerja keuangan perusahaan memerlukan tindakan-tindakan yang tepat dan efektif serta efisien yang dilakukan oleh manajemen sebagai salah satu pengelola keuangan perusahaan. *Retrenchment* merupakan tindakan efisien dengan cara mengurangi sumber daya yang dirasa kurang efektif sehingga akan dapat berpengaruh terhadap keberhasilan *turnaround*. Pemotongan biaya, peningkatan efisiensi dari investasi teknologi memegang peranan penting dalam proses *turnaround*. Peningkatan efisiensi secara tidak langsung dapat meningkatkan pula profitabilitas dalam jangka pendek dan memungkinkan perusahaan melepaskan sumber-sumber yang dapat digunakan di tempat lain (Chandrawati, 2008 dalam Smith dan Graves, 2005).

Perusahaan dengan *financial distress* yang tinggi perlu mengadakan pengurangan biaya dan pengurangan aset untuk dapat tetap bertahan. Akan tetapi, pengurangan biaya dan aset bukanlah hal yang mudah untuk dilakukan karena seringkali akan muncul biaya tambahan sebagai akibat dari 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 (Smith dan Graves, 2005).

H₁ : *Assets retrenchment* berpengaruh positif terhadap keberhasilan proses *turnaround*

Peran Restrukturisasi Utang terhadap Proses *Turnaround*

Kondisi keuangan perusahaan menjadi perhatian bagi banyak pihak, tidak hanya manajemen perusahaan, karena kelangsungan hidup dan kondisi keuangan perusahaan menentukan kemakmuran berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholder*), seperti investor, kreditur, dan pihak lainnya. Stabilitas keuangan perusahaan menjadi perhatian penting bagi karyawan, investor, pemerintah, pemilik bank, dan otoritas pengatur regulasi (Pasaribu, 2008). Oleh karena itu, banyak dikembangkan metode untuk memprediksi terjadinya *financial distress*. Prediksi ini sekaligus bisa digunakan oleh berbagai pihak untuk pengambilan keputusannya, seperti kreditur. Kreditur yang mengetahui bahwa perusahaan sedang dalam kondisi *financial distress*, sebaiknya tidak memberikan pinjaman karena akan sangat berisiko, kecuali manajemen perusahaan sudah menyiapkan strategi yang tepat untuk mengatasi masalah *financial distress* tersebut.

Dari sisi debitur, restrukturisasi utang merupakan suatu tindakan yang perlu diambil sebab perusahaan tidak memiliki lagi kemampuan atau kekuatan untuk memenuhi *commitment*nya kepada kreditur. *Commitment* yang dimaksud adalah dimana debitur tidak dapat lagi memenuhi perjanjian yang telah disepakati sebelumnya dengan kreditur, sehingga mengakibatkan gagal bayar. Dan apabila perusahaan tidak melakukan restrukturisasi utangnya, maka akan timbul wanprestasi atau cacat yang dapat mengakibatkan masalah besar bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan. Dengan melakukan proses restrukturisasi utang maka perusahaan akan dapat memiliki lebih banyak lagi alternatif pilihan pembayaran, yaitu dengan cara berunding dengan kreditur melalui suatu argumen yang cukup, sehingga tercapai kesepakatan. Argumen tersebut adalah dimana pihak debitur mampu menunjukkan bahwa keadaannya benar-benar dalam posisi kesulitan keuangan.

H₂ : Restrukturisasi utang berpengaruh positif terhadap keberhasilan proses *turnaround*

Peran *Free Assets* terhadap Proses *Turnaround*

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). Besaran jumlah *free assets* yang dimiliki oleh perusahaan merupakan salah satu hal yang sangat menentukan apakah sebuah perusahaan mampu melalui masa *corporate turnaround*. Dimana *free assets* merupakan besarnya aset diluar kewajiban, perusahaan yang memiliki jumlah yang cukup atas *free assets*, akan lebih mudah untuk menghindari kebangkrutan dikarenakan *free assets* akan membantu perusahaan untuk memperoleh dana guna membantu perusahaan untuk keluar dari kondisi *financial distress* atau menentukan *corporate turnaround*.

Menurut Marbun dan Situmeang (2014), *free assets* yang dimiliki perusahaan akan sangat penting untuk memberikan keyakinan kepada kreditur bahwa ada jumlah aset yang tersedia untuk dapat membayar pinjamannya. Sehingga semakin besar tingkat *free assets* yang dimiliki oleh perusahaan maka akan semakin tinggi pula kemampuan perusahaan untuk mencapai keberhasilan proses *turnaround*.

H₃ : Ketersediaan *free assets* berpengaruh positif terhadap keberhasilan proses *turnaround*

Peran CEO *Turnover* terhadap Proses *Turnaround*

Pergantian CEO didefinisikan sebagai suatu peristiwa ketika CEO dari suatu organisasi digantikan dengan individu lain (Burton, 2003). CEO banyak memberikan pengaruh

terhadap jalannya perusahaan. Kinerja perusahaan baik atau buruk dapat dilihat dari hasil kerja keras manajemen puncak dalam mengelola perusahaan secara langsung untuk mencapai tujuan perusahaan. Pergantian CEO memberikan indikasi kepada perusahaan bahwa akan ada perubahan dalam pengelolaan perusahaan dengan menerapkan peraturan dan prosedur baru, serta perubahan kebijakan yang ditetapkan CEO baru yang diharapkan mampu mengatasi masalah *financial distress* yang dialami oleh perusahaan sehingga akan kembali meningkatkan kinerja perusahaan.

Merubah susunan manajemen puncak merupakan salah satu upaya untuk dapat memulihkan keadaan perusahaan. Melakukan pergantian dalam susunan manajemen puncak adalah sebuah tindakan pembaharuan atau menata kembali struktur pengelolaan manajemen yang diharapkan dapat meningkatkan kembali kepercayaan investor perusahaan atas kemampuan perusahaan di masa yang akan datang (Marbun dan Situmeang, 2014). Dengan demikian, pergantian dalam manajemen tingkat atas akan memberikan harapan baru atas kemampuan perusahaan dalam melakukan *corporate turnaround*.

H₄ : Pergantian CEO (CEO turnover) berpengaruh positif terhadap keberhasilan proses turnaround.

METODA PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif, dimana penelitian ini menekankan pada pengujian teori-teori melalui pengukuran dan analisis variabel penelitian dengan tujuan untuk menguji secara empiris variabel-variabel yang dapat mempengaruhi keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan-perusahaan yang mengalami *financial distress*. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang berada dalam sektor manufaktur periode 2011-2014. Perusahaan yang akan diamati adalah perusahaan yang kondisinya mengalami *financial distress*. Dari populasi yang ada akan diambil sejumlah tertentu untuk dijadikan sebagai sampel penelitian.

Teknik Pengambilan Sampel

Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu penentuan sampel perusahaan yang didasarkan pada kriteria atau pertimbangan yang berkaitan dengan penggunaan penelitian. Kriteria pengambilan sampel adalah : (1) Perusahaan manufaktur yang secara berturut-turut terdaftar di BEI tahun 2011-2014; (2) Perusahaan manufaktur yang tidak menggunakan mata uang rupiah dalam laporan keuangan tahun 2011-2014; (3) Perusahaan manufaktur yang tidak melakukan pergantian CEO tahun 2011-2014.

Dari kategori tersebut terdapat 38 perusahaan yang memenuhi syarat, selanjutnya dilakukan perhitungan Altman Z-score untuk perusahaan manufaktur yang mengalami *financial distress* yaitu perusahaan yang pada periode *distress* yaitu tahun 2011-2012 memiliki nilai hitung Altman Z-score kategori *distress* ($Z < 1.80$) minimal satu tahun.

Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter yang merupakan jenis data penelitian dengan cara mengumpulkan, mencatat serta menganalisis data yang akan diolah dan diteliti. Data dikumpulkan melalui observasi tidak langsung (data sekunder), yaitu dengan mengumpulkan dokumen-dokumen laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang telah dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia. Data tersebut diperoleh dari laporan keuangan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia yang bersumber dari website *www.idx.co.id* dan ICMD.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan variabel yang terdiri dari variabel terikat (*dependen variable*) dan variabel tidak terikat (*independent variable*) dimana variabel terikatnya adalah probabilitas kondisi *recovery* kinerja keuangan pada perusahaan manufaktur yang mengalami *financial distress*. Variabel tidak terikatnya adalah *asset retrenchment*, restrukturisasi utang, *free assets*, dan *CEO turnover*.

Variabel dependen

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

$$Z \text{ Score} = 1,2 \text{ WC/TA} + 1,4 \text{ RE/TA} + 3,3 \text{ EBIT/TA} + 0,6 \text{ MVE/BVD} + 1,0 \text{ S/TA}$$

Dimana : WC/TA = Working Capital/Total Aset
RE/TA = Retained Earning/Total Aset
EBIT/TA = Earning Before Interest & Tax/Total Aset
MVE/BVD = Market Value Equity/Book Value of Debt
S/TA = Sales/Total Aset

Kemudian dari hasil perhitungan *Z-score* tersebut ditentukan kategori dengan menggunakan variabel dummy. Kategori 1 (*terecovery*) untuk perusahaan yang dalam kurun waktu 2011-2014 mengalami *Z score* kategori *financial distress* ($Z < 1,80$) dan diikuti dengan *Z-score* kategori *non financial distress* ($Z > 1,80$), paling sedikit 2 tahun berturut-turut, dan kategori 0 (tidak *terecovery*) untuk perusahaan yang selalu mengalami *Z score* kategori *financial distress* berturut-turut selama tahun 2011-2014 ($Z < 1,80$) (Smith dan Graves, 2005).

Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel bebas atau tidak terikat oleh variabel lain. Dalam penelitian ini, variabel indenpenden yang digunakan adalah :

Asset Retrencment

Penjualan aset perusahaan yang merupakan tindakan efisiensi. Pengurangan aset dilakukan perusahaan dengan harapan semakin berkurangnya aset yang kurang produktif dapat meningkatkan utilitas aset secara efektif dan efisien. Variabel ini diukur dengan menggunakan skala rasio (Francis dan Desai, 2005).

$$\text{Assets Retrenchment} = \frac{(\text{TAt} - \text{TAt-1})}{\text{TAt-1}}$$

Restrukturisasi Utang

Perusahaan dapat memilih berbagai alternatif untuk memperbaiki struktur keuangan agar menjadi optimal, antara lain dengan merestrukturisasi utang melalui *debt to equity swap* (merubah utang menjadi penyertaan modal). Melalui metode tersebut, dapat dilihat pengaruhnya terhadap struktur keuangan perusahaan, karena perubahan komposisi struktur keuangan juga diikuti dengan perubahan biaya modal, dan struktur keuangan yang optimal dicapai pada biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) paling minimal yang dapat diukur melalui biaya pinjaman dan biaya ekuitas, nilai perusahaan yang maksimal dapat diukur melalui pendekatan PER (*price earning ratio*) dan pendekatan kapitalisasi pendapatan

(*capitalization of income method*) dibandingkan dengan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) (Respatia dan Fidiana, 2010).

$$WACC = w_d r_d (1-T) + w_e r_e$$

Free Assets

Free Asset merupakan aset bersih perusahaan yang dijadikan jaminan kepada kreditor. Variabel ini diukur dengan menggunakan skala rasio. Smith dan Graves (2005) mengukur *free assets* dengan rumus:

$$\text{Free Assets} = 1 - \frac{(TA-TL)}{TA}$$

CEO Turnover

Penggantian CEO merupakan suatu peristiwa ketika CEO dari suatu organisasi digantikan dengan individu lain. Pergantian CEO diprediksi mempengaruhi proses *turnaround*. Variabel ini merupakan variabel *dummy*. Kategori 1 terjadi apabila perusahaan melakukan pergantian CEO dari tahun sebelumnya. Kategori 0 apabila perusahaan tidak melakukan pergantian CEO dari tahun sebelumnya.

Teknik Analisis Data

Penelitian ini memiliki variabel terikat yang bersifat kategorik atau *dummy*. Dengan demikian, analisis yang paling sesuai yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah Analisis Regresi Logistik yang memang dibentuk untuk pengujian model regresi yang bersifat kategorik variabel terikatnya. Data yang dikumpulkan dan diolah dalam penelitian ini kemudian dianalisis dengan menggunakan dua metode statistik, yaitu statistik deskriptif dan statistik induktif (uji hipotesis).

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.

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. Regresi logistik tidak memiliki asumsi normalitas atas variabel independen yang digunakan dalam model, artinya variabel penjelasnya tidak harus memiliki distribusi normal. Regresi logistik mengabaikan heteroskedastisitas, artinya variabel dependen tidak memerlukan homoskedastisitas untuk masing-masing variabel independen (Ghozali, 2007). Model regresi logistik yang digunakan adalah untuk menguji apakah variabel-variabel independen mempengaruhi keberhasilan *turnaround* adalah:

$$\text{Ln} \frac{p}{1-p} = b_0 + b_1 \text{FREEAS} + b_2 \text{RESTRUK} + b_3 \text{ASRET} + b_4 \text{CEO}$$

Dimana:

- P = probabilitas perusahaan yang mengalami *recovery*/keberhasilan *turnaround*
 b_0 = konstanta
 $b_1 - b_4$ = koefisien variabel bebas

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

- FREEAS : jumlah *free assets* yang tersedia
RESTRUK : restrukturisasi utang
ASRET : pengurangan jumlah aset
CEO : *turnover* CEO (1 jika ada pergantian, 0 jika tidak ada)
 Σ : kesalahan/gangguan

Menilai model regresi

Yang pertama yaitu **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 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 (Ghozali, 2006).

Koefisien Determinasi

Apabila dalam pengujian regresi linear berganda untuk menentukan besarnya variabilitas dari variabel bebas terhadap variabel terikat digunakan nilai R^2 sebagai koefisien determinasi. Maka, pada pengujian regresi logistik digunakan nilai *Nagelkerke R²* sebagai pengganti yang sesuai dengan R^2 pada regresi linear berganda. Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui berapa besar variabilitas variabel-variabel independen mampu memperjelas variabilitas variabel dependen. Nilai *Nagelkerke R Square* menunjukkan variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model penelitian (Ghozali, 2006).

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) dimana model hanya memasukkan konstanta dengan nilai - 2LL pada saat *block number* =1, dimana model memasukkan konstanta dan variabel bebas. Apabila nilai - 2LL *block number* = 0 > nilai - 2LL *block number* = 1, maka menunjukkan model regresi yang baik.

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 tabel tersebut didapat nilai koefisien, nilai *wald statistik*, dan signifikansi.

Untuk menentukan penerimaan atau penolakan H_0 dapat ditentukan dengan menggunakan *wald statistik* 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 signifikansi (α) 5% dengan kriteria yaitu: 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. Sedangkan 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 β pada tampilan tabel *variables in the equation*. Tanda yang didapat dari nilai β tersebut menyatakan pengaruh dari variabel bebas terhadap variabel terikat.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Retrenchment	152	-,940	2,972	,25236	,509342
WACC	152	-,466	,427	,05382	,094500
FreeASS	152	,040	1,149	,45770	,252189
CEO	152	0	1	,32	,469
Valid N (listwise)	152				

Sumber: data sekunder diolah

Hasil output SPSS menunjukkan jumlah perusahaan (N) ada 152 tiap masing-masing variabel Berikut ini penjelasan tiap masing-masing variabel: (1) Variabel *asset retrenchment* mempunyai nilai minimum selama periode 2011 sampai 2014 adalah -0,940 Sedangkan *asset retrenchment* memiliki nilai maksimum selama periode 2011 sampai 2014 adalah 2,972. Variabel *asset retrenchment* memiliki *mean* (rata-rata terhitung) 0,25236. Simpangan baku (*standar deviasi*) variabel *asset retrenchment* adalah 0,509342. (2) Variabel restrukturisasi utang (WACC) mempunyai nilai minimum selama periode 2011 sampai 2014 adalah -0,466, sedangkan WACC memiliki nilai maksimum selama periode 2011 sampai 2014 adalah 0,427. Variabel WACC memiliki *mean* (rata-rata terhitung) 0,05382. Simpangan baku (*standar deviasi*) variabel WACC adalah 0,094500. (3) Variabel *free asset* mempunyai nilai minimum selama periode 2011 sampai 2014 adalah 0,040, sedangkan *free asset* memiliki nilai maksimum selama periode 2011 sampai 2014 adalah 1,149. Variabel *free asset* memiliki *mean* (rata-rata terhitung) 0,45770. Simpangan baku (*standar deviasi*) variabel *free asset* adalah 0,252189. (3) Variabel CEO mempunyai nilai minimum selama periode 2011 sampai 2014 adalah 0, sedangkan CEO memiliki nilai maksimum selama periode 2011 sampai 2014 adalah 1. Variabel CEO memiliki *mean* (rata-rata terhitung) 0,32. Simpangan baku (*standar deviasi*) variabel CEO adalah 0,469.

Pengujian Hipotesis

Menilai Kelayakan Model Regresi

Metode ini untuk menguji hipotesis nol bahwa data empiris telah cocok atau tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dilakukan dengan fit. Dari tampilan tabel *Hosmer and Lemeshow* diperoleh angka sebesar 12,321 dengan probabilitas signifikan menunjukkan angka 0,141 yang lebih besar dari 0,05 maka Hipotesis nol 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 2 berikut:

Tabel 2
Hasil Uji Hosmer and Lemeshow

Step	Chi-square	Df	Sig.
1	12,231	8	,141

Sumber: data sekunder diolah

Menilai Koefisien determinasi

Dapat dilihat dari nilai -2 Log Likelihood (-2 LL) pada tabel 3. Besarnya nilai koefisien determinasi pada model regresi logistik ditunjukkan dengan nilai Nagelkerke R Square. Nilai ini menunjukkan variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen. Sebagaimana yang telah ditunjukkan dalam tabel 3, nilai Nagelkerke R Square sebesar 0,149 yang berarti bahwa variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen adalah sebesar 15%, sedangkan sisanya sebesar 85% dijelaskan oleh variabel lain yang ada di luar model penelitian.

Tabel 3
Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	192,537 ^a	,111	,149

a. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than ,001.

Sumber: data sekunder diolah

Menilai Keseluruhan Model (*Overall Model Fit*)

Dilakukan dengan cara memperhatikan angka -2 Log Likelihood (-2 LL) pada block number = 0 pada awal dan -2 Log Likelihood (-2 LL) pada block number = 1 pada akhir. Apabila ada penurunan dalam -2LL pada awal dan -2 LL akhir, maka menunjukkan regresi yang lebih baik. Langkah ini bertujuan untuk menguji kesesuaian antara model dengan data. Berikut ditampilkan tabel yang menunjukkan hasil pengujian *overall model fit*.

Tabel 4
Hasil pengujian Overall Model Fit

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients
			Constant
Step 0	1	210,480	-,079
	2	210,480	-,079

a. Constant is included in the model.

b. Initial -2 Log Likelihood: 210.480

c. Estimation terminated at iteration number 2 because parameter estimates changed by less than ,001.

Sumber: data sekunder diolah

Tabel 4 menunjukkan bahwa nilai -2 LL pada awal (Block Number = 0), dimana model hanya memasukkan konstanta sebesar 210,480, sedangkan nilai -2 LL pada saat Block Number = 1 dimana model memasukkan konstanta dan variabel bebas turun menjadi 192,537. Hal ini berarti -2 LL Block Number = 0 memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan dengan nilai -2 LL Block Number = 1 atau model regresi dikatakan layak atau lebih baik.

Tabel 5
Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	17,943	4	,001
	Block	17,943	4	,001
	Model	17,943	4	,001

Sumber: data sekunder diolah

Berdasarkan tabel 5 yang menunjukkan bahwa *Omnibus Tests of Model Coefficients* sebesar 17,943 dengan tingkat probabilitas sebesar 0,001. Dikarenakan tingkat probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel *asset retrenchment*, restrukturisasi hutang, *free asset*, dan *CEO Turnover* secara simultan berpengaruh terhadap kondisi *recovery* perusahaan.

Tabel klasifikasi

Menunjukkan prediksi dari model regresi untuk memprediksi probabilitas pada perusahaan yang berhasil melakukan *recovery* kinerja keuangan. Kekuatan prediksi dari model regresi ini digunakan untuk memprediksi kemungkinan terjadinya variabel terikat yang dinyatakan dalam presentase seperti yang dijelaskan dalam tabel 6 dibawah ini:

Tabel 6
Hasil pengujian Tabel Klasifikasi

Observed		Predicted		Percentage Correct
		Turnaround		
		0	1	
Step 1	Turnaround 0	51	28	64,6
	1	28	45	61,4
Overall Percentage				63,2

Sumber: data sekunder diolah

Dalam tabel 6 menunjukkan bahwa kekuatan prediksi dari model regresi secara keseluruhan adalah sebesar 63,2%. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat sebanyak 79 perusahaan (64,6%) yang tidak berhasil melakukan *recovery* kinerja keuangan dari total 152 perusahaan selama periode 2011-2014. Sedangkan kekuatan prediksi perusahaan yang berhasil melakukan *recovery* kinerja keuangan sebesar 61,4%. Hal ini menunjukkan bahwa dengan model regresi tersebut, terdapat 73 perusahaan yang berhasil melakukan *recovery* kinerja keuangan dari total 152 perusahaan selama periode 2011-2014.

Koefisien Regresi

Hasil pengujian tersebut dapat dilihat dalam tabel *Variable in The Equation* dengan pengujian regresi logistik menggunakan tingkat signifikan 5%. Koefisien regresi dapat ditentukan dengan menggunakan *Wald statistic* dan nilai probabilitas (Sig.) seperti terlihat pada tabel 7 berikut ini:

Tabel 7
Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik

	B	S.E.	Wald	df	Sig.
Retrenchment	-,101	,362	,078	1	,780
Restruk	4,284	2,161	3,928	1	,047
Step 1 ^a FreeASS	-2,355	,733	10,315	1	,001
CEO	-,435	,382	1,293	1	,255
Constant	,905	,414	4,768	1	,029

a. Variable(s) entered on step 1: Retrenchment, Restruk, FreeASS, CEO.

Sumber: data sekunder diolah

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

$$\text{Ln} \frac{p}{1-p} = 0,905 - 2,355 \text{ FREEAS} + 4,284 \text{ RESTRUK} - 0,101 \text{ ASRET} - 0,435 \text{ CEO}$$

Dari persamaan regresi logistik tersebut dapat dilihat bahwa variabel bebas *asset retrenchment*, *free asset* dan *CEO turnover* memiliki nilai yang negatif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin rendah nilai *asset retrenchment*, *free asset* dan *CEO turnover* maka probabilitas perusahaan akan *terecovery* akan semakin rendah juga. Namun pada variabel restrukturisasi hutang yang diproksikan dengan WACC memiliki nilai positif yang artinya semakin tinggi nilai WACC maka probabilitas perusahaan akan *terecovery* juga semakin tinggi.

Pembahasan

Pengaruh *asset retrenchment* terhadap proses *turnaround*

Hasil uji regresi logistik untuk model analisis menunjukkan bahwa variabel *asset retrenchment* memiliki tanda koefisien regresi yang negatif dengan nilai probabilitas yang lebih besar dari 0,05 (α), artinya pengurangan aset (*asset retrenchment*) tidak berpengaruh terhadap probabilitas *recovery* sehingga probabilitas 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 bahwa tidak adanya kesesuaian tanda dengan hipotesis, hal ini berarti bahwa pengurangan aset yang kecil mengindikasikan probabilitas *recovery* semakin kecil. Sebaliknya, perusahaan dengan pengurangan aset yang besar mengindikasikan bahwa probabilitas perusahaan mengalami *recovery* juga akan lebih besar. Pengurangan aset dalam penelitian ini diproksikan dengan presentase pengurangan total aset dari total aset tahun sebelumnya. Pengurangan aset merupakan tindakan efisiensi. Peningkatan efisiensi akan meningkatkan pula probabilitas 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 Marbun dan Situmeang (2014), Lestari dan Triani (2013) dan Chandrawati (2008) yang tidak menemukan bahwa pengurangan aset (*asset retrenchment*) akan membantu keberhasilan *turnaround*. Hal tersebut mungkin karena perbedaan jenis industri dalam sampel yang diteliti. Pada jenis industri tertentu, *asset retrenchment* terkadang bukan merupakan langkah yang tepat untuk memperoleh dan meningkatkan daya saing. Ini sejalan dengan kecenderungan bahwa perusahaan di Indonesia banyak yang dijadikan sebagai pusat produksi, sehingga *asset*

retrenchment justru akan mematikan usaha pada saat terjadinya kondisi penurunan perusahaan.

Pengaruh restrukturisasi utang terhadap proses *turnaround*

Hasil uji regresi logistik untuk model analisis menunjukkan bahwa variabel restrukturisasi utang memiliki nilai koefisien regresi yang positif dengan nilai probabilitas (Sig) yang lebih kecil dari 0.05, artinya restrukturisasi utang berpengaruh terhadap probabilitas keberhasilan *turnaround*.

Hasil temuan ini menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis, hal ini berarti bahwa semakin besar upaya yang harus dilakukan oleh perusahaan dengan melakukan strategi restrukturisasi utang yang terkait dengan kewajiban panjang maupun jangka pendek, maka keberhasilan perusahaan dalam melakukan *recovery* kinerja keuangan akan semakin besar pula. Restrukturisasi utang merupakan tindakan negosiasi yang dilakukan oleh debitur dan kreditur dengan salah satu metode restrukturisasi *debt to equity swap* (merubah utang menjadi penyertaan modal). Restrukturisasi utang dalam penelitian ini diproksikan dengan menghitung besarnya biaya modal rata-rata tertimbang (WACC).

Apabila kinerja keuangan perusahaan sudah begitu sulit sehingga tak bisa lagi membayar cicilan maupun bunga utang, maka ada kemungkinan kreditur mengalihkan utang perusahaan menjadi modal atau saham. Perusahaan yang mengalami keadaan demikian mampu menyelesaikan kewajibannya salah satunya dengan cara melakukan konversi utang menjadi saham, sehingga perusahaan tak lagi punya kewajiban untuk membayar bunga kepada kreditur (Darmadji dan Fakhruddin, 2001).

Pengaruh *free asset* terhadap proses *turnaround*

Hasil uji regresi logistik untuk model analisis menunjukkan bahwa variabel *free asset* memiliki tandan koefisien negatif dengan nilai probabilitas (Sig) yang lebih kecil dari 0.05 (α), artinya *free asset* tidak berpengaruh terhadap proses *turnaround*. Arah negatif menunjukkan bahwa *free asset* yang kecil mengindikasikan probabilitas perusahaan akan mengalami *recovery* semakin kecil. Sebaliknya, *free asset* yang besar mengindikasikan probabilitas perusahaan akan mengalami *recovery* lebih besar.

Hasil temuan ini menunjukkan kesesuaian tanda dengan hipotesis ini. *Free asset* dalam penelitian ini diproksikan dengan dengan total aset dikurangi total utang dibandingkan dengan total aset. *Free asset* digunakan sebagai proksi ukuran kemampuan perusahaan untuk menjamin pinjaman. Perusahaan yang mengalami *distress* dengan *free asset* yang cukup akan mempunyai probabilitas yang lebih tinggi dalam menghindari kebangkrutan karena akan memungkinkan perusahaan untuk memperoleh tambahan dana yang diperlukan untuk tercapainya kesuksesan *turnaround*.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari Chandrawati (2008), Smith dan Graves (2005) serta Francis dan Desai (2005) yang menunjukkan bahwa *free asset* berpengaruh terhadap keberhasilan *turnaround* karena ketersediaan *free asset* tidak serta merta mewakili semua perputaran aset perusahaan dan menjadi jaminan utama bank atau lembaga keuangan lainnya dalam memutuskan untuk memberi pinjaman perusahaan yang mengalami *financial distress* atau tidak.

Pengaruh CEO *turnover* terhadap proses *turnaround*

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

Hasil temuan ini menunjukkan tidak adanya kesesuaian tanda dengan hipotesis, hal ini berarti variabel CEO tidak mempengaruhi probabilitas perusahaan akan mengalami *recovery*, karena CEO baru belum tentu mengetahui kondisi mendasar perusahaan, sehingga tidak dapat menerapkan strategi yang tepat untuk mencapai keberhasilan *turnaround*. Hasil penelitian untuk variabel ini mendukung penelitian Lestari dan Triani (2013), Chandrawati (2008) serta hasil penelitian Smith dan Graves (2005) yang berpendapat bahwa adanya pergantian CEO tidak turut serta mempengaruhi probabilitas keberhasilan *turnaround* di perusahaan, karena *turnaround* yang sukses tidak selalu memerlukan perubahan CEO.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menyajikan bukti empiris mengenai prediksi probabilitas *recovery* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun periode 2011-2014 dengan menggunakan variabel-variabel yang diprediksi dapat mempengaruhi *recovery* perusahaan yaitu pengurangan aset (*asset retrenchment*), *free asset*, restrukturisasi hutang dan CEO *turnover*. Berikut adalah kesimpulan yang dapat diberikan berdasarkan hasil pengujian seluruh hipotesis : (1) variabel *asset retrenchment* secara tidak berpengaruh terhadap *recovery* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*; (2) variabel restrukturisasi hutang yang diprosikan dengan WACC berpengaruh terhadap *recovery* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*; (3) variabel *free asset* tidak berpengaruh terhadap *recovery* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*; (4) variabel CEO *turnover* tidak berpengaruh terhadap *recovery* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Saran

Dalam penelitian selanjutnya hendaknya dapat memperhitungkan rata-rata pendapatan operasional industri sebagai variabel kontrol atau moderat. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan faktor-faktor lain diluar variabel yang terdapat dalam penelitian ini seperti kondisi ekonomi (pertumbuhan ekonomi dan inflasi), dan *Good Corporate Governance* (GCG) sehingga dapat diperoleh tingkat prediksi *recovery* yang lebih akurat. Selain itu, untuk tahun amatan pada variabel CEO *Turnover* bisa lebih panjang (boleh mundur) supaya dampak pergantian CEO (CEO *Turnover*) dapat teramati di tahun penelitian. Penelitian berikutnya juga dapat dikembangkan ke arah *event study* sehingga dapat mengarah ke respon pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, S. L, dan E. Kristijadi. 2003. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Penerimaan Opini Going Concern Pada Perusahaan Manufaktur yang Mengalami Financial Distress di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia* (JAAI) 7(2).
- Altman, E. I. 1968. Financial Ratio, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*. 23: 589-609.
- Anggraini, T. V. 2010. Pengaruh Karakteristik Komite Audit Terhadap Financial Distress (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek). *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ayuningtyas. 2011. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Board Composition, dan Agency Cost terhadap Distress Financial. *Journal Ilmu Manajemen* 1(1).
- Burton, C. H. 2003. An Empirical Investigation of The Internationalship of Organizational Culture, Managerial Values, and Organizational Citizenship Behavior. *Dissertation*. The Goerge Washington University. <http://proquest.umi.com.login>. 22 November 2016 (22.15).

- Chandrawati, A. 2008. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keberhasilan *Turnaround* Pada Perusahaan yang Mengalami Financial Distress. Tesis. S2 Manajemen Universitas Diponegoro. Semarang.
- Damodaran, A. 2001. *Corporate Finance Theory and Practice*. Second Edition. John Willey & Sons Inc. New York.
- Darmadji, T dan Fakhruddin. 2001. *Pasar Modal di Indonesia*. Edisi Ketiga. Salemba Empat. Jakarta.
- Deviacita, A. W. 2012. Analisis Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Financial Distress. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Francis, J. D., dan A. B. Desai. 2005. Situational and Organizational Determinants of Turnaround. *Management Decision*. 43(9): 1203-1224.
- Ghozali, I. 2006. *Statistik Nonparametrik*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- _____. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS Lanjutan*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Griffin, R. W. 2004. *Manajemen*. Erlangga. Jakarta.
- Kasali, R. 2007. *Membidik Pasar Indonesia Segmentasi Targetting Positioning*. PT Gramedia Pustaka Utama. Jakarta.
- Lestari, R. D., dan N. N. A. Triani. 2013. Determinan Keberhasilan Turnaround Pada Perusahaan yang Mengalami Financial Distress. *Jurnal Ilmu Manajemen* 1(4).
- Makgeta, M. 2010. Turnaround Determinants of Distressed Firms Funded by The Industrial Development Corporation. *Disertasi*. University of Pretoria. Pretoria.
- Marbun, H. A., dan C. Situmeang. 2014. Financial Distress dan Corporate Turnaround. *Simposium Nasional Akuntansi 17 Mataram*. 24-27 September 2014.
- Pasaribu, R. B. F. 2008. Penggunaan Binary Logit untuk Prediksi Financial Distress Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta (Studi Kasus Emiten Industri Perdagangan. *Ventura* 11(2): 153-172.
- Respatia, W., dan Fidiana. 2010. Kebijakan Restrukturisasi Utang Melalui Debt to Equity Swap. *Jurnal Ekuitas* 14(1): 82-96.
- Smith, M., dan C. Graves. 2005. Corporate Turnaround and Financial Distress. *Managerial Auditing Journal*. 20(3): 304-320.
- Sumbodo, J. 2010. Perbandingan Model Diskriminan Dan Model Logit Untuk Memprediksi Financial Distress Perusahaan Manufaktur di BEI. *Skripsi*. Universitas Sebelas Maret. Surakarta.
- Sunyoto, D. 2013. *Analisis Laporan Keuangan Bisnis*. BPFE. Yogyakarta.
- Supardi, dan S. Mastuti. 2003. Validitas Penggunaan Z score Altman Untuk Menilai Kebangkrutan Pada Perusahaan Perbankan yang Go public di Bursa Efek Jakarta. *Kompak*. 7: 68-93.
- Suyadi T. dan P. Dewi. 2014. *Manajemen Strategik dan Pengambilan Keputusan Korporasi (Strategic Management dan Corporate Decision Making)*. Bumi Aksara. Jakarta.
- Syafrizal, H. 2006. *Buku Ajar Studi Kelayakan Bisnis*. Universitas Sumatera Utara. Medan.
- Triwidayanti, N. 2015. Analisis Pengaruh ROA, Sales, Harga Saham, Board of Commissioners, dan Board Independence terhadap Pergantian CEO di Indonesia (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013). *Skripsi*. S1 Manajemen Universitas Diponegoro. Semarang.
- Weston, J. F dan E. F. Brigham. 2001. *Manajemen Keuangan*. Erlangga. Jakarta.