

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Teori Sinyal

Teori sinyal adalah teori yang mengungkapkan bahwa perusahaan memberikan sinyal kepada pemakai laporan keuangan, baik berupa sinyal positif (*good news*) maupun sinyal negatif (*bad news*). Teori sinyal menjelaskan alasan dari perusahaan menyajikan informasi untuk pasar modal (Wolk *et al.*, 2000). Informasi yang disajikan dan diungkapkan oleh perusahaan merupakan hal yang penting karena memberikan pengaruh terhadap keputusan investasi para pemilik modal atau investor maupun pelaku bisnis yang lain seperti kreditur. Informasi tersebut penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran, baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup perusahaan dan bagaimana efeknya pada perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

Pihak manajemen dituntut untuk bersikap transparan dalam menyajikan laporan keuangan perusahaan. Laporan keuangan dibuat berdasarkan aktivitas-aktivitas yang terjadi di perusahaan pada waktu periode tertentu. Dalam laporan keuangan akan dapat diketahui bagaimana kinerja dan kondisi keuangan dari perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Laporan keuangan yang menyajikan perolehan laba positif dalam jangka waktu yang lama

menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik dan kondisi keuangan yang sehat. Hal ini berhubungan dengan pembagian dividen kepada pemegang saham. Selain itu dapat pula dilihat dari nilai arus kas perusahaan. Arus kas yang tinggi dalam jangka waktu yang lama mengindikasikan perusahaan mampu membayar utang kepada kreditor. Informasi tersebut memberikan sinyal positif kepada para pengguna laporan keuangan. Sebaliknya, ketika laporan keuangan menunjukkan laba negatif dan arus kas yang bernilai kecil maka memberikan sinyal negatif bahwa perusahaan sedang berada dalam kondisi keuangan yang buruk atau disebut dengan kondisi *financial distress*. Melalui informasi yang disajikan dalam laporan keuangan secara periodik pula pihak luar perusahaan akan mampu menilai apakah perusahaan mampu melakukan pembalikan arah atau *corporate turnaround* untuk keluar dari kondisi *financial distress* dan mempertahankan kelangsungan hidup perusahaannya untuk jangka waktu yang lama.

2. *Financial Distress*

Kondisi *financial distress* atau kesulitan keuangan memiliki banyak definisi. Platt dan Platt (2002) mendefinisikan *financial distress* sebagai tahap penurunan kondisi keuangan yang dialami oleh suatu perusahaan, yang terjadi sebelum terjadinya kebangkrutan ataupun likuidasi. Kondisi ini pada umumnya ditandai antara lain dengan adanya penundaan pengiriman, kualitas produk yang menurun, dan penundaan pembayaran tagihan dari bank.

Menurut Hofer (1980) *financial distress* ditandai dengan laba bersih yang negatif selama beberapa tahun, sedangkan Whitaker (1999) menemukan bahwa

financial distress adalah kondisi dimana arus kas lebih kecil daripada utang jangka panjang yang akan jatuh tempo. Almilia dan Kristijadi (2003) menemukan bahwa *financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan mengalami laba bersih operasi (*net operation income*) negatif selama beberapa tahun dan selama lebih dari satu tahun tidak melakukan pembayaran deviden, melakukan pemberhentian tenaga kerja atau menghilangkan pembayaran deviden. Selain itu, Luciana (2006) menyatakan bahwa perusahaan yang di-*delisting* akibat laba bersih dan nilai buku ekuitas negatif selama beberapa tahun berturut-turut serta perusahaan tersebut di-merger juga merupakan kondisi *financial distress*

Uraian di atas menunjukkan bahwa *financial distress* dapat ditinjau dari kondisi laporan keuangan baik neraca, laporan laba rugi, maupun arus kas. Dari neraca dapat terlihat dari komposisi neraca yaitu perbandingan jumlah aktiva dan kewajiban, kemudian dari laporan laba rugi jika perusahaan terus menerus mengalami kerugian, dan dari laporan arus kas jika arus kas masuk lebih kecil dari arus kas keluar.

Penyebab *financial distress* dapat berasal dari eksternal maupun internal perusahaan. Faktor eksternalnya antara lain kondisi ekonomi dan politik, persaingan yang semakin ketat, dan bencana alam. Sementara dari internal perusahaan faktor penyebabnya antara lain kelemahan manajemen, ketertinggalan teknologi, ekspansi yang berlebihan, dan inefisiensi biaya. Dalam kondisi ekonomi yang stabil, kebanyakan perusahaan yang mengalami *financial distress* adalah akibat dari kelemahan manajemen.

Peneliti-peneliti terdahulu telah melakukan penelitian untuk menciptakan suatu model atau alat pengukuran *financial distress* yang berguna bagi perusahaan untuk mengetahui kondisi keuangan perusahaan serta untuk dasar pengambilan keputusan. Beberapa peneliti yang telah melakukannya antara lain Altman (1968) dan Ohlson (1980). Altman (1968) telah menghasilkan model pengukuran *financial distress* yang kemudian menjadi sangat populer digunakan di banyak negara hingga saat ini yaitu *Z-Score*. Dalam menyusun model *Z-Score*, Altman menggunakan metode *multiple discriminant analysis* (MDA) dengan mengambil rasio-rasio keuangan yang paling memungkinkan untuk memprediksi *financial distress* dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang bangkrut dan tidak bangkrut di Amerika Serikat. Awalnya Altman memilih 22 rasio keuangan hingga akhirnya menemukan 5 rasio keuangan yang paling berpengaruh dan memasukkannya di dalam model, yaitu *working capital/total asset*, *retained earnings/total asset*, *earning before interest and taxes/total asset*, *market value of equity/book value of total debt*, dan *sales/total asset*.

Seiring dengan perkembangan zaman dan perubahan kondisi ekonomi serta perilaku pasar, analisis *Z-score* yang pertama kali dikembangkan oleh Altman pada 1968 tersebut dinilai kurang relevan dengan kekurangan antara lain dari model ini tidak dapat mutlak digunakan karena ada kalanya terdapat hasil yang berbeda jika kita menggunakan obyek penelitian yang berbeda (Endri, 2009). Selain itu model ini juga tidak melihat dampak dari perubahan

nilai harga saham karena dalam model ini menggunakan *market value of equity* sebagai salah satu indikator yang dihitung dalam formula tersebut.

Berdasarkan alasan kekurangan tersebut Altman kembali memodifikasi formula *Zscore*-nya dengan mengubah beberapa indikator baru. Indikator tersebut antara lain *Net Working Capital to Total Assets*, *Retained Earnings to Total Assets*, *Earnings Before Interest and Taxes to total Assets*, dan *Book Value of Equity to Total Liability*. Beberapa penambahan tersebut dimaksudkan untuk menutupi kekurangan dan juga untuk menambah tingkat akurasi yang lebih baik. Selain itu, model modifikasi ini juga dapat diterapkan di perusahaan selain industri manufaktur, sementara model original sebelumnya hanya dapat diterapkan pada perusahaan manufaktur.

3. *Corporate Turnaround*

Corporate turnaorund didefinisikan sebagai pembalikan arah perusahaan dari penurunan kinerja (Bruton *et al.*, 2003). *Corporate turnaround* dilakukan ketika manajemen mengalami kegagalan dalam menjalankan dan menacapai tujuan perusahaan sehingga prospek perusahaan menjadi tidak jelas dan mengalami krisis berkepanjangan.

Corporate turnaround yang berhasil adalah proses yang kompleks meliputi kombinasi dari faktor lingkungan, sumber daya internal, dan strategi perusahaan yang relevan pada berbagai tahap penurunan kinerja yang menghasilkan peningkatan kinerja keuangan/*recovery* (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 manajemen mengambil tindakan yang cepat terkait perubahan dan pengaturan perusahaan mengenai strategi organisasi dan struktur perusahaan (Francis dan Desai, 2005). Menurut Bruton *et al.*, (2003) terdapat dua macam strategi *corporate turnaround* yang pernah dilakukan di negara-negara barat yaitu strategi operasi dan strategik. *Turnaround* yang bersifat *strategik* difokuskan pada perubahan arah strategi perusahaan, *positioning*, dan aliansi, sedangkan *turnaround* yang bersifat operasional antara lain pengurangan karyawan dan *retrenchment*.

Penyebab *financial distress* juga mempengaruhi keefektifan upaya *turnaround* yang dilakukan. Whitaker (1999) menemukan bahwa upaya perbaikan manajemen berpengaruh signifikan terhadap kesuksesan *turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat kelemahan manajemen (internal) tetapi tidak signifikan pada perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat penurunan aktifitas industri (eksternal). *Recovery* kinerja keuangan pada perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat faktor eksternal seperti penurunan aktivitas industri diatas akan lebih dipengaruhi oleh peningkatan kondisi ekonomi daripada perbaikan manajemen.

a. Proses Corporate Turnaround

Smith dan Graves (2005) menyatakan bahwa strategi *turnaround/recovery* dapat diklasifikasikan menjadi dua, yaitu orientasi efisiensi (*efficiency oriented*) dan orientasi usaha (*entrepreneurial oriented*). Jika penurunan kinerja perusahaan berasal dari operasi yang tidak efisien maka

perusahaan harus mengadopsi strategi yang berorientasi pada efisiensi (*efficiency oriented strategy*) seperti pemotongan biaya dan pengurangan aset. 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*).

Menurut Smith dan Graves (2005) proses *corporate turnaround* terdiri dari dua bagian, yaitu menahan penurunan (*decline stemming strategy*) dan 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 akan diikuti membaiknya profitabilitas atau mengusahakan pertumbuhan (*entrepreneurial oriented*).

b. Siklus Corporate Turnaround

Barker dan Mone (1994) dalam Candrawati (2008) 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 mengalami 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*).

c. Faktor-Faktor Keberhasilan *Turnaround*

Penyebab *financial distress* dapat berasal dari internal maupun eksternal perusahaan, namun dalam praktiknya *turnaround* biasanya dipengaruhi oleh faktor-faktor internal karena *turnaround* sendiri merupakan salah satu upaya manajemen untuk memperbaiki kondisi keuangannya sehingga mampu bertahan hingga periode-periode selanjutnya. Beberapa faktor keberhasilan *turnaround* yang telah diteliti oleh peneliti-peneliti sebelumnya antara lain :

1) *Severity*

Severity kinerja keuangan adalah elemen dari tingkat ketahanan perusahaan terhadap *distress* (Pearce dan Robbins, 1992). *Severity* menunjukkan ukuran tingkat kecenderungan masalah *financial distress* yang dialami perusahaan. Adanya penurunan kinerja memberi peringatan kepada manager akan adanya strategi dan pemanfaatan sumber daya perusahaan yang tidak efektif (Francis dan Desai, 2005).

Perusahaan yang mengalami penurunan kinerja dalam kondisi yang relatif parah akan lebih cepat mengambil tindakan yang diperlukan untuk mencapai perbaikan kinerja daripada yang tidak terlalu parah. Menurut Robbin dan Pearce (1992), tingkat *distress* dalam keuangan juga

mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam melakukan *turnaround*. 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*. Perusahaan yang tidak terlalu parah tingkat penurunannya mungkin lebih dapat menerapkan berbagai strategi seperti mengembangkan pemasaran dan promosi penjualan atau bergerak kedalam segmen pasar yang lain, sedangkan perusahaan yang tingkat *distressnya* lebih parah mempunyai keterbatasan aksi untuk memanfaatkan sumber daya.

2) Ukuran Perusahaan (*Size*)

Ukuran perusahaan dapat diukur dari total aset, omzet penjualan maupun jumlah karyawan (Francis dan Desai, 2005). Apabila diperlukan, perusahaan-perusahaan dengan ukuran yang besar akan lebih mudah mendapatkan dana tambahan dari pihak eksternal karena investor biasanya lebih memilih dan mempercayai investasi pada perusahaan besar (White, 1989). Perusahaan-perusahaan yang lebih besar dinilai 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*. White (1989) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar lebih mempunyai kemungkinan untuk *turnaround*, karena mempunyai modal dan aset yang lebih besar sehingga dapat menyediakan jaminan untuk tambahan

meminjam dana ketika menghadapi *financial distress*. Francis dan Desai (2005) juga menyatakan bahwa perusahaan besar akan lebih stabil dalam menghadapi situasi ekonomi, karena ukuran perusahaan yang besar akan melindungi inti organisasi dari pengaruh lingkungan.

Ada pendapat yang berlawanan terkait ukuran perusahaan. Menurut Hambrick dan D'Aveni (1988) perusahaan besar mempunyai prosedur internal yang lebih rumit dan hubungan kerja yang lebih beragam sehingga berakibat pada kemampuan merespon situasi yang lebih lambat. Ini menyebabkan ukuran perusahaan yang besar justru berpengaruh negatif terhadap kemampuan perusahaan menentukan strategi *turnaround*. Sebaliknya, perusahaan kecil mempunyai struktur yang tidak terlalu kompleks dan dapat merespon perubahan secara lebih cepat daripada perusahaan besar.

Menurut Smith dan Graves (2005), ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap keberhasilan *turnaround*. Perusahaan yang lebih kecil akan lebih berhasil 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 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*.

3) *Free Assets*

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). *Free assets* adalah sumber daya likuid yang tidak dijamin. 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*. Perusahaan yang mengalami *distress* dengan *free assets* yang cukup akan memudahkan perusahaan untuk memperoleh tambahan dana yang diperlukan untuk tercapainya keberhasilan *turnaround* dan menyediakan dukungan yang menjamin pemberi pinjaman bahwa terdapat aset yang cukup untuk membayar kembali pinjaman jika diperlukan.

4) *Retrenchment*

Retrenchment adalah salah satu tindakan efisiensi dengan mengurangi sumber daya perusahaan yang kurang efektif (Robbins dan Pearce, 1992). Pemotongan biaya, peningkatan efisiensi dan investasi teknologi memainkan peran penting dalam proses *turnaround*. Peningkatan efisiensi akan meningkatkan pula profitabilitas dalam jangka pendek dan memungkinkan perusahaan melepaskan sumber-sumber yang dapat digunakan di tempat lain,

Retrenchment dalam bentuk pengurangan aset dapat terjadi melalui penjualan aset tetap seperti peralatan dan real estate yang banyak dilakukan oleh perusahaan yang menjalani turnaround di Amerika (Bruton *et al.*, 2003). Sementara di Asia Tenggara banyak ditemui perusahaan yang struktur dananya dibangun hampir sebagian besar dari hutang jangka pendek. 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).

Pengurangan jumlah karyawan juga termasuk tindakan *retrenchment* atau efisiensi sumber daya perusahaan. 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). Pengurangan jumlah karyawan berhubungan positif dengan pengurangan riset dan pengembangan produk dan *advertising*, sehingga perubahan jumlah karyawan / total asset ini dapat dijadikan proksi yang representatif bagi aksi manajemen dalam usaha *turnaround* (Whitaker, 1999). Dengan pengurangan karyawan, perusahaan dapat mengurangi dan menekan biaya operasional sehingga diharapkan dapat memperbaiki laba di tahun sebelumnya.

5) Pergantian CEO (*CEO Turnover*)

Pergantian CEO didefinisikan sebagai suatu peristiwa ketika CEO dari suatu organisasi digantikan dengan individu lain (Bruton *et al.*, 2003). *Top management* memainkan peran yang kuat dalam perusahaan – perusahaan di Asia dimana *corporate governance* masih terbatas penerapannya. Perubahan pimpinan perusahaan dapat membantu menyumbangkan ide – ide dan strategi baru. Smith dan Graves (2005) menyatakan bahwa perubahan tim senior manajemen dilaksanakan ketika manajemen yang lama tidak dapat membuat perubahan yang diperlukan untuk mengatasi penurunan kondisi keuangan perusahaan. 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.

Dewan direksi sebagai posisi tertinggi adalah pusat control perusahaan dan pembuat keputusan tertinggi dalam perusahaan (Abdullah, 2006). 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. 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*.

6) Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu (Brigham dan Houston, 2001). Profitabilitas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba pada masa yang akan datang dan merupakan indikator keberhasilan operasi perusahaan. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi menunjukkan bahwa perusahaan berpotensi memiliki profitabilitas yang tinggi di masa mendatang. Profitabilitas dapat diproksikan dengan rasio *Return on Assets (ROA)* yang membandingkan total laba bersih yang diperoleh dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Profitabilitas dapat mengukur seberapa besar harapan perusahaan untuk tetap hidup di masa mendatang. Perusahaan yang mengalami *financial distress* mungkin mempunyai rasio profitabilitas yang tidak tinggi, namun peluang untuk melakukan *turnaround* akan lebih besar daripada perusahaan yang rasio profitabilitasnya lebih rendah atau bahkan negatif.

B. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

1. Hubungan antara *severity* dan keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Severity atau tingkat ketahanan perusahaan terhadap kondisi *financial distress* akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam melakukan pemulihan dan pembalikan keadaan perusahaan atau *corporate*

turnaround. *Severity* menentukan tindakan-tindakan yang akan diambil manajemen dalam upaya pemulihan kondisi *financial* perusahaan.

Penelitian Yuliana dan Dossugi (2014) menemukan bahwa *severity* berpengaruh signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround*. Namun Marbun dan Situmeang (2014) menunjukkan bahwa *severity* tidak berpengaruh signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround*.

Perusahaan yang memiliki tingkat ketahanan yang rendah terhadap kondisi *financial distress* harus melakukan upaya pengurangan biaya dan pengurangan aset untuk bertahan. Pengurangan sumber daya akan berdampak pada kegiatan operasional karena perusahaan kemudian memiliki keterbatasan pemanfaatan sumber daya karena sumber daya yang dimiliki menjadi lebih sedikit. Pada akhirnya, perusahaan malah kesulitan melakukan tindakan-tindakan dalam rangka *corporate turnaround*. Sementara itu, perusahaan yang memiliki tingkat ketahanan yang tinggi mungkin lebih dapat menerapkan berbagai strategi seperti mengembangkan pemasaran dan promosi penjualan atau bergerak ke dalam segmen pasar yang lain untuk keluar dari kondisi *financial distress*. Sehingga semakin tinggi tingkat ketahanan atau kesehatan *financial* perusahaan akan berpengaruh positif dengan kemampuan keberhasilan *corporate turnaround* perusahaan tersebut. Berdasarkan uraian di atas, peneliti mengajukan hipotesis pertama yaitu :

H₁ : *Severity* berpengaruh positif signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

2. Hubungan antara ukuran perusahaan dan keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Ukuran perusahaan dapat diukur dari total aset, omzet penjualan maupun jumlah karyawan (Francis dan Desai, 2005). Ukuran perusahaan merupakan suatu perbandingan ukuran perusahaan antara perusahaan yang satu dengan yang lain. Perusahaan dengan ukuran lebih besar dinilai lebih siap dalam menghadapi *financial distress*.

Penelitian Marbun dan Situmeang (2014) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaorund* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*. Sementara itu, Elidawati dkk. (2015) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaorund* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Perusahaan besar mempunyai jumlah modal, aset maupun instrumen lain yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. Jumlah yang besar tersebut menjadikan perusahaan besar mendapat kepercayaan yang lebih tinggi dari pihak eksternal, baik investor maupun kreditur ketika mencari tambahan dana untuk menyelamatkan perusahaan dari kondisi *financial distress*. Kreditur tentu akan lebih memilih perusahaan yang dainggap mampu memberikan jaminan untuk dapat

membayar pinjamannya di masa mendatang. Sehingga, semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin besar pula kemungkinan keberhasilan *corporate turnaround*. Berdasarkan uraian di atas, maka peneliti mengajukan hipotesis yang kedua yaitu :

H₂ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

3. Hubungan antara *free assets* dan keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Free assets adalah sumber daya likuid yang bebas atau tidak dijaminakan untuk pinjaman. *Free assets* diukur dengan jumlah aset yang melebihi jumlah total hutang lalu dibandingkan total aset (Francis dan Desai, 2005). Ketersediaan *free assets* dalam perusahaan menunjukkan tingkat kecukupan aset bebas yang dimiliki perusahaan.

Hasil penelitian Francis dan Desai (2005) serta Marbun dan Situmeang (2014) menunjukkan bahwa tersedianya *free assets* berpengaruh signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaorund* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*. Hasil ini berbeda dengan hasil penelitian Lestari dan Triani (2013) yang menunjukkan bahwa *free assets* tidak berpengaruh signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaorund* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Perusahaan yang mengalami *financial distress* dengan *free assets* yang cukup berupa total aset yang melebihi hutang atau aset tetap yang

melebihi jaminan hutang akan mempunyai kemungkinan keberhasilan yang lebih tinggi dalam menghindari kebangkrutan. Perusahaan dengan jumlah *free assets* yang besar akan lebih mudah memperoleh tambahan dana yang diperlukan untuk tercapainya kesuksesan *corporate turnaround*. Ini disebabkan karena perusahaan dapat menjamin pemberi pinjaman bahwa terdapat aset yang cukup untuk membayar kembali pinjaman jika diperlukan. Berdasarkan uraian di atas, maka peneliti mengajukan hipotesis ketiga yaitu :

H₃ : *Free assets* berpengaruh positif signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

4. Hubungan antara *retrenchment* dan keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Retrenchment merupakan tindakan efisiensi dengan mengurangi sumber daya perusahaan yang kurang efektif (Robbins dan Pearce, 1992). Peningkatan efisiensi merupakan faktor yang sangat penting dalam melaksanakan *turnaround* yang berhasil sehubungan dengan tindakan perusahaan untuk memperbaiki kemampuan perusahaan menghasilkan profit dalam jangka pendek dan memaksa perusahaan untuk mengeluarkan usaha terbaiknya untuk melakukan strategi efisiensi tersebut (Marbun dan Situmeang, 2014). Strategi *retrenchment* atau pengurangan sumber daya dilakukan dengan cara pengurangan aset (*assets retrenchment*) dan pengurangan biaya dan beban (*expenses retrenchment*).

Francis dan Desai (2005) menemukan bahwa *asset retrenchment* berpengaruh positif terhadap keberhasilan perusahaan dalam melakukan *corporate turnaround*. Sementara Candrawati (2008) menunjukkan bahwa pengurangan karyawan (*employees efficiency*) berpengaruh signifikan terhadap keberhasilan perusahaan dalam melakukan *corporate turnaround*.

Pengurangan aset (*assets retrenchment*) dapat dilakukan dengan penjualan aset tetap yang tidak produktif dan melikuidasi proyek perusahaan yang tidak menguntungkan. Sementara pengurangan beban (*expense retrenchment*) dapat dilakukan melalui efisiensi dalam operasional perusahaan dengan pengurangan jumlah karyawan (*employee efficiency*) yang tidak produktif sehingga dapat mengurangi beban gaji dan upah karyawan yang merupakan salah satu porsi beban yang cukup besar di perusahaan. Semakin baik strategi efisiensi yang dilakukan perusahaan baik dari sisi penghematan aset dan penghematan biaya, akan berdampak pada semakin besar kemungkinan keberhasilan perusahaan dalam melakukan *corporate turnaround*. Berdasarkan uraian di atas, peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H₄ : *Assets retrenchment* berpengaruh positif signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

H₅ : Pengurangan karyawan berpengaruh positif signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

5. Hubungan antara pergantian CEO dan keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Pergantian CEO merupakan suatu peristiwa ketika CEO dari suatu organisasi digantikan dengan individu lain (Bruton *et al.*, 2003). Segala tindakan yang berhubungan dengan pencapaian tujuan perusahaan ditentukan oleh kebijakan CEO sebagai wakil dewan direksi yang merupakan pusat kontrol perusahaan. Strategi yang diambil perusahaan yang mengalami penurunan kinerja juga tak lepas dari dari kebijakan yang dibuat CEO.

Candrawati (2008) menemukan bahwa pergantian CEO berpengaruh signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*. Sementara itu Lestari dan Triani (2013) serta Salisa (2016) menemukan bahwa pergantian CEO tidak berpengaruh signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*

Adanya pergantian susunan dewan direksi, terutama CEO sebagai *top management* diharapkan dapat menyumbangkan ide-ide baru dalam menyusun strategi untuk mengatasi kondisi *financial distress*. CEO yang baru diharapkan dapat lebih peka terhadap kondisi perusahaan dan melihat kemungkinan-kemungkinan yang dapat diambil untuk memperbaiki

kinerja perusahaan. Pergantian CEO akan membuat peluang keberhasilan *turnaround* menjadi lebih besar daripada perusahaan yang tidak melakukan pergantian CEO. Berdasarkan uraian di atas, peneliti mengajukan hipotesis ke enam yaitu :

H₆ : Pergantian CEO berpengaruh positif signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround*.

6. Profitabilitas dan keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu (Brigham dan Houston, 2001). Profitabilitas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba pada masa yang akan datang dan merupakan indikator keberhasilan operasi perusahaan. Profitabilitas dapat diproksikan dengan salah satu rasio yaitu *Return on Assets* (ROA). Penelitian Lestari dan Triani (2013) dan Wulandari (2016) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround* pada perusahaan yang mengalami *financial distress*.

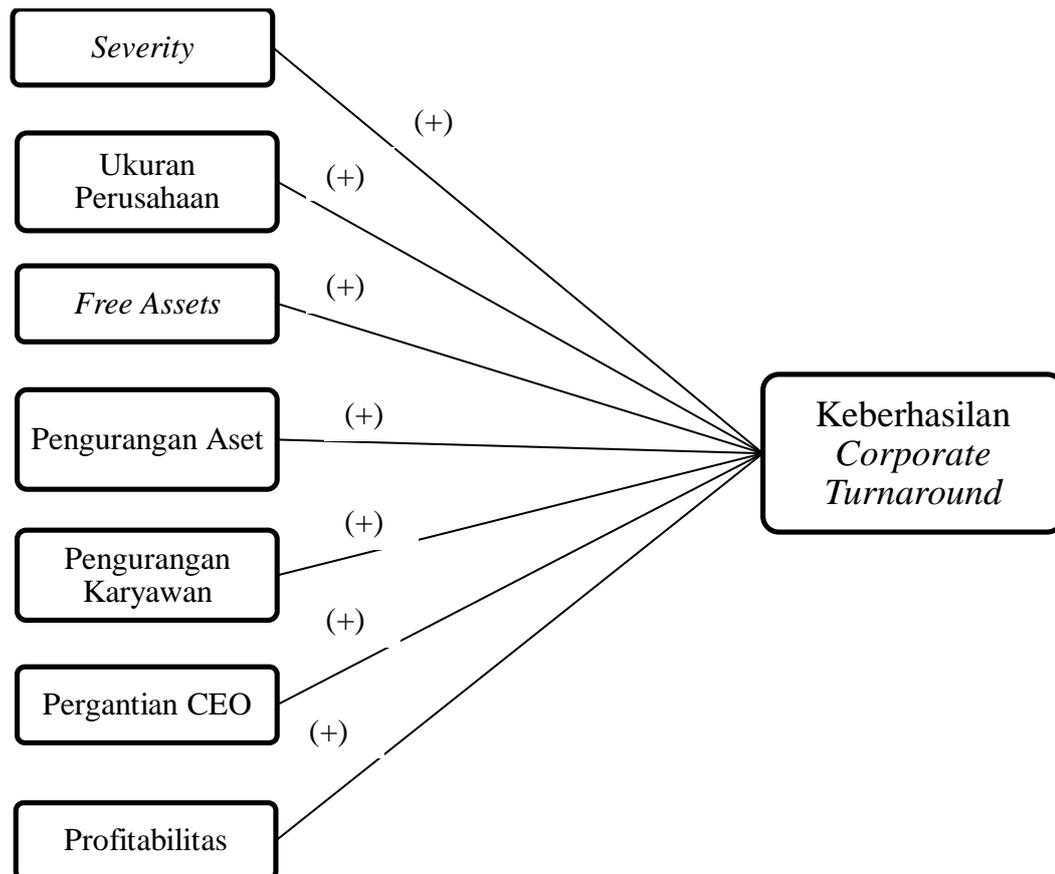
ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dipergunakan. Nilai ROA dapat diperoleh dengan membagi laba bersih dengan total aktiva. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat produktivitas yang tinggi dalam memanfaatkan asetnya untuk mendapatkan laba. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi berpotensi menarik investor untuk memberikan

tambahan modal di perusahaan ketika perusahaan mengalami *financial distress* karena dinilai mampu mengelola aset yang dimiliki serta memberikan *return* bagi pemegang saham. Sehingga semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi kemungkinan keberhasilan *corporate turnaround*. Oleh karena itu, peneliti mengajukan hipotesis ketujuh yaitu :

H₇ : Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap keberhasilan *corporate turnaround*.

C. Model Penelitian

Berdasarkan hipotesis yang diajukan, maka dapat disajikan model penelitian sebagai berikut :



Gambar 2.1
Model Penelitian