

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBERHASILAN TURNAROUND PADA PERUSAHAAN YANG MENGALAMI FINANCIAL DISTRESS DI BURSA EFEK INDONESIA

¹Elidawati, ²Azhar Maksu, ³M. Lian Dalimunthe

^{1,2,3}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sumatera Utara, Jl. dr. T. Mansur No. 9 Medan 20155
e-mail: elida_wen@yahoo.com, amaksu@yahoo.com.au

Abstrak. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kemampuan perusahaan yang mengalami financial distress dalam mencapai keberhasilan turnaround. Faktor-faktor yang diuji dalam penelitian ini adalah Ukuran perusahaan (Firm Size), Profitabilitas (profitability), kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan (Δ Severity), Free Assets, Assets Retrenchment dan Expenses Retrenchment. Populasi dalam penelitian ini adalah 145 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2009 sampai 2013 dan berdasarkan kriteria 84 perusahaan dipilih melalui metode purposive sampling sebagai sampel dalam penelitian ini. Data diuji dengan menggunakan analisis regresi logistik. Hasil pengujian regresi logistik menunjukkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini cocok dengan model. Hasil dari uji kecocokan model regresi menunjukkan model yang digunakan mampu menganalisis masalah penelitian. Secara parsial, hasil uji wald menunjukkan bahwa profitabilitas, kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan (Δ Severity) dan Free Assets mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam mencapai keberhasilan turnaround. Sedangkan Firm Size, Assets Retrenchment dan Expenses Retrenchment tidak berpengaruh. Secara simultan, hasil uji G menunjukkan bahwa seluruh variabel yang diuji mampu mempengaruhi kemampuan perusahaan yang mengalami financial distress dalam mencapai keberhasilan turnaround.

Kata Kunci : Financial Distress, Turnaround, Δ Severity, Free Assets, Assets Retrenchment, Expenses Retrenchment dan Logistic.

1. Pendahuluan

Krisis Keuangan Asia Timur 1997 dan Krisis Keuangan Global 2008 yang penyebarannya ke berbagai benua berlangsung sedemikian singkat adalah disebabkan oleh efek penularannya berlangsung di tengah sistem keuangan yang terintegrasi secara global dan penyebaran informasi yang cepat (Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, 2012). Gelombang default (gagal bayar) di AS dan Eropa yang terjadi pada sekuritas yang terkait dengan subprime mortgage AS, memunculkan krisis kepercayaan yang parah di pasar keuangan global. Dampak krisis keuangan ini selanjutnya menyebar ke seluruh dunia (Outlook Ekonomi Indonesia 2009–2014, 2009). Indonesia juga tidak terlepas dari dampak krisis global ini, terutama di sektor riil seperti manufaktur, pertanian, dan pertambangan. Dampak krisis keuangan tersebut di Bursa Efek Indonesia, antara lain adalah de-listingnya beberapa perusahaan yang disebabkan oleh kesulitan keuangan atau financial distress (Pranowo, et al, 2010).

Ciri utama perusahaan yang mengalami financial distress menurut Brahmana (2007) terlihat dari kinerja keuangannya salah satunya seperti laba operasi negatif. Untuk dapat keluar dari kondisi tersebut, manajemen harus menyusun langkah-langkah yaitu dengan membuat strategi penyehatan atau turnaround (Smith

dan Graves, 2005). Perusahaan Nissan dan PT. Pos Indonesia (Persero) merupakan contoh dua perusahaan yang berhasil dalam proses turnaround.

Oleh karena temuan penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang berbeda-beda (tidak konsisten), maka adalah cukup menarik untuk meneliti lebih lanjut faktor-faktor yang diperkirakan dapat mempengaruhi keberhasilan turnaround pada perusahaan yang mengalami financial distress. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan, free assets, assets retrenchment dan expenses retrenchment secara parsial dan simultan terhadap keberhasilan turnaround.

Beberapa faktor internal yang diprediksi dapat mempengaruhi keberhasilan proses *turnaround* dapat diuraikan sebagai berikut:

- a) Ukuran Perusahaan (*Firm Size*), yaitu gambaran tentang besar kecilnya suatu perusahaan berdasarkan total aset maupun omset penjualan perusahaan.
- b) Profitabilitas (*Profitability*) yaitu kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba.
- c) Kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan ($\Delta severity$) yaitu besarnya tingkat penurunan kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh rasio keuangan (selisih nilai *z-score*).
- d) *Free Assets* merupakan sumber daya likuid perusahaan yang tidak dijaminkan.
- e) *Assets Retrenchment* yaitu pengurangan jumlah aset dengan tujuan untuk meningkatkan efisiensi dan efektivitas.
- f) *Expenses Retrenchment* yaitu strategi efisiensi perusahaan yang dilakukan melalui pengurangan beban operasional (penjualan, umum dan administrasi).

1.1 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keberhasilan Turnaround

Hipotesis penelitian ini adalah “Ukuran perusahaan (*firm size*), profitabilitas (*profitability*), kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan ($\Delta severity$), *free assets*, *assets retrenchment* dan *expenses retrenchment* berpengaruh secara simultan dan parsial terhadap keberhasilan *turnaround*”.

Populasi penelitian meliputi seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama tahun 2009 sampai tahun 2013 (145 perusahaan). Metode pemilihan sampel adalah *purposive sampling*. Kriteria utama perusahaan yang mengalami *financial distress* diukur berdasarkan perhitungan Analisis Diskriminan *Altman* yang menghasilkan nilai hitung *z-score* berdasarkan rumus :

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

Adapun rasio-rasio tersebut adalah Modal Kerja /Total Aktiva (WC/TA), Laba Ditahan/ Total Aktiva (RE/TA), *Earning Before Interest and Tax*/Total Aktiva (EBIT/TA), Modal Sendiri/Total Hutang (MVE/BVD), Penjualan/Total Aktiva (S/TA).

Perusahaan yang memiliki nilai *z-score* kurang dari atau sama dengan 2,90 dikategorikan dalam perusahaan yang mengalami *financial distress*. Kemudian dari nilai *z-score* tersebut ditentukan kategori sebagai berikut :

- a) Perusahaan yang selalu mengalami *z-score* kategori financial distress selama tahun 2009-2013 ditentukan sebagai perusahaan yang gagal turnaround (Smith & Graves, 2005).

- b) Perusahaan yang dalam kurun waktu 2009 sampai dengan 2013 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 berhasil turnaround (Smith & Graves, 2005).

Berdasarkan kriteria dimaksud, maka jumlah sampel yang terpilih adalah 84 perusahaan. Dari jumlah sampel diketahui 10 perusahaan yang berhasil proses turnaround dan 74 perusahaan gagal dalam proses turnaround. Analisis data dilakukan dengan menggunakan metode analisis diskriminan.

Hasil pengujian asumsi multivariate normal distribution yang dilakukan dengan menggunakan One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test yang terlihat dalam Tabel 4.1 berikut :

Tabel 4.1.
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		TA	FS	PFB	SEV	FA	AR	ER	Unstandardized Residual
N		84	84	84	84	84	84	84	84
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.12	13.7	.048	.105	.326	.402	.2596	0E-7
	Std. Deviation	.326	1.45	.08809	1.19	.5287	.631	.3372	.2338
Most Extreme Differences	Absolute	.524	.058	.142	.198	.270	.231	.105	.186
	Positive	.524	.058	.084	.198	.168	.231	.105	.186
	Negative	-.357	-.038	-.142	-.159	-.270	-.195	-.073	-.094
Kolmogorov-Smirnov Z		4.79	.530	1.299	1.81	2.473	2.118	.963	1.704
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.942	.068	.003	.000	.000	.312	.006

Tabel 4.1. menunjukkan bahwa data pada penelitian ini tidak terdistribusi normal (nilai signifikansi beberapa variabel independen dan residualnya di bawah nilai signifikansi 0,05).

Bila asumsi multivariate normal distribution tidak dipenuhi maka sebaiknya digunakan analisis regresi logistik (Ghozali, 2013), karena analisis ini tidak memerlukan asumsi distribusi normal untuk variabel bebasnya. Namun tetap perlu dilakukan uji multikolinearitas. Hasil pengujian ini dapat dilihat pada Tabel 4.2 yang menunjukkan tidak terdapat korelasi antar variable bebas (tidak ada yang melebihi 0,8) artinya model ini bebas dari gejala multikoliniearitas.

Tabel 4.2.
Matriks Korelasi

Variabel	Constant	FS	PFB	SEV	FA	AR	ER
Constant	1,000	-0,977	-0,490	-0,823	-0,726	-0,066	0,347
FS	-0,977	1,000	0,361	0,739	0,647	0,038	-0,385
PFB	-0,490	0,361	1,000	0,537	0,228	-0,098	-0,119
SEV	-0,823	0,739	0,537	1,000	0,778	0,057	-0,453
FA	-0,726	0,647	0,228	0,778	1,000	0,060	-0,303
AR	-0,066	0,038	-0,098	0,057	0,060	1,000	-0,253
ER	0,347	-0,385	-0,119	-0,453	-0,303	-0,253	1,000

Pengujian model penelitian dimulai dengan menguji ketepatan keseluruhan model (*overall fit model*). Hasilnya dapat dilihat dalam Tabel 4.3 yang menyimpulkan bahwa data penelitian ini memenuhi asumsi *overall fit model*.

Tabel 4.3.
Nilai -2 Log Likelihood

Iteration	-2 Log Likelihood	
Block/Step 0	1	63,591
	2	61,368
	3	61,324
	4	61,324
	5	61,324
Block/Step 1	1	41,474
	2	27,849
	3	21,200
	4	17,280
	5	15,926
	6	15,654
	7	15,637
	8	15,637
	9	15,637

Pengujian kelayakan model regresi dinilai dengan menggunakan uji *Hosmer dan Lemeshow's Goodness of fit test*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai *Hosmer dan Lemeshow's Goodness of fit test* lebih besar dari 0,05 yang berarti model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya dan sebaliknya (Ghozali, 2013).

Selanjutnya dilakukan pengujian Ketepatan Model yang hasilnya dapat dilihat dalam Tabel 4.4 yang menyimpulkan bahwa ketepatan model ini secara keseluruhan sebesar 95,2%.

Tabel 4.4.
Tabel Klasifikasi

Observed	Predicted			Percentage Correct
	TURNAROUND		Percentage Correct	
	GAGAL	BERHASIL		
TURNAROUND	GAGAL	72	2	97,3
	BERHASIL	2	8	80,0
Overall Percentage				95,2

Hasil pengujian koefisien determinasi dapat dilihat dalam Tabel 4.5 nilai Nagelkerke R² sebesar 0,810 yang berarti bahwa 81% variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen.

Tabel 4.5.
Pengujian Koefisien Determinasi

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	15,637	0,420	0,810

Hasil pengujian hipotesis dengan mengamati nilai signifikansi terlihat pada Tabel 4.6 dan Tabel 4.7.

Tabel 4.6.
Omnibus Test Of Model

	Chi-square	df	Sig.
Step	45,687	6	0,000
Block	45,687	6	0,000
Model	45,687	6	0,000

Tabel 4.6 menunjukkan bahwa nilai *Chi-Square* pada *Omnibus Test Of Model* sebesar 45,687 dengan sig 0,00 yang berarti lebih kecil dari 5% ($0,000 < 0,05$). Dengan demikian, dapat dinyatakan bahwa secara simultan variabel ukuran perusahaan (*firm size*), profitabilitas (*profitability*), kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan (Δ *severity*), *free assets*, *assets retrenchment* dan *expenses retrenchment* mempengaruhi proses keberhasilan *turnaround*.

Tabel 4.7.
Variable in The Equation

Variabel	B	Wald	Signifikansi
FS	0,638	0,769	0,380
PFB	33,512	5,347	0,021
SEV	6,126	5,577	0,018
FA	6,016	3,700	0,054
AR	-0,874	0,231	0,631
ER	-1,010	0,285	0,593
Constant	-18,066	2,130	0,144

Selanjutnya dari Tabel 4.7 terlihat bahwa dari 6 variabel bebas hanya 3 variabel yang memiliki pengaruh terhadap keberhasilan *turnaround* karena memiliki nilai signifikansi Uji *Wald*, yaitu variabel profitabilitas dengan nilai *Wald* sebesar 5,347 dan tingkat sig 0,021 ($<0,05$), kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan (Δ *severity*) dengan nilai *Wald* sebesar 5,577 dan tingkat sig sebesar 0,018 ($< 0,05$), dan variabel *free assets* dengan nilai *Wald* sebesar 3,700 dan sig pada tingkat 0,054 ($< 0,100$). Tiga variabel lainnya yang tidak memiliki pengaruh yang signifikan adalah ukuran perusahaan (*firm size*), pengurangan aset (*assets retrenchment*) dan pengurangan biaya (*expenses retrenchment*). Model persamaan regresi logistik penelitian ini adalah:

$$\frac{TA}{1-TA} = e^{-18,066 + 0,638FS + 33,512PFB + 6,126SEV + 6,016FA - 0,874AR - 1,010ER}$$

Hasil pengujian menunjukkan bahwa seluruh variabel bebas dalam penelitian ini secara simultan berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan dalam mencapai keberhasilan *turnaround*. Hasil pengujian parsial menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh secara positif terhadap kemampuan perusahaan dalam mencapai keberhasilan *turnaround* dengan tingkat sig 5% (sesuai dengan hipotesis penelitian). Kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan (Δ *severity*) berpengaruh positif dengan tingkat sig 5%, artinya semakin tinggi Δ *severity*, maka akan semakin tinggi keberhasilan *turnaround*. Hasil. *Free assets* berpengaruh positif pada tingkat sig 0,054 tetapi signifikan pada tingkat sebesar 10% yang dapat merupakan batas toleransi kesalahan dalam penelitian sosial (Suharyadi dan Purwanto, 2004). Ini berarti bahwa semakin besar jumlah *free assets* semakin besar kemungkinan perusahaan berhasil dalam proses *turnaround*. Selain ketiga variabel diatas, terdapat tiga variabel lainnya yang tidak berpengaruh secara signifikan. Variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh. Secara teori, perusahaan kecil dianggap memiliki probabilitas yang lebih kecil untuk bertahan dan mencapai keberhasilan *turnaround* dan sebaliknya. Namun, penting untuk dipertimbangkan struktur dan pengendalian internal perusahaan terkait pengelolaan aset perusahaan secara maksimal. Baik perusahaan besar maupun kecil dengan struktur dan pengendalian internal yang baik dalam pengelolaan asetnya, akan mampu membawa perusahaan menuju pencapaian keberhasilan *turnaround*. Variabel *assets retrenchment* tidak berpengaruh

mungkin karena perbedaan jenis industri dalam sampel yang diteliti. Pada jenis industri tertentu, *assets 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 *assets retrenchment* justru akan mematikan usaha pada saat terjadinya kondisi penurunan perusahaan. Variabel terakhir yang tidak berpengaruh adalah *expenses retrenchment*. Data menunjukkan bahwa hanya terdapat sekitar 10% dari jumlah keseluruhan perusahaan yang berhasil mencapai *turnaround* yang melakukan *expenses retrenchment*. Sementara, kecenderungan *expenses retrenchment* justru terjadilebih besar pada perusahaan yang gagal *turnaround* yaitu 16,21% (12 dari 74) perusahaan.

2. Kesimpulan dan Saran

Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa (1) Secara simultan seluruh variabel independen yang terdiri dari ukuran perusahaan, profitabilitas, kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan ($\Delta severity$), *free assets*, *assets retrenchment* dan *expenses retrenchment* berpengaruh, namun secara parsial tidak semua variabel independen tersebut berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan yang mengalami *financial distress* dalam mencapai keberhasilan *turnaround*. (2) Variabel independen yang secara parsial dapat mempengaruhi adalah profitabilitas, kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan ($\Delta severity$) dan *free assets*. Temuan atas pengaruh profitabilitas mendukung hasil penelitian Lestari dan Triani (2013), sementara temuan atas pengaruh variabel kecenderungan tingkat kesehatan perusahaan mendukung temuan Robbin dan Pearce (1992), Francis dan Desai (2005) dan Candrawati (2008). Temuan atas pengaruh variabel *free assets* mendukung hasil penelitian Francis dan Desai (2005) dan Candrawati (2008). (3) Variabel lain yang diprediksi berpengaruh adalah ukuran perusahaan, *assets retrenchment* dan *expenses retrenchment* ternyata secara parsial tidak terbukti berpengaruh. Temuan atas tidak berpengaruhnya variabel ukuran perusahaan mendukung hasil penelitian Francis dan Desai (2005) dan Makgeta (2010), sementara temuan atas variabel *assets retrenchment* dan *expenses retrenchment* mendukung hasil penelitian Smith dan Graves (2005), Candrawati (2008) dan Makgeta (2010).

Dalam penelitian selanjutnya disarankan untuk (1) Memasukkan faktor-faktor eksternal perusahaan seperti seperti kondisi ekonomi berupa pertumbuhan ekonomi dan inflasi dan faktor internal lainnya berupa strategi perusahaan seperti strategi *low cost* dan *product differentiation*. (2) Jumlah sampel diperluas dan rentang waktu yang lebih lama sehingga dapat menghindari kemungkinan tidak terpenuhinya asumsi *multivariate normal distribution* sehingga analisis diskriminan dapat digunakan.

Daftar Pustaka

- Abdullah, Tengku Mohammad Chairal dan Hussin, Zolkafli. 2010. Moderating Effects of Government Assistance & Turnaround Strategies: a Research on Private Manufacturing Companies. *Journal of Global Strategic Management* 7 : 64 – 73.
- Altman E. I. 2000. Predicting Financial Distress of Companies Revisiting The Z-Score And Zeta Models. *Journal of Banking & Finance*.
- Altman E. I. and Hotchkiss, E. 2006. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*. John Wiley and Son, Inc. New York.

- Bibeault, D. 1982. *Corporate Turnaround: How Managers Turn Losers Into Winners*. McGrawHill. New York.
- Blocher, E. J., Kung, H. C., Gary, C., and Thomas, W. L. 2005. *Cost Management A Strategic Emphasis*. McGraw-Hill. New York.
- Brahmana, R. 2007. Identifying Financial Distress Condition in Indonesia Manufacture Industry. *Journal of Accounting* : 1 – 18.
- Brigham, Eugene F. and Houston, Joel F. 2001. *Manajemen Keuangan*. Erlangga.Jakarta.
- Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan. 2012. *Krisis Keuangan Global dan Pertumbuhan Ekonomi: Analisa dari Perekonomian Asia Timur*.
- Candrawati, Anna. 2008. *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keberhasilan Turnaround pada Perusahaan yang Mengalami Financial Distress*. Tesis. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Castrogiovanni, G.J. and Bruton, G. 2000. Business Turnaround Processes: Reconsidering the Role of Retrenchment. *Journal of Business Research* 48(1) : 25 – 34.
- Damodaran, A. 1997. *Corporate Finance: Theory and Practice*. John Wiley. New York.
- David, Fred R. 2006. *Manajemen Strategis*. Edisi Sepuluh. Salemba Empat. Jakarta.
- Francis, John D and Desai, Ashay B. 2005. Situational and Organizational Determinants of Turnaround, *Management Decision* 43 : 1203-1224.
- Ghozali, Imam. 2013. *Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Hannan, Michael T. and Freeman, John.1984. The Population Ecology of Organizations. *American Journal of Sociology* 82(5) : 929-964.
- Haveman, Heather A. 1993. Organizational Size and Change : Diversification in the Savings and Loan Industry after Deregulation. *Administrative Science quarterly* 38 : 20-50.
- Hermuningsih, Sri. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan* : 127- 148.
- Kamel, Yehia M. 2005. *A Comparative Study of the Impact of Turnaround Strategies and Leadership Factors on Successful Corporate Turnarounds*. PhD Dissertation. Benedictine University.
- Lestari, Rizki Dwi dan Triani, Ni Nyoman Alit. 2013. *Determinan Keberhasilan Turnaround Pada Perusahaan yang Mengalami Financial Distress*. *Jurnal Ilmu Manajemen*1 Nomor 4. LoPucki, Lynn M. and Doherty, Joseph W. 2002. Why Are Delaware and New York Bankruptcy Reorganizations Failing?. *The Social Science Research Network Electronic Paper Collection* 02-01 : 1932 – 1986.
- Makgeta, Malose. 2010. *Turnaround Determinants of Distressed Firms Funded by the Industrial Development Corporation*. Dissertation. University of Pretoria.
- Marbun, Hendra A. H. 2014. *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Keberhasilan Turnaround pada Perusahaan yang Mengalami Financial Distress (Studi Empiris pada Perusahaan Sektoral Non-Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2001 – 2011)*. *Jurnal Akuntansi & Bisnis Indonesia* 2(1) : 85-95.

- Outlook Ekonomi Indonesia 2009–2014. 2009. Krisis Ekonomi Global dan Dampaknya terhadap Perekonomian Indonesia.
- Robbins, D.K. and Pearce, J.A.II. 1992. Turnaround: Retrenchment and Recovery. *Strategic Management Journal* 13 (4) : 287 - 309.
- Pandit, N. R. 2000. Some Recommendation For Improved Research on Corporate Turnaround, *M@n@gement* 3 : 31-56.
- Platt, Harlan D. and Platt, Majorie B. 2002. Predicting Corporate Financial Distress: Reflections on Choice-Based Sample Bias. *Journal of Economic and Finance* 26 (2).
- Pranowo, K., N. A., Achsani, A. H., Manurung, dan N., Nuryantono. 2010. Determinant of Corporate Financial Distress in an Emerging Market Economy: Empirical Evidence from the Indonesian Stock Exchange 2004-2008. *International Research Journal of Finance and Economics* : 80-88.
- Simamora, Bilson. 2005. Analisis Multivariat. PT Gramedia Pustaka Utama. Jakarta.
- Simons, R. 2000. Performance Measurement & Control Systems for Implementing Strategy, Texts & Cases, Pearson Education International.
- Smith, M and Graves, C. 2005. Corporate Turnaround and Financial Distress. *Managerial Auditing Journal* 20 (3).
- Suharyanto dan Purwanto, S. K. 2004. Statistika untuk Ekonomi dan Keuangan Modern, Salemba Empat, Jakarta.