

**ANALISIS RASIO KEUANGAN DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN
PERUSAHAAN DALAM MEMPREDIKSI KESULITAN KEUANGAN:
SEBUAH RISET EMPIRIS PADA PERUSAHAAN NONKEUANGAN
YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

Hizkia Bhisma Nararya Yudadibrata*
Yanuar Nanok Soenarno†

ABSTRACT

The financial crisis in Asia that hit Indonesia in 1997-1998 caused research related to the predictions of financial difficulties mostly done. This study aims to examine whether financial ratios (which include liquidity ratios, activity, leverage, profitability, and markets) and corporate ownership structures (institutional ownership and managerial ownership) can be used in predicting possible financial difficulties. The statistic used in this research hypothesis test is logistic regression test. Companies that include the population are nonfinancial corporations that have financial difficulties and companies that have a healthy financial condition in the period 2010. Sample size used in this study amounted to 105 companies: 51 companies experiencing financial difficulties and 54 healthy companies. This study uses three years of observation period of research, ie year 2007-2009, to see whether the variables can predict financial difficulties that occurred in 2010. The results showed that the ratio of liquidity, activity, leverage, and profitability ratio can predict the possibility of financial difficulties .

Key Words : financial crisis, altman z score, financial ratios of ownership structure, liquidity ratio, activity ratio, leverage ratio, profitability ratio, market ratio, institutional ownership, managerial ownership

1. PENDAHULUAN

Pada tahun 1997-1998 negara-negara kawasan Asia mengalami krisis keuangan yang parah. Indonesia juga mengalami krisis serupa. Krisis ini menyebabkan dana modal jangka pendek di pasar saham dan pasar uang mengalir kembali ke luar negeri, cadangan valuta asing menjadi terkuras, dan nilai mata uang domestik menurun secara drastik (Ramli, 2008). Lebih buruknya, krisis keuangan yang terjadi berubah menjadi krisis fundamental yang menyebabkan

* Unika Atma Jaya Jakarta

† Unika Atma Jaya Jakarta

tingkat pertumbuhan ekonomi turun secara drastis menjadi 4,65%, yang sebelumnya stabil pada angka sekitar 7.87% dan yang juga menyebabkan angka kemiskinan melonjak secara drastis (Tarmidi, 1999). Sejak era krisis ini, riset-riset yang berhubungan dengan penyebab dan cara memprediksi kesulitan keuangan mulai dikembangkan di Indonesia.

Salah satu alat yang paling sering digunakan untuk memprediksi kesulitan keuangan adalah menggunakan rasio keuangan. Weston dan Copeland (1997) menyebutkan bahwa rasio keuangan, yang terdiri atas rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio solvabilitas, rasio profitabilitas, rasio pasar, dan rasio pertumbuhan, dapat digunakan untuk melihat prospek dan risiko perusahaan pada masa mendatang. Hal ini terjadi karena informasi yang terkandung di dalam rasio keuangan merupakan gambaran menyeluruh tentang kinerja keuangan yang dapat digunakan untuk mengidentifikasi kekuatan dan kelemahan perusahaan selama satu periode tertentu (Lako, 2006). Lebih detail, Nasser dan Aryati (2000) menyatakan bahwa informasi kemampuan perusahaan dalam menjalankan usaha, distribusi aktiva, keefektifan penggunaan aktivitya, hasil usaha atau pendapatan yang telah dicapai, beban-beban tetap yang harus dibayar, serta potensi kebangkrutan yang akan dialami tercermin dari kondisi kesehatan keuangan perusahaan. Kondisi kesehatan keuangan perusahaan tercermin dari angka-angka yang ada di dalam rasio keuangan. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan melihat apakah rasio-rasio keuangan dapat memprediksi kesulitan keuangan perusahaan

Dalam teori keagenan (*agency theory*), hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) memperkerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan putusan kepada *agent* tersebut (Jensen & Meckling, 1976). Manajemen sebagai pengelola perusahaan berkewajiban melaksanakan amanat dari pemilik modal untuk mengembangkan perusahaan, Masalah *agency* mulai timbul saat manajer sudah tidak menjalankan tugasnya sesuai dengan harapan *principal* (Walsh & Seward, 1990). Saat *agent* sudah bergerak tidak sesuai dengan harapan *principal*, *agency cost* akan semakin meningkat seiring dengan meningkatnya *agency cost*

nilai dari perusahaan akan menurun. Menurunnya nilai perusahaan akan meningkatkan probabilitas perusahaan mengalami kesulitan keuangan (Johnson et al., 2000). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa salah satu penyebab kesulitan keuangan adalah permasalahan *agency theory* yang berkepanjangan di dalam perusahaan.

Salah satu aspek yang dapat menyelesaikan masalah agensi adalah struktur kepemilikan perusahaan. Teori membuktikan bahwa *agency cost* meningkat saat *agent* tidak memikirkan kondisi keuangan perusahaan di dalam putusan-putusan yang dibuat (Fama & Jensen, 1983). Munthe (2008) menyatakan bahwa kesulitan keuangan yang dialami perusahaan yang telah tercatat di Bursa Efek Indonesia tak lepas dari pengaruh struktur kepemilikan saham karena kepemilikan saham akan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Penelitian-penelitian terdahulu sudah membuktikan beberapa jenis kepemilikan yang dapat membantu mengurangi insentif *agent* dalam meraih kepentingan mereka sendiri dibandingkan kepentingan pemilik. Jensen (1993) dalam risetnya menemukan bahwa kepemilikan yang besar oleh entitas lain di luar perusahaan dapat memberikan kontribusi yang besar dalam kemampuan monitor kerja manajemen dan mengurangi kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan (Beaver, 1966). Lebih lanjut ditemukan bahwa kepemilikan perusahaan oleh entitas di luar perusahaan, seperti institusi keuangan, dana pensiun, dan sekuritas dapat memberikan efek *monitoring* yang lebih baik. Mereka dapat memberikan tekanan dan disiplin terhadap manajemen, sehingga dapat mengurangi kemampuan manajemen dalam mengejar keuntungan mereka sendiri (Shleifer & Vishny, 1997). Denis dan McConnell (2003) juga menyatakan bahwa kepemilikan mayoritas oleh entitas luar memainkan peran penting dalam memonitor dan memberikan pengaruh terhadap manajemen untuk bekerja sesuai dengan cara-cara yang tepat untuk meningkatkan kekayaan pemilik.

Selain kepemilikan oleh institusional di luar perusahaan, Fama dan Jensen (1983), dan Morck, Shleifer, dan Vishny (1988) juga menyarankan pihak-pihak di dalam perusahaan, seperti manajer-manajer dan direksi perusahaan, memiliki proporsi saham yang signifikan. Dengan demikian, para manajer dan direksi

perusahaan dapat menyamakan visi mereka dengan pemilik perusahaan lainnya (Denis & McConnell, 2003). Karena itu, dapat diharapkan bahwa kepemilikan manajerial yang signifikan dapat mengurangi kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan

Beberapa *research gap* yang terjadi adalah sebagai berikut. Munthe (2008) meneliti bagaimana variabel struktur kepemilikan dan rasio-rasio keuangan dapat memprediksi kesulitan keuangan perusahaan. Abdullah (2006) meneliti pengaruh *board structure* dan struktur kepemilikan terhadap perusahaan-perusahaan yang mengalami kerugian di Malaysia. Deng dan Wang (2006) meneliti hubungan struktur kepemilikan dengan kesulitan keuangan di China. Li, Wang, dan Deng (2008) melakukan penelitian pengaruh dari struktur kepemilikan, independensi dari direktur, *agency cost* terhadap kesulitan keuangan pada perusahaan-perusahaan di Cina. Demsetz dan Vilalona (2001) meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. Lizal (2002) meneliti penyebab-penyebab perusahaan mengalami kesulitan keuangan dengan menggunakan data dari Ceko. Ia menemukan bahwa struktur kepemilikan memengaruhi kesulitan keuangan. Sori dan Jalin (2009) memprediksi kesulitan keuangan dengan menggunakan rasio kinerja keuangan di Malaysia. Ying dan Michael (2010) meneliti hubungan rasio keuangan dengan prediksi kebangkrutan dengan mengaplikasikan *Ohlson Model* pada perusahaan-perusahaan di Cina. Menurut Munthe (2008), rasio likuiditas dan rasio Aktivitas tidak dapat memprediksi kesulitan keuangan perusahaan. Di sisi lain, Salehi dan Abidin (2009) menyatakan bahwa justru rasio likuiditas dan aktivitas mampu memprediksi kesulitan keuangan perusahaan. Dalam penelitian Deng dan Wang (2006), struktur kepemilikan dapat memprediksi kesulitan keuangan, sedangkan Hui dan Jing (2008) dan Chang (2009) menyatakan sebaliknya.

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, masalah yang akan diteliti di dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut.

- a. Apakah rasio likuiditas berpengaruh pada kemungkinan kesulitan keuangan yang terjadi?
- b. Apakah rasio aktivitas berpengaruh pada kemungkinan kesulitan keuangan

- yang terjadi?
- c. Apakah *rasio leverage* berpengaruh pada kemungkinan kesulitan keuangan yang terjadi?
 - d. Apakah rasio profitabilitas berpengaruh pada kemungkinan kesulitan keuangan yang terjadi?
 - e. Apakah rasio pasar berpengaruh pada kemungkinan kesulitan keuangan yang terjadi?
 - f. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh pada kemungkinan kesulitan keuangan yang terjadi?
 - g. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh pada kemungkinan kesulitan keuangan yang terjadi?

2. TINJAUAN LITERATUR

Munthe (2008) melakukan penelitian untuk memprediksi kondisi kesulitan keuangan dengan menggunakan variabel-variabel struktur kepemilikan, makro ekonomi, dan kinerja keuangan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa untuk satu tahun sebelum mengalami kesulitan keuangan variabel kepemilikan institusi, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas dapat secara signifikan memprediksi kondisi kesulitan keuangan, sementara untuk dua tahun sebelum mengalami kesulitan keuangan variabel kepemilikan institusi, *rasio leverage*, dan *rasio profitabilitas* yang secara signifikan dapat memprediksi kondisi kesulitan keuangan dan untuk tiga tahun sebelum mengalami kesulitan keuangan, variabel kepemilikan institusi, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas yang dapat secara signifikan memprediksi kesulitan keuangan.

Suntraruk (2009) melakukan penelitian untuk mengembangkan model yang *reliable* untuk memprediksi kesulitan keuangan bagi perusahaan nonkeuangan di Thailand. Hasilnya menunjukkan bahwa model final yang dikembangkan mengikutsertakan empat rasio keuangan dan tiga variabel *corporate governance* dengan tingkat akurasi sebesar 93.5%. Simpson dan Gleason (1998) meneliti pengaruh struktur *board* dan kepemilikan terhadap kesulitan keuangan yang dialami bank. Variabel yang digunakan adalah kepemilikan oleh manajemen, kepemilikan oleh CEO, jumlah anggota manajemen yang menjadi

anggota *board*, persentase *insider* yang menjadi anggota *board*, dan *duality* dari CEO. Hasil penelitiannya mengungkapkan bahwa variabel *duality* CEO (CEO memiliki fungsi lain sebagai *chairman of the board*) mempunyai efek yang signifikan terhadap probabilitas bank yang mengalami kesulitan keuangan pada masa depan. Selain itu, penelitian ini menemukan bahwa struktur kepemilikan memberikan pengaruh yang signifikan terhadap probabilitas bank yang mengalami kesulitan keuangan pada masa depan. Kepemilikan manajemen tidak menunjukkan pengaruh pada probabilitas kesulitan keuangan; begitu juga dengan presentase *insider* di dalam *board* dan jumlah anggota manajemen di *board* tidak menunjukkan pengaruh terhadap kondisi kesulitan keuangan. Abdullah (2006) melakukan penelitian yang hampir serupa: variabel independen yang digunakan adalah struktur kepemilikan, *duality* dari CEO, dan independensi dari *board*. Penelitiannya menemukan bahwa kemampuan variabel *duality* dari CEO dalam menyebabkan kesulitan keuangan memiliki hasil yang campur; dalam arti lain dalam beberapa perusahaan dapat berpengaruh secara signifikan, tetapi untuk beberapa perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan. Deng dan Wang (2006) melakukan penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan dan kesulitan keuangan dengan menggunakan sampel dari perusahaan-perusahaan terbuka di Cina. Penelitian ini berhasil menemukan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi dan kepemilikan oleh pemerintah memiliki efek negatif terhadap probabilitas terjadinya kesulitan keuangan. Hal ini berarti bahwa kepemilikan dalam jumlah besar dan kepemilikan oleh pemerintah memiliki insentif untuk menahan terjadinya kesulitan keuangan dan menambah pengawasan. Kepemilikan oleh manajemen tidak memiliki pengaruh terhadap kesulitan keuangan. Selain itu, tingkat *turnover* saham juga tidak memiliki pengaruh terhadap kesulitan keuangan. Dalam lain hal, proporsi saham yang diperdagangkan memiliki pengaruh yang positif dengan kesulitan keuangan

Plat dan Plat (2002) mendefinisikan kesulitan keuangan sebagai tahap penurunan kondisi keuangan yang terjadi sebelum kebangkrutan ataupun likuidasi. Hofer (1980, p. 20) dan Whitaker (1999, p. 124) dalam Fachrudin (2008) mengumpamakan kondisi kesulitan keuangan sebagai kondisi ketika suatu

perusahaan mengalami laba bersih negatif selama beberapa tahun. Suatu perusahaan dapat dikatakan menderita kesulitan keuangan apabila pada tahun pertama aliran kas kurang dari kewajiban jangka panjang yang jatuh tempo (Whitaker, 1999). Aliran kas didefinisikan sebagai pendapatan bersih ditambah beban-beban nonkas.

Brigham dan Daves (2003, dalam Fachrudin 2008) memiliki pendapat bahwa kesulitan dimulai ketika perusahaan tidak dapat memenuhi jadwal pembayaran kewajibannya atau ketika proyeksi arus kas mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut akan segera kehilangan kemampuannya untuk memenuhi kewajibannya.

Menurut Fachrudin (2008), terdapat lima bentuk kesulitan keuangan.

1. *Economic failure*. *Economic failure* adalah keadaan saat pendapatan perusahaan tidak dapat menutupi total biaya, termasuk *cost of capital*-nya. Perusahaan dapat melanjutkan operasionalnya sepanjang kreditur mau menyediakan modal dan pemiliknya mau menerima tingkat pengembalian (*rate of return*) di bawah pasar. Meskipun tidak ada suntikan modal baru, perusahaan tetap dapat menjadi sehat secara ekonomi.
2. *Business failure*. Kegagalan bisnis didefinisikan sebagai bisnis menghentikan operasional akibat kerugian debitur.
3. *Technical insolvency*. Perusahaan dikatakan mengalami *technical insolvency* jika tidak dapat memenuhi kewajiban lancar ketika jatuh tempo. Ketidakmampuan dalam membayar utang secara teknis menunjukkan kekurangan likuiditas yang sifatnya sementara, yang apabila diberikan tenggat waktu, perusahaan mungkin dapat membayar utang dan *survive*. Biasanya masalah ini diselesaikan dengan restrukturisasi utang oleh para kreditur.
4. *Insolvency in bankruptcy*. Perusahaan dikatakan dalam keadaan *insolvent in bankruptcy* jika nilai buku utang melebihi nilai pasar aset. Kondisi ini lebih serius daripada *technical insolvency* karena merupakan salah satu tanda *economic failure*, bahkan mengarah likuidasi bisnis. Perusahaan yang mengalami *insolvent in bankruptcy* tidak perlu terlibat dalam tuntutan kebangkrutan secara hukum.

5. *Legal bankruptcy*. Perusahaan dikatakan mengalami bangkrut secara hukum apabila telah dituntut secara resmi dengan undang-undang yang berlaku. Brigham dan Gapenski (1999) menjelaskan bahwa ketidakmampuan perusahaan mengalami *technical insolvency* disebabkan masalah arus kas secara temporer. Biasanya masalah ini diselesaikan dengan restrukturisasi utang, sedangkan pada *insolvency in bankruptcy*, masalahnya lebih bersifat permanen dan dapat mengarah pada likuidasi bisnis, Brigham dan Gapenski mengategorikan *legal bankruptcy* sebagai salah satu tipe kesulitan keuangan, tetapi literatur lain, seperti Scott (1981), menyatakan bahwa perusahaan yang mengalami kesulitan dalam memenuhi komitmen keuangannya tidak selalu mengarah kebangkrutan.

Technical insolvency yang dijelaskan oleh Brigham dan Gapenski (1999) di atas memiliki arti yang serupa dengan *equity insolvency* menurut Altman (1983). *Equity Insolvency* tergambar jika perusahaan tidak dapat membayar utang ketika jatuh tempo dalam kegiatan bisnis yang biasa. Selain itu, definisi *insolvency in bankruptcy* menurut Brigham dan Gapenski sama dengan *bankruptcy insolvency* menurut Altman (1983). *Bankruptcy insolvency* dapat dideteksi dengan uji neraca jika total aset perusahaan lebih kecil daripada jumlah kewajiban.

Definisi kesulitan keuangan dalam riset-riset awal disinonimkan dengan kegagalan bisnis (misalnya Altman 1968; Alltman et al., 1977; Bal dan Foster, 1982; Moses dan Liao, 1987 dalam Turetsky dan McEwen, 2001). Dalam perkembangan selanjutnya, para peneliti mengatakan bahwa kesulitan keuangan mempunyai beberapa karakteristik sehubungan dengan peristiwa antara kesehatan perusahaan dan kebangkrutan. Perusahaan yang kesulitan keuangan umumnya mengalami penurunan dalam pertumbuhan, kemampuan menghasilkan laba, dan aset tetap, serta peningkatan dalam jumlah persediaan relatif terhadap perusahaan yang sehat (Kahya & Theodossiou, 1999). Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dapat diidentifikasi dari kejadian-kejadian berikut: melemahnya kondisi keuangan, kreditur yang mengambil tindakan, pemasok yang mulai tidak memberikan fasilitas kredit atas pembelian bahan baku, investasi modal yang

menguntungkan harus dilepas dan pembayaran dividen yang terganggu (Keown et al., 1997). Turetsky dan McEwen (2001) menggambarkan kesulitan keuangan sebagai rangkaian peristiwa keuangan yang merefleksikan berbagai tingkatan *corporate adversity*.

Di Indonesia kepailitan (*failure*) diatur dalam UU. No.1 tahun 1998, yang disebutkan bahwa debitur yang mempunyai dua atau lebih kreditur dan tidak dapat membayar sedikitnya satu utang yang telah jatuh waktu dan tidak dapat ditagih dinyatakan pailit dengan putusan pengadilan yang berwenang, baik atas permohonan sendiri maupun permintaan seorang atau lebih krediturnya. Permohonan ini dapat juga diajukan oleh kejaksaan untuk kepentingan umum.

Turetsky dan McEwen (2001) menyatakan bahwa salah satu tindakan yang dilakukan manajemen saat menghadapi kesulitan keuangan adalah mengurangi jumlah dividen atau bahkan menghentikan pembayaran dividen. Tindakan pengurangan atau pemberhentian pembayaran dividen tentunya merugikan investor mengingat bahwa dividen merupakan salah satu daya tarik investor untuk menanamkan modalnya pada saham perusahaan.

Pengumuman kebangkrutan umumnya mengakibatkan efek negatif yang kuat terhadap harga saham perusahaan yang mengalami kebangkrutan. Harga saham akan jatuh. Hal ini disebabkan pengumuman kebangkrutan memberikan informasi mengenai nilai aktiva perusahaan yang sebenarnya dan hak *shareholders* atas aktiva perusahaan (Lang & Stulz, 1992). Dawkins dan Green (1998) menemukan bahwa pengumuman kebangkrutan tidak direaksi oleh pasar jika sebelumnya informasi tentang kemungkinan kebangkrutan telah beredar melalui surat kabar. Hal ini menunjukkan jika investor telah mengetahui terlebih dahulu kemungkinan kebangkrutan sebelum pengumuman kebangkrutan, investor tidak akan bereaksi terhadap informasi tersebut. Lang dan Stulz (1992) menemukan bukti bahwa pasar akan bereaksi terhadap pengumuman kebangkrutan dengan adanya *abnormal return* negatif pada empat hari sebelum pengumuman kebangkrutan.

Hubungan yang baik dengan *lending bank* merupakan aset yang berharga bagi debitur karena bank dapat menyediakan dana yang tidak dapat diperoleh dari

pasar modal. (Brewer, Genay, & Kaufman, 2003). Boot (2000) menyatakan bahwa dalam hal memperoleh dana lebih mudah untuk membina hubungan kreditur-debitur dengan bank dibanding dengan mendapat pendanaan pasar modal karena fleksibilitas dari kontrak dan renegotiasi kontrak yang lebih mudah. Penelitian-penelitian yang mengamati pengaruh dari debitur yang mengalami kesulitan keuangan terhadap kreditur sudah pernah dilakukan. Dahiya, Saunders, dan Srinivasan (2003) menemukan bahwa debitur yang mengalami kesulitan keuangan tidak secara langsung memberikan efek negatif terhadap harga saham bank kreditur, tetapi hilangnya reputasi bank dan semakin ketatnya peraturan yang dikeluarkan oleh regulator. Debitur yang mengalami kesulitan keuangan dapat menyebabkan harga saham dari bank turun. Huang dan Huang (2010) menemukan bahwa pengumuman debitur yang mengalami kesulitan keuangan mempunyai efek negatif yang signifikan terhadap harga saham bank kreditur. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa debitur yang mengalami kesulitan keuangan memberikan dampak negatif bagi kreditur.

Hasil penemuan Beaver (1966) mengindikasikan bahwa rasio-rasio keuangan dapat memprediksi kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Riset *univariate* yang dilakukannya memberikan bukti-bukti bahwa rasio keuangan dari perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan secara umum berbeda dengan yang tidak mengalami kesulitan keuangan dan menyimpulkan bahwa rasio *cash flow-to-debt ratio* sebagai prediktor terbaik kondisi kesulitan keuangan. Altman (1968) percaya bahwa rasio keuangan dari perusahaan yang sehat dan bangkrut memiliki nilai yang berbeda secara signifikan. Karena itu, ia mengembangkan sebuah model diskriminan *multivariate* untuk membedakan antara perusahaan yang bangkrut dan yang tidak. Di dalam model diskriminan tersebut terdapat lima rasio yang merepresentasikan rasio profitabilitas, likuiditas, *solvency*, *leverage*, dan aktivitas. Model tersebut mempunyai tingkat akurasi yang sangat baik khususnya untuk satu tahun sebelum perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Lebih lanjut, Ohlson (1980) menggunakan teknik analisis logit untuk memprediksi kemungkinan kesulitan keuangan. Ia menyimpulkan bahwa dengan menggunakan teknik logit dan menggunakan variabel yang sesuai, ditemukan

empat faktor utama yang dapat memprediksi kesulitan keuangan dengan ketepatan yang tinggi khususnya untuk periode satu tahun sebelum kesulitan keuangan. Tiga di antara faktor tersebut adalah rasio keuangan, yang adalah rasio *total liability-to-total asset*, rasio *net income-to-total asset*, dan rasio *working capital-to-total asset*.

Studi yang dilakukan Beaver (1966), Altman (1968), dan Ohlson (1980) memotivasi banyak peneliti untuk lebih lanjut menginvestigasi peran rasio keuangan di dalam prediksi kesulitan keuangan. Oleh karena itu, rasio keuangan merupakan alat yang cocok untuk memprediksi kesulitan keuangan perusahaan.

Struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan institusional dan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan (Sudarma, 2003). Pengelompokan struktur kepemilikan saham dapat dilakukan dengan berbagai cara. Menurut Ituriaga dan Sanz (1998), struktur kepemilikan dapat dibedakan menurut dua sudut pandang yang berbeda:

1. pendekatan keagenan, yaitu struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dan
2. pendekatan *asymmetric information*, yaitu struktur kepemilikan merupakan salah satu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dan *outsider* melalui pengungkapan informasi dalam pasar modal.

Menurut Sugiarto (2007), kepemilikan saham dapat dikelompokkan menjadi kelompok keluarga, manajemen, dan pihak luar perusahaan. Dalam kaitannya dengan aktivitas monitoring terhadap kebijakan manajemen, Brailsford, Moon, dan Rao dalam Arifin (2006) mengelompokkan struktur kepemilikan perusahaan menjadi dua.

1. Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*): proporsi pemegang saham dari pihak manajemen secara aktif ikut dalam pengambilan putusan perusahaan (direktur dan komisaris).
2. Kepemilikan institusional (*institutional ownership*): proporsi pemegang saham yang dimiliki oleh pemilik institusional, seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan lain, kecuali anak perusahaan dan

institusi lain. Siallagan dan Machfoedsz, (2006) menemukan bahwa pada level 0-5%, terdapat hubungan *non linier* antara kepemilikan manajerial dengan kinerja perusahaan, berhubungan negatif pada level 5-24%, berhubungan positif antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan pada level 25-50%, dan berhubungan negatif pada level >50%.

Kepemilikan institusional ini berperan sebagai *monitoring management* atau bentuk pengendalian terhadap perilaku pihak manajemen. Struktur kepemilikan perusahaan merupakan salah satu alat *internal control* yang efektif. Fama dan Jensen (1983) menemukan bahwa *agency cost* meningkat saat para *agent* tidak memiliki kepentingan keuangan di dalam putusan yang dibuat. Tidak ada atau jumlah proporsi kepemilikan perusahaan yang minimum membuka kesempatan bagi *agent* untuk mengejar tujuan yang berbeda dengan tujuan *principal* dan menggunakan fungsinya untuk memaksimalkan kepentingan pribadi dengan memberikan kerugian bagi *principal* (Boyd, 1994; Fama, 1980) dan dengan kepentingan yang berbeda di antara *principal* dan *agent* mengakibatkan nilai perusahaan menurun (Jensen & Meckling, 1976). Oleh karena itu, untuk menyelesaikan konflik kepentingan antara *principal* dan *agent*, para *agent* sebaiknya mendapatkan kepemilikan yang secukupnya atas modal perusahaan; dengan demikian mereka akan bertindak sebagai pemilik dan akan fokus dalam memaksimalkan kekayaannya dan juga pemilik lain (Jensen, 1993; Jensen & Meckling, 1976). Munthe (2008) menyatakan bahwa kesulitan keuangan yang dialami oleh perusahaan yang telah tercatat di Bursa efek Indonesia sejak tahun 2001 sampai dengan tahun 2007 tidak lepas dari pengaruh struktur kepemilikan saham, karena kepemilikan saham akan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Menurut Jansen dan Meckling (1976) dalam Arifin (2006) struktur kepemilikan dapat digunakan untuk menunjukkan bahwa faktor yang penting dalam struktur modal bukan hanya ditentukan oleh masalah utang dan ekuitas saham, melainkan juga persentase kepemilikan saham oleh pemegang saham internal dan pemegang saham eksternal. Dalam penelitiannya Moh'd (1998) dan Crutchley (1989)

menemukan bahwa distribusi saham di antara pemegang saham dari pihak luar, seperti kepemilikan institusional, dapat meningkatkan kinerja manajemen serta mengurangi *agency conflict*. Pernyataan ini didukung oleh Slovin dan Sushka (1993) yang berpendapat bahwa nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif. Penelitian Smith (1996) dalam Suranta dan Midiastuty (2004) menunjukkan bahwa aktivitas monitoring institusi mampu mengubah struktur pengelolaan perusahaan dan meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Crutchey et al. (1999) dan Suranta dan Midisastuty (2004) menemukan bahwa *monitoring* yang dilakukan institusi mampu mensubstitusi biaya keagenan lain (utang, dividen, dan kepemilikan manajerial) sehingga biaya keagenan menurun dan nilai perusahaan meningkat. Dalam lain hal, Slovin dan Sushkan (1993) mempunyai pendapat lain. Menurut mereka, kepemilikan institusional tidak selalu meningkatkan nilai perusahaan saat kepentingan institusi sejalan dengan kepentingan manajer. Dalam hal ini institusi pemilik dan manajer memiliki kepentingan yang sama sehingga berkolusi dan pada akhirnya dapat menurunkan nilai perusahaan.

Kornel Munthe (2008) melakukan penelitian yang memprediksi kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan berdasarkan variabel-variabel struktur kepemilikan saham, makro ekonomi, dan kinerja keuangan pada perusahaan yang telah tercatat di Bursa Efek Indonesia. Metode yang digunakan adalah *logistic regression*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa untuk satu tahun sebelum mengalami kesulitan keuangan variabel kepemilikan institusi, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas dapat secara signifikan memprediksi kondisi kesulitan keuangan. Sementara itu, untuk dua tahun sebelum mengalami kesulitan keuangan, variabel kepemilikan institusi, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas secara signifikan dapat memprediksi kondisi kesulitan keuangan dan untuk tiga tahun sebelum mengalami kesulitan keuangan, variabel kepemilikan institusi, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas dapat secara signifikan memprediksi kesulitan keuangan. Tingkat ketepatan model untuk 1,2, dan 3 tahun sebelum perusahaan mengalami kesulitan keuangan masing-masing 94,5025%, 83,8626%, dan

78,08219%. Simpson dan Gleason (1998) melakukan penelitian dengan judul *Board Structure, Ownership, and Financial distress in Banking Firms* dengan tujuan untuk meneliti proses-proses di balik putusan-putusan ekonomi yang menyebabkan bank mengalami kesulitan keuangan. Aspek-aspek yang diteliti adalah kepemilikan oleh direktur, kepemilikan oleh CEO, jumlah direktur, persentase *insider* yang menjadi *board*, dan *CEO duality*. Mereka menemukan bahwa perusahaan kemungkinan akan mengalami kesulitan keuangan apabila memiliki CEO yang sekaligus merangkap sebagai kepala *board*; aspek-aspek yang lain tidak memiliki efek yang signifikan.

Suntraruk (2009) melakukan penelitian dengan tujuan mengembangkan sebuah model yang cocok dan *reliable* dalam memprediksi kesulitan keuangan perusahaan-perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di *Stock Exchange of Thailand* (SET). Penelitian ini menguji variabel-variabel yang terdapat di dalam rasio keuangan, variabel *Corporate Governance*, dan variabel makro ekonomi dalam membentuk model. Hasilnya, penelitian ini dapat mengembangkan sebuah model yang cocok untuk memprediksi kesulitan keuangan, model ini meliputi empat rasio keuangan, yaitu *return on assets*, *debt-to-equity ratio*, *current ratio*, dan *cash flow from operation-to-net income*, dan tiga variabel *corporate governance*, yaitu *CEO duality*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional. Penemuan tidak menemukan pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel makro ekonomi pada kesulitan keuangan.

Deng dan Wang (2006) melakukan penelitian yang meneliti hubungan struktur kepemilikan dengan kesulitan keuangan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di bursa saham di Cina. Penelitian ini berhasil menemukan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi dan kepemilikan oleh pemerintah memiliki efek negatif terhadap probabilitas terjadinya kesulitan keuangan. Hal ini mempunyai arti bahwa kepemilikan dalam jumlah besar dan kepemilikan oleh pemerintah memiliki insentif untuk menahan terjadinya kesulitan keuangan dan menambah pengawasan terhadap perilaku manajemen. Kepemilikan oleh manajemen ataupun kepemilikan oleh *board* tidak memiliki pengaruh terhadap kesulitan keuangan. Hal ini mungkin diakibatkan kepemilikan manajerial dan *board* bersifat minoritas.

Selain itu, tingkat *turnover* saham juga tidak memiliki pengaruh terhadap kesulitan keuangan. Di lain hal proporsi saham yang diperdagangkan memiliki pengaruh yang positif dengan kesulitan keuangan.

Almilia dan Kristijadi (2003) melakukan riset yang bertujuan meneliti rasio-rasio keuangan yang memberikan efek terhadap kondisi kesulitan keuangan yang dialami perusahaan. Sampel penelitian ini meliputi 24 perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan 37 perusahaan yang sehat, yang dipilih dengan metode *purposive sampling*. Metode statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi logistik. Penelitian ini berhasil menemukan bahwa rasio *profit margin*, rasio *leverage*, rasio likuiditas, dan rasio pertumbuhan sebagai rasio-rasio yang dapat secara signifikan memprediksi kesulitan keuangan perusahaan.

Hipotesis Konseptual

Berdasarkan teori di atas, disusun hipotesis konseptual sebagai berikut:

Rasio Likuiditas

Gitman (2006) menjelaskan rasio likuiditas sebagai alat yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya yang akan jatuh tempo, dengan mengacu pada aktiva lancar perusahaan relatif terhadap utang lancarnya. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio likuiditas, semakin kecil kemungkinan perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan, tetapi rasio likuiditas yang terlalu tinggi akan menunjukkan bahwa modal kerja perusahaan tidak produktif mengakibatkan munculnya biaya-biaya yang akan mengurangi laba perusahaan dan akan berpengaruh positif pada kesulitan keuangan (Munthe, 2008). Suntratrak (2009) dalam penelitiannya menemukan *current ratio* dapat secara signifikan memprediksi kesulitan keuangan.

H₁: Rasio likuiditas berpengaruh pada kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas mengukur tingkat efisiensi perusahaan dalam menggunakan aset-asetnya. Rasio aktivitas melihat beberapa aset, kemudian menentukan berapa

tingkat kegiatan tertentu. Aktivitas yang rendah pada tingkat penjualan tertentu akan mengakibatkan semakin besar kelebihan dana yang tertanam pada aktiva lain yang lebih produktif, dan juga menghadapi perusahaan pada pembiayaan penyimpanan, asuransi, pajak, keuangan, dan kerusakan fisik. Oleh karena itu, semakin efisien penggunaan aset perusahaan, kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba akan semakin tinggi sehingga kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan semakin kecil (Munthe, 2008). Suntratrak (2009) juga menemukan bahwa rasio aktivitas dapat memprediksi terjadinya kesulitan keuangan.

H₂: Rasio aktivitas berpengaruh pada kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Rasio Leverage

Rasio *leverage* adalah ukuran kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban jangka panjang. Laitinen dan Laitinen (2000) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat utang yang besar akan lebih mudah mengalami kesulitan keuangan atau kebangkrutan jika dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki utang yang lebih sedikit. Manurung (2004) mendukung pernyataan ini. Ia menyatakan bahwa perusahaan yang terus meningkatkan utang akan membayar bunga yang semakin besar dan kemungkinan menurunkan laba bersih perusahaan yang semakin besar. Hal ini akan mengakibatkan kesulitan keuangan dan akibatnya menimbulkan biaya kesulitan keuangan yang berujung pada kebangkrutan sehingga akhirnya menimbulkan biaya kebangkrutan. Kaplan (1993) juga berpendapat bahwa utang yang terlalu tinggi akan membawa perusahaan ke dalam kondisi kesulitan keuangan. Penelitian dari Almilia dan Kristijadi (2003), Suntraruk (2009), dan Salehi dan Abendini (2009) menemukan bahwa rasio *leverage* dapat secara signifikan memprediksi kesulitan keuangan.

H₃: Rasio *leverage* berpengaruh pada kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas adalah ukuran kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu. Banyak kriteria penilaian yang dapat digunakan untuk mengukur hasil pelaksanaan operasional perusahaan. Namun, semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan, semakin kecil kemungkinan perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan (Munthe, 2008). Dalam model yang dikembangkan Suntratrak (2009), rasio *return in asset* dan *cash flow from operation-to-net income* dapat secara signifikan memprediksi kesulitan keuangan.

H₄: Rasio profitabilitas berpengaruh pada kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Rasio Pasar

Rasio pasar melihat perkembangan nilai perusahaan relatif terhadap nilai bukunya. Bagi para investor, informasi rasio pasar merupakan informasi yang paling mendasar karena menggambarkan prospek *earning* perusahaan pada masa depan (Munthe, 2008). Oleh karena itu, semakin baik rasio ini, semakin kecil kemungkinan perusahaan untuk mengalami kesulitan keuangan (Ang, 1997).

H₅: Rasio Pasar berpengaruh pada kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Kepemilikan Institusional

Munthe (2008) mengatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan dengan tingkat pendanaan utang. Jadi, para investor institusional akan berfungsi sebagai agen pemantau yang efektif dan cukup membantu dalam menurunkan *agency cost*. Bhatale et al (1994) juga menyatakan bahwa kepemilikan oleh institusional di luar entitas dapat menciptakan pengawasan yang lebih efektif dalam mengendalikan perilaku *opportunistic insider*. Bukti-bukti di lapangan menunjukkan bahwa kepemilikan institusional secara signifikan menciptakan insentif-insentif dalam memonitor perilaku manajemen (Jensen, 1993) dan mengurangi kesempatan-kesempatan manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan yang merugikan keuangan (Beaver, 1996). Deng dan Wang (2006) menemukan kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan kesulitan

keuangan. Penelitian Li, Wang, dan Deng (2008) juga menemukan hasil serupa, dengan alasan bahwa kepemilikan institusional memiliki insentif-insentif untuk memonitor perilaku manajemen dan mencegah permasalahan keuangan.

H₆: Kepemilikan Institusional berpengaruh pada kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Kepemilikan Manajerial

Para manajer memiliki kecenderungan untuk melakukan konsumsi yang berlebihan dan melakukan perilaku oportunistik lainnya karena manajer memperoleh keuntungan penuh dari aktivitas seperti itu dan dengan andil yang relatif kecil dalam pengeluaran biaya (Munthe, 2008). Jensen dan Meckling menyebutkan hal ini sebagai *agency cost of equity* dan menunjukkan bahwa hal ini dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dalam perusahaan, karena dengan demikian para manajer juga harus menanggung konsekuensi kemakmuran dari putusan-putusan yang mereka lakukan.

Penelitian Chen (2001) dan Sujoko dan Soebintoro (2007) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial saham di negara berkembang tidak memengaruhi kinerja perusahaan. Deng dan Wang (2006) juga menemukan bahwa kepemilikan manajemen tidak memengaruhi kondisi kesulitan keuangan. Akan tetapi, menurut Deng dan Wang, hal ini terjadi karena kepemilikan manajerial di dalam perusahaan masih bersifat minoritas sehingga masih memiliki kemampuan memengaruhi yang tidak signifikan. Di lain pihak, Morck et al. (1988) menemukan hubungan yang *curvilinear* di antara kepemilikan manajemen dengan kinerja perusahaan. Mereka menemukan bahwa kinerja perusahaan akan meningkat saat kepemilikan manajerial meningkat dari 0% menjadi 5%, lalu mengalami penurunan saat kepemilikan meningkat dari 5% menjadi 25%, dan akhirnya, kinerja meningkat sedikit saat kepemilikan meningkat di atas 25%. Peneliti lainnya, Dhnadirek dan Tang (2003) menemukan hubungan yang positif antara kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan saat kepemilikan melebihi 25%.

H₇: Kepemilikan manajerial berpengaruh pada kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

3. METODE PENELITIAN

Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Variabel ini akan diproksi dari perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Sebagai variabel kontrol digunakan perusahaan yang memiliki kondisi keuangan yang sehat. Variabel disajikan dalam bentuk kategori dengan ketentuan: 0 untuk perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan 1 untuk perusahaan yang memiliki kondisi keuangan yang sehat. Dalam penelitian ini kondisi perusahaan yang sehat dan yang mengalami kesulitan keuangan akan ditentukan berdasarkan model yang dikembangkan oleh Edward I. Altman (1968), yaitu model Altman Z-Score. Z-score menggunakan teknik statistik (*multiple discriminant analysis*) untuk menghasilkan prediksi yang merupakan fungsi linear dari beberapa variabel penjelas. Model Altman Z-Score adalah sebagai berikut

$$Z - Score = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

Keterangan:

X_1 = Modal kerja terhadap total harta (*working capital to total assets*)

X_2 = Saldo laba terhadap total harta (*retained earnings to total assets*)

X_3 = Pendapatan sebelum pajak dan bunga terhadap total harta (*earnings before interest and taxes to total assets*)

X_4 = Nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku dari utang (*market value equity to book value of total debt*)

X_5 = Penjualan terhadap total harta (*sales to total assets*)

Model ini mengklasifikasikan perusahaan yang mempunyai skor $Z > 2,90$ sebagai perusahaan yang sehat, sedangkan perusahaan yang memiliki skor $Z < 1,23$ diklasifikasikan sebagai perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Selanjutnya, skor antara 1,23 sampai 2,90 diklasifikasikan sebagai perusahaan pada *grey area*, artinya tidak dapat disimpulkan dalam keadaan sehat atau kesulitan keuangan.

Variabel Independen

Variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

a. Rasio likuiditas

Likuiditas berhubungan dengan kemampuan perusahaan untuk melunasi utang-utang dalam jangka waktu pendek. Karena itu, rasio-rasio likuiditas berfokus pada *current assets* dan *current liabilities*. Almilia dan Kristijadi (2003) menemukan bahwa di antara rasio-rasio likuiditas yang tersedia, rasio perbandingan antara *current asset* dan *current liabilities* memiliki tingkat prediktif kondisi kesulitan keuangan yang paling tinggi. Mengacu pada penelitian mereka, rasio yang akan digunakan adalah

$$\text{current ratio} = \frac{\text{current asset}}{\text{current liabilities}}$$

b. Rasio aktivitas

Rasio ini mengukur efektivitas perusahaan dalam menggunakan aktiva yang dimilikinya atau dengan kata lain, rasio ini mengukur efektivitas pemanfaatan sumber daya perusahaan. Dalam penelitian yang dilakukan Munthe (2008), untuk mewakili rasio aktivitas, ia menggunakan rasio *total asset turnover*. Mengacu pada penelitiannya, rasio yang akan digunakan adalah

$$\text{Asset Turn Over} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Asset}}$$

c. Rasio *leverage*

Rasio ini menjelaskan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka panjangnya. Charitou et al. (2004) menemukan bahwa *total debt ratio* memiliki kemampuan prediktif sehingga kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang akurat, maka penelitian ini akan menggunakan *total debt ratio* untuk mewakili kategori rasio *leverage*.

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

d. Rasio profitabilitas

Profitabilitas berbicara tentang kemampuan perusahaan dalam menggunakan aset dan mengatur operasionalnya seefisien mungkin. Dalam penelitiannya

Suntraruk (2009) menggunakan rasio *return on assets* untuk mewakili kelompok rasio profitabilitas. Dalam penelitiannya tersebut, rasio *return on assets* ditemukan dapat memprediksi kondisi *financial distress*.

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}}$$

e. Rasio pasar

Rasio pasar melihat perkembangan nilai perusahaan relatif terhadap nilai bukunya. Mengacu pada penelitian Kornel Munthe (2008), rasio pasar yang akan digunakan adalah

$$\text{Price To Earning Ratio} = \frac{\text{Stock price}}{\text{Earning Per Shares}}$$

f. Kepemilikan institusional

Kepemilikan pemegang saham institusional adalah jumlah persentase hak suara yang dimiliki oleh institusi (Beiner, 2003). Semakin besar kepemilikan institusional, semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan dan diharapkan juga dapat bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Faizal, 2004). *Pengukurannya adalah dengan menggunakan rasio jumlah saham kepemilikan pihak institusi terhadap total jumlah saham yang beredar.*

g. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Gideon, 2005). Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa salah satu cara untuk menghilangkan konflik kepentingan ini adalah memberikan insentif kepada para manajer untuk melakukan tindakan yang sesuai dengan kepentingan pemilik, misalnya dengan kepemilikan manajerial. *Pengukuran dilakukan dengan menggunakan rasio jumlah saham kepemilikan manajerial terhadap total jumlah saham yang beredar.*

Gambaran Umum Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan batasan populasi dengan kriteria: (1) semua perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia; (2) perusahaan yang laporan keuangannya tersedia untuk periode pembukuan 2007-2010; (3)

perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan memiliki kondisi keuangan yang sehat untuk periode pelaporan tahun 2010. Penentuan kriteria perusahaan yang sehat dan tidak sehat mengacu pada model yang dikembangkan Edward I. Altman (1968), yaitu model Altman Z-Score. Dari kriteria-kriteria tersebut diperoleh populasi sebanyak 125 perusahaan: 61 perusahaan mengalami kondisi kesulitan keuangan dan 64 perusahaan memiliki kondisi keuangan yang sehat pada periode pelaporan tahun 2010. Dari populasi tersebut, dengan menggunakan metode *simple random sampling*, diperoleh sampel sebesar 104 perusahaan; 53 perusahaan mengalami kesulitan keuangan, sedangkan 52 perusahaan memiliki kondisi keuangan yang sehat. Tabel berikut menjelaskan komposisi sampel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 1 Klasifikasi Perusahaan Sehat dan *Distress*

Kondisi Keuangan	Jumlah	%
Perusahaan sehat	53	50,47
Perusahaan Distress	52	49,35
Jumlah	105	100

Dalam penelitian ini, periode pengamatan akan dilakukan untuk pada 2007-2009. Hal ini dilakukan untuk melihat apakah setiap variabel independen dapat memprediksi terjadinya kesulitan keuangan pada periode 2010; karena itu dari 105 perusahaan akan digunakan data sebanyak 315 sampel.

Tabel 2 Hasil Pengujian Model Fit

		Cox & Snell R	Nagelkerke R
Step	-2 Log	Square	Square
1	144.989 ³	.604	.805

- a. *Estimation terminated at iteration number 10 because parameter estimates changed by less than .001.*
- b. *Initial -2 Log Likelihood: 436.654*

Kemudian, nilai *Nagelkerke's R²* diinterpretasikan seperti nilai *R²* pada *multiple regression*. Hasil output menunjukkan nilai *Nagelkerke's R²* sebesar 0.805 dan nilai *Cox dan Snell's R Square* sebesar 0.604, artinya variabel independen dapat

menjelaskan variabel dependen sebesar 80.5%, sedangkan sisanya 19,5% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Tabel 3. Hasil Uji Prediksi Model (1)

Omnibus Tests of Model Coefficients

	Chi-square	df	Sig.
Step 1 Step	291.665	7	.000
Block	291.665	7	.000
Model	291.665	7	.000

Tabel 4 Hasil Uji Prediksi Model (2)

Observed	Predicted		
	Kondisi Keuangan		Percentage
	Distress	Non-Distress	Correct
Step 1 Kondisi Keuangan Distress	144	12	92.3
Non-Distress Overall Percentage	9	150	94.3
			93.3

a. The cut value is .500

Tabel 5. Hasil Pengolahan Regresi Logistik

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a Likuiditas	-.184	.093	3.931	1	.047	.832
Aktivitas	-1.210	.339	12.717	1	.000	.298
<i>Leverage</i>	3.481	.721	23.307	1	.000	32.480
Profitabilitas	-29.646	4.711	39.602	1	.000	.000
Pasar	.002	.002	.701	1	.403	1.002
Institusional	-.821	.528	2.419	1	.120	.440
Manajerial	1.115	.751	2.202	1	.138	3.050
Constant	1.137	.730	2.427	1	.119	3.119

a. Variable(s) entered on step 1: Likuiditas, Aktivitas, *Leverage*, Profitabilitas, Pasar, Institusional, Manajerial.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam penelitian ini dapat dibuktikan bahwa rasio likuiditas dapat memprediksi secara signifikan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Penemuan ini sesuai dengan penelitian Sori dan Jalil (2009) dan Suntratrak (2009) yang menemukan bahwa rasio likuiditas dapat memprediksi kesulitan keuangan. Hubungan yang ditemukan antara rasio likuiditas dan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan bersifat negatif. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin rendah nilai rasio likuiditas, akan semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang diprediksi akan mengalami kesulitan keuangan cenderung mengalami penurunan dalam kemampuannya melunasi kewajiban-kewajiban jangka pendeknya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Salehi dan Abendini (2009) yang menyatakan bahwa kemampuan likuiditas perusahaan berpengaruh pada kelanjutan operasional perusahaan dan terhadap kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba, sehingga membuat rasio likuiditas menjadi berguna dalam memprediksi kesulitan keuangan. Selain itu, penemuan ini mendukung pernyataan Suntratrak (2009) yang menemukan bahwa salah satu karakteristik dari perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan adalah likuiditasnya yang kurang.

Penelitian ini juga menemukan bahwa rasio aktivitas dapat memprediksi secara signifikan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Penemuan ini sesuai dengan model prediksi kesulitan keuangan yang dikembangkan oleh Ang et al (2000) bahwa terdapat rasio aktivitas di dalamnya. Selain itu, ditemukan bahwa rasio aktivitas memiliki hubungan negatif dengan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin rendah nilai rasio aktivitas kemungkinan perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan semakin besar. Dengan demikian, perusahaan yang tidak efektif dalam penggunaan aset-asetnya akan mengakibatkan semakin

besar kelebihan dana yang tertanam pada aktiva lain yang lebih produktif, sehingga menghadapi perusahaan pada kemungkinan timbulnya pembiayaan penyimpanan, asuransi, pajak, keusangan, dan kerusakan fisik (Munthe, 2008), beban yang membesar akan membuat laba semakin kecil. Apabila perusahaan terus tidak efektif dalam penggunaan asetnya dapat menimbulkan risiko perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Penemuan ini menyatakan pernyataan Ang et al (2000) yang menemukan bahwa perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan akan memiliki rasio aktivitas yang rendah karena manajer tidak dapat mengontrol biaya yang dikeluarkan dan tidak dapat membuat putusan investasi yang tepat. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan cenderung kurang efektif dalam penggunaan aktivitya.

Rasio *leverage* juga ditemukan dapat memprediksi secara signifikan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Penemuan ini sesuai dengan penemuan Munthe (2008), Charitou et al (2009), dan Almilia dan Kristijadi (2003) yang melaporkan bahwa rasio *leverage* dapat digunakan untuk memprediksi kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Penelitian ini juga menemukan bahwa rasio *leverage* memiliki hubungan yang positif dengan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Berarti semakin besar nilai rasio *leverage*, semakin besar peluang perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Perusahaan yang akan mengalami kesulitan keuangan cenderung mengalami penurunan dalam kemampuan jangka panjangnya dalam melunasi kewajiban-kewajibannya ataupun juga perusahaan memiliki kewajiban yang terlalu besar dan tidak diimbangi dengan kemampuan pelunasan yang sesuai. Hal ini sejalan dengan pernyataan Laitinen dan Laitinen (2000). yaitu perusahaan yang memiliki tingkat utang yang besar akan lebih mudah mengalami kesulitan keuangan jika dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki utang yang kecil. Natarsyah (2002) juga menyatakan bahwa proporsi utang yang semakin tinggi menyebabkan *fixed payment* yang tinggi dan akan menimbulkan risiko kebangkrutan perusahaan. Perusahaan yang terus meningkatkan utang akan membayar bunga yang semakin besar dan kemungkinan menurunkan nilai laba bersih yang seharusnya semakin besar. Hal ini akan membawa kesulitan

keuangan (Manurung, 2004). Penelitian ini juga berhasil menemukan bahwa alat prediksi yang memiliki kemampuan prediksi paling tepat adalah rasio *leverage*.

Penelitian ini juga menemukan bahwa rasio profitabilitas dapat memprediksi secara signifikan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Penelitian ini mendukung penemuan terdahulu oleh Charitou et al. (2004), Almilia dan Kristijadi (2003), Suntratrak (2009), dan Nam dan Jin (2000). Mereka semua menemukan bahwa rasio profitabilitas dapat dijadikan alat yang *reliable* dalam memprediksi kemungkinan kesulitan keuangan. Hubungan yang ditemukan antara rasio profitabilitas dan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan bersifat negatif. Hubungan tersebut dapat diartikan bahwa semakin rendah nilai rasio profitabilitas kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan akan semakin besar. Maka perusahaan yang akan mengalami kesulitan keuangan cenderung akan berkurang kemampuannya dalam menghasilkan laba. Penemuan ini mendukung pernyataan Munthe (2008) yang mengatakan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan, semakin kecil kemungkinan perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan. Salah satu kriteria perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan adalah kurangnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (Suntratrak, 2009).

Tidak semua variabel dependen di dalam penelitian ini diterima. Rasio pasar ditemukan tidak dapat memprediksi secara signifikan kemungkinan kesulitan keuangan. Selain itu, variabel struktur kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial juga tidak dapat memprediksi secara signifikan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Seperti sudah disebutkan sebelumnya, penelitian ini menemukan bahwa rasio pasar tidak dapat dijadikan alat untuk memprediksi probabilitas terjadinya kesulitan keuangan. Sori dan Jalil (2009), Salehi dan Abnedini (2009), dan Charitou et al (2004) mencoba untuk menggunakan rasio pasar ke dalam model prediksi kesulitan keuangan masing-masing, tetapi hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa rasio pasar tidak dapat digunakan sebagai alat prediksi keuangan. Hal ini kemungkinan diakibatkan rasio pasar tidak dapat merefleksikan

keadaan sebenarnya dari keuangan perusahaan. Dalam penelitian ini, pada periode pengamatan 2008 pasar modal di Indonesia (Bursa Efek Indonesia) mengalami guncangan, dimana IHSG anjlok hingga 10,38% sehingga pada tanggal 8 Oktober 2008 terpaksa ditutup (www.detikfinance.com). Harga pasar saham perusahaan baik yang mengalami kesulitan maupun tidak, sama-sama mengalami penurunan karena kondisi pasar modal, sehingga tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan tidak.

Kepemilikan institusional juga tidak dapat memprediksi kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Hasil ini jelas berbeda dengan penemuan-penemuan sebelumnya dari Deng dan Wang (2006), Li et al (2008), Abdullah (2006), Sujoko dan Soebiantoro (2007), dan Guiyue (2001) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Hill dan Snell (1989) menyatakan bahwa struktur kepemilikan yang secara signifikan memengaruhi kinerja perusahaan adalah kepemilikan oleh institusional di luar perusahaan. Alasan yang menyebabkan penemuan dalam penelitian ini memiliki hasil yang berbeda dengan penelitian-penelitian terdahulu diakibatkan pada tahun 2007-2009 negara-negara di Asia termasuk Indonesia mengalami krisis keuangan global, yang menimpa perusahaan-perusahaan, sehingga perusahaan mengalami kesulitan keuangan di luar adanya kepemilikan oleh institusi yang besar ataupun tidak. Walaupun demikian, hubungan variabel institusional dengan variabel independen bersifat negatif, artinya semakin besar kepemilikan oleh institusional di luar entitas menyebabkan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan semakin kecil. Hal ini sesuai dengan pernyataan dari Deng dan Wang (2006) yang menyatakan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi oleh institusi di luar perusahaan memiliki insentif untuk menahan terjadinya kesulitan keuangan dan meningkatkan kinerja perusahaan. Kepemilikan oleh institusional mengurangi kesempatan-kesempatan manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan yang merugikan keuangan (Beaver, 1996). Hal ini sejalan dengan teori agensi yang menyatakan bahwa pengawasan dari luar akan membantu kinerja perusahaan semakin baik.

Hasil penelitian ini mengungkapkan kepemilikan manajerial tidak dapat memprediksi secara signifikan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Penemuan ini sesuai dengan penelitian Hui dan Jing (2008), Chang (2009), Munthe (2008), Li et al (2008) dan Deng dan Wang (2006), yang semuanya menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Hal ini disebabkan oleh jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajerial yang masih bersifat minoritas. Morck, Shleifer, dan Vishny (dalam Siallagan dan Machfoedsz, 2006) mendukung penemuan ini. Mereka menemukan bahwa pada level 0-5%, terdapat hubungan *non linier* antara kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan, berhubungan negatif pada level 5-24%, berhubungan positif antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan pada level 25-50%, dan berhubungan negatif pada level >50%.. Walaupun demikian, Fama dan Jensen (1983) dan Morck et al (1988) tetap menyarankan bahwa manajerial beserta para direksi sebaiknya memiliki proporsi saham yang signifikan. Dengan kepemilikannya di dalam perusahaan, para manajer akan dapat memiliki visi dan misi yang sama dengan perusahaan (Denis dan McConnell, 2003).

Melalui pengujian regresi logistik di atas dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel yang terdiri atas rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio *leverage*, dan rasio profitabilitas masing-masing memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen, yaitu probabilitas perusahaan mengalami kesulitan keuangan, sementara variabel rasio pasar, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap variabel dependen. Penemuan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang diprediksi mengalami kesulitan keuangan cenderung memiliki karakteristik sebagai berikut: rasio likuiditas yang rendah, rasio aktivitas yang rendah, rasio *leverage* yang tinggi, dan rasio profitabilitas yang rendah.

5. SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan meneliti kemampuan rasio keuangan yang terdiri atas rasio likuiditas, aktivitas, *leverage*, profitabilitas, dan rasio pasar, serta struktur kepemilikan yang terdiri atas kepemilikan oleh institusi di luar entitas dan

kepemilikan manajerial dalam memprediksi kesulitan keuangan yang dialami perusahaan untuk perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian dilakukan pertama-tama dengan menghitung rasio-rasio keuangan dan struktur kepemilikan selama 1,2, dan 3 tahun pembukuan sebelum perusahaan-perusahaan tersebut mengalami kesulitan keuangan pada periode pembukuan 2010 dan kemudian menggunakan analisa regresi logistik untuk melihat apakah setiap variabel independen tersebut dapat memprediksi kesulitan keuangan yang terjadi. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa hipotesis pertama, kedua, ketiga, dan keempat tidak dapat ditolak (nilai signifikansi $< 5\%$), sementara hipotesis kelima, keenam, dan ketujuh ditolak.

Rasio likuiditas dapat secara signifikan memprediksi kemungkinan kesulitan keuangan perusahaan. Ini berarti rasio likuiditas dapat digunakan *stakeholders* laporan keuangan untuk memprediksi kemungkinan kesulitan keuangan. Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan akan cenderung memiliki rasio likuiditas yang rendah, karena tingkat likuiditasnya yang menurun akibat kemampuannya dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya berkurang. Rasio aktivitas juga dapat secara signifikan memprediksi kemungkinan kesulitan keuangan. Hal ini terindikasi karena perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan memiliki rasio aktivitas yang rendah. Dengan demikian, perusahaan yang akan mengalami kesulitan keuangan cenderung tidak efektif dalam penggunaan aset-asetnya. Rasio *leverage* juga dapat digunakan sebagai alat untuk memprediksi kesulitan keuangan. Hal ini karena kemampuan jangka panjang perusahaan dalam melunasi kewajiban-kewajibannya menurun ataupun jumlah kewajiban yang besar tidak disertai kemampuan pelunasan yang sepadan. Selain itu, penemuan ini menemukan bahwa rasio *leverage* merupakan alat prediksi kesulitan keuangan yang paling akurat jika dibandingkan dengan rasio-rasio lainnya. Rasio profitabilitas juga dapat digunakan sebagai alat untuk memprediksi kesulitan keuangan; perusahaan yang akan mengalami kesulitan keuangan cenderung memiliki nilai rasio profitabilitas yang rendah karena perusahaan tersebut mengalami penurunan dalam kemampuannya menghasilkan laba.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang akan mengalami kesulitan keuangan cenderung memiliki likuiditas dan aktivitas yang rendah, utang yang besar, serta kurang dalam kemampuannya menghasilkan laba. Sementara itu, rasio pasar, kepemilikan perusahaan oleh institusi di luar entitas, dan kepemilikan manajerial ditemukan tidak dapat memprediksi kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Saran

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran kemampuan rasio likuiditas, aktivitas, *leverage*, dan profitabilitas dalam memprediksi kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut dapat diajukan beberapa saran bagi para investor, perusahaan, dan untuk penelitian berikutnya.

Para investor dapat mempertimbangkan penggunaan rasio likuiditas, aktivitas, *leverage*, dan profitabilitas untuk memprediksi kemungkinan kesulitan keuangan yang akan dialami perusahaan pada masa depan, dan dapat mempertimbangkan jenis kepemilikan perusahaan *investee* sehingga dapat membuat putusan investasi yang tepat.

Penelitian ini membuktikan bahwa informasi akuntansi yang ditunjukkan melalui rasio keuangan dapat digunakan untuk memprediksi kemungkinan kesulitan keuangan yang akan dialami perusahaan. Oleh karena itu, dalam membuat putusan-putusan yang strategis, manajemen dapat mengacu pada informasi akuntansi khususnya rasio keuangan. Selain itu, manajemen dapat mempertimbangkan apakah jenis kepemilikan perusahaan dapat membawa kondisi kesulitan keuangan.

Penelitian berikutnya diharapkan dapat menguji dua atau lebih rasio per jenis rasio keuangan, sehingga dapat ditemukan rasio yang paling tepat untuk memprediksi kemungkinan kesulitan keuangan dan juga dapat menggunakan klasifikasi jenis kepemilikan entitas yang lebih beragam, seperti kepemilikan oleh perseorangan, kepemilikan oleh pemerintah, dan lain-lain. Storey (1994) dalam Dylan (1996) menyatakan bahwa faktor-faktor yang dapat memengaruhi kegagalan adalah besar perusahaan, umur perusahaan, sektor industri, dan kondisi

ekonomi makro. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengikutsertakan beberapa variabel tambahan di luar kinerja keuangan, yaitu variabel ukuran perusahaan, umur perusahaan, sektor industri, dan kondisi ekonomi makro, seperti produk domestik bruto dan nilai tukar rupiah dalam memprediksi kesulitan keuangan, sehingga dapat ditemukan penyebab-penyebab lain yang dapat memperbesar kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

DAFTAR RUJUKAN

- Abdullah, S. (2006). Board structure and ownership in malaysia: the case if distressed listed companies. *Corporate Governance*, 6,5,pp. 582-594.
- Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*,23(4),pp. 589-609.
- Arifin, A.Z. (2006). *Pengaruh struktur kepemilikan saham terhadap struktur modal serta dampaknya pada kinerja perusahaan*. Disertasi program pascasarjana Universitas Padjajaran Bandung.
- Beaver, W.H. (1966). Financial ratios as prediction of failure. *Journal of Accounting Research*, 6, pp.179-192.
- Brewer, E., Genay, H., & Kaufman, G.G. (2003). Banking relationships during financial distress: The evidencde from Japan. *Economic Perspective* 27(3),pp.2-18.
- Brigham, E.F., & Daves, P.R. (2003). *Intermediate financial management* (8th edition). South-Western: Thomson.
- Brigham, E.F., & Gapenski, L.C. (1999). *Financial management: Theory and practice* (9th edition.). The Dryden Press. USA
- Dahiya, S., Saunders, A., & Srinivasan, A. (2003). Financial distress and bank lending relationships. *Journal of Finance*, 58, pp. 375-399.
- Dawkins, M.C., & Green, E.R. (1998). Prior wall street journal announcement of possible bankruptcy fillings and price reactions to subsequent bankruptcy fillings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25,7, pp. 813-827.
- Demsetz, H., & Vilalunga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, pp.209-33.
- Denis, D.K., & McConnell, J.J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38,1, pp.1-36.
- Dhnadirek, R., & Tang, J. (2003). Corporate governance problems in Thailand: Is ownership concentration the cause? *Asia Pacific Business Review*, 10, pp.121-138.

- Dylan, J.E. (1996). Technical entrepreneurship, strategy and experience. *International Small Business Journal*, 14,3, pp.15-39.
- Fachrudin, K. (2008). *Kesulitan keuangan perusahaan dan personal*. Medan: USU Press.
- Fama, E.F., & Jensen, M.N. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, pp.301-325.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48, pp.831-880.
- Jensen, M.C., & W.H. Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Johnson, S., Boone, P.D., Breach, A., & Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58, pp.141-186.
- Laitinen, E.K., & Laitinen, T. (2000). Bankruptcy prediction application of the Taylor's expansion in logistic regression. *International Review of Financial Analysis*, 9, pp. 327-349.
- Lako, A. (2006). *Relevansi informasi akuntansi untuk pasar saham Indonesia: Teori dan bukti empiris*. Yogyakarta: Amara Books.
- Lizal, L. (2002). Determinants of financial distress: What drives bankruptcy in a transition economy? The Czech republic case. *William Davidson Working Paper*, 451.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of International Financial Economics*, 20, pp. 293-315.
- Munthe, K. (2008). Pengaruh struktur kepemilikan, makro ekonomi, dan kinerja keuangan terhadap kesulitan keuangan perusahaan. *Media Unika Tahun 20*, 73, 4.
- Nasser, E.M., & Aryati, T. (2000). Model analisis CAMEL untuk memprediksi financial distress pada sektor perbankan yang go public. *JAAI*, 4,2.
- Nataryyah, S. (2002). Analisa pengaruh beberapa faktor fundamental dan risiko sistematis terhadap harga saham. *Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan*.
- Ohlson, J.A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18, pp.109-131.
- Salehi, M., & Abendini, B. (2009). Financial distress prediction in emerging market: empirical evidences from Iran. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 1,1, pp.6-26.
- Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52, pp.737-783.

- Siallagan, H. & Machfoeds, M. (2006). Mekanisme corporate governance, kualitas laba dan nilai perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi IX*.
- Simpson, W.G., & Geason, A.E. (1998). Board structure, ownership, and financial distress in banking firms. *International Review of Economics and Finance*, 8, pp.281-292.
- Slovin, M.B., & Sushka, M.E. (1993). Ownership concentration, corporate control activity and firm value: Evidence firm. *Journal of Finance*, 48, pp.1293-1321.
- Sori, Z.M., & Jalil, H.A. (2009). Financial ratios, discriminant analysys and the prediction of corporate distress. *Journal of Money, Investment and Banking*, 11, pp.5-15.
- Sudarma, M. (2003). *Pengaruh struktur kepemilikan saham, faktor intern, faktor ekstern terhadap struktur modal dan nilai perusahaan*. Disertasi program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Suntrarak, P. (2009). Predicting financial distress: evidence from Thailand. *Martin de Tours School of Management*, pp. 1-35.
- Suranta, E., & Puspita, P.M. (2004). Income smoothing, tobin's Q, agency problem dan kinerja perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi VII*.
- Tarmidi, L.T. (1999). Krisis moneter Indonesia: sebab, dampak, peran imf dan saran. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. 1,4.
- Turetsky, H.F., & McEwen, R.A. (2001). An empirical investigation of firm longevity: A model of the *ex ante* predictors of financial distress. *Review of Quantitative Financial and Accounting*, 16, pp.323-332.
- Walsh, J.P., & Seward, J.K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *The Academy of Management Review*, 15, pp. 421-458.
- Weston, F.J., & Copeland, T.E. (1997). *Manajemen keuangan*, (8st ed.). Jakarta: Erlangga.
- Whitaker, R.B. (1999). Early stage of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23,2, pp.122-133.
- Ying Wang & Campbell, M. (2010). Financial ratios and the prediction of bankruptcy: The Ohlson model applied to Chinese publicly traded companies. *Proceeding of ASBBS Annual Conference*, 17,1, pp.334-338.