

PENGARUH RASIO KEUANGAN, *CORPORATE GOVERNANCE*, DAN MAKROEKONOMI TERHADAP *FINANCIAL DISTRESS* PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI *INDONESIA STOCK EXCHANGE* TAHUN 2014-2018

Ainun Riska Adinda

Universitas Negeri Surabaya

Email: ainunriskaadinda169@gmail.com

Musdholifah Musdholifah

Universitas Negeri Surabaya

Email: musdholifah@unesa.ac.id

Abstract

Stakeholders should understand the financial distress prediction of a company as an early warning system for the possibility of bankruptcy in the future. This study aims to examine the effect of financial ratios that are proxied by debt to assets ratio (DAR) and total assets turnover (TATO), corporate governance with the proxy for institutional ownership (KEPINS), managerial ownership (KEPMAN), board size (UKDEDIR), and macroeconomics proxied by inflation (INF) and exchange rates (NT) on the financial distress prediction. The parameter used to measure financial distress is the Taffler model. The period of this study for 5 years from 2014 to 2018. The population of this study is 224 infrastructure, utilities & transportation and trade, services & investment sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Purposive sampling is used to select 56 companies samples in this study that analyzed using logistic regression. Processing research data analysis using the SPSS version 18. The results show that financial ratios have an effect on financial distress, specifically debt to asset ratio is significantly positive and total assets turnover is significantly negative on financial distress. Corporate governance and macroeconomics variable do not affect on financial distress. This shows that financial ratios are a barometer of financial health. The company must control debt and properly utilize the assets because this can cause financial distress.

Keywords: corporate governance; financial distress; financial ratio; macroeconomics.

PENDAHULUAN

Perkembangan zaman yang semakin ketat berdampak pada perubahan siklus ekonomi, sehingga menuntut perusahaan untuk terus melakukan pengembangan dalam berbagai bidang. Perusahaan diharapkan tidak hanya mampu beradaptasi dengan kondisi tersebut, namun dapat mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan. Selain itu, perusahaan harus berhati-hati karena kebangkrutan mungkin akan terjadi. Kebangkrutan merupakan salah satu akibat dari masalah keuangan perusahaan. Keuangan perusahaan yang mengalami penurunan sampai pada tahap akhir sebelum terjadinya kebangkrutan disebut dengan *financial distress* (Plat & Plat, 2002). Menurut Beaver *et al.* (2010) *financial distress* mengacu pada kemampuan perusahaan yang tidak dapat melunasi hutang jatuh tempo. Cheng *et al.* (2019) berpendapat bahwa keadaan dimana arus kas perusahaan tidak lagi cukup untuk melunasi hutang yang ditanggung dapat dikatakan telah mengalami *financial distress*. Suatu perusahaan rentan mengalami *financial distress* apabila sering kekurangan uang tunai dan aliran pendapatan yang kecil (Jahur & Quadir, 2012).

Permasalahan pembayaran kredit perumahan (*subprime mortgage default*) di Amerika Serikat tahun 2008 membawa dampak buruk terhadap ekonomi global secara menyeluruh, sehingga menyebabkan krisis ekonomi global. Krisis ini semakin menyebar dan mengakibatkan rusaknya sektor perbankan di Amerika Serikat yang selanjutnya berimbas ke wilayah Eropa dan Asia. Peristiwa tersebut berdampak terhadap perkembangan ekonomi makro dan pertumbuhan sektor riil nasional. Secara makro, krisis global menyebabkan nilai tukar rupiah melemah, sedangkan dalam sektor riil berdampak pada semua sektor yakni tingkat kinerja infrastruktur menurun, tingkat Pemutusan Hubungan Kerja (PHK) meningkat, daya beli masyarakat menurun, volume perdagangan dunia menurun, dan perlambatan investasi (Bappenas, 2009).

Fenomena ekonomi global tahun 2018 yaitu adanya perang dagang antara Amerika Serikat dan China. Apabila kedua negara tersebut mengalami konflik akan memengaruhi ekonomi dunia, karena keduanya memiliki ekonomi terbesar di dunia. Perang dagang tersebut menyebabkan ekonomi global melambat yang ditunjukkan dengan adanya pemangkasan proyeksi pertumbuhan ekonomi global tahun 2019 dari 3,2% menjadi 3% oleh *International Monetary Fund* (IMF). Proyeksi tersebut merupakan peristiwa yang paling lambat sejak krisis keuangan 2008-2009 (DetikFinance, 2019). Dampak lain yang ditimbulkan akibat perang dagang adalah terganggunya rantai pasok di wilayah Asia. Permintaan ekspor di wilayah Asia-Pasifik berkurang seiring menurunnya permintaan barang setengah jadi dari industri manufaktur China. Perang dagang yang tidak kunjung usai sangat berpengaruh terhadap nilai tukar rupiah. Pelemahan nilai tukar rupiah tahun 2018 merupakan nilai tertinggi setelah krisis moneter tahun 1998 yang mencapai Rp 15.000 per 1 US dolar (CNBC Indonesia, 2019).

Nilai kurs rupiah terhadap dolar mengalami peningkatan dari tahun ke tahun menunjukkan bahwa nilai rupiah semakin melemah. Depresiasi nilai tukar rupiah terhadap US dolar dapat menyebabkan harga barang impor menjadi mahal dan berpengaruh terhadap peningkatan biaya produksi perusahaan. Depresiasi rupiah dapat menyebabkan volume penjualan menurun yang cenderung mengurangi pendapatan dan laba perusahaan, sehingga pendapatan tidak cukup untuk menutup biaya produksi (Ruhadi & Mai, 2017). Apabila hal tersebut tidak segera diselesaikan, maka akan timbul *financial distress* bagi perusahaan di Indonesia.

Financial distress dapat menyebabkan kerugian bagi *shareholders*, karyawan perusahaan, dan ekonomi nasional (Al-khatib & Al-horani, 2012). Hal tersebut sejalan dengan pendapat Lakshan & Wijekoon (2013) bahwa kegagalan perusahaan memberikan dampak langsung dan tidak langsung yang signifikan terhadap pemangku kepentingan. Alasan perusahaan mengalami *financial distress* yaitu pengambilan keputusan manajemen yang kurang tepat atau salah, kontrol manajemen yang lemah, perubahan lingkungan perusahaan, dan sebagainya (Jiming & Weiwei, 2011). Prediksi *financial distress* dapat digunakan untuk memantau kondisi keuangan perusahaan yang secara signifikan berdampak pada keputusan pemberian pinjaman dan profitabilitas lembaga keuangan. Oleh karena itu, prediksi *financial distress* sangat efektif memberikan sinyal peringatan dini untuk kreditor, investor, regulator pemerintah, dan pemangku kepentingan lainnya. Bagi manajer, prediksi *financial distress* digunakan untuk memperkirakan situasi operasi perusahaan dan menyusun strategi yang tepat, sedangkan bagi investor dan kreditor sebagai bahan pertimbangan dalam keputusan investasi (Jiming & Weiwei, 2011). Dengan demikian, perlu adanya prediksi *financial distress* untuk meminimalisir kerugian dan menghindari kebangkrutan.

Kriteria *financial distress* menurut Kordestani *et al.* (2011) yaitu perusahaan memiliki catatan keuangan negatif atau kerugian bisnis selama tiga tahun berturut-turut. Jantadej (2006) mengategorikan perusahaan *financial distress* yakni telah melaporkan kerugian setidaknya selama tiga tahun berturut-turut. Analisis awal penelitian ini dalam melihat dampak ekonomi global terhadap *financial distress* perusahaan dengan cara menghitung jumlah perusahaan yang memiliki catatan keuangan negatif selama tiga tahun berturut-turut, yang terbagi dalam tiga periode yaitu pertama (2014-2016), kedua (2015-2017), dan ketiga (2016-2018). Sementara itu, pada tahap selanjutnya penelitian ini menggunakan parameter model Taffler untuk menentukan perusahaan yang mengalami *financial distress*. Tingkat ketepatan akurasi model Taffler sangat tinggi yakni sebesar 95,7% (Sayari & Mugan, 2017). Agarwal & Taffler (2007) juga menyatakan bahwa model Taffler cocok untuk perusahaan non-keuangan dengan akurasi sebesar 96%.

Faktor yang menyebabkan *financial distress* ada dua yaitu internal dan eksternal. Faktor internal terbagi menjadi dua yakni aspek ekonomi dan keuangan. Dilihat dari aspek ekonomi, perusahaan mengalami *financial distress* karena memiliki pengembalian negatif, sehingga pendapatan dan pengeluaran tidak seimbang. Dari aspek keuangan, *financial distress* terjadi jika pada tanggal jatuh tempo perusahaan tidak mampu melunasi hutang yang dimilikinya (Kumalasari *et al.*, 2014). Menurut Brigham & Houston (2019:107), rasio keuangan merupakan evaluasi laporan keuangan yang menunjukkan risiko dan kinerja keuangan perusahaan, sehingga dapat memberikan informasi tentang kondisi internal perusahaan. Penelitian ini menggunakan dua rasio keuangan yakni rasio *leverage* yang diprosikan oleh *debt to assets ratio* (DAR) dan rasio aktivitas dengan proksi *total assets turnover* (TATO).

Berdasarkan *trade off theory*, struktur modal perusahaan didominasi oleh hutang untuk mendapatkan manfaat pajak dengan risiko biaya hutang yang tinggi dan berpotensi mengalami kebangkrutan (Brigham & Houston, 2019:498). Rasio hutang yang tinggi berakibat pada potensi *financial distress* yang semakin tinggi pula, yang berarti rasio *leverage* memiliki hubungan yang signifikan terhadap terjadinya *financial distress* (Dewi & Hadri, 2017; Ufo, 2015). Namun Ahmad (2013) menemukan hasil penelitian yang berbeda yakni tidak ada pengaruh yang signifikan antara rasio *leverage* dan *financial distress*. Menurut Veronica & Anantadjaya (2014) *financial distress* bisa diakibatkan oleh rasio yang lain yaitu rasio aktivitas yang berkaitan dengan efisiensi perusahaan dalam mengelola aset. Apabila pengelolaan aset perusahaan semakin efisien maka dapat mengurangi potensi *financial distress*. Hal itu tidak sama dengan hasil penelitian Dewi & Hadri (2017) dan Kristanti *et al.* (2016) bahwa rasio aktivitas tidak berpengaruh terhadap terjadinya *financial distress*.

Faktor internal lain yang dapat memengaruhi terjadinya *financial distress* yakni *corporate governance*. Menurut Kim & Nofsinger (2007:7) *corporate governance* adalah sistem terintegrasi dan kompleks yang bertujuan untuk menciptakan lingkungan yang etis. Indikator *corporate governance* penelitian ini meliputi tiga elemen yakni kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan ukuran dewan direksi. Penelitian Dewi & Hadri (2017) membuktikan bahwa kepemilikan institusional secara signifikan berhubungan dengan *financial distress*, sedangkan Muhammad *et al.* (2018) menyatakan hasil tidak adanya pengaruh antara kedua variabel tersebut. Di sisi lain, Muhammad *et al.* (2018) membuktikan adanya pengaruh antara kepemilikan manajerial dan *financial distress*, sedangkan Dewi & Hadri (2017) menerangkan kalau kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Pengaruh indikator yang lain ditemukan oleh Manzanecque *et al.* (2016) dan Muhammad *et al.* (2018) bahwa ukuran dewan direksi dapat memengaruhi potensi timbulnya *financial distress*. Hal itu tidak sejalan dengan Jiming & Weiwei (2011) bahwa ukuran dewan direksi tidak memengaruhi terjadinya *financial distress*.

Kegagalan perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental tetapi juga kondisi eksternal, seperti makroekonomi. Graham *et al.* (2011) juga menyatakan bahwa salah satu faktor yang memengaruhi *financial distress* erat kaitannya dengan kondisi makroekonomi. Indikator makroekonomi dalam penelitian ini ialah inflasi dan nilai tukar. Hasil penelitian Mahmood *et al.* (2014), Kumalasari *et al.* (2014) dan Pertiwi (2018) menjelaskan bahwa inflasi secara signifikan memengaruhi terjadinya *financial distress*, sedangkan Ruhadi & Mai (2017) dan Wulandari *et al.* (2017) membuktikan keduanya tidak saling berpengaruh. Nilai tukar rupiah terhadap US dolar merupakan faktor yang penting khususnya bagi perusahaan yang berorientasi impor. Apabila nilai rupiah terdepresiasi terhadap US dolar maka potensi *financial distress* semakin tinggi (Rohiman & Damayanti, 2019). Namun hal tersebut tidak sepakat dengan hasil Kumalasari *et al.* (2014), Wulandari *et al.* (2017) dan Veronica & Anantadjaya (2014) bahwa berapapun tingkat nilai tukar rupiah terhadap US dolar tidak memengaruhi terjadinya *financial distress*.

Berdasarkan penelitian sebelumnya, ada beberapa celah di antaranya perbedaan objek penelitian, periode penelitian, variabel yang digunakan, dan ketidakkonsistenan temuan penelitian. Dari fenomena dan kesenjangan tersebut, tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh rasio keuangan, *corporate governance* dan makroekonomi terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *infrastructure, utilities & transportation* dan sektor *trade, services & investment* yang terdaftar di *Indonesia Stock Exchange* tahun 2014-2018 sebagai antisipasi dini sebelum *financial distress* terjadi. Hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi dan referensi dalam membantu pengambilan keputusan.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Trade Off Theory

Trade off theory menurut Brigham & Houston (2019:498) ialah teori struktur modal yang menerangkan bahwa perusahaan harus melakukan pertukaran antara manfaat pajak dengan masalah potensi kebangkrutan akibat pendanaan hutang. Modigliani & Miller (1958) mengatakan *trade off theory* berkaitan dengan tindakan perusahaan untuk mencapai kondisi yang optimal antara manfaat dan risiko

potensi kebangkrutan dari pendanaan melalui penentuan komposisi nilai hutang dan ekuitas. Leverage yang tinggi menyebabkan biaya modal yang semakin tinggi. Beban bunga yang dibayarkan atas hutang akan mengurangi jumlah pajak perusahaan. Hal itu membuat hutang memiliki nilai lebih murah dibandingkan saham, sehingga hutang memberikan perlindungan pajak. Biaya kebangkrutan tidak sepenuhnya dapat mengimbangi manfaat pajak dari hutang, karena harga saham perusahaan naik tetapi pada tingkat yang menurun akibat rasio hutang yang naik. Rasio hutang yang tinggi dapat menurunkan harga saham perusahaan dan mengarah pada kondisi kesulitan keuangan bahkan kebangkrutan. Penggunaan hutang yang berlebihan sebagai metode pembiayaan dapat meningkatkan risiko gagal bayar (Nouri & Soltani, 2016). Menurut Adair & Adaskou (2015) rasio hutang yang optimal akan tercapai ketika *agency cost* berada pada titik minimal.

Du Pont Theory

Du pont theory merupakan cara untuk menghubungkan rasio guna menjelaskan tingkat pengembalian aset dan ekuitas perusahaan (Brealey *et al.*, 2008:95). Teori *du pont* menunjukkan seberapa besar aktivitas yang dilakukan perusahaan untuk memperoleh keuntungan (Pertiwi, 2018). Teori ini sebagai alat ukur kinerja keuangan untuk menentukan efektivitas perusahaan dalam pengembalian investasi. Perusahaan yang efektif dapat dilihat dari kecepatan perputaran aset yang dimiliki. Tingginya tingkat perputaran aset dapat mewujudkan penjualan yang tinggi dan laba yang besar. Perusahaan memiliki pendapatan yang lebih tinggi untuk membayar biaya operasional. Dengan demikian, perusahaan dapat mengurangi risiko terjadinya *financial distress* (Veronica & Anantadjaya, 2014). Manajemen perusahaan E.I. du Pont de Nemours Powder mengakui bahwa keberhasilan perusahaan tergantung pada kemampuannya dalam mengoperasikan pabrik secara efisien.

Agency Theory

Agency theory menurut Jensen & Meckling (1976) adalah hubungan kontrak antara *principal* dan *agent* untuk melakukan pekerjaan atas nama *principal* dengan pelimpahan wewenang kepada *agent*. Teori keagenan ialah hubungan yang mencerminkan *principal* dan *agent* yang terlibat dalam kerja sama, namun memiliki tujuan dan perilaku yang berbeda dalam menghadapi risiko, sehingga menimbulkan *agency problem*. Beberapa hal yang dilakukan *principal* agar *agent* bertindak sejalan dengan kepentingannya yaitu memberikan insentif yang memadai, *monitoring* secara periodik, dan penunjukan komisaris independen. Implikasi dari berbagai upaya tersebut akan menimbulkan *agency cost*. Dengan demikian, Jensen & Meckling (1976) juga menyatakan kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial dapat mengatasi *agency problem*. *Agent* akan memiliki fungsi ganda yaitu sebagai pengelola dan pemilik yang ikut serta menanggung semua risiko perusahaan, sehingga *agent* akan bekerja lebih baik. Dewan direksi dalam jumlah besar dapat membantu pengelolaan perusahaan secara optimal. Oleh karena itu, *corporate governance* diharapkan mampu menciptakan keseimbangan kepentingan antara *shareholders* dan *agent* untuk meminimalisir *agency cost*. Penurunan *agency cost* menunjukkan tata kelola dan kinerja keuangan perusahaan semakin baik, sehingga bebas dari *financial distress*.

Signaling Theory

Signaling theory ialah tindakan manajemen perusahaan untuk memberikan informasi kepada investor baik *good news* maupun *bad news* terkait penilaiannya terhadap prospek perusahaan. Teori sinyal disebabkan oleh asimetri informasi antara manajemen dengan pemegang saham dan *stakeholder* lainnya (Brigham & Houston, 2019:499-500). Sinyal baik maupun sinyal buruk perusahaan dapat dilihat dari informasi internal maupun eksternal perusahaan. Informasi internal tertuang dalam laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan. Apabila perusahaan mengalami kerugian maka menjadi sinyal buruk bagi investor untuk melakukan investasi pada perusahaan, sebaliknya apabila perusahaan mengalami untung yang tinggi akan menjadi sinyal baik bagi investor untuk berinvestasi pada perusahaan (Pertiwi, 2018). Dalam *signaling theory*, laba perusahaan memiliki peranan yang penting. Besarnya laba yang diperoleh tergantung pada kualitas operasional perusahaan dengan berbagai kondisi makroekonomi, seperti inflasi dan nilai tukar. Akibat yang ditimbulkan dari inflasi tinggi dan nilai tukar yang terdepresiasi yaitu laba akan menurun dan berpotensi mengalami *financial distress* (Mahmood *et al.*, 2014).

Financial Distress

Perusahaan yang menghadapi masalah keuangan sangat memungkinkan mulai memasuki kondisi kesulitan keuangan. Semua perusahaan memiliki peluang mengalami *financial distress*. Penyebab *financial distress* antar perusahaan satu dengan perusahaan yang lainnya berbeda-beda. Apabila masalah keuangan tidak dapat terselesaikan, maka perusahaan akan mengalami kebangkrutan (Darmawan, 2017). Menurut Lizal (2002) alasan suatu perusahaan *financial distress* sampai mengalami bangkrut yaitu (1) *neoclassical model*, ialah perusahaan tidak bisa mengalokasikan sumber daya dengan tepat. (2) *Financial model*, ialah pembauran aset dilakukan dengan benar namun penyusunan struktur modal masih salah dengan kendala likuiditas. Hal tersebut menunjukkan dalam jangka pendek perusahaan akan mengalami kebangkrutan, namun perusahaan dapat bertahan hidup dalam jangka panjang. (3) *Corporate governance model*, ialah kebangkrutan terjadi pada kondisi pembauran aset dan struktur modal yang baik, namun tidak dikelola dengan baik. Hal tersebut membuat perusahaan menjadi keluar dari pasar akibat masalah *corporate governance* yang tidak terpecahkan.

Financial distress dapat diukur dengan beberapa cara dan model. Menurut Sayari & Mugan (2017) terdapat empat model untuk mengukur *financial distress* yaitu (1) model Altman *Z-Score* yang menggunakan 5 rasio keuangan. Model ini mampu memprediksi dengan akurasi 95% dalam jangka waktu 1 tahun sebelum kebangkrutan, dan 72% dalam jangka waktu 2 tahun sebelum kebangkrutan. (2) Model Ohlson dengan menggunakan 7 rasio keuangan. Dalam jangka waktu 1 tahun sebelum kebangkrutan, *O-Score* memiliki akurasi prediksi sebesar 82,6% untuk perusahaan non-bangkrut dan 87,6% untuk perusahaan yang bangkrut. (3) Model Taffler yang menggunakan 4 rasio keuangan. Model Taffler memiliki tingkat akurasi prediksi 95,7% untuk perusahaan yang mengalami bangkrut dan 100% untuk perusahaan non-bangkrut. (4) Model Zmijewski dengan 3 rasio keuangan. Tingkat akurasi model Zmijewski dalam memprediksi kesulitan keuangan sebesar 92,5% untuk perusahaan bangkrut dan 100% untuk perusahaan non-bangkrut. Jika pemilihan sampel kurang tepat, maka tingkat akurasi turun menjadi 62,5% untuk perusahaan yang bangkrut dan 99,5% untuk perusahaan non-bangkrut. *Financial distress* sebagai variabel dependen dalam penelitian ini diukur menggunakan parameter model Taffler, dengan rumus (1). Perhitungan *No-credit interval* dapat dilihat di rumus (2).

$$Z_{\text{Taffler}} = 3,20 + 12,18X_1 + 2,50X_2 - 10,68X_3 + 0,0289X_4 \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

$X_1 = \text{Profit Before Tax} / \text{Current Liabilities}$ (53%)

$X_2 = \text{Current Assets} / \text{Total Liabilities}$ (13%)

$X_3 = \text{Current Liabilities} / \text{Total Assets}$ (18%)

$X_4 = \text{No-credit Interval}$ (16%)

$$\text{No-credit Interval} = (\text{Quick Assets} - \text{Current Liabilities}) / \text{daily operating expenses with the denominator proxied by } (\text{Sales} - \text{Profit Before Tax} - \text{Depreciation}) / 365 \dots\dots\dots(2)$$

Kriteria model Taffler adalah apabila Z_{Taffler} memiliki nilai negatif maka perusahaan mempunyai risiko kebangkrutan yang diberikan nilai 1, sedangkan bernilai positif mengindikasikan perusahaan terhindar dari risiko bangkrut yang diberikan nilai 0.

Rasio Keuangan

Rasio keuangan ialah tolok ukur keuangan perusahaan dalam kondisi sehat atau buruk yang menunjukkan potensi *financial distress* sebelum nantinya terjadi kebangkrutan. Rasio keuangan diperoleh dari perhitungan angka-angka pada laporan keuangan perusahaan. Dari perspektif investor, inti analisis laporan keuangan adalah peramalan untuk masa depan. Di sisi lain dari perspektif manajemen perusahaan, analisis laporan keuangan sebagai langkah awal untuk merencanakan kebijakan dan strategi dalam memperbaiki kinerja di masa depan (Brigham & Houston, 2019:107). Penelitian Kumalasari *et al.* (2014) menyatakan bahwa rasio keuangan dapat diukur menggunakan lima rasio yakni rasio likuiditas, rasio leverage, rasio profitabilitas, rasio solvabilitas, dan rasio aktivitas.

Rasio-rasio tersebut dapat menunjukkan risiko keuangan, mengukur kinerja perusahaan, dan indikasi marabahaya keuangan.

Leverage ratio menunjukkan seberapa besar risiko perusahaan dari penggunaan hutang sebagai modal dan untuk mengetahui jumlah pendapatan yang harus dibayarkan kepada kreditur (Brigham & Houston, 2019:108). Ketika perekonomian dalam keadaan normal, perusahaan yang memiliki rasio hutang cukup tinggi akan memperoleh *return* yang semakin tinggi pula, tetapi ketika perekonomian dalam masa resesi, perusahaan akan mengalami risiko kerugian yang sangat besar akibat nilai hutang yang tinggi. Oleh karena itu, dalam menentukan keputusan penggunaan hutang perusahaan harus membandingkan antara perkiraan *return* yang lebih tinggi dengan risiko yang meningkat. Rasio leverage dapat diwakili oleh *debt to assets ratio* (Kumalasari *et al.*, 2014; Lee *et al.*, 2011; Nouri & Soltani, 2016; Kristanti *et al.*, 2016). *Debt to assets ratio* adalah rasio yang membandingkan antara total hutang dan total aset (total hutang + total ekuitas) yang dimiliki perusahaan (Brigham & Houston, 2019:116), dengan rumus (3).

$$\text{Debt to Assets Ratio (DAR)} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots(3)$$

Rasio aktivitas diperlukan untuk menjaga biaya operasional tetap rendah dan berakibat pada laba bersih yang tinggi. Rasio aktivitas menunjukkan seberapa efektif sebuah perusahaan mengatur aset yang dimiliki. Jumlah aset perusahaan yang terlalu banyak akan meningkatkan biaya modal dan laba menjadi tertekan, sedangkan apabila jumlah aset perusahaan terlalu rendah maka penjualan akan menurun dan kehilangan keuntungan. Rasio aktivitas diprosikan oleh *total assets turnover*, sependapat dengan penelitian Ahmad (2013) dan Kumalasari *et al.* (2014). *Total assets turnover* digunakan untuk mengukur seberapa cepat aset perusahaan berputar untuk menghasilkan pendapatan dan mengukur seberapa besar penjualan yang diperoleh dari setiap rupiah aset. Semakin besar rasio ini maka semakin efektif pengelolaan seluruh aset perusahaan. Formula yang digunakan untuk menghitung rasio ini dapat dilihat di rumus (4) (Brigham & Houston, 2019:113).

$$\text{Total Assets Turnover (TATO)} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots(4)$$

Corporate Governance

Tata kelola perusahaan mengacu pada kualitas, transparansi, dan ketergantungan hubungan antara pemegang saham, dewan direksi, manajemen serta karyawan dengan menyampaikan otoritas dan tanggung jawab masing-masing dalam mewujudkan keberlanjutan nilai bagi semua *stakeholders*. Kualitas tata kelola perusahaan tergantung pada struktur organisasi dan proses pengambilan keputusan, seperti kualitas anggota dewan dan manajemen. Inti dari *good corporate governance* ialah memastikan hubungan yang dapat dipercaya oleh korporasi dan *stakeholders*. Prinsip-prinsip *corporate governance* yaitu transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi, dan kewajaran. Praktik *good corporate governance* dapat mengurangi risiko kecurangan oleh komisaris dan direksi serta dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan (Newell & Wilson, 2002). *Financial distress* dapat dihindari apabila perusahaan menerapkan mekanisme *corporate governance* dengan baik.

Kepemilikan institusional ialah investor dari pihak institusi seperti perusahaan sekuritas, asuransi, investasi, bank, dana pensiun, dan lain-lain (Isnalita & Utama, 2013). Kepemilikan institusional ialah kepemilikan saham oleh pihak institusi atau perusahaan lain baik di dalam maupun luar negeri. Kepemilikan saham oleh pihak institusi berperan sebagai *monitoring* dalam operasional perusahaan, sehingga apabila kepemilikan institusional semakin tinggi maka dapat memperkuat atau mengalihkan fungsi *monitoring* dewan perusahaan. Variabel kepemilikan institusional digunakan oleh beberapa peneliti di antaranya Manzanegue *et al.* (2016), Ruhadi & Mai (2017), Fich & Slezak (2008), Muhammad *et al.* (2018), Dewi & Hadri (2017), Udin *et al.* (2017), dan Isnalita & Utama (2013). Menurut Manzanegue *et al.* (2016) kepemilikan institusional adalah persentase antara saham yang dimiliki investor institusi dan total saham yang beredar, dirumuskan di formula (5).

$$\text{KEPINS} = \frac{\Sigma \text{saham institusional}}{\Sigma \text{saham beredar}} \times 100\% \dots\dots\dots(5)$$

Kepemilikan manajerial ialah kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen atau pengelola perusahaan, seperti komisaris, direksi, sekretaris, dan karyawan. Kepemilikan manajerial membuat kinerja perusahaan semakin meningkat, dibuktikan dengan berkurangnya tingkat kesalahan dan kewajaran laporan keuangan (Muhammad *et al.*, 2018). Penelitian Manzanque *et al.* (2016), Udin *et al.* (2017), dan Li *et al.* (2008) juga menggunakan variabel kepemilikan manajerial sebagai alat ukur mekanisme *corporate governance*. Menurut Manzanque *et al.* (2016) kepemilikan manajerial menunjukkan persentase antara saham non investor institusi dengan total saham yang beredar, dirumuskan di formula (6).

$$KEPMAN = \frac{\Sigma \text{saham manajerial}}{\Sigma \text{saham beredar}} \times 100\% \dots\dots\dots(6)$$

Dewan direksi dalam suatu perusahaan bertugas menentukan kebijakan dan strategi perusahaan untuk jangka pendek maupun jangka panjang. Ukuran dewan direksi merupakan jumlah direktur perusahaan yang memiliki kewenangan untuk memimpin operasional perusahaan. Dewan direksi meliputi beberapa direktur yang dipimpin oleh seorang direktur utama (CEO). Ukuran dewan direksi dapat diukur dengan menjumlah anggota dewan direksi dalam perusahaan termasuk CEO (Muhammad *et al.*, 2018). Menurut Manzanque *et al.* (2016) ukuran dewan direksi ialah jumlah anggota dewan direksi yang ada dalam perusahaan.

Makroekonomi

Kegiatan ekonomi yang tidak efisien dapat menimbulkan berbagai masalah yang memengaruhi keseluruhan ekonomi negara, seperti pengangguran, inflasi, pertumbuhan yang lambat, dan ketidakseimbangan neraca pembayaran (Sukirno, 2015:26-27). Menurut Darmawan (2017), kondisi makroekonomi yang tidak stabil dapat menimbulkan *financial distress*. Hal tersebut dibuktikan dengan banyaknya perusahaan yang mengalami *financial distress* saat terjadi krisis ekonomi secara makro. Oleh karena itu, perusahaan harus tetap berhati-hati dan peka terhadap kondisi makroekonomi negara agar terhindar dari kondisi *financial distress*.

Inflasi disebabkan oleh naiknya harga barang impor, penambahan penawaran uang yang berlebihan, kekacauan politik dan ekonomi negara. Akibat yang ditimbulkan dari inflasi di antaranya investasi produktif berkurang, ekspor berkurang, impor naik, dan menurunkan kemakmuran masyarakat (Sukirno, 2015:14-15). Peneliti yang menggunakan variabel inflasi sebagai indikator makroekonomi di antaranya Ruhadi & Mai (2017), Mahmood *et al.* (2014), Wulandari *et al.* (2017), dan Veronica & Anantadjaya (2014). Nilai inflasi dalam penelitian ini diambil dari website resmi Badan Pusat Statistik Indonesia yang telah memaparkan data inflasi Indonesia secara tahunan selama periode penelitian tahun 2014-2018.

Nilai tukar merupakan variabel ekonomi makro yang memengaruhi volatilitas kinerja keuangan dan harga saham (Ruhadi & Mai, 2017). Apabila terjadi apresiasi maka nilai mata uang negara domestik lebih mahal dibandingkan mata uang negara asing, sedangkan depresiasi menunjukkan nilai mata uang domestik lebih murah daripada mata uang asing yang menyebabkan harga barang impor menjadi mahal (Mankiw *et al.*, 2013:193). Menurut Darmawan (2017) nilai tukar rupiah terhadap US dolar dapat dihitung dengan mencari nilai tengah antara kurs jual dan kurs beli yang digunakan Bank Indonesia. Data kurs rupiah menggunakan data bulanan mulai bulan Januari–Desember dirata-rata untuk memperoleh nilai kurs tahunan. Rumus untuk mencari nilai tengah dapat dilihat di rumus (7).

$$\text{Nilai Tengah} = \frac{\text{Kurs Jual} + \text{Kurs Beli}}{2} \dots\dots\dots(7)$$

Hubungan Antar Variabel

Berdasarkan *trade off theory*, *debt to assets ratio* dapat digunakan untuk perlindungan pajak guna mendapatkan laba yang tinggi yaitu dengan meningkatkan nilai hutang, tetapi memiliki risiko biaya modal yang besar. *Debt to assets ratio* yang tinggi menggambarkan tingginya risiko ketidakmampuan perusahaan dalam melunasi hutang. Rasio hutang yang semakin tinggi menyebabkan risiko keuangan

perusahaan juga semakin tinggi dan berdampak pada timbulnya kondisi *financial distress* (Kumalasari *et al.*, 2014). Peningkatan risiko keuangan mencerminkan kegagalan karena pendanaan aset perusahaan sebagian besar berasal dari hutang. Hal itu diperkuat oleh Ong *et al.* (2011), Lakshan & Wijekoon (2013), Dewi & Hadri (2017), Jiming & Weiwei (2011), Nouri & Soltani (2016), Veronica & Anantadjaya (2014) bahwa perusahaan yang memiliki hutang lebih banyak dari aset cenderung mengalami kesulitan keuangan, sehingga *debt to assets ratio* berpengaruh positif terhadap potensi *financial distress*. Kristanti *et al.* (2016) membuktikan hasil yang berbeda yaitu perusahaan yang tidak mengadopsi struktur modal secara konservatif akan mampu membayar kewajiban tetapnya dan bebas dari *financial distress*. Hal itu berarti *debt to assets ratio* berpengaruh negatif terhadap *financial distress* (Alifiah, 2014; Ufo, 2015; Lee *et al.*, 2011).

H1: Adanya pengaruh antara *debt to assets ratio* terhadap *financial distress* pada perusahaan yang terdaftar di IDX tahun 2014-2018.

Berdasarkan *du pont theory*, tingkat perputaran aset yang tinggi dapat memengaruhi keefektifan operasional perusahaan. Perusahaan produktif yang mampu mengkonversi asetnya untuk menciptakan penjualan yang tinggi maka pendapatannya akan meningkat dan dapat digunakan dalam pembiayaan operasional, sehingga perusahaan dapat terbebas dari *financial distress* (Veronica & Anantadjaya, 2014). Dengan kata lain, *total assets turnover* berhubungan negatif dengan *financial distress* (Ong *et al.*, 2011; Jiming & Weiwei, 2011). Namun, pengelolaan yang efektif belum tentu memberikan laba yang tinggi bagi perusahaan. Penjualan yang tinggi dimungkinkan piutang perusahaan juga tinggi, sehingga likuiditas menurun dan menyebabkan *financial distress*. Hal itu sejalan dengan Alifiah (2014), Al-khatib & Al-horani (2012), dan Nouri & Soltani (2016) bahwa *total assets turnover* berhubungan signifikan positif terhadap kemungkinan *financial distress*.

H2: Adanya pengaruh antara *total assets turnover* terhadap *financial distress* pada perusahaan yang terdaftar di IDX tahun 2014-2018.

Kepemilikan institusional dapat mendorong kinerja manajemen perusahaan menjadi lebih besar dan optimal melalui fungsi pengawasan, karena kepemilikan institusional memangku sumber kekuatan yang mendukung keberadaan pengelolaan perusahaan (Isnailita & Utama, 2013). Kepemilikan institusional mampu melakukan evaluasi kinerja perusahaan secara profesional. Bathala *et al.* (1994) berpendapat bahwa kepemilikan institusional yang maksimal dapat mengurangi *agency problem*. Hal tersebut berdampak pada berkurangnya *agency cost* perusahaan, sehingga bebas dari *financial distress*. Dengan demikian, kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *financial distress* (Elloumi & Gueyie, 2001). Namun tidak sependapat dengan Dewi & Hadri (2017), Ruhadi & Mai (2017), bahwa kepemilikan institusional berhubungan positif dengan *financial distress*, karena ketika kekuasaan terbesar berada di tangan investor institusi maka manajemen perusahaan dimungkinkan tidak bisa menyembunyikan kondisi kerugian yang sesungguhnya, sehingga potensi terjadi *financial distress* semakin besar.

H3: Adanya pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap *financial distress* pada perusahaan yang terdaftar di IDX tahun 2014-2018.

Kepemilikan manajerial membuat seorang manajer memiliki kedudukan sebagai pengelola dan pemilik. Kondisi tersebut mengharuskan manajer untuk berhati-hati dalam pengambilan keputusan karena ikut serta menanggung semua risiko perusahaan (Manzaneque *et al.*, 2016). Menurut Bathala *et al.* (1994) kepemilikan manajerial berfungsi untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham. Kepemilikan manajerial dapat meminimalisir *agency problem* dan meningkatkan nilai perusahaan, sehingga *financial distress* dapat dihindari. Kepemilikan manajerial berhubungan negatif dan signifikan terhadap potensi *financial distress* (Manzaneque *et al.*, 2016; Muhammad *et al.*, 2018). Berbeda dengan penelitian Udin *et al.* (2017) yang menerangkan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *financial distress*, karena orang dalam lebih mengutamakan kepentingan pribadi daripada kepentingan

Ainun Riska Adinda & Musdholifah. Pengaruh Rasio Keuangan, *Corporate Governance*, dan Makroekonomi terhadap *Financial Distress* pada Perusahaan yang Terdaftar di *Indonesia Stock Exchange* Tahun 2014-2018

principal ketika kepemilikan saham oleh manajerial meningkat. Hal tersebut berdampak pada kinerja manajemen yang menurun dan kemungkinan terjadi *financial distress* sangat besar.

H4: Adanya pengaruh antara kepemilikan manajerial terhadap *financial distress* pada perusahaan yang terdaftar di IDX tahun 2014-2018.

Ukuran dewan direksi yang besar menunjukkan perusahaan mampu mengontrol manajemen dan mengakses sumber daya menjadi lebih luas dari berbagai kepentingan dan sudut pandang (Manzaneque *et al.*, 2016). Menurut Jensen (1993) perusahaan dengan ukuran dewan direksi yang besar rata-rata memiliki catatan keuangan yang sehat dan bebas dari *financial distress*, sedangkan ukuran dewan direksi yang terbatas cenderung mengalami kesulitan keuangan. Ukuran dewan direksi yang besar dapat melakukan *controlling* yang lebih luas dan optimal, sehingga terbebas dari ancaman *financial distress*. Dengan demikian, ukuran dewan direksi mempunyai hubungan negatif terhadap *financial distress*. Namun berbeda dengan Kim & Nofsinger (2007:47) bahwa ukuran dewan direksi yang kecil akan lebih efektif, karena setiap anggota dewan menyadari hanya ada beberapa yang memantau perusahaan, sehingga merasa cenderung untuk mengerahkan lebih banyak upaya daripada yang seharusnya. Apabila ukuran dewan direksi besar, anggota direksi akan berasumsi banyak anggota lainnya yang memantau, sehingga kinerja yang diberikan tidak optimal. Hal itu sejalan dengan penelitian Fich & Slezak (2008) bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh positif terhadap *financial distress*.

H5: Adanya pengaruh antara ukuran dewan direksi terhadap *financial distress* pada perusahaan yang terdaftar di IDX tahun 2014-2018.

Tingkat inflasi yang tinggi disebabkan oleh kondisi ekonomi negara yang *over-heating* yaitu permintaan produk yang sangat tinggi sampai melebihi penawaran produk yang tersedia, sehingga harga cenderung naik. Tingginya inflasi akan memengaruhi harga produk dan daya beli yang dapat menurunkan omset penjualan serta laba perusahaan yang menurun sehingga berpotensi mengalami *financial distress* (Kumalasari *et al.*, 2014). Hal itu didukung Rohiman & Damayanti (2019) dan Mahmood *et al.* (2014) bahwa inflasi mempunyai pengaruh positif terhadap potensi *financial distress*. Namun Pertiwi (2018) membuktikan adanya hubungan negatif antara kedua variabel tersebut, karena kenaikan biaya produksi akibat inflasi diimbangi dengan menaikkan harga jual produk sehingga perusahaan tetap mendapatkan keuntungan dan terhindar dari kondisi *financial distress*.

H6: Adanya pengaruh antara inflasi terhadap *financial distress* pada perusahaan yang terdaftar di IDX tahun 2014-2018.

Ketika rupiah mengalami depresiasi maka perusahaan akan menerima dampak buruk khususnya yang menggunakan bahan baku impor yakni tingginya biaya produksi. Perusahaan tidak bisa secara langsung mengubah harga jual produknya, karena harus mempertimbangkan harga produk pesaing dan permintaan konsumen terhadap produk. Jika harga jual naik dikhawatirkan permintaan konsumen menurun atau bahkan beralih menggunakan produk substitusi. Peningkatan biaya produksi yang tidak diikuti dengan naiknya harga jual menyebabkan laba yang diperoleh perusahaan menjadi kecil, sehingga pendapatan tidak cukup untuk menutup biaya operasional dan berpotensi mengalami *financial distress* (Ruhadi & Mai, 2017). Sejalan dengan Mahmood *et al.* (2014) bahwa nilai tukar rupiah terhadap US dolar berpengaruh negatif dan signifikan pada potensi terjadinya *financial distress*. Rohiman & Damayanti (2019) menemukan hasil penelitian yang berbeda yaitu adanya hubungan signifikan positif antara nilai tukar dan *financial distress*. Hal itu terjadi karena ketika nilai rupiah mengalami apresiasi terhadap US dolar ada kemungkinan nilai ekspor perusahaan menurun, sehingga laba yang diperoleh menurun dan berpotensi mengalami *financial distress*.

H7: Adanya pengaruh antara nilai tukar terhadap *financial distress* pada perusahaan yang terdaftar di IDX tahun 2014-2018.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah konklusif-kausal, karena menguji hubungan sebab akibat beberapa variabel independen yakni rasio leverage, rasio aktivitas, *corporate governance*, dan makroekonomi terhadap *financial distress*. Teknik pengumpulan data yakni dokumentasi data sekunder ialah data laporan tahunan yang terdaftar di Indonesia Stock Exchange. Data tersebut bersumber dari *website* resmi Indonesia Stock Exchange (www.idx.co.id). Periode penelitian selama 5 tahun yang dimulai 2014 sampai 2018. Penelitian ini mempunyai populasi sebesar 224 perusahaan sektor *infrastructure, utilities & transportation* dan sektor *trade, service & investment*. Sampel diambil melalui teknik *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan khusus sesuai keinginan peneliti (Sugiyono, 2010:85). Kriteria sampel pada penelitian ini adalah (1) perusahaan yang mengeluarkan laporan keuangan secara lengkap pada tahun 2014-2018, (2) perusahaan yang memiliki data kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial pada tahun 2014-2018. Dengan demikian, diperoleh sampel penelitian sebesar 56 perusahaan. Data penelitian dianalisis menggunakan regresi logistik, karena tidak perlu adanya asumsi normalitas data pada variabel independennya (Ghozali, 2016:321). Proses pengolahan data regresi logistik dibantu oleh program SPSS versi 18. Langkah-langkah teknik analisis data yaitu menilai model fit, koefisien determinasi, uji kelayakan model, uji keakuratan regresi, dan uji estimasi parameter (Ghozali, 2016:328-330).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1.
HASIL REGRESI LOGISTIK

	B	Sig.
Step 1 ^a DAR	6.737	0.000
TATO	-0.824	0.000
KEPINS	0.014	0.155
KEPMAN	0.007	0.745
UKDEDIR	-0.108	0.290
INF	-0.127	0.164
NT	0.000	0.836
Constant	-4.483	0.449
Initial -2 Log Likelihood number 0: 357.365		
Initial -2 Log Likelihood number 1: 262.476		
Cox & Snell R Square : 0.287		
Nagelkerke R Square : 0.399		
Chi-square : 9.790		
Hosmer and Lemeshow Test : Sig. 0.280		

Sumber: Output SPSS

Menilai Model Fit

Pada tabel 1, diketahui nilai -2LogL tanpa variabel hanya konstanta saja (*block number 0*) sebesar 357.365 dan nilai -2LogL setelah penambahan 7 variabel baru (*block number 1*) menjadi 262.476. Selisih nilai antara *block number 0* dan 1 adalah 94.889 yang menunjukkan penurunan. Penurunan ini signifikan apabila dibandingkan dengan tabel *chi-square* dengan $df_1 = n - k = (280 - 1 = 279)$ dan $df_2 = n - \text{jumlah variabel} = (280 - 8 = 272)$, jadi selisih $df = 279 - 272 = 7$. Nilai tabel *chi-square* $df_{(0,05;7)}$ sebesar 14.067. Berdasarkan perhitungan tersebut, nilai hitung (94.889) > nilai tabel (14.067) maka H_0 diterima, artinya penambahan variabel bebas ke dalam model dapat memperbaiki model fit atau model fit dengan data.

Koefisien Determinasi

Pada tabel 1, diketahui nilai *nagelkerke R square* sebesar 0.399, artinya variabel independen yakni DAR, TATO, KEPINS, KEPMAN, UKDEDIR, INF, dan NT dapat menerangkan *financial distress* sebagai variabel dependen dalam model regresi logistik sebesar 39,9% dan sisanya 60,1% dijelaskan oleh variabel independen lainnya diluar variabel pada penelitian ini.

Uji Kelayakan Model

Pada tabel 1. diketahui hasil pengujian *hosmer and lemeshow's* yaitu signifikansi sebesar 0.280 maka H_0 diterima karena nilai signifikansi $0.280 > 0.05$. Hal itu berarti tidak ada perbedaan antara model dengan data yang diamati sehingga model dapat diterima (layak).

Uji Keakuratan Regresi

Tabel 2.
TABEL KLASIFIKASI

	Observed		Predicted		Percentage Correct
			Financial Distress (FD) Non-FD	FD	
Step 1	FD	Non-FD	163	23	87.6
		FD	37	57	60.6
Overall Percentage					78.6

Sumber: Output SPSS

Berdasarkan tabel 2. terdapat 186 perusahaan non *financial distress* yang diobservasi, dimana 163 perusahaan diprediksi tidak mengalami *financial distress* dan 23 perusahaan mengalami *financial distress*. Dari hal tersebut maka diperoleh tingkat akurasi sebesar $163/23 = 0.876$ atau 87.6%. Selain itu juga diketahui bahwa terdapat 94 sampel perusahaan *financial distress* yang diobservasi, dimana 37 perusahaan diprediksi tidak mengalami *financial distress* dan 57 perusahaan mengalami *financial distress*, dengan keakuratan klasifikasi sebesar $37/57 = 0.606$ atau 60.6%. Dengan demikian, tingkat keakuratan keseluruhan klasifikasi model Taffler yang digunakan dalam penelitian ini adalah 78,6%.

Uji Estimasi Parameter dan Interpretasi

Persamaan regresi logistik (8) dibentuk berdasarkan tabel 1.

$$\ln \frac{p}{1-p} = -4.483 + 6.737 \text{ DAR} - 0.824 \text{ TATO} + e \dots\dots\dots (8)$$

Berdasarkan persamaan 8. di atas dapat diketahui bahwa setiap kenaikan satu DAR akan meningkatkan *log of odds* perusahaan yang mengalami *financial distress* sebesar 6.737. Apabila DAR dianggap konstan atau stabil, maka *log of odds* perusahaan yang mengalami *financial distress* akan turun menjadi 0.824, karena nilai β negatif. Setiap kenaikan satu TATO akan menurunkan *log of odds* perusahaan yang mengalami *financial distress* sebesar 0.824. Jika TATO dianggap konstan atau stabil, maka *log of odds* perusahaan yang mengalami *financial distress* akan naik menjadi 6.737, karena nilai β positif.

Pengaruh *Debt to Assets Ratio* terhadap *Financial Distress*

Signifikansi *debt to assets ratio* (DAR) yaitu 0.000 dengan nilai β sebesar 6.737. Signifikansi $0.000 < 0.05$ maka H_1 diterima, artinya ada pengaruh antara DAR dengan *financial distress*. Nilai β sebesar 6.737 menunjukkan arah hubungan positif antar keduanya, yang berarti semakin tinggi DAR menimbulkan potensi *financial distress* semakin besar. Hasil ini sejalan dengan *trade off theory* bahwa penyusunan nilai hutang dan ekuitas perusahaan harus proporsional untuk mencapai kondisi yang optimal antara manfaat dan risiko potensi kebangkrutan dari pendanaan hutang (Modigliani & Miller, 1958). Penggunaan hutang yang tinggi dapat mengurangi pajak perusahaan namun menimbulkan biaya bunga yang tinggi. Hal tersebut dapat meningkatkan risiko gagal bayar karena ketidakmampuan perusahaan membayar kembali pinjaman dan bunga yang tinggi, sehingga berpotensi mengalami *financial distress* bahkan kebangkrutan (Nouri & Soltani, 2016). Perusahaan yang memiliki hutang lebih banyak dari aktiva yang dimiliki cenderung mengalami kegagalan (Ong *et al.*, 2011). Sejalan dengan penelitian Lakshan & Wijekoon (2013), Kumalasari *et al.* (2014), Dewi & Hadri (2017), Jiming & Weiwei (2011), dan Veronica & Anantadjaya (2014) bahwa DAR berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress*.

Pengaruh *Total Assets Turnover* terhadap *Financial Distress*

Variabel *total assets turnover* (TATO) mempunyai signifikansi 0.000 dan nilai β - 0.824. Nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ maka H2 diterima, artinya ada pengaruh antara TATO dengan *financial distress*. Nilai β sebesar - 0.824 yang menunjukkan arah hubungan negatif antar keduanya, yang berarti semakin tinggi *total assets turnover* maka semakin kecil potensi terjadi *financial distress*. Hasil ini sesuai dengan *du pont theory* yakni semakin efektif pengelolaan aset maka semakin tinggi nilai penjualan dan berdampak pada peningkatan laba, sehingga mampu menghindari kondisi *financial distress*. Kemampuan perusahaan dalam mengkonversi aset yang relatif tinggi akan meningkatkan penjualan dan pendapatan yang dapat digunakan untuk menutup biaya operasional, sehingga potensi *financial distress* berkurang (Veronica & Anantadajaya, 2014). Ong *et al.* (2011) menyatakan ketika perusahaan produktif dengan memanfaatkan aset secara efisien, akan ada tingkat kas masuk yang lebih tinggi, sehingga dapat mengurangi potensi *financial distress*. Hasil tersebut didukung oleh Jiming & Weiwei (2011) bahwa TATO berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap *Financial Distress*

Nilai signifikansi kepemilikan institusional (KEPINS) yaitu 0.115 dan nilai β sebesar 0.014. Signifikansi $0.115 > 0.05$, maka H3 ditolak, artinya tidak ada pengaruh antara KEPINS dengan *financial distress*. Berapapun jumlah saham yang dimiliki investor institusi tidak mampu memprediksi *financial distress*. Dengan demikian, hasil ini tidak sesuai dengan *agency theory*, dimana kepemilikan institusional memiliki peran pengawasan yang kuat untuk menghadapi *agency problem*, sehingga dapat terhindar dari *financial distress*. Investor institusi tidak memiliki kekuatan yang cukup untuk membuat kinerja perusahaan menjadi lebih baik (Manzaneque *et al.*, 2016). Investor institusional tidak aktif dalam pengawasan perusahaan. Mereka yang aktif tidak memberikan pengaruh yang substantif terhadap hasil perusahaan, hanya peduli pada pelacakan kesalahan-kesalahan manajemen daripada membuat kinerja perusahaan menjadi lebih baik. Kepemilikan saham institusional yang tinggi tidak menjamin kuatnya *monitoring* yang dilakukan oleh pemegang saham, karena keputusan perusahaan tetap ditentukan oleh manajer (Fich & Slezak, 2008). Sama halnya yang disampaikan oleh Muhammad *et al.* (2018), Isnalita & Utama (2013), dan Udin *et al.* (2017) bahwa KEPINS tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Financial Distress*

Signifikansi variabel kepemilikan manajerial (KEPMAN) adalah 0.745 dan nilai β sebesar 0.007. Nilai signifikansi $0.745 > 0.05$, maka H4 ditolak, artinya tidak ada pengaruh antara KEPMAN dengan *financial distress*. Berapapun jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen tidak mampu memengaruhi *financial distress*. Hasil ini menolak *agency theory* bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi dapat menyelaraskan kepentingan antara *principal* dan *agent*, sehingga dapat terhindar dari *agency problem* dan kemungkinan *financial distress*. Kepemilikan manajerial tidak memiliki hak kontrol yang cukup karena efek konvergensi atau *entrenchment* yang sangat terbatas. Kepemilikan manajerial hanya untuk menarik investor, karena investor percaya jika perusahaan dimiliki oleh pihak manajemen, akan mampu mengatasi hutang dan memiliki nilai perusahaan yang baik (Li *et al.*, 2008). Hal tersebut didukung oleh Dewi & Hadri (2017) bahwa KEPMAN tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Pengaruh Ukuran Dewan Direksi terhadap *Financial Distress*

Ukuran dewan direksi (UKDEDIR) memiliki nilai β sebesar - 0.108 dengan signifikansi sebesar 0.290 > 0.05 , maka H5 ditolak, artinya tidak ada pengaruh antara ukuran dewan direksi dengan *financial distress*. Berapapun jumlah dewan direksi yang dimiliki perusahaan tidak mampu memengaruhi *financial distress*. Hasil ini tidak sesuai dengan *agency theory* bahwa jumlah dewan direksi yang besar mampu mengontrol manajemen dan mengakses sumber daya yang lebih luas terhadap seluruh lini perusahaan dengan lebih efektif, sehingga dapat meminimalisir *agency problem* dan terhindar dari kondisi *financial distress*. Berdasarkan Undang-undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan pasal 92 ayat 5 dituliskan bahwa pembagian tugas dan wewenang pengurusan di antara anggota direksi yang terdiri atas 2 anggota atau lebih ditetapkan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), sehingga masih ada keterbatasan wewenang bagi dewan direksi. Dewan direksi mengetahui semua hal dan

kondisi perusahaan, namun keputusan tetap diambil pada saat RUPS. Dengan demikian, UKDEDIR tidak berpengaruh terhadap *financial distress* (Jiming & Weiwei, 2011; Elloumi & Gueyie, 2001).

Pengaruh Inflasi terhadap *Financial Distress*

Makroekonomi yang diprosikan oleh inflasi (INF) memiliki nilai β sebesar - 0.127 dan signifikansi $0.164 > 0.05$, maka H_6 ditolak, artinya tidak terdapat pengaruh antara inflasi dengan *financial distress*. Berapapun tingkat inflasi yang terjadi di Indonesia tidak dapat memengaruhi *financial distress* pada perusahaan. Hasil ini menolak *signaling theory*, dimana inflasi yang tinggi dapat memengaruhi harga produk dan daya beli konsumen. Hal tersebut berakibat pada turunnya pendapatan dan laba perusahaan, sehingga berpotensi mengalami *financial distress* dan memberikan *bad news* bagi investor. Inflasi yang terjadi dalam penelitian ini tidak memengaruhi nilai pendapatan dan tidak menyebabkan penjualan menurun secara drastis. Pendapatan yang diperoleh perusahaan sampel rata-rata fluktuatif dan cenderung naik (Wulandari *et al.*, 2017). Berdasarkan Badan Pengelola Statistik Indonesia, tingkat inflasi di Indonesia pada masa penelitian tahun 2014-2018 tidak mengalami fluktuatif yang terlalu tinggi. Oleh karena itu, inflasi tidak berpengaruh terhadap *financial distress* (Ruhadi & Mai, 2017; Nouri & Soltani, 2016; Veronica & Anantadjaya, 2014).

Pengaruh Nilai Tukar Terhadap *Financial Distress*

Nilai tukar (NT) memiliki nilai β sebesar 0.000 dan signifikansi $0.836 > 0.05$, maka H_7 ditolak, artinya tidak ada pengaruh antara variabel nilai tukar dengan *financial distress*. Berapapun tingkat nilai tukar rupiah terhadap US dolar tidak mampu memengaruhi prediksi *financial distress*. Hasil ini menolak *signaling theory* yaitu ketika rupiah mengalami depresiasi maka harga bahan baku impor akan naik yang diikuti dengan meningkatnya biaya operasional perusahaan. Hal tersebut menyebabkan pendapatan dan laba yang diperoleh berkurang, sehingga berdampak pada potensi *financial distress* dan memberikan *bad news* bagi investor. Namun, perusahaan dalam penelitian ini melakukan *hedging* untuk melindungi perusahaan dari risiko fluktuasi nilai tukar (Wulandari *et al.*, 2017). Selain itu, nilai tukar rupiah terhadap US dolar pada periode penelitian tidak mengalami fluktuatif yang terlalu tinggi. Dengan demikian, nilai tukar tidak berpengaruh terhadap *financial distress* (Kumalasari *et al.*, 2014; Veronica & Anantadjaya (2014).

KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa *debt to assets ratio* berpengaruh signifikan positif terhadap *financial distress*. Penggunaan hutang yang tinggi dapat mengurangi pajak perusahaan namun menimbulkan biaya bunga yang tinggi. Hal tersebut dapat meningkatkan risiko gagal bayar karena ketidakmampuan perusahaan membayar kembali pinjaman dan bunga yang tinggi, sehingga berpotensi mengalami *financial distress*. *Total assets turnover* berpengaruh signifikan negatif terhadap *financial distress*. Semakin efektif dan produktif suatu perusahaan dalam mengelola aset maka semakin tinggi nilai penjualan dan laba perusahaan, sehingga dapat bebas dari *financial distress*. Variabel *corporate governance* dan makroekonomi tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Dengan ini menyampaikan pesan bahwa perusahaan sektor *infrastructure, utilities & transportation* dan sektor *trade, services & investment* harus lebih berhati-hati dalam mengelola operasional perusahaan dari faktor internal maupun eksternal. Pengelolaan aset harus lebih ditingkatkan dan penggunaan hutang lebih dipertimbangkan untuk menghindari kondisi *financial distress*.

Penelitian ini fokus pada parameter model Taffler dalam menilai *financial distress* pada perusahaan sektor *infrastructure, utilities & transportation* dan sektor *trade, services & investment* tahun 2014-2018. Selain itu, penelitian ini hanya menggunakan beberapa variabel yaitu rasio leverage, rasio aktivitas, *corporate governance*, dan makroekonomi, sehingga memiliki nilai *negelkerke R square* yang kecil sebesar 39.9% dan sisanya 60,1% bisa dijelaskan oleh variabel yang lain. Dengan demikian, peneliti menyarankan agar penelitian selanjutnya dapat menambah atau mengubah beberapa variabel independen lainnya, seperti rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio profitabilitas, dan lain-lain serta mengubah model parameter dalam penilaian *financial distress*, seperti model Grover, model Zmijewski, model Altman, model Ohlson, dan lain-lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off Theory VS. Pecking Order Theory and The Determinants of Corporate Leverage: Evidence From a Panel Data Analysis Upon French SMEs (2002–2010). *Cogent Economics and Finance*, 3(1006477), 1–12.
- Agarwal, V., & Taffler, R. J. (2007). Twenty-Five Years of The Taffler Z-Score Model: Does it Really Have Predictive Ability? *Accounting and Business Research*, 37(4), 285–300.
- Ahmad, G. N. (2013). Analysis of Financial Distress in Indonesian Stock Exchange. *Integrative Business and Economics Research*, 2(2), 521–533.
- Al-khatib, H., & Al-horani, A. (2012). Predicting Financial Distress of Public Companies Listed in Amman Stock Exchange. *European Scientific Journal*, 8(15), 1–17.
- Alifiah, M. N. (2014). Prediction of Financial Distress Companies in the Trading and Services Sector in Malaysia Using Macroeconomic Variables. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 129, 90–98.
- Bappenas. (2009). Ringkasan Eksekutif Buku Pegangan 2009 Penyelenggaraan Pemerintahan dan Pengembangan Daerah. Retrieved from https://www.bappenas.go.id/files/4413/5027/4149/ringkasan-eksekutifhandbook-2009060509__20090518105300__0.pdf, diakses pada 27 Oktober 2019.
- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23(3), 38–50.
- Beaver, W. H., Correia, M., & McNichols, M. F. (2010). Financial Statement Analysis and The Prediction of Financial Distress. *Foundations and Trends in Accounting*, 5(2), 1–79.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2008). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan Jilid 2* (Edisi Kelima). Jakarta: Erlangga.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (Fifteenth Edition). United States: Cengage Learning.
- Cheng, C.-H., Chan, C.-P., & Sheu, Y.-J. (2019). A Novel Purity-Based K Nearest Neighbors Imputation Method and Its Application in Financial Distress Prediction. *Engineering Applications of Artificial Intelligence*, 81, 283–299.
- Darmawan, S. (2017). Analisis Pengaruh Corporate Governance, Variabel Ekonomi Makro Terhadap Financial Distress dengan Variabel Kontrol Ukuran Perusahaan dan Jenis Kepemilikan. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 7(1), 100–122.
- Dewi, A., & Hadri, M. (2017). Financial Distress Prediction in Indonesia Companies: Finding an Alternative Model. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 1(16), 29–38.
- Elloumi, F., & Gueyie, J. (2001). Financial Distress and Corporate Governance: An Empirical Analysis. *Corporate Governance*, 1(1), 15–23.
- Fich, E. M., & Slezak, A. S. L. (2008). Can Corporate Governance Save Distressed Firms from Bankruptcy? An Empirical Analysis. *Review Quant Finan Accounting*, 30, 225–251.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 23* (Edisi Delapan). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Ainun Riska Adinda & Musdholifah. Pengaruh Rasio Keuangan, *Corporate Governance*, dan Makroekonomi terhadap *Financial Distress* pada Perusahaan yang Terdaftar di *Indonesia Stock Exchange* Tahun 2014-2018
- Graham, J., Hazarika, S., & Narasimhan, K. (2011). Financial Distress in the Great Depression. In *NBER Working Paper* (Vol. 17388). Cambridge, MA.
- Isnalita, & Utama, A. A. G. S. (2013). Independent Commissioner, Institutional Ownership and Financial Distress Banks in Indonesia. *Jurnal Akuntansi & Auditing*, 10(1), 1–12.
- Jahur, M. S., & Quadir, S. M. N. (2012). Financial Distress in Small and Medium Enterprises (SMEs) of Bangladesh: Determinants and Remedial Measures. *Economia. Seria Management*, 15(1), 46–61.
- Jantadej, P. (2006). Using The Combinations of Cash Flow Components to Predict Financial Distress. In *ETD collection for University of Nebraska. Lincoln. AAI3216429*. Retrieved from <https://digitalcommons.unl.edu/dissertations/AAI3216429>
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure to Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305–360. <https://doi.org/10.1002/mde.1218>
- Jiming, L., & Weiwei, D. (2011). An Empirical Study on the Corporate Financial Distress Prediction Based on Logistic Model: Evidence from China's Manufacturing Industry. *International Journal of Digital Content Technology and Its Applications*, 5(6), 368–379.
- Kim, K. A., & Nofsinger, J. R. (2007). *Corporate Governance* (Second Edition). United States: Pearson Prentice Hall.
- Kordestani, G., Biglari, V., & Bakhtiari, M. (2011). Ability of Combinations of Cash Flow Components to Predict Financial Distress. *Business: Theory and Practice*, 12(3), 277–285.
- Kristanti, F. T., Rahayu, S., & Huda, A. N. (2016). The Determinant of Financial Distress on Indonesian Family Firm. *Social and Behavioral Sciences*, 219, 440–447.
- Kumalasari, R. D., Hadiwidjojo, D., & Indrawati, N. K. (2014). The Effect of Fundamental Variables and Macro Variables on the Probability of Companies to Suffer Financial Distress A Study on Textile Companies Registered in BEI. *European Journal of Business and Management*, 6(34), 275–285.
- Lakshan, A. . . I., & Wijekoon, W. M. H. N. (2013). The Use of Financial Ratios in Predicting Corporate Failure in Sri Lanka. *GSTF Journal on Business Review (GBR)*, 2(4), 37–43.
- Lee, S., Koh, Y., & Kang, K. H. (2011). Moderating Effect of Capital Intensity on The Relationship Between Leverage and Financial Distress in The U.S. Restaurant Industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30, 429–438.
- Li, H., Wang, Z., & Deng, X. (2008). Ownership, Independent Directors, Agency Costs and Financial Distress: Evidence from Chinese Listed Companies. *Corporate Governance*, 8(5), 622–636.
- Lizal, L. (2002). Determinants of Financial Distress: What Drives Bankruptcy in a Transition Economy? The Czech Republic Case. Working Paper 1-45.
- Mahmood, H., Waheed, A., & Khalid, S. (2014). Role of Macroeconomic Indicators in Banking Crisis. *Academic Research Internasional*, 5(2), 205–213.

- Mankiw, N. G., Quah, E., & Wilson, P. (2013). *Pengantar Ekonomi Makro* (Edisi Asia). Jakarta: Salemba Empat.
- Manzaneque, M., Priego, A. M., & Merino, E. (2016). Corporate Governance Effect on Financial Distress Likelihood: Evidence from Spain. *Spanish Accounting Review*, 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.04.001>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Muhammad, S., Sadalia, I., & Fachrudin, K. A. (2018). An Analysis on the Influence of Fundamental Factors, Intellectual Capital and Corporate Governance on Bankruptcy Prediction Using Springate (S-Score) Method in the Mining Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Research and Review*, 5(11), 85–97.
- Newell, R., & Wilson, G. (2002). Corporate Governance: A Premium for Good Governance. *The McKinsey Quarterly*, 3(4), 20–23.
- Nouri, B. A., & Soltani, M. (2016). Designing A Bankruptcy Prediction Model Based on Account, Market and Macroeconomic Variables (Case Study: Cyprus Stock Exchange). *Iranian Journal of Management Studies*, 9(1), 125–147.
- OJK. (2007). Undang-undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas. Retrieved from <https://www.ojk.go.id>, diakses pada 21 Maret 2020.
- Ong, S., Yap, V. C., & Khong, R. W. L. (2011). Corporate Failure Prediction: A Study of Public Listed Companies in Malaysia. *Managerial Finance*, 37(6), 553–564.
- Pertiwi, D. A. (2018). Pengaruh Rasio Keuangan, Growth, Ukuran Perusahaan, dan Inflasi Terhadap Financial Distress di Sektor Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2012-2016. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 6(3), 359–366.
- Plat, H. D., & Plat, M. B. (2002). Predicting Corporate Financial Distress: Reflections on Choice-Based Sample Bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2), 184–199.
- Rachman, F. F. (2019). IMF Pangkas Ekonomi Dunia Jadi 3%, Terendah Sejak Krisis 2008. *DetikFinance.Com*. Retrieved from https://finance.detik.com/berita-ekonomi-bisnis/d-4747561/imf-pangkas-ekonomi-dunia-jadi-3-terendah-sejak-krisis-2008?_ga=2.92310301.16852946.1572154698-1074102577.1569830553, diakses pada 27 Oktober 2019.
- Rohiman, S. F., & Damayanti, C. R. (2019). Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar dan Suku Bunga Terhadap Financial Distress (Studi pada Semua Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013- 2017). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 72(2), 186–195.
- Ruhadi, & Mai, M. U. (2017). Bankruptcy Model Analysis: Comparative Studies Between Sharia and Non Sharia Manufacturing Companies. *Al-Iqtishad: Journal of Islamic Economics*, 9(2), 311–330.
- Sayari, N., & Mugan, C. S. (2017). Industry Specific Financial Distress Modeling. *BRQ Business Research Quarterly*, 20, 45–62.
- Sidik, S. (2019). Sri Mulyani Sebut Kurs Bisa Rp 15.000/US\$ di 2020, Realistis? *CNBCIndonesia.Com*. Retrieved from <https://www.cnbcindonesia.com/market/20190615153256-17-78586/sri-mulyani-sebut-kurs-bisa-rp-15000-us--di-2020-realistic>, diakses pada 28 Oktober 2019.

Ainun Riska Adinda & Musdholifah. Pengaruh Rasio Keuangan, *Corporate Governance*, dan Makroekonomi terhadap *Financial Distress* pada Perusahaan yang Terdaftar di *Indonesia Stock Exchange* Tahun 2014-2018

Sugiyono. (2010). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.

Sukirno, S. (2015). *Makroekonomi Teori Pengantar* (Edisi Ketiga). Jakarta: Rajawali Pers.

Udin, S., Khan, M. A., & Javid, A. Y. (2017). Corporate Governance : The International Journal of Business in Society The Effects of Ownership Structure on likelihood of Financial Distress : An Empirical Evidence Article information : About Emerald www.emeraldinsight.com. *Corporate Governance: International Journal of Business Society*, 17(4), 1–36.

Ufo, A. (2015). Impact of Financial Distress on The Leverage of Selected Manufacturing Firms of Ethiopia. *Industrial Engineering Letters*, 5(10), 6–11.

Veronica, M. S., & Anantadjaya, S. P. (2014). Bankruptcy Prediction Model: An Industrial Study in Indonesian Publicly-listed Firms During 1999-2010. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 3(1), 13–41.

Wulandari, Y., Musdholifah, & Kusairi, S. (2017). The Impact of Macroeconomic and Internal Factors on Banking Distress. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 429–436.