

PENGARUH RASIO KEUANGAN TERHADAP *FINANCIAL DISTRESS* PADA PERUSAHAAN PROPERTI DAN *REAL ESTATE*

IDA FITRIYAH
HARIYATI

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya
Kampus Ketintang Surabaya 60231
Email :ieda_g2@yahoo.co.id

Abstract : *Financial distress is defined as a late stage of corporate decline that precedes more cataclysmic events such as bankruptcy or liquidation. Analysis of financial ratios is performed to determine the ratio that affect the probability of financial distress. The method used is the purposive sampling method. Data analysis techniques logistic regression. Hypothesis testing is done in two periods, that is the period of one year before the financial distress (t-1) and a two-year period before the financial distress (t-2). Results indicate that the independent variables have a partial effect on financial distress property and real estate company. The period t-1, ratio EBITTA and TLTA affect financial distress. The period t-2, ratio NITA affect financial distress. While, the ratio of CACL, CATA, WCTA, LTDEQ and NIEQ have no effect on either financial distress in period t-1 and t-2.*

Keywords: *financial distress, financial ratios, logistic regression*

PENDAHULUAN

Krisis keuangan global yang melanda AS pada tahun 2008 telah membawa dampak terhadap kondisi perekonomian global. Krisis ini bermula dari krisis perumahan di AS yang dipicu oleh kredit macet perumahan dari para debitur dengan profil gagal bayar tinggi (*subprime mortgage*). *Subprime mortgage* adalah fasilitas kredit perumahan dengan syarat ringan namun dengan bunga yang tinggi untuk target golongan menengah ke bawah di Amerika Serikat. Akibatnya, puluhan bank penyalur kredit maupun perusahaan investasi yang memegang surat utang berbasis *subprime mortgage* pun merugi. Puluhan bank di AS mengalami kebangkrutan termasuk Lehman Brother, perusahaan pendanaan terbesar di AS pun mengalami kebangkrutan.

Indonesia merupakan salah satu negara yang mengalami dampak dari krisis tersebut, ditandai dengan naiknya tingkat inflasi yang mencapai 10,47%

dan melemahnya nilai tukar rupiah pada akhir tahun 2008 dengan nilai kurs rupiah ditutup pada level Rp 9.445 per Dollar AS. BI *rate* pada tahun 2008 yang kembali mengalami kenaikan hingga 9,5%. Kenaikan BI *rate* ini menyebabkan bunga kredit kontruksi dan kredit properti tinggi maka tingkat pengembalian dari debitur akan mengalami gangguan ditambah dengan kondisi daya beli masyarakat yang menurun hingga bisa menyebabkan macetnya pembayaran kredit perumahan baik Rumah Sederhana Sehat (RSh) maupun *real estate*.

Hidayat ketua KADIN MS menyatakan bahwa pengucuran kredit KPR dihentikan sementara karena nilai tukar rupiah terhadap Dollar terus melemah serta langkanya likuiditas dapat meningkatkan resiko terjadinya kredit macet KPR. Dengan penghentian kredit, maka industri properti terancam lumpuh (Asyhad, 2008). Selain itu, harga bahan baku yang diproduksi di dalam negeri maupun di luar negeri seperti besi dan semen, berpotensi

terpengaruh oleh krisis *financial global*. Kenaikan bahan baku akibat dampak krisis ini akan semakin menyulitkan sektor properti, setelah sebelumnya juga diterpa kenaikan harga bahan baku akibat kenaikan bahan bakar minyak (BBM) pada bulan Mei tahun 2008. Sejumlah proyek terpaksa dihentikan proses pembangunannya yang meliputi hotel, apartemen dan pusat perbelanjaan. Hal ini mendorong perusahaan-perusahaan di sektor properti berada pada *financial distress*, bagi perusahaan yang mampu bertahan dapat lepas dari kondisi tersebut, dan sebaliknya bagi perusahaan yang telah gagal mempertahankan kondisi keuangan perusahaannya akan berujung pada kebangkrutan.

Platt dan Platt (2002) mendefinisikan *financial distress* sebagai tahap penurunan kondisi keuangan yang terjadi sebelum terjadinya kebangkrutan ataupun likuidasi. Salah satu indikator yang digunakan untuk mengetahui perusahaan yang sedang mengalami kondisi kesulitan keuangan yaitu ketidakmampuan perusahaan memenuhi hutang jangka panjangnya. Menurut Elloumi dan Gueyie (2001), *financial distress* didefinisikan sebagai perusahaan yang memiliki laba per lembar saham (*Earning Per Share*) negatif. Dengan memperhatikan pertumbuhan laba per lembar saham tersebut dapat dilihat prospek perusahaan dimasa yang akan datang sehingga akan mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi. EPS yang negatif dalam beberapa periode menggambarkan prospek *earning* dan pertumbuhan perusahaan yang tidak baik, sehingga hal tersebut kurang menarik bagi para investor. Dalam kondisi seperti itu perusahaan akan sulit untuk mendapatkan dana yang dapat memicu terjadinya *financial distress*. Apabila kondisi *financial distress* dibiarkan terus menerus tanpa

adanya pengambilan keputusan yang tepat akan mengakibatkan kebangkrutan.

Tingkat kemampuan suatu perusahaan untuk dapat bersaing di saat krisis global ini, sangat ditentukan oleh kinerja perusahaan itu sendiri dan kinerja suatu perusahaan dapat dilihat dari laporan keuangannya. Menurut IAI (2002), laporan keuangan merupakan bagian dari proses pelaporan keuangan yang lengkap yang biasanya meliputi neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan posisi keuangan (yang dapat disajikan dalam berbagai cara, misalnya sebagai laporan arus kas atau laporan arus dana).

Situasi dan kondisi suatu perusahaan dapat dilihat melalui analisis laporan keuangan, yaitu dengan cara menganalisis rasio-rasio keuangan yang ada dalam laporan keuangan. Menurut Benstein (1983) dalam Harahap (2004), analisis laporan keuangan digunakan untuk meramalkan kondisi keuangan perusahaan dimasa yang akan datang. Menurut Van Horne (2005:234) rasio keuangan adalah alat yang digunakan untuk menganalisis kondisi keuangan dan kinerja perusahaan dengan menghitung berbagai rasio untuk mendapat perbandingan yang mungkin akan berguna daripada berbagai angka mentahnya sendiri.

Tiga jenis rasio yang sering digunakan untuk analisis laporan keuangan yaitu, rasio likuiditas, rasio *leverage* dan rasio profitabilitas. Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan tepat pada waktunya. Perusahaan akan dikatakan semakin baik jika nilai rasionya semakin tinggi, karena hal tersebut menunjukkan semakin mampu perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Rasio *leverage* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur perbandingan dana yang disediakan

oleh pemiliknya dengan dana yang dipinjam dari kreditur perusahaan tersebut. Rasio ini dimaksudkan untuk mengukur sampai seberapa jauh aktiva perusahaan dibiayai oleh hutang. Rasio profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan (laba).

Argumentasi mengenai rasio-rasio keuangan yang dapat digunakan untuk mengindikasikan kondisi *financial distress* perusahaan di Indonesia dimasa mendatang merupakan hal yang menarik untuk diteliti kembali. Aplikasi analisis rasio telah banyak digunakan para analis pasar modal untuk menilai kinerja perusahaan *go public* akan tetapi tetap memiliki keterbatasan yaitu dari sekian banyak rasio keuangan belum dapat dipastikan rasio-rasio keuangan mana saja yang dominan mempengaruhi *financial distress*.

Penelitian ini mengkonfirmasi kembali penelitian-penelitian sebelumnya dengan mengambil sampel perusahaan properti dan *real estate* antara tahun 2009 sampai dengan tahun 2012. Variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah variabel-variabel yang masih memiliki kontradiksi atas tidak konsistennya hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya yang disebut dengan *research gap*. Rasio likuiditas yaitu rasio *Current Ratio* (CACL), *current assets to total assets* (CATA) dan *working capital to total assets* (WCTA). Rasio *leverage* yaitu *long term debt to equity* (LTDEQ) dan *total liabilities to total assets* (TLTA). Serta rasio profitabilitas yaitu *earnings before interest and tax to total assets* (EBITTA), *net income to total assets* (NITA) dan *net income to equity* (NIEQ). Kedelapan rasio tersebut merupakan rasio-rasio yang terdapat dalam laporan keuangan dan memiliki kemungkinan dapat berpengaruh untuk memprediksi kondisi *financial distress*

perusahaan. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui rasio keuangan yang berpengaruh secara parsial terhadap *financial distress* perusahaan properti dan *real estate* pada periode satu tahun sebelum *financial distress* dan dua tahun sebelum *financial distress*.

KAJIAN PUSTAKA

Kesulitan Keuangan (*Financial Distress*)

Financial distress merupakan tahap penurunan kondisi keuangan perusahaan, yang terjadi sebelum terjadinya likuidasi atau kebangkrutan (Platt dan Platt, 2002). Menurut Darsono dan Ashari (2005:101), kesulitan keuangan dapat diartikan sebagai ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajiban keuangannya pada saat jatuh tempo yang menyebabkan kebangkrutan perusahaan.



Gambar 1 Kondisi KesulitanPerusahaan
Sumber: Hanafi (2004:637)

Berdasarkan gambar 1 diatas menunjukkan *financial distress* berada pada posisi diantara kesulitan keuangan jangka pendek dan kondisi tidak solvabel atau bangkrut, dimana utang yang dimiliki perusahaan lebih besar dibandingkan dengan total aset perusahaan. Hal ini dapat disebabkan kesulitan kecil yang tidak segera diselesaikan dengan benar, sehingga kesulitan kecil tersebut berkembang menjadi kesulitan yang lebih besar yaitu kebangkrutan. Jika perusahaan sudah sampai pada titik tidak solvabel maka perusahaan memiliki dua pilihan yaitu likuidasi atau reorganisasi.

Rasio-Rasio Keuangan

Salah satu aspek penting analisis terhadap laporan keuangan dari sebuah perusahaan adalah kegunaannya untuk meramal kontinuitas atau kelangsungan hidup perusahaan. Harahap (2004:297) rasio keuangan adalah angka yang diperoleh dari hasil perbandingan dari satu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang mempunyai hubungan yang relevan dan signifikan (berarti). Rasio keuangan yang sering digunakan adalah rasio likuiditas, *leverage*, dan profitabilitas.

Rasio Likuiditas

Kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendek secara tepat waktu diukur dengan rasio likuiditas. Menurut Kodrat dan Herdinata (2009) likuiditas mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang segera harus dipenuhi (jatuh tempo) dan membayar tepat pada waktunya. Perusahaan dengan likuiditas yang rendah dapat dipaksa untuk memilih antara gagal bayar atau meminjam dari sumber peminjaman dana berbiaya tinggi untuk melunasi kewajiban mereka yang telah jatuh tempo (Boone dan Kurtz 2007:260).

Current Ratio (CA) mengukur seberapa jauh aktiva lancar perusahaan dapat dipakai untuk memenuhi kewajiban lancarnya (Husnan dan Pudjiastuti, 1994:39). Hanafi (2004:37) rasio lancar yang rendah menunjukkan likuiditas jangka pendek yang rendah sedangkan rasio lancar yang tinggi menunjukkan kelebihan aktiva lancar (likuiditas tinggi dan resiko rendah), tetapi mempunyai pengaruh yang tidak baik terhadap profitabilitas perusahaan. Menurut Darsono dan Ashari (2005:74), rasio lancar yang terlalu besar menunjukkan bahwa pengelolaan aktiva lancar

kurang bagus karena masih banyak aktiva yang menganggur.

Current Assets to Total Assets (CATA) merupakan persentase dari aset yang jatuh tempo atau dapat dicairkan dalam waktu satu tahun. Perusahaan dengan rasio lancar yang tinggi dan persentase CATA yang tinggi tidak mungkin melakukan investasi aset dengan seefektif mungkin. Semakin besar porsi aktiva lancar yang tersedia maka semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya.

Working Capital to Total Assets (WCTA) menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan modal kerja bersih dari keseluruhan total aktiva yang dimilikinya. Modal kerja bersih yang positif memiliki kemungkinan kecil menghadapi masalah dalam menutupi kewajiban jangka pendeknya karena tidak tersedianya aktiva lancar yang cukup untuk menutupi kewajiban tersebut. Sebaliknya, perusahaan dengan modal kerja bersih yang bernilai negatif memiliki kemungkinan yang besar menghadapi kesulitan dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya.

Rasio Leverage

Mengukur sejauh mana perusahaan bergantung pada pendanaan utang. Jika manajemen memanfaatkan utang yang terlalu besar dalam pendanaan operasi perusahaan, masalah yang mungkin timbul adalah dalam pelunasan pinjaman yang tersisa dan bunganya di masa depan. Menurut Harahap (2004:303) rasio solvabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjangnya atau kewajiban-kewajibannya apabila perusahaan dilikuidasi. Ketergantungan yang tinggi terhadap pendanaan utang dapat menimbulkan kegagalan bisnis (Boone dan Kurtz 2007:263).

Long Term Debt to Equity (LTDEQ) digunakan untuk mengukur

besar kecilnya penggunaan hutang jangka panjang dibandingkan dengan modal sendiri perusahaan. Rasio ini dapat mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar bunga dan pokok pinjaman jangka panjang yang jatuh tempo dengan menggunakan ekuitas perusahaan. Semakin tinggi rasio LTDEQ menunjukkan besarnya komposisi kewajiban jangka panjang yang dimiliki perusahaan dibandingkan ekuitas dari pemegang saham, sehingga terjadi pergeseran risiko dari pemegang saham kepada kreditur yang mampu meningkatkan risiko gagal bayar.

Total Liabilities to Total Assets (TLTA) atau *Debt to Assets Ratio* (DAR) rasio total kewajiban terhadap aset, dimana rasio ini menekankan pentingnya pendanaan hutang dengan jalan menunjukkan presentase aktiva perusahaan yang didukung oleh hutang (Darsono dan Ashari, 2005:54). Rasio ini juga dapat menyediakan informasi tentang kemampuan perusahaan dalam mengadaptasi pengurangan aktiva akibat kerugian tanpa mengurangi pembayaran bunga pada kreditor (bagaimana perusahaan dibiayai). Menurut Hanafi (2004:41) rasio yang tinggi berarti perusahaan menggunakan utang / *financial leverage* yang tinggi. Penggunaan utang yang tinggi akan meningkatkan profitabilitas, di lain pihak, utang yang tinggi juga akan meningkatkan resiko.

Rasio Profitabilitas

Rasio Profitabilitas dapat mengukapkan efektivitas manajemen dalam mengoperasikan bisnisnya. Rasio ini secara luas digunakan sebagai indikator keberhasilan bisnis. Brigham dan Houston (2001:89) rasio profitabilitas adalah sekelompok rasio yang memperlihatkan pengaruh gabungan dari likuiditas, manajemen aktiva, dan hutang terhadap hasil operasi.

Earnings Before Interest and Tax to Total Assets (EBITTA) atau *Basic Earning Power Ratio* menunjukkan kemampuan aktiva perusahaan untuk menghasilkan laba operasi (laba dari aktiva perusahaan). Rasio ini adalah ukuran produktivitas sejati dari aset perusahaan, terlepas dari faktor pajak atau *leverage*. Karena keberadaan utama suatu perusahaan didasarkan pada kekuatan aset dalam menghasilkan *income*, rasio ini tampaknya sangat tepat untuk studi yang berhubungan dengan kegagalan perusahaan. Menurut John *et.al.*, (1992) dalam Fachrudin (2008) menyatakan jika EBIT negatif merupakan indikator *financial distress*. Saat pendapatan dari total aset meningkat merupakan penggambaran dari hutang dan faktor pajak yang menyebabkan indikasi *financial distress* menurun.

Net Income to Total Assets (NITA) atau *Return on Assets* (ROA) digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aset tertentu. Rasio yang tinggi menunjukkan efisiensi dan efektivitas pengelolaan aset, yang berarti semakin baik. Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari setiap satu rupiah aset yang digunakan. Dengan mengetahui rasio ini, kita bisa menilai apakah perusahaan ini efisien dalam memanfaatkan aktivitya dalam kegiatan operasional perusahaan.

Net Income to Equity (NIEQ) atau *Return of Equity* (ROE) menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak atau *net income* dengan menggunakan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Rasio ini penting bagi pihak pemegang saham, untuk mengetahui efektivitas dan efisiensi pengelolaan modal sendiri yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan. Penggunaan utang dalam pembelanjaan investasi

perusahaan dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba atas modal yang dipergunakan. Sudana (2009:2011), semakin tinggi tingkat *leverage*, maka *range* ROE-nya semakin besar, Hal ini berarti risiko keuangan perusahaan juga meningkat. Dengan kata lain, semakin tinggi nilai rasio ROE maka semakin tinggi efisiensi penggunaan ekuitas yang dilakukan oleh pihak manajemen.

Hubungan Rasio Keuangan Terhadap *Financial Distress*

Rasio CACL digunakan untuk mengukur seberapa jauh aktiva lancar perusahaan dapat dipakai untuk memenuhi kewajiban lancarnya. Rasio yang tinggi menunjukkan kelebihan aktiva lancar yang berarti likuiditas tinggi dan risiko rendah (Hanafi, 2004). Semakin besar tingkat likuiditas perusahaan, dalam hal ini aktiva lancarnya, memperlihatkan semakin baik kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga terhindar dari kemungkinan terjadinya *financial distress*.

Rasio CATA menjelaskan bahwa rasio ini menggambarkan sejumlah total aktiva yang diharapkan dapat diubah menjadi kas dalam jangka waktu yang pendek, semakin tinggi aktiva lancar perusahaan terhadap total aktiva maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendek, sehingga probabilitas perusahaan mengalami *financial distress* semakin kecil. Sebaliknya semakin kecil porsi aktiva lancar yang tersedia maka menyulitkan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek pada saat jatuh tempo sehingga probabilitas terjadinya *financial distress* semakin besar.

Rasio WCTA merupakan rasio yang menunjukkan perbandingan modal kerja dengan total aktiva.

Dimana modal kerja yang dimaksudkan adalah modal kerja bersih yang merupakan selisih antara aktiva lancar dengan kewajiban lancar. Munawir (2002) mengatakan bahwa adanya modal kerja yang cukup sangat penting bagi suatu perusahaan karena dengan modal kerja yang cukup itu memungkinkan bagi perusahaan untuk beroperasi dengan seekonomis mungkin dan perusahaan tidak mengalami kesulitan atau menghadapi bahaya-bahaya yang mungkin timbul karena adanya krisis atau kekacauan keuangan. Perusahaan dengan modal kerja bersih yang bernilai negatif memiliki kemungkinan yang besar menghadapi kesulitan dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya, karena tidak tersedianya aktiva lancar yang cukup untuk menutupi kewajiban tersebut. Maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*.

Rasio LTDEQ digunakan untuk mengukur besar kecilnya penggunaan hutang jangka panjang dibandingkan dengan modal sendiri perusahaan. Rasio ini dapat mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar bunga dan pokok pinjaman jangka panjang yang jatuh tempo dengan menggunakan ekuitas perusahaan. Semakin tinggi rasio LTDEQ menunjukkan besarnya komposisi kewajiban jangka panjang yang dimiliki perusahaan yang mampu meningkatkan risiko gagal bayar sehingga semakin besar pula kemungkinan suatu perusahaan mengalami *financial distress*.

Rasio TLTA memperlihatkan proporsi seluruh aktiva yang didanai oleh hutang, hal tersebut menunjukkan seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh hutang atau seberapa besar hutang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva. Menurut Hanafi (2004:41) rasio yang tinggi berarti perusahaan menggunakan utang / *financial leverage* yang tinggi.

Penggunaan utang yang tinggi akan meningkatkan resiko, sehingga kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* akan semakin besar.

Rasio EBITTA menunjukkan kemampuan aktiva perusahaan untuk menghasilkan laba operasi (laba dari aktiva perusahaan). Jadi, rasio ini menunjukkan bagaimana perusahaan mengelola aset secara efisien dan menghasilkan dana yang cukup untuk memenuhi kewajiban keuangannya. Menurut John *et.al.*, (1992) dalam Fachrudin (2008) menyatakan jika EBIT negatif merupakan indikator *financial distress*. Saat pendapatan dari total aset meningkat merupakan penggambaran dari hutang dan faktor pajak yang menyebabkan indikasi *financial distress* menurun, jadi ketika nilai EBIT semakin kecil, maka kemungkinan terjadinya *financial distress* semakin meningkat.

Rasio NITA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Husnan (1998) menyatakan bahwa semakin besar NITA menunjukkan kinerja keuangan yang semakin baik, karena tingkat kembalian (*return*) semakin besar. Dengan demikian, semakin rendah rasio NITA menunjukkan kinerja keuangan yang tidak baik dimana perusahaan tidak mampu mengoptimalkan aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan keuntungan sehingga profitabilitas menurun dan kemungkinan terjadinya *financial distress* semakin besar.

Rasio NIEQ digunakan untuk menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak atau *net income* dengan menggunakan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Rasio ini penting bagi pihak pemegang saham, untuk mengetahui efektivitas dan efisiensi pengelolaan modal sendiri yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan. Semakin rendah rasio NIEQ, menunjukkan

rendahnya efektivitas dan efisiensi pengelolaan ekuitas dalam menghasilkan laba perusahaan. Sehingga semakin tinggi kemungkinan terjadinya *financial distress*.

Berdasarkan kajian teori dan tujuan penelitian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H₁ : Rasio CACL, CATA, WCTA, LTDEQ, TLTA, EBITTA, NITA, dan NIEQ berpengaruh secara parsial terhadap *financial distress* perusahaan Properti dan *Real Estate* pada periode satu tahun sebelum *financial distress* (t-1).

H₂ : Rasio CACL, CATA, WCTA, LTDEQ, TLTA, EBITTA, NITA, dan NIEQ berpengaruh secara parsial terhadap *financial distress* perusahaan Properti dan *Real Estate* pada periode dua tahun sebelum *financial distress* (t-2).

METODE

Jenis penelitian dalam penelitian ini adalah konklusif kausal. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Populasi pada penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan *go public* pada sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI periode 2009-2012. Teknik pemilihan sampel dilakukan dengan metode purposive sampling yaitu sampel diambil berdasarkan kriteria-kriteria tertentu yang sesuai dengan tujuan penelitian sehingga dapat diperoleh sampel sebanyak 43 perusahaan properti dan *real estate*.

Variabel dalam penelitian ini dapat dibedakan menjadi dua yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *financial distress*, sedangkan variabel independennya adalah rasio CACL, CATA, WCTA, LTDEQ, TLTA, EBITTA, NITA, dan NIEQ.

Financial distress adalah tahap penurunan keuangan perusahaan yang terjadi sebelum terjadi kebangkrutan ataupun likuidasi. Pada penelitian ini, perusahaan yang mengalami *financial distress* yaitu perusahaan yang memiliki EPS negatif 2 (dua) tahun berturut-turut. Perusahaan-perusahaan dalam penelitian ini dikelompokkan dengan ukuran, 0 untuk perusahaan non-financial distress yaitu perusahaan yang memiliki nilai EPS positif minimal 1 tahun selama tahun 2011-2012. Ukuran 1 untuk perusahaan *financial distress* yaitu perusahaan yang memiliki nilai *Earning Per Share* (EPS) negatif selama 2 tahun berturut-turut pada tahun 2011-2012.

Rasio CACL bertujuan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancarnya. Rasio lancar (*current ratio*) dihitung dengan rumus:

$$\text{Rasio CACL} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$

Rasio CATA menggambarkan sejumlah total aktiva yang diharapkan dapat diubah menjadi kas dalam jangka waktu yang pendek. Rasio ini menunjukkan porsi aktiva lancar atas total aktiva. Rasio CATA dihitung dengan rumus:

$$\text{Rasio CATA} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Total Aktiva}}$$

Rasio WCTA merupakan rasio yang menunjukkan perbandingan modal kerja dengan total aktiva. Rasio ini akan semakin baik apabila semakin besar, karena modal kerja merupakan ukuran keamanan dari kepentingan kreditur jangka pendek dan juga sebagai dana yang tersedia untuk diinvestasikan. Rasio WCTA dihitung dengan rumus:

$$\text{Rasio WCTA} = \frac{\text{Modal Kerja}}{\text{Total Aktiva}}$$

Rasio LTDEQ adalah rasio yang menunjukkan besarnya penggunaan

hutang jangka panjang dibandingkan dengan ekuitas yang dimiliki perusahaan. Rasio LTDEQ dihitung dengan rumus :

$$\text{Rasio LTDEQ} = \frac{\text{Kewajiban Jangka Panjang}}{\text{Ekuitas}}$$

Rasio TLTA digunakan untuk mengukur persentase dana yang disediakan oleh kreditur. Rasio ini memperlihatkan proporsi seluruh aktiva yang didanai oleh hutang. Rasio TLTA dihitung dengan rumus:

$$\text{Rasio TLTA} = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Aktiva}}$$

Rasio BEP ini menunjukkan kemampuan aktiva perusahaan untuk menghasilkan laba operasi (laba dari aktiva perusahaan). Jika rasio ini bernilai negatif maka kemungkinan terjadinya *financial distress* akan semakin besar, begitu pula sebaliknya. Rasio EBITTA dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Rasio EBITTA} = \frac{\text{Laba Sebelum Bunga dan Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

Rasio NITA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan didalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. ROA diperoleh dengan cara membagi laba bersih dengan total aktiva. Rasio NITA dihitung dengan rumus:

$$\text{Rasio NITA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

Rasio NIEQ menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba menggunakan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio NIEQ dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Rasio NIEQ} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Teknik analisis data pada penelitian ini adalah dengan teknik analisis regresi logistik. Sedangkan

untuk mengolah data digunakan bantuan program SPSS 20. Sebelumnya terlebih dahulu melakukan perhitungan pada masing-masing variabel. Kemudian dilakukan uji L, *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*, dan uji tingkat ketepatan klasifikasi sampel. Setelah itu, dilakukan uji signifikansi parsial, persamaan regresi, dan uji koefisien determinasi yang dilihat dari nilai *Nagelkerke R square*. Pada penelitian ini proses pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan dua cara, yaitu dengan pengujian pada 1 (satu) tahun sebelum *financial distress* (t-1) dan pengujian pada 2 (dua) tahun sebelum *financial distress* (t-2).

HASIL

Penelitian ini menggunakan analisis regresi logistik, kemudian dilakukan penilaian model fit dengan uji L, uji kelayakan model regresi logistik, dan uji koefisien determinasi. Pada penelitian ini proses pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan dua cara, yaitu :

Hasil Regresi Logistik Periode Satu Tahun Sebelum *Financial Distress* (t-1)

Berdasarkan uji L diperoleh kesimpulan bahwa model persamaan regresi telah fit dengan data karena terjadi penurunan nilai -2LogL awal sebesar 26.615 menjadi -2LogL akhir sebesar 9.124. Hasil uji *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* menunjukkan nilai signifikansi yang diperoleh sebesar $1.00 > 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan tersebut sudah layak untuk dianalisis. Uji ketepatan klasifikasi sampel perusahaan menunjukkan bahwa, secara keseluruhan ketepatan klasifikasi dari model regresi logistik dalam memprediksi *financial distress* sebesar 95.3% atau memiliki tingkat kesalahan dalam mengklasifikasi sebesar 4.7%.

Tabel 1 Variabel In The Equation Sampel Perusahaan

Variabel	β (koefisien)	P value (%)
TLTA	19.214	8.3
EBITTA	-133.689	6.4
Constant	-6.781	6.9

Sumber: data SPSS (diolah)

Berdasarkan uji signifikansi yang dilihat dari tabel 1, diperoleh dua variabel independen yang berpengaruh yaitu rasio TLTA (*total liquidity to total asset*) dan EBITTA (*earning before interest and tax to total asset*). Karena memiliki nilai signifikansi kurang dari 0.10. Variabel TLTA memiliki nilai signifikansi sebesar $0.083 < 0.10$ dan EBITTA memiliki nilai signifikansi sebesar $0.064 < 0.10$. Dari hasil analisis regresi, maka dapat disusun persamaan regresi logistik sebagai berikut:

$$\ln \frac{p}{1-p} = -6.781 + 19.214\text{TLTA} - 133.689\text{EBITTA}$$

Nilai *Nagelkerke R Square* sebesar 0.724. Artinya, bahwa variabel TLTA dan EBITTA dapat mempengaruhi *financial distress* sebesar 72.4% , sisanya 27.6% dipengaruhi oleh variabel lain.

Hasil Regresi Logistik Periode Dua Tahun Sebelum *Financial Distress* (t-2)

Berdasarkan uji L diperoleh kesimpulan bahwa model persamaan regresi telah fit dengan data karena terjadi penurunan nilai -2LogL awal sebesar 26.615 menjadi -2LogL akhir sebesar 15.365. Hasil uji *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* menunjukkan nilai signifikansi yang diperoleh sebesar $0.837 > 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan tersebut sudah layak untuk dianalisis. Uji ketepatan klasifikasi sampel perusahaan menunjukkan bahwa, secara keseluruhan ketepatan

klasifikasi dari model regresi logistik dalam memprediksi *financial distress* sebesar 93% atau memiliki tingkat kesalahan dalam mengklasifikasi sebesar 7%.

Tabel 2 Variabel In The Equation Sampel Perusahaan

Variabel	β (koefisien)	P value (%)
NITA	-78.27	5.5
Constant	-1.93	0.5

Sumber: data SPSS (diolah)

Berdasarkan uji signifikansi yang dilihat dari tabel 2, diperoleh satu variabel independen yang berpengaruh yaitu rasio NITA (*net income to total asset*) dengan nilai signifikansi $0.055 < 0.10$. Dari hasil analisis regresi, makadapat disusun persamaan regresi logistik sebagai berikut :

$$\text{Ln} \frac{P}{1 - P} = -1.93 - 78.27\text{NITA}$$

Nilai *Nagelkerke R Square* sebesar 0.499. Artinya, bahwa variabel NITA dapat mempengaruhi *financial distress* sebesar 49.9%, sisanya 50,1% dipengaruhi oleh variabel lain.

PEMBAHASAN

Pengaruh Rasio CACL terhadap *Financial Distress*

Rasio CACL digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancarnya. Komponen aktiva lancar terdiri dari kas, piutang dan persediaan. Persediaan adalah barang-barang yang dimiliki untuk dijual dalam kegiatan normal perusahaan, istilah yang digunakan untuk menunjukkan barang-barang ataupun persediaan yang dimiliki perusahaan tergantung pada jenis usaha perusahaan.

Berdasarkan hasil regresi logistik, pada periode t-1 dan t-2, rasio CACL tidak berpengaruh terhadap *financial*

distress. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sori dan Abd Jalil (2009). Hal ini dapat disebabkan besarnya nilai persediaan yang dimiliki oleh perusahaan properti dan *real estate*. Karena jenis usaha sektor properti dan *real estate* adalah penjualan dan penyewaan atas tanah dan bangunan. Sehingga aktiva lancar pada sektor ini lebih didominasi oleh besarnya persediaan yang dimiliki. Jadi, semakin tinggi nilai persediaan, maka semakin besar pula nilai aktiva lancar yang dimiliki.

Pengaruh CATA terhadap *Financial Distress*

Rasio CATA menunjukkan proporsi aktiva lancar perusahaan dari seluruh aktiva yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang mempunyai aset lancar dengan komposisi nilai kas yang lebih besar lebih likuid, dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai aset lancar dengan komposisi persediaan yang paling besar.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Sori dan Abd. Jalil (2009) yang menyatakan bahwa rasio CATA tidak berpengaruh terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*. Hal ini dapat disebabkan karena besarnya proporsi persediaan dari seluruh aktiva lancar yang dimiliki, karena pada sektor properti dan *real estate* persediaannya berupa tanah dan bangunan. Namun, besarnya komposisi persediaan dibandingkan kas ini menunjukkan bahwa perusahaan *non financial distress* memiliki tingkat likuiditas yang rendah. Hal ini tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi nilai CATA maka semakin tinggi pula tingkat likuiditasnya.

Pengaruh WCTA terhadap *Financial Distress*

Rasio WCTA digunakan untuk mengetahui proporsi modal kerja yang

dimiliki perusahaan dari keseluruhan total aktiva yang dimilikinya. Salah satu unsur modal kerja yaitu aktiva lancar yang terdiri dari kas, piutang dan persediaan yang memiliki tingkat likuiditas yang berbeda-beda. Jika perusahaan yang mempunyai aset lancar dengan komposisi nilai kas yang lebih besar, maka perusahaan tersebut lebih likuid dibandingkan perusahaan yang mempunyai aset lancar dengan komposisi persediaan yang paling besar.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Almilia (2003) dan Setiawan (2009) yang menyatakan bahwa rasio WCTA tidak berpengaruh terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*. Adanya komposisi aset lancar yang berbeda-beda pada tiap perusahaan inilah yang menyebabkan rasio WCTA tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Pengaruh LTDEQ terhadap *Financial Distress*

Rasio LTDEQ digunakan mengukur proporsi hutang jangka panjang yang dimiliki perusahaan dibandingkan dengan ekuitas. Semakin tinggi rasio LTDEQ menunjukkan besarnya komposisi kewajiban jangka panjang yang dimiliki perusahaan yang mampu meningkatkan risiko gagal bayar. Struktur modal berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan utang jangka panjang dengan modal sendiri. Terdapat tiga macam pendekatan struktur modal yang menjelaskan kebijakan pembelanjaan jangka panjang, salah satunya adalah pendekatan laba bersih (*net income approach*). Berdasarkan pendekatan laba bersih, semakin banyak utang jangka panjang yang digunakan dalam pembelanjaan perusahaan, maka nilai perusahaan akan meningkat yang dicerminkan oleh meningkatnya harga pasar saham.

Hasil penelitian ini searah dengan penelitian yang dilakukan oleh Ayuningtyas (2011) yang menyatakan bahwa rasio LTDEQ tidak berpengaruh terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*. Hal ini dapat disebabkan karena terdapat beberapa perusahaan yang menggunakan pendekatan struktur modal laba bersih (*net income approach*), dimana proporsi utang jangka panjang lebih besar dibandingkan dengan ekuitas yang dimiliki.

Pengaruh TLTA terhadap *Financial Distress*

Rasio TLTA memperlihatkan proporsi seluruh aktiva yang didanai oleh hutang. Dengan kata lain, menunjukkan seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh hutang atau seberapa besar hutang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva. Penggunaan utang yang tinggi akan meningkatkan profitabilitas, dilain pihak, utang yang tinggi juga akan meningkatkan resiko.

Pada periode t-1, rasio TLTA memiliki pengaruh positif terhadap *financial distress*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai rasio ini maka semakin besar aktiva yang dibiayai oleh hutang sehingga semakin besar kewajiban bunga pinjaman yang harus dibayar oleh perusahaan dan kemungkinan *financial distress* juga semakin tinggi. Sedangkan pada periode t-2, rasio TLTA tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress*. Hal ini dapat disebabkan karena naiknya tingkat suku bunga pada tahun 2009 yang mencapai 8.75% lebih mendorong perusahaan untuk melakukan pembelanjaan aktivitya dengan menggunakan modal sendiri daripada mengambil resiko pinjaman dari pihak eksternal dengan pembayaran bunga yang besar.

Pengaruh EBITTA terhadap *Financial Distress*

Rasio EBITTA ini digunakan untuk mengukur kemampuan atau produktivitas aset dalam menghasilkan laba. Semakin rendah nilai rasio EBITTA menunjukkan rendahnya produktivitas aktiva dalam menghasilkan laba. Rasio *total assets turnover* menunjukkan efektivitas penggunaan seluruh aktiva dalam menghasilkan penjualan perusahaan, semakin besar nilai rasio ini maka semakin efektif pengelolaan seluruh aktiva yang dimiliki perusahaan.

Berdasarkan hasil regresi logistik pada periode t-1, rasio EBITTA memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress*. Sehingga semakin rendah nilai rasio EBITTA menunjukkan bahwa perusahaan *financial distress* kurang menguntungkan dibandingkan dengan perusahaan *non financial distress* dari seluruh sumber daya yang mereka gunakan.

Pada periode t-2, rasio EBITTA tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress* karena nilai rata-rata rasio *total assets turnover* perusahaan properti dan *real estate* pada tahun 2009 yang jauh lebih tinggi dibandingkan pada tahun 2010, hal ini menunjukkan pada tahun 2009 rata-rata penggunaan aset pada perusahaan properti dan *real estate* lebih efektif daripada penggunaan aset pada tahun 2010.

Pengaruh NITA terhadap *Financial Distress*

Rasio NITA digunakan untuk mengukur efektivitas aset dalam menghasilkan laba. Semakin rendah nilai rasio NITA menunjukkan rendahnya kemampuan aset dalam menghasilkan laba. Secara teoritis nilai *net profit margin* (NPM) berpengaruh terhadap peningkatan tingkat rasio NITA, semakin tinggi nilai NPM maka nilai rasio NITA juga akan meningkat.

Rasio NPM digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari penjualan yang dilakukan perusahaan. Rasio ini dapat dihitung dari hasil pembagian antara pendapatan setelah pajak dengan penjualan.

Pada periode t-1, rasio NITA tidak berpengaruh terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*. Pada tahun 2010 nilai NPM perusahaan properti dan *real estate* mengalami peningkatan rata-rata sebesar 0.06 atau 6%, Peningkatan NPM ini menunjukkan meningkatnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan tingkat NITA juga meningkat sehingga kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* akan semakin kecil.

Pada periode t-2, rasio NITA memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai rasio ini maka semakin baik pula kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan secara keseluruhan dengan memanfaatkan aktivasinya sehingga kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* akan semakin rendah. Arah penelitian ini sama dengan Meitasari (2011), tingginya ROA menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tata kelola yang baik dengan kinerja operasi yang tinggi.

Pengaruh NIEQ terhadap *Financial Distress*

Rasio NIEQ digunakan untuk menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak atau *net income* dengan menggunakan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Menurut Sudana (2009:2011), semakin tinggi *leverage factor*, maka *range* ROEnya semakin besar, hal ini berarti risiko keuangan perusahaan juga meningkat.

Pada periode t-1 dan t-2, Hasil penelitian ini searah dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia dan Kristijadi (2003), yang menyatakan

bahwa rasio NIEQ tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Hal ini dapat disebabkan karena proses pengadaan pada sektor properti dan *real estate* yang relatif panjang, maka penggunaan ekuitas yang tinggi untuk membiayai aset perusahaan akan lebih menguntungkan dibandingkan penggunaan utang yang akan berdampak pada beban bunga yang besar.

KESIMPULAN

Pada periode satu tahun sebelum *financial distress* (t-1), rasio yang berpengaruh secara parsial adalah rasio TLTA (*total liquidity to total asset*) dan EBITTA (*earning before interest and tax to total asset*). Pada periode dua tahun sebelum *financial distress* (t-2), rasio yang berpengaruh secara parsial adalah rasio NITA (*net income to total asset*). Rasio likuiditas yang ditunjukkan oleh rasio CACL, CATA, dan WCTA tidak berpengaruh terhadap *financial distress* karena besarnya nilai persediaan perusahaan properti dan *real estate*. Rasio LTDEQ tidak berpengaruh karena rata-rata perusahaan properti dan *real estate* lebih banyak menggunakan hutang jangka panjang untuk meningkatkan nilai perusahaan. Rasio NIEQ tidak berpengaruh karena karena proses pengadaan pada sektor properti dan *real estate* yang relatif panjang, sehingga penggunaan ekuitas yang tinggi untuk membiayai aset akan lebih menguntungkan dibanding pembiayaan dengan menggunakan hutang yang akan berdampak pada beban bunga yang besar.

Bagi perusahaan sektor properti dan *real estate* dan para investor yang ingin berinvestasi pada sektor ini agar lebih memperhatikan rasio TLTA, EBITTA, dan NITA karena mampu memprediksi kemungkinan *financial distress* sehingga perusahaan dapat segera membuat kebijakan agar terhindar dari kebangkrutan. Selain itu,

investor juga harus memperhatikan nilai EPS yang digunakan sebagai indikator *financial distress* pada penelitian ini, karena perusahaan yang memiliki nilai EPS negatif merupakan sinyal buruk bagi investor karena kemungkinan perusahaan tidak membagikan deviden sangat besar. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah hanya menggunakan perusahaan properti dan *real estate*, serta penggunaan tiga jenis rasio keuangan yaitu rasio likuiditas, *leverage*, dan profitabilitas.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, Luciana Spica dan Kristidjadi, Emanuel. 2003. "Analisis Rasio Keuangan untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia* (JAAI). Vol.7 No.2: 1-27.
- Asyhad, Arifin. 2008. "Kredit KPR distop, Industri Properti Terancam Lumpuh". Dalam <http://finance.detik.com>, 19 November.
- Ayuningtyas. 2012. Analisis Pengaruh *Ownership Structure, Board Compositon* dan *Agency Cost* Terhadap *Financial Distress*. *Skripsi* Tidak Diterbitkan. Universitas Negeri Surabaya.
- Boone and Kurtz. 2007. *Contemporary Business*. Buku 2 Edisi 11. Jakarta: Salemba Empat Bumi Aksara.
- Brigham, Eugene F. and Joel F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Buku 1 Edisi Kedelapan. Jakarta: Erlangga.
- Darsono dan Ashari. 2005. *Pedoman Praktis Memahami Laporan Keuangan*. Yogyakarta: CV Andi Offset.
- Eloumi and Gueyie. 2001. "Financial Distress and Corporate Governance: An Empirical

- Analysis". *Corporate Governance*. Vol. I No. 1: 15-23.
- Fachrudin, Khaira Amalia. 2008. Faktor-faktor yang Meningkatkan Peluang Survive Perusahaan Kesulitan Keuangan. *Jurnal Manajemen Bisnis, Volume 1, Nomor 1, Januari 2008:1-9*.
- Hanafi. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 2004/2005. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Harahap, Sofyan Syafri. 2004. *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Horne, James C. Van dan Sinaga, Marius. 1994. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jilid 2 Edisi 6. Jakarta: Erlangga.
- Husnan dan Pudjiastuti. 1994. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Ikatan Akuntansi Indonesia. 2002. *Standard Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Kodrat dan Herdinata. 2009. *Manajemen Keuangan: Based on Empirical Research*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Maholtra, Naresh K. 2009. *Riset Pemasaran*. Jakarta: PT Indeks.
- Munawir. 2002. *Akuntansi Keuangan dan Manajemen*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Platt, H., and M. B. Platt. 2002. "Development of a class of stable predictive variable: the case of bankruptcy predictions". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 17: 31-51.
- Setiawan, Doddy dan Widarjo, Wahyu. 2009. "Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Kondisi Financial Distress Perusahaan Otomotif". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.11 (2): 107-119.
- Sori, Zulkarnain M. dan Jalil, H. Abd. 2009. "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Distress". *Journal of Money, Investment and Banking* Vol.11: 6-15.
- Sudana, IMade. 2009. *Manajemen Keuangan Teori dan Praktik*. Surabaya: Airlangga University Press.