

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Financial distress merupakan suatu istilah yang menggambarkan bahwa suatu perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan atau berada di antara suatu posisi keuangan perusahaan yang kurang baik dan di ambang kebangkrutan (Campbell, Hilscher dan Szilagyi, 2011; Gulsun dan Umit, 2010). Menurut Chan dan Chen (1991), perusahaan yang disebut mengalami *financial distress* adalah perusahaan yang kehilangan nilai pasarnya diakibatkan performa yang buruk, tidak efisien dalam melakukan kegiatan produksi, dan diprediksikan akan memiliki *high financial leverage* dan masalah arus kas. Sampai saat ini, masih belum ada satu tolok ukur yang jelas dan pasti untuk menjawab pada tahap apa perusahaan bisa dikatakan telah memasuki masa *financial distress*. Purnanandam (2008) pernah mengatakan bahwa *financial distress* merupakan suatu tahapan yang memberikan indikasi awal bahwa perusahaan memiliki atau terekspos kepada risiko kebangkrutan.

Pada tahun 2015 hingga 2017 sendiri telah terdapat peningkatan perkara kepailitan dan penundaan kewajiban pembayaran utang. Menurut data Sistem Informasi Penelusuran Perkara (SIPP), secara total perkara penundaan kewajiban pembayaran utang mencapai 572 perkara (Elnizar, 2018). Beberapa perusahaan besar baik swasta maupun badan usaha milik negara di Indonesia mengalami kesulitan keuangan bahkan kebangkrutan, beberapa di antaranya: PT Nyonya Meneer, PT Sariwangi, PT Tiga Pilar Sejahtera, PT Nusantara Airlines, PT Industri Gelas dan lain-lain (Septiadi dan Winarto, 2018). Sejak krisis ekonomi di tahun 1997, membuktikan pentingnya tata kelola yang baik bagi suatu perusahaan untuk dapat mempertahankan kinerjanya dan terhindar dari krisis keuangan yang bisa menyebabkan kepailitan. Hal itu tersebut juga didukung oleh beberapa penelitian terdahulu (Hodgson *et al.*, 2011; Parker, Peters dan Turetsky., 2002; Wang dan Deng, 2006; Abdullah, 2006) yang menyatakan bahwa tata kelola yang baik dalam

perusahaan mampu memperbaiki performa keuangan sehingga dapat mengurangi peluang suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Menurut Shahwan (2015), secara umum kualitas tata kelola suatu perusahaan dapat diukur dari pengungkapan dan transparansi perusahaan, hubungannya dengan pemegang saham serta pihak yang berkepentingan, kualitas dari direksi, dan tak terkecuali struktur kepemilikan dan aktivitas kontrol oleh pemegang saham di perusahaan. Secara keseluruhan, variabel penelitian yang digunakan oleh Shahwan (2015) merupakan turunan dari ilmu tata kelola keuangan yaitu teori keagenan. Teori keagenan yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) berfungsi dalam menjelaskan hubungan antara agen (pekerja) dan prinsipal (pemberi kerja). Selain itu, dampak dari sinergi yang buruk antara agen dan prinsipal dapat memicu timbulnya konflik keagenan. Maka dari itu, teori agensi memiliki hubungan yang erat dengan struktur kepemilikan karena melibatkan kepentingan agen sebagai manajemen dan prinsipal sebagai pemegang saham.

Struktur kepemilikan suatu perusahaan dapat menggambarkan komposisi dan penyebaran pemegang saham di suatu perusahaan. Pada penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) juga disebutkan bahwa struktur kepemilikan merupakan pola-pola dan bentuk-bentukan dari kepemilikan dalam suatu perusahaan atau yang bisa digambarkan melalui persentase kepemilikan saham baik dari pihak eksternal maupun internal yang dibagi menjadi tiga jenis yaitu kepemilikan manajemen, kepemilikan non manajemen, dan kreditur (penyedia utang). Jensen dan Meckling (1976) pernah mengungkapkan bahwa terdapat korelasi positif di antara kepemilikan yang terkonsentrasi dan performa perusahaan di studinya yang berjudul "*Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*" yang diterbitkan pada tahun 1976 di *Journal of Financial Economics*. Hal ini bisa terjadi dikarenakan kepemilikan yang terkonsentrasi mengurangi adanya konflik kepentingan.

Dalam pengembangannya, penelitian yang dilakukan oleh Udin, Khan dan Javid (2017) mengenai dampak dari struktur kepemilikan terhadap kemungkinan suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan, mengkategorikan struktur kepemilikan menjadi empat golongan yaitu, kepemilikan institusional, kepemilikan manajemen, kepemilikan asing, dan kepemilikan pemerintah. Kecenderungan dari tiap kepemilikan tentunya berbeda antara satu dengan yang lain. Performa keuangan dan kondisi kesehatan keuangan perusahaan tentunya dipengaruhi tidak hanya oleh kemampuan manajemen namun juga peran dari pemegang saham yang merancang dan menentukan *business plan*, mengangkat dan memberhentikan direksi, serta menjalankan fungsi kontrol terhadap perusahaan tersebut.

Pemegang saham mempunyai legitimasi dan kekuatan yang lebih besar dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) berdasarkan Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 mengenai Perseroan Terbatas. Peran dari pemegang saham tersebut sangat penting dalam mengurangi *agency problem* yang akan berdampak pada tingginya *agency cost* dan performa keuangan perusahaan. Kepemilikan manajerial sendiri dapat mencerminkan keadaan kesehatan keuangan perusahaan. Menurut Donker, Santen, dan Zahir (2009), peningkatan persentase kepemilikan manajerial dapat menjadi indikator kinerja keuangan perusahaan yang membaik dan penurunan risiko kesulitan keuangan pada suatu perusahaan di mata pihak eksternal perusahaan. Sebab, manajer dipercaya memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan pihak eksternal. Dengan terdapat kemungkinan besar terjadi peningkatan pada harga pasar saham perusahaan tersebut tentunya manajer akan berupaya untuk mendapatkan keuntungan dari peningkatan harga pasar saham perusahaan.

Kemudian Lin dan Fu (2017) menyatakan bahwa investor institusional dapat menerapkan kemampuan manajerial dan pengetahuan profesionalnya untuk mempengaruhi pengambilan keputusan manajer sehingga dapat membantu perusahaan dalam menentukan strategi yang paling efektif. Investor institusional yang aktif dalam melakukan *monitoring* terhadap bisnis perusahaan dapat

mengurangi asimetri informasi dan *problem* keagenan sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Besar pengaruh yang dimiliki pemegang saham terhadap kinerja keuangan di suatu perusahaan, khususnya untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan yang terkonsentrasi, selanjutnya dibuktikan oleh Thomsen dan Pedersen (2001). Thomsen dan Pedersen melakukan penelitian di 100 perusahaan non-keuangan di 12 negara Eropa yang kepemilikannya terkonsentrasi dan dari riset tersebut menghasilkan korelasi yang positif antara kepemilikan institusi yang terkonsentrasi dan kinerja perusahaan. Menurut Udin, *et al.* (2017), kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan diharapkan dapat mengurangi *asymmetry information gap* antara manajemen dan pemegang saham eksternal karena kecenderungan dari perusahaan institusional dalam melakukan kontrol terhadap perusahaan dan kondisi kesehatan keuangan perusahaan yang dimilikinya. Maka dari itu, adanya kepemilikan institusional diharapkan mampu meningkatkan fungsi pengawasan terhadap perusahaan mengenai kondisi kesehatan dari perusahaan tersebut.

Kepemilikan asing diduga memiliki korelasi yang positif terhadap kontrol atas suatu perusahaan sebab perusahaan diharapkan dapat memenuhi harapan dari pemegang saham dari negara asalnya (Chen, Firth, Gao dan Rui, 2006). Pada umumnya, perusahaan yang sahamnya dikuasai oleh investor asing lebih menaruh perhatian tinggi terhadap tata kelola suatu perusahaan agar terhindar dari kecurangan yang dilakukan pihak manajemen. Selain itu, perusahaan dengan kepemilikan asing memiliki kecenderungan memaksimalkan keuntungan dan memberikan insentif dengan tujuan melakukan fungsi pengawasan terhadap manajemen perusahaan sehingga dapat meningkatkan performa keuangan dan menjaga reputasi perusahaan di negara asalnya. Maka dari itu, kepemilikan asing dianggap mampu memperkecil risiko perusahaan mengalami kesulitan keuangan (Udin, *et al.*, 2017).

Perusahaan dengan kepemilikan didominasi oleh pemerintah memiliki tujuan untuk kesejahteraan masyarakat dan fungsi publik dibandingkan dengan memaksimalkan keuntungan. Walaupun begitu, kepemilikan didominasi oleh

pemerintah tetap berupaya untuk memberikan kinerja positif terhadap perusahaannya untuk mencegah kerugian bagi negara. Pemerintah juga dapat berupaya untuk memasukkan modal kepada perusahaan dan perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah menerima keringanan pajak. Hal tersebut dapat berdampak pada semakin kecilnya risiko terjadinya kesulitan keuangan terhadap perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah (Udin, *et al.*, 2017).

Studi ini dilakukan dengan mempelajari bagaimana pengaruh dari masing-masing jenis struktur kepemilikan (kepemilikan institusional, kepemilikan asing, kepemilikan manajerial dan kepemilikan pemerintah) dapat berdampak kepada risiko kesulitan keuangan suatu perusahaan. Perusahaan yang menjadi sampel penelitian akan bersumber dari laporan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedikitnya penelitian terkait hubungan kepemilikan suatu perusahaan terhadap kondisi keuangan, menyebabkan topik ini menjadi hal yang menarik untuk dapat diteliti pada negara Indonesia. Hal ini menarik untuk diteliti karena tiap jenis dari kepemilikan memiliki karakteristik dan kecenderungannya masing-masing dalam menjalankan fungsinya sebagai pemegang saham.

Kepemilikan manajerial berdasarkan temuan-temuan terdahulu dipercaya memiliki pengaruh positif terhadap performa dan memiliki risiko kesulitan keuangan yang relatif rendah. Walaupun begitu masih terdapat banyak inkonsistensi pada hasil hubungan tersebut. Maka dari itu pada penelitian ini ingin membuktikan hubungan antara kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dan kepemilikan manajerial di Indonesia. Selanjutnya penelitian ini juga ingin membuktikan mengenai kecenderungan kepemilikan institusional dalam melakukan *active monitoring* terhadap anak perusahaannya. Pada sisi lain, juga terdapat indikasi peningkatan investor asing di Indonesia sehingga hal ini menarik untuk dipelajari apakah peningkatan tersebut membawa kontribusi positif terhadap profitabilitas perusahaan sehingga risiko kesulitan keuangan dapat dihindari. Terakhir, terdapat peningkatan angka kebangkrutan pada perusahaan BUMN menambah minat dalam membuktikan hubungan antara kepemilikan pemerintah dan kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.

1.2 Pertanyaan Penelitian

Berangkat dari motivasi dan juga adanya hasil penelitian terdahulu yang inkonsisten menjadikan penelitian ini semakin menarik untuk dipelajari lebih lanjut, maka berikut ini adalah pertanyaan penelitian ini untuk studi ini:

1. Apakah kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan?
2. Apakah kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan?
3. Apakah kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan?
4. Apakah kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh positif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai:

1. Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.
2. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.
3. Kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.
4. Kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh positif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi akademis maupun manfaat praktis. Bagi akademisi hal yang diharapkan dari penelitian ini adalah memberikan kontribusi pada pengembangan ilmu pengetahuan dan wawasan bagi akademisi, pengajar, peneliti, maupun mahasiswa sebagai sumber referensi atau acuan untuk diskusi, maupun untuk penelitian lebih lanjut menyinggung topik pengaruh struktur kepemilikan terhadap risiko kesulitan keuangan. Hal yang diharapkan bagi praktisi yaitu:

1. Perusahaan: Memberikan informasi yang dapat membantu suatu perusahaan dalam mengambil keputusan yang sesuai dengan karakteristik dari kepemilikannya. Selain itu juga penelitian ini harapannya dapat memberikan masukan-masukan mengenai keefektifan dari pemberian saham kepada manajerial dengan risiko terjadinya kesulitan keuangan.
2. Akademisi: Penelitian ini mampu dijadikan referensi bagi penelitian-penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan topik penelitian ini sehingga dapat meningkatkan kualitas dari ilmu pengetahuan.
3. Regulator: Menjadi referensi dalam pembuatan peraturan baik dari segi fiskal maupun moneter melihat terdapat indikasi terjadinya peningkatan perkara pailit dan penundaan kewajiban pembayaran utang dari tahun 2015 hingga 2017.
4. Investor: sebagai salah satu acuan dalam proses pengambilan keputusan dalam berinvestasi sesuai dengan preferensi tiap investor baik *long-term* maupun *short-term investment*.
5. Kreditor: Memberi masukan kepada kreditur sebelum memberikan pendanaan kepada perusahaan. Mengingat semakin tinggi kemungkinan dari perusahaan mengalami kesulitan keuangan juga dapat meningkatkan risiko terjadinya gagal bayar terhadap utang di masa mendatang.

1.5 Batasan Penelitian

Penelitian ini mempelajari mengenai pengaruh struktur kepemilikan dari suatu perusahaan terhadap kemungkinan suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan dengan data sampel yang terdiri dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia terkecuali perusahaan-perusahaan yang bergerak di industri keuangan. Struktur kepemilikan yang dimaksudkan pada penelitian ini terdiri dari empat kategori yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan asing, kepemilikan pemerintah, dan kepemilikan manajerial. Demikian pula dengan

kesulitan keuangan yang dimaksudkan sendiri merupakan kondisi yang dinilai berdasarkan pengukuran *Altman-Z Score*.

1.6 Sistematika Penulisan

Penelitian ini disusun berdasarkan bab demi bab yang akan diuraikan sebagai berikut :

BAB 1 : Pendahuluan

Pada bagian ini berisi hal-hal yang menyangkut mengenai latar belakang, pertanyaan penelitian, tujuan, manfaat, batasan penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB 2 : Landasan Teori

Pada bab ini mengandung teori yang dipilih dan dijadikan acuan sebagai konsep-konsep yang terkait dengan topik penelitian. Penjelasan dan pengertian mengenai definisi dari teori yang diambil juga akan terlampir di bab ini. Asal dari tiap konsep yang terlampir akan dilampirkan pada bagian yang sama. Konsep tersebut dapat berasal dari *literature review* yang memiliki hubungan dengan topik penelitian. Bab ini nantinya juga akan dilengkapi dengan hasil dari penelitian terdahulu yang berisikan masukan atau hasil dari penelitian yang sudah ada maupun *research gap* yang ingin dilengkapi hipotesis yang ingin diuji. Terakhir, bagian ini juga dilengkapi dengan kerangka penelitian dengan penjelasan dari pengertian dan definisi variabel terkait atau terdapat pada kerangka penelitian.

BAB 3 : Metode Penelitian

Pada bab ini dimulai dengan metode pemilihan data yang terdiri dari jenis dan sumber data serta pemilihan sampel. Pada bab ini akan dijelaskan lebih lanjut mengenai tiap variabel yang terdapat pada model seperti di Bab 2. Hal yang membedakan dengan penjelasan di Bab 2 adalah pada bab ini variabel dijelaskan berdasarkan perspektif *proxy* dan cara pengukurannya. Selanjutnya, juga terdapat model dari penelitian dan metode analisis yang digunakan.

BAB 4 : Analisis dan Pembahasan

Dalam bab ini akan dijabarkan mengenai pemaparan deskripsi mengenai hasil-hasil dari penelitian terdahulu. Selanjutnya dalam bab ini akan

dijelaskan lebih mengenai proses dari penelitian beserta deskripsi hasil analisis dari penelitian ini. Kemudian di dalam bab ini juga akan dibahas mengenai analisis data penelitian dan diakhiri dengan pembahasan atau implementasi dari hasil deskripsi penelitian ini.

BAB 5 : Kesimpulan

Bab terakhir berisi kesimpulan penelitian yang dimulai dari hasil pengujian hipotesis, penerapan dan implementasi dari hasil penelitian. Di dalam bab ini akan diuraikan juga keterbatasan penelitian ini, saran untuk penelitian yang akan datang, dan implikasi penelitian.

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Konsep-Konsep Terkait Topik Penelitian

2.1.1 Agency Theory

Teori Agensi sering digunakan untuk mempelajari hubungan antara individu yang memiliki status sebagai pemilik dan mempekerjakan individu lainnya (agen) untuk mewakili mereka melakukan kegiatan-kegiatan. Hal ini mengartikan pemilik akan mendelegasikan pengambilan keputusan kepada agen. Pemilik akan mengharapkan agen dapat memanfaatkan sumber daya secara optimal dan memilih keputusan yang dapat menguntungkan pemilik secara maksimal. Namun, pada kenyataannya, agen tidak akan selalu berlaku seperti yang diharapkan dan malah mengambil keputusan yang menguntungkan bagi agen tersebut. Hal ini yang sering dikenal sebagai *moral hazard*.

Selain itu, dikarenakan direksi lebih terlibat langsung di kegiatan operasi sehari-harinya, pada umumnya direksi mengetahui lebih banyak informasi mengenai usaha tersebut dibandingkan pemilik usahanya sendiri. Ketidakseimbangan informasi antara pemilik dan agen seringkali disebut sebagai *asymmetric information*.

Oleh karena itu, Jensen dan Meckling berhasil mengidentifikasi tiga jenis biaya agensi yang dijelaskan kembali di buku Rankin *et al.* (2012), yaitu: *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual loss*. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976), *monitoring cost* adalah biaya untuk melakukan kegiatan untuk mengawasi dan mengontrol pengambilan keputusan manajemen yang dilakukan oleh pemilik (prinsipal). Biaya tersebut bisa mencakup biaya untuk melakukan audit atas laporan keuangan, menerapkan peraturan dan sistem kompensasi untuk direksi. Meskipun secara teori, biaya ini merupakan biaya yang akan ditanggung oleh (prinsipal). Pada kenyataannya, biaya tersebut biasanya akan berdampak juga kepada manajemen. Misalnya, pemilik yang memiliki biaya monitor yang tinggi untuk melakukan audit *internal control*, tidak

akan dengan mudahnya memberikan kenaikan gaji kepada manajemen untuk menekan biaya di aspek lainnya. Fenomena ini seringkali dikenal sebagai *price protection*.

Dikarenakan *price protection* pada akhirnya akan mempengaruhi manajer, maka biasanya agen akan mengambil langkah-langkah untuk menghindari atau mengurangi terjadinya hal tersebut. Sebut saja, direksi bisa saja setuju untuk mengadakan Rapat Umum Pemegang Saham lebih dari sekali setiap tahunnya untuk membina hubungan baik dengan pemegang saham, atau menyusun laporan keuangan setiap kuartalnya agar pemilik bisa terus memantau kinerja direksi dan pada akhirnya meningkatkan tingkat kepercayaannya kepada direksi atau manajer tersebut. Biaya yang harus ditanggung oleh manajemen untuk meningkatkan kepercayaan terhadap direksi atau manajer dalam turunan dari teori keagenan yang dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling (1976) disebut sebagai *bonding cost*.

Terkadang penerapan kontrol dan meningkatkan kepercayaan investor bisa sangat mahal. Oleh sebab itu, di beberapa kasus, pemilik lebih memilih untuk tidak melakukan penambahan kontrol walaupun mereka sadar terdapat potensi managers melakukan kecurangan di area tersebut. Hal ini bisa disebabkan risiko tersebut dianggap tidak terlalu material dan *cost and benefit*-nya tidak seimbang. Untuk selisih antara potensi kecurangan dan tingkat kontrol disebut sebagai *residual loss* (Jensen dan Meckling, 1976).

Bagaimana biaya agensi bisa merugikan pemilik sangatlah bervariasi. Dari segi operasional saja misalnya; direksi bisa saja menggunakan peralatan kantor seperti mesin fotokopi atau mobil dinas untuk keperluan pribadi, tidak bekerja secara efektif di jam kerja, dan lain sebagainya. Namun di penelitian Jensen dan Meckling tahun 1976, dipaparkan pula tiga bentuk masalah agensi yang bisa terjadi di antara hubungan pemegang saham dan direksi dalam perspektif akuntansi, yaitu: *horizon problem*, *risk aversion*, dan *dividend retention*.

Horizon problem merupakan keadaan di saat pemegang saham lebih memperhatikan keberlangsungan suatu usaha secara jangka panjang dibanding

laba besar di masa sekarang yang belum tentu bisa dipertahankan. Hal ini tentunya tidak sama dengan fokus direksi yang pada umumnya lebih fokus kepada kinerja jangka pendek karena berhubungan secara langsung dengan remunerasi mereka. Masalah ini bisa diatasi dengan memberikan saham sebagai salah satu bentuk bonus. Harapannya dengan memiliki saham perusahaan, direksi dapat membuat keputusan yang lebih menguntungkan dari segi jangka panjang sebab dengan mereka juga akan diuntungkan dari keputusan tersebut.

Selanjutnya, *risk aversion* merupakan kecenderungan direksi dalam menghindari investasi yang berisiko, meski ia sadar bahwa investasi tersebut dapat memberikan *return* yang sangat menarik. Hal ini dikarenakan remunerasi direksi dapat terpengaruh jika ia membuat keputusan yang salah. Bahkan di beberapa kasus ekstrim tertentu, keputusan tersebut dapat mengancam posisi mereka di suatu perusahaan. Di lain sisi, pemegang saham lebih berani untuk mengambil risiko besar dikarenakan mereka mengharapkan *return* yang lebih besar. Ditambah lagi, biasanya mereka memiliki investasi di aset lainnya. Sehingga adanya satu kesalahan tidak terlalu mempengaruhi kekayaan pemegang saham.

Masalah terakhir adalah *dividend retention*, tendensi dari direksi untuk memegang kas dalam jumlah yang besar dibandingkan membagikannya ke pemegang saham dalam bentuk dividen. Dengan memiliki kas yang cukup, maka direksi bisa lebih bebas dalam melakukan ekspansi dengan lebih fleksibel. Kemudian dengan memiliki cukup kas, maka perusahaan tidak perlu melakukan pinjaman ke pihak eksternal lain seperti bank. Dengan begitu, gerakan direksi pun bisa lebih bebas karena tidak terlalu banyak pihak yang memonitor keputusan direksi. Di sisi lain, tentunya pemegang saham ingin menerima dividen sebagai bentuk *return* dari investasi mereka. Apalagi, jika perusahaan melakukan pinjaman kepada pihak eksternal, tentunya pihak tersebut dapat membantu pemegang saham untuk melakukan kegiatan *monitoring*.

2.1.2 Risiko Terjadinya Kesulitan Keuangan

Kesulitan keuangan atau biasa disebut sebagai *financial distress* merupakan serangkaian konsep yang mengandung beberapa situasi yang menggambarkan bahwa perusahaan mengalami kesulitan finansial. Penelitian mengenai kesulitan keuangan mulai banyak diminati pada tahun 1960-an yang disebabkan oleh tingginya permintaan dari berbagai sektor dan pihak. Hal yang paling wajar dalam menilai kesulitan keuangan adalah perusahaan yang mengalami masalah dari segi solvabilitasnya biasanya akan mengalami kesulitan juga dalam membayar utangnya, *failure* dan kebangkrutan.

Altman dan Hotchkiss (1993) menjelaskan secara jelas mengenai definisi dari kesulitan keuangan yang tertuju pada kebangkrutan sebagai salah satu deskripsi terdekat dengan kesulitan keuangan. Hal ini juga didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Zmijewski (1984) yang menunjukkan *financial distress* dianggap sebagai keadaan perusahaan yang sedang menuju kebangkrutan. Di samping itu, '*failure*' merupakan situasi yang menggambarkan suatu perusahaan tidak mampu membayar pemberi pinjaman, pemegang saham istimewa, pemasok, dan lain-lain (Dimitras, Zanakis dan Zopounidis, 1996). Dalam kata lain, '*failure*' di sini mengindikasikan bahwa perusahaan tidak sanggup untuk melunasi atau menjalankan kewajibannya. Berbeda dengan Ross, Westerfield dan Jaffe (2002) yang mengatakan bahwa kesulitan keuangan merupakan keadaan arus kas masuk dari kegiatan operasi suatu perusahaan tidak cukup untuk menyelesaikan kewajiban kini yang termasuk di dalamnya adalah utang kepada pemasok atau utang bunga dan perusahaan dituntut untuk mengambil *corrective action* terhadap keadaan tersebut.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Sari dan Indah (2017), kesulitan keuangan dapat dilihat berdasarkan tiga perspektif yaitu *neoclassical model*, *financial model* dan *corporate governance model*. Berdasarkan *neoclassical model*, *financial distress* dan kebangkrutan terjadi jika alokasi sumber daya di dalam perusahaan dilakukan secara tidak tepat. Namun, berdasarkan *financial model*, pencampuran dari aset benar tetapi struktur keuangan salah dengan *liquidity*

constraints. Hal tersebut menunjukkan bahwa walaupun perusahaan dapat bertahan hidup dalam jangka panjang, perusahaan harus bangkrut dalam jangka pendek. Berdasarkan *Corporate Governance model*, kesulitan keuangan terjadi akibat pengelolaan yang buruk dari aset dan struktur keuangan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Farooq, Qamar dan Haque (2017), kesulitan keuangan dibagi menjadi tiga tingkatan yaitu: *profit reduction*, *mild liquidity* (ML), dan *severe liquidity* (SL). Pada awalnya analisis berbasis statistik dilakukan oleh Beaver (1966) yang menggunakan metode regresi sederhana (*simple regression*) untuk menganalisis rasio keuangan yang berbeda. Seiring perkembangan ilmu pengetahuan, muncul juga beberapa model analisis risiko kesulitan keuangan yang menggunakan metode regresi berganda, misalnya Altman Z-Score, Springate, Ohlson, Zmijewski dan lain sebagainya. Teknik pengukuran berbasis model dengan model regresi untuk melakukan penilaian terhadap *business failure* yang paling umum digunakan adalah *Altman Z-Score*. Hal ini dikarenakan model Altman disebut sebagai prediktor terbaik di beberapa penelitian terdahulu, misalnya saja menurut Hadi dan Anggraeni (2008), Altman dapat disebut sebagai prediktor delisting terbaik dibanding Springate dan Zmijewski dengan nilai signifikansi yang terendah.

2.1.3 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan atau yang biasa disebut *ownership structure* merupakan penjabaran dari teori agensi yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Pada penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling, struktur kepemilikan merupakan pola-pola dan bentuk dari kepemilikan di dalam suatu perusahaan atau yang bisa digambarkan melalui persentase kepemilikan saham baik dari pihak eksternal maupun internal. Struktur kepemilikan tersebut dapat dibagi menjadi tiga jenis yaitu kepemilikan manajemen (*equity held by the manager*), kepemilikan pihak luar (*equity held by anyone outside of the firm*), dan penyedia utang (*creditors*). Dalam pengembangannya, penelitian yang dilakukan oleh Udin *et al.* (2017) mengenai dampak dari struktur kepemilikan terhadap kemungkinan suatu perusahaan kesulitan keuangan, mengategorikan struktur

kepemilikan menjadi empat golongan yaitu, kepemilikan institusional, kepemilikan manajemen, kepemilikan asing, dan kepemilikan pemerintah.

2.1.3.1 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh manajemen yang mengambil keputusan di perusahaan itu. Menurut Hastuti dan Nasri (2014), manajemen dapat berupa dewan direksi dan dewan komisaris. Lain halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Lin dan Fu (2017) serta Ehikioya (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajemen terdiri dari kepemilikan oleh dewan direksinya saja. Alasan dari penggolongan tersebut adalah direksi memiliki tanggung jawab langsung dalam mengambil keputusan yang bersifat strategis bagi perusahaan. Kepemilikan manajerial sendiri sering ditemui karena beberapa perusahaan kerap memberikan saham kepada pemangku jabatan sebagai bonus. Meski demikian, pada umumnya persentase kepemilikan manajemen di suatu perusahaan tidak terlalu signifikan, kecuali untuk beberapa perusahaan yang pendirinya juga menjabat sebagai direksi.

Menurut beberapa studi terdahulu, manajer yang berlaku sebagai pemegang saham dari suatu perusahaan akan cenderung lebih bersemangat untuk membuat keputusan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan (Rosdini, 2011). Hal ini sejalan dengan studi yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) serta Jia dan Chen (2007) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajer dapat mengurangi konflik agensi yang umumnya muncul akibat pemisahan kepemilikan dan fungsi kontrol. Sementara pada sisi lain, terdapat studi yang menunjukkan hasil yang berbeda yaitu penelitian Siallagan dan Machfoedz pada tahun 2006 yang malah menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dapat memberikan dampak yang negatif terhadap performa keuangannya.

2.1.3.2 Kepemilikan Institusional

Mengacu kepada studi terdahulu yang disusun oleh Gillan *et al.* (2006), kepemilikan institusional dapat didefinisikan sebagai perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, lembaga

dana pensiun, dan lembaga keuangan lainnya. Menurut riset tersebut, ditemukannya kecenderungan bahwa investor institusional dapat dikatakan merupakan investor yang besar dengan pendanaan yang tidak kecil, hal ini juga tercermin dalam proporsi kepemilikan sahamnya di perusahaan yang pada umumnya cukup besar. Dengan menguasai sebagian besar saham dari perusahaan, hal tersebut mengindikasikan kontrol atas arah perusahaan yang sangat signifikan. Gagasan tersebut turut sejalan dengan hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986) yang mengungkapkan bahwa kepemilikan institusional cenderung lebih berinisiatif untuk ikut memantau pengambilan keputusan yang dilakukan manajemen.

Keterlibatan investor institusional dalam melakukan pengawasan dan mengeksekusikan hak suaranya dianggap akan membawa dampak positif kepada kinerja perusahaan (Lin dan Fu, 2017). Hal ini didasari dengan kompetensi manajerial dan pengetahuan profesional dari investor institusional yang dapat memantau kinerja dan motif dari keputusan yang diambil direksi dengan lebih baik dan efektif. Investor institusional kerap memiliki wakil yang memegang jabatan sebagai direksi untuk melakukan pengawasan langsung, dengan demikian tingkat kontrol dari investor institusional akan lebih ketat dan investor institusional juga dapat melakukan pengawasan langsung (Mintzberg, 1983).

2.1.3.3 Kepemilikan Asing

Menurut Peraturan Kepala Badan Koordinasi Penanaman Modal Nomor 6 Tahun 2018, penanaman modal asing adalah kegiatan menanam modal untuk melakukan usaha di wilayah negara Republik Indonesia yang dilakukan oleh penanam modal asing, baik menggunakan modal asing sepenuhnya maupun yang berpatungan dengan penanam modal dalam negeri. Penanam modal asing yang dimaksud di sini bisa berupa pemerintah negara lain, warga negara asing atau badan usaha asing. Pada umumnya, perusahaan yang dimiliki oleh investor asing harus berbentuk Perseroan Terbatas.

Perusahaan yang memiliki penanam modal asing akan secara otomatis dikategorikan sebagai usaha besar, dengan kriteria: memiliki kekayaan bersih lebih

dari Rp 10 miliar di luar dari tanah dan bangunan tempat usaha serta memiliki hasil penjualan lebih dari Rp 50 miliar setiap tahunnya. Selain perusahaan penanam modal asing yang bergerak di industri usaha pembangunan dan pengusahaan properti, perusahaan penanam modal asing lainnya juga diwajibkan untuk memenuhi ketentuan nilai investasi sebagai berikut (Peraturan Badan Koordinasi Penanaman Modal Nomor 6 Tahun 2018 Pasal 6 ayat 3):

Tabel 2.1. Persyaratan Nilai Investasi Modal Asing

Total Nilai Investasi	Lebih dari Rp 10 Miliar (diluar tanah dan bangunan)
Nilai Modal Ditempatkan	Sama dengan modal disetor / minimal Rp 2,5 miliar
Persentase Kepemilikan Saham	Dihitung berdasarkan nilai nominal saham dengan masing-masing pemegang saham memiliki minimal Rp 10 Juta

Sumber: data yang diolah

Carney dan Child (2013) mengatakan bahwa perusahaan dengan mayoritas kepemilikan asing di Indonesia mengalami peningkatan hingga tahun 2013. Hal ini juga sesuai dengan data dari Badan Pusat Statistik yang menunjukkan terdapat peningkatan atas investasi asing di Indonesia sampai dengan tahun 2017.

2.1.3.4 Kepemilikan Pemerintah

Pemerintah memiliki kewajiban untuk meningkatkan kesejahteraan umum masyarakatnya dengan menciptakan perkembangan perekonomian negara. Salah satu upaya untuk memenuhi kewajiban tersebut, perusahaan bisa menyediakan barang dan/atau jasa yang bermutu tinggi dan memadai bagi masyarakat luas. Hal tersebut bisa dilakukan sendiri oleh Pemerintah, melalui instansi Pemerintah, badan usaha yang dibentuk Pemerintah, maupun oleh masyarakatnya.

Untuk menolong perekonomian negara, pemerintah dapat membentuk Badan Usaha Milik Negara (BUMN) atau melakukan penyuntikan modal ke Perseroan Terbatas. Menurut Peraturan Menteri Republik Indonesia Nomor 72

Tahun 2016, BUMN terbagi menjadi dua jenis, yaitu : Perusahaan Perseroan dan Perusahaan Umum (Perum). Berikut merupakan perbedaan antara Perusahaan Perseroan dan Perum :

Tabel 2.2. Definisi Perusahaan Perseroan dan Perusahaan Umum

	Perusahaan Perseroan	Perusahaan Umum
Struktur Kepemilikan	Terbagi dalam saham yang seluruh atau paling sedikit 51 persen sahamnya dimiliki oleh Negara	Seluruh modalnya dimiliki negara dan tidak terbagi atas saham
Tujuan	Mengejar Keuntungan	Mengejar keuntungan dan menyediakan barang dan/atau jasa yang bermutu tinggi

Sumber: data yang diolah

Pemerintah dapat melakukan penyertaan modal ke dalam Perseroan Terbatas (PT) dalam keadaan tertentu untuk menyelamatkan perekonomian nasional. Penambahan modal ke BUMN ataupun PT tersebut bertujuan untuk memperbaiki struktur permodalan dan meningkatkan kapasitas usaha perusahaan-perusahaan tersebut.

Pada tahun 2016 di Indonesia, 20 perusahaan BUMN didaftarkan sebagai perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia (Praditya, 2016). Hal ini menimbulkan pertanyaan bagi masyarakat luas apakah ini berarti pemerintah akan kehilangan kekuasaan terhadap BUMN-BUMN tersebut. Mengutip dari data Otoritas Jasa Keuangan, meskipun masyarakat sekarang memiliki kesempatan untuk memiliki saham dari perusahaan BUMN, pemerintah masih menjadi pemegang saham mayoritas dengan jumlah lebih dari 50 persen. Lagipula, Deputi Bidang Industri Agro dan Farmasi Kementerian BUMN, Wahyu Kuncoro, menjelaskan bahwa pemerintah memiliki sebuah saham khusus yang tidak dimiliki oleh pemegang saham lainnya. Walaupun saham tersebut hanya berjumlah satu lembar, namun saham tersebut memegang hak veto yang sangat besar terhadap

pengendalian dan rencana bisnis perusahaan. Saham tersebut dikenal sebagai *golden share*, saham dwiwarna atau saham merah putih.

Terdapat beberapa konsep yang memaparkan bagaimana pengaruh pemerintah dalam performa keuangan sebuah perusahaan. Salah satunya adalah konsep yang dipaparkan oleh Sugiharto (2005) yang menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah bisa memicu suatu kecenderungan yang disusun dalam teori sebagai berikut: teori monopoli, teori *property rights*, dan teori *principal*.

Teori monopoli merupakan hak untuk melakukan kegiatan monopoli oleh perusahaan BUMN diperbolehkan menurut Undang-Undang No.5 tahun 1999 (Sugiharto, 2005). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa dengan terjadinya monopoli, maka tidak terdapat persaingan dan dorongan untuk dapat menghasilkan produk dengan kualitas tinggi ataupun memberikan harga jual yang lebih terjangkau.

Berdasarkan teori *Property Rights*, perusahaan-perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh negara memiliki tujuan yang sedikit berbeda dengan perusahaan pada umumnya. Selain untuk mengejar *profit*, tetapi fokus utamanya adalah untuk melayani masyarakat luas. Maka dari itu kinerja keuangan dari perusahaan tersebut sendiri bukan menjadi fokus utama manajemen.

Terakhir teori *principal* menjelaskan, jika di perusahaan swasta sudah terbagi dengan jelas bahwa manajemen perusahaan berlaku sebagai agen diwajibkan untuk loyal dan tunduk kepada pemegang saham yang disini berlaku sebagai *principal*. BUMN sendiri dimiliki oleh negara sehingga tidak terdapat sosok pemilik yang jelas. Hal ini yang membuat perusahaan BUMN sering tidak beroperasi secara efisien dan efektif. Ditambah lagi, di beberapa negara yang nuansa politiknya masih sangat kental dan terdapat berbagai pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda-beda, perusahaan BUMN sering dieksploitasi untuk tujuan politik.

2.2 Tabel Penelitian Terdahulu

Untuk memudahkan dalam menyusun Penelitian Terdahulu dibuat bagan dalam bentuk tabel yang terlampir di lampiran bagian akhir dari penelitian ini.

2.3 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu, terdapat hubungan antara pemegang saham suatu perusahaan terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Pemegang saham suatu perusahaan memiliki peran untuk melakukan kontrol dan pengawasan akan keputusan-keputusan manajerial yang diambil oleh direksi, hal ini dapat berdampak kepada performa perusahaan secara keseluruhan.

2.3.1 Kepemilikan Manajerial terhadap Kemungkinan Terjadinya Kesulitan Keuangan Perusahaan

Cukup banyak studi yang mempelajari pengaruh kepemilikan manajemen terhadap kemungkinan suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan, namun hasil dari studi-studi tersebut seringkali masih memberikan hasil yang tidak konsisten. Sebut saja menurut studi Wang dan Deng (2006) yang dilakukan di China, dengan adanya kepemilikan manajemen di suatu perusahaan tidak memberikan dampak yang berarti terhadap kinerja keuangan perusahaan tersebut. Sebab di China sendiri, pada umumnya perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemennya, kepemilikan manajemen tersebut sangatlah sedikit, secara rata-rata hanya sebanyak 0,0007 persen di tahun 2001 dan 0,0023 persen di tahun 2002. Oleh karena itu bisa dikatakan bahwa performa keuangan sebuah perusahaan di China tidak terlalu terpengaruh dengan kepemilikan manajemen. Terdapat juga konsep-konsep seperti yang dipaparkan oleh Fama dan Jensen (1983) mengenai semakin besarnya kepemilikan manajerial di suatu perusahaan, maka semakin besar juga kemungkinan bahwa manajer dapat berbuat sesuka hati mereka tanpa perlu khawatir mengenai jabatan dan kompensasi mereka. Hal ini juga disetujui oleh Shleifer dan Vishny (1989) yang mengatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajerial di perusahaan tersebut, semakin kecil juga *bargaining power* pemegang saham lainnya untuk

menekan manajerial untuk memiliki keputusan manajerial yang menguntungkan bagi pemegang saham.

Di Pakistan, kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap risiko kebangkrutan di suatu perusahaan (Udin *et al.* 2017). Hal ini sejalan teori agensi oleh Jensen dan Meckling (1976) yang mengatakan bahwa manajer cenderung akan mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi dan hal tersebut dapat merugikan pemegang saham eksternal. Jensen (1993) juga mengungkapkan bahwa konflik kepentingan ini bisa muncul dikarenakan pada umumnya kepemilikan manajerial di suatu perusahaan juga tidak terlalu signifikan sehingga manajer tidak terlalu mengutamakan kepentingan pemegang saham secara umum. Hasil serupa juga ditemukan di studi Cheung dan Wei (2006) dan Shyu (2013).

Menurut teori yang dipaparkan oleh Jensen dan Meckling (1976) untuk menghindari konflik keagenan antara agen dan pemegang saham, maka investor kerap kali memberikan bonus dalam bentuk saham untuk memotivasi direksi untuk mengambil keputusan yang dapat meningkatkan kinerja dari perusahaan. Sebab, dengan peningkatan harga saham perusahaan, maka direksi yang memiliki saham atas perusahaan tersebut juga ikut diuntungkan dengan begitu kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan akan menurun. Di sisi lain, penelitian yang dilakukan oleh Parket *et al* (2002), Elloumi dan Gueyie (2001), serta Donker *et al.* (2009), mengatakan bahwa kepemilikan manajerial dapat menyamakan arah kepentingan antara manajemen dan pemilik sehingga mengurangi konflik keagenan dan merendahkan *agency cost*. Hal ini didukung oleh beberapa penelitian lainnya seperti Fich dan Slezak (2008) yang mempercayai bahwa kepemilikan manajerial memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mencegah kebangkrutan (*bankruptcy hazard*).

Mengacu kepada paparan teori dan penelitian terdahulu, dalam penelitian ini akan membuktikan bahwa kepemilikan manajerial mampu mengurangi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan di suatu perusahaan.

Alasan dari pembentukan hipotesis adalah keyakinan mengenai adanya dampak kepemilikan manajerial yang mampu mengurangi konflik keagenan yang dapat berdampak pada proses pengambilan keputusan yang lebih cepat dan *agency cost* yang lebih rendah. Dengan begitu kepemilikan manajerial mampu menyamakan tujuan antara pemegang saham dan juga manajemen yaitu menghasilkan kinerja keuangan perusahaan yang lebih baik lagi dan mencegah terjadinya kesulitan keuangan di masa mendatang.

H₁ : Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan di suatu perusahaan

2.3.2 Kepemilikan Institusional terhadap Kemungkinan Terjadinya Kesulitan Keuangan Perusahaan

Sebelumnya, cukup banyak studi terdahulu yang meneliti mengenai hubungan antara kepemilikan institusional terhadap performa keuangan perusahaan. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Udin, *et al.* (2017) di Pakistan, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak terlalu berpengaruh dengan kinerja keuangan perusahaan. Beberapa studi lainnya yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak terlalu memberikan dampak pada kinerja perusahaan adalah studi yang dilakukan Lee (2008) di Korea Selatan, Gregory dan Wang (2013) di Inggris, Al-Najjar (2015) di Yordania serta Al-Saidi dan Al-Shammari (2013) di Kuwait. Hasil tersebut disebabkan kondisi makro di negara tersebut. Misalnya, di Yordania, investor tidak memiliki wewenang untuk melakukan pengawasan atas kinerja perusahaan, sedangkan di Korea Selatan sendiri perekonomiannya diatur dengan ketat oleh pemerintah sehingga investor institusional juga tidak bebas untuk melakukan kegiatan apapun. Jika penyebab utama di Kuwait adalah tidak adanya sistem tata kelola perusahaan yang baik sehingga perusahaan juga cenderung tidak bekerja secara efektif, hal yang sebaliknya terjadi di Inggris dengan sistem perekonomiannya sudah sangat liberal dan sangat melindungi pemegang sahamnya. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kebijakan yang mengatur investor dan kegiatan investasi di

suatu negara, di dalam konteks ini adalah negara Indonesia, juga akan sangat berpengaruh pada hasil dari penelitian ini.

Menurut pandangan "*active monitoring*" di studi Lin dan Fu (2017), investor institusional sewajarnya dapat mengawasi dan memonitor perusahaan investasinya, mengurangi ketidakseimbangan informasi, mengurangi masalah agensi sehingga dapat memaksimalkan nilai investasinya. Pada umumnya, investor institusional memiliki pengetahuan yang lebih baik dan dapat melakukan pengawasan manajemen dengan biaya yang lebih rendah dibanding pemegang saham individual yang kepemilikannya tidak terlalu signifikan lainnya (Pound, 1988). Donker *et al.* (2009) mengatakan bahwa fokus investor institusional biasanya melakukan investasi untuk jangka panjang, oleh karena itu penting bagi mereka untuk aktif dalam melakukan kegiatan *monitoring* untuk menghindari kemungkinan yang dimiliki bangkrut

Sedangkan, menurut penelitian McConnell dan Servaes (1990), Uwuigbe dan Olusanmi (2012), serta Alfaraih, Alanezi dan Almujaed (2012) terdapat pengaruh signifikan positif antara kepemilikan institusional dan performa keuangan perusahaan. Penelitian Kim dan Yi (2006) serta Mangena dan Chamisa (2008) menemukan hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan kemungkinan terjadinya risiko kebangkrutan di suatu perusahaan.

Terdapat juga pandangan "*exploitation*", dengan kecenderungan investor institusional yang berlaku sebagai pemegang saham mayoritas dapat saja tidak memperlakukan kecurangan yang dilakukan manajemen jika ia akan diuntungkan dari kegiatan tersebut (Brickley, Lease, dan Smith, 1988). Pandangan lainnya adalah mungkin terjadi "*passive monitoring*" yang merupakan kecenderungan investor institusional tidak melakukan *monitoring* ketat kepada perusahaan dan tidak ikut campur dalam kegiatan manajemen sebab ia hanya mengharapkan keuntungan dari kegiatan jual beli saham (bukan untuk investasi jangka panjang) atau untuk memenuhi keberagaman portfolio (Elyasiani dan Jia, 2010).

Walaupun penelitian-penelitian sebelumnya menghasilkan hasil yang tidak konsisten, penelitian ini ingin membuktikan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif terhadap kesulitan keuangan. Alasan dari hubungan tersebut yaitu, dengan adanya kepemilikan institusional diharapkan mampu melakukan fungsi "*active monitoring*". Dengan alasan hal tersebut mampu menyelesaikan konflik keagenan yang mungkin terjadi. Dengan adanya *active monitoring*, investor institusional dipercaya dapat mengawasi dan mengontrol perusahaan investasinya sehingga tingkat *asymmetric information* menjadi lebih rendah. Selain itu, *active monitoring* oleh perusahaan institusional juga merupakan bentuk tanggung jawab atas modal yang diberikan oleh pemberi dana. Dalam kata lain, investor institusional sedang menjalankan prinsip kepercayaan di saat perusahaan institusional wajib menjaga kepercayaan dari nasabahnya seperti yang diatur pada POJK No.7/03/2016. Selanjutnya Peraturan Menteri Keuangan UU Perbankan Pasal 2 UU No 7 tahun 1992 dan POJK No.7/03/2016 mengatakan bahwa perbankan Indonesia dalam melakukan kegiatannya beraskan demokrasi keuangan dengan prinsip kehati-hatian. Hal ini semakin membuktikan bahwa investor institusional akan berupaya mengambil tindakan dengan sebaik mungkin agar dapat mencegah kerugian di masa mendatang. Oleh sebab itu, hipotesis penelitian ini adalah :

H₂ : Kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dalam perusahaan

2.3.3 Kepemilikan Asing terhadap Kemungkinan Terjadinya Kesulitan Keuangan Perusahaan

Studi Kim dan Yi (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan asing dalam suatu perusahaan dapat mengurangi masalah agensi di perusahaan dan memberikan dampak positif terhadap performa perusahaan. Hasil yang serupa juga ditemukan di penelitian Ongore (2011). Beberapa peneliti percaya bahwa dengan kehadiran investor asing dapat membantu kinerja perusahaan dikarenakan mereka cenderung lebih *profit-oriented* dan memiliki banyak motif untuk memonitor manajemen dari perusahaan yang diinvestasi. Salah satu studi

yang dilakukan oleh Abdullah, Rus, Halim dan Ahmad (2009) juga berhasil menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan asing dan juga indikasi perusahaan mengalami *financial distress*.

Penelitian yang dilakukan oleh Setiawan *et al.* (2016), mengatakan bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan dikuasai asing memiliki kecenderungan untuk menjaga reputasi induk mereka di negara asalnya, dengan begitu pemegang saham akan melakukan fungsi pengawasan yang mendorong tata kelola perusahaan dengan lebih baik. Tentunya dengan fungsi pengawasan dan tata kelola yang baik akan membawa dampak pada kinerja keuangan perusahaan dan dapat memperkecil kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan oleh suatu perusahaan. Semakin tinggi saham dari suatu perusahaan dikuasai oleh asing akan berdampak semakin tinggi juga usaha yang dikeluarkan oleh pemilik perusahaan (*monitoring cost*) untuk melakukan fungsi kontrol. Hal ini merupakan salah satu upaya dalam memastikan perusahaan dapat merealisasikan kinerja performa yang baik dan memberikan pengembalian terhadap investasi yang ditanamkan (Shleifer dan Vishny, 1986; Setiawan *et al.*, 2016)

Berdasarkan pemaparan penelitian terdahulu, pada penelitian ini akan dibuktikan bahwa kepemilikan asing dapat berpotensi mengurangi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan di suatu perusahaan. Alasan dari hal tersebut yaitu perusahaan asing yang menyetorkan modalnya berupa saham ke perusahaan dalam negeri juga menyertakan manajemen yang ditempatkan pada posisi strategis perusahaan. Penyertaan modal yang disertai manajemen itu bertujuan sebagai fungsi pengawasan terhadap perusahaan anak. Keberadaan manajemen dari perusahaan induk diharapkan mampu mengurangi konflik agensi antara *agent* dan *principal* (Kim dan Yi, 2006). Dengan adanya penyertaan manajemen pada perusahaan anak, perusahaan induk dapat lebih mudah memperoleh informasi untuk menjalankan fungsi pengawasan dan perusahaan induk mampu mengevaluasi informasi tersebut serta mengambil tindakan berkaitan dengan keadaan perusahaan anak. Manfaat dari hal tersebut dipercaya mampu memperkecil indikasi perusahaan anak dalam mengalami kesulitan keuangan.

Alasan lainnya dari pembentukan hipotesis ini adalah investor asing dipercaya memiliki kemampuan yang baik dalam mengelola perusahaan tersebut sehingga yakin untuk menyertakan modalnya di negara lain.

Hal yang telah dijabarkan di atas menjadi alasan pembentukan hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₃ : Kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan di suatu perusahaan

2.3.4 Kepemilikan Pemerintah terhadap Kemungkinan Terjadinya Kesulitan Keuangan Perusahaan

Berdasarkan beberapa studi terdahulu (De Alessi, 1980; Vickers dan Yarrow, 1988; Shapiro dan Willig, 1990; Shleifer dan Vishny, 1986), percaya bahwa perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah pada umumnya sangat terpengaruh oleh kegiatan politik dari pemerintahan tersebut sehingga tidak terlalu fokus pada kinerja perusahaan itu sendiri. Sedangkan, menurut studi Wang dan Deng (2006) terdapat hubungan negatif antara kepemilikan pemerintah di suatu perusahaan terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan di perusahaan tersebut. Hal ini dikarenakan, pemerintah akan berupaya untuk memastikan perusahaan tersebut dapat memberikan dampak sosial kepada masyarakat luar seperti membuka lapangan pekerjaan dan pengembangan daerah sekitar. Oleh karena itu, ketika perusahaan tersebut mengalami kesulitan keuangan, maka pemerintah dapat memberikan suntikan modal atau keringanan dalam segi perpajakan yang dapat membantu perusahaan untuk bangkit kembali.

Udin, *et al* (2017) mengatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan didominasi oleh pemerintah memiliki tujuan untuk kesejahteraan masyarakat yang disertai dengan kinerja yang optimal sehingga kerugian bagi negara dapat dicegah. Upaya yang dapat dilakukan pemerintah untuk meningkatkan kinerja perusahaan yaitu dengan pemberian modal dan keringanan dari segi perpajakan. Sehingga risiko kesulitan keuangan pada perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah dapat dikurangi. Selanjutnya Udin,*et al* (2017) juga menjelaskan

bahwa pemerintah dapat memberikan bantuan kepada perusahaan BUMN dengan upaya peningkatan kinerja perusahaan BUMN dengan begitu risiko terjadinya kesulitan keuangan dapat dikurangi. Hal ini juga didukung dengan dokumen RAPBN 2019 yang menyatakan bahwa pemerintah akan memberikan suntikan dana kepada tiga BUMN dengan total nilai sebesar Rp Rp 17,8 Triliun (Rp 10 Triliun untuk PT PLN (Persero), Rp 7 Triliun untuk PT Hutama Karya (Persero), dan Rp 800 Miliar untuk PT Sarana Multigriya Finansial (Persero)).

Sehingga penelitian ini akan membuktikan bahwa kepemilikan pemerintah memiliki hubungan negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Alasan dari pembentukan hipotesis tersebut sangatlah berkaitan erat dengan UU No 19 Tahun 2003 mengenai BUMN bahwa BUMN merupakan agen pembangunan dan pelayanan umum sedangkan pemerintah merupakan regulatornya. Dengan begitu perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah tidak hanya bertujuan untuk memberikan pelayanan umum melainkan performa keuangan juga harus dioptimalkan sebagai agen pembangunan perekonomian negara. Selain itu juga terdapat teori monopoli (Sugiharto, 2005) yang menjelaskan bahwa perusahaan milik negara cenderung memiliki karakteristik monopoli sehingga keuntungan perusahaan dapat dimaksimalkan.

Selanjutnya, dalam Peraturan Menteri Republik Indonesia Nomor 72 tahun 2016 juga diatur mengenai BUMN sebagai Perusahaan Umum (seluruh modalnya dimiliki oleh negara dan tidak dapat terbagi) dan Perusahaan Persero (modalnya terbagi atas saham yang dikuasai sekurang-kurangnya 51 persen dari total sahamnya yang dikeluarkan dimiliki oleh Negara melalui penyertaan modal langsung). Dengan adanya BUMN sebagai perusahaan perseroan memungkinkan pihak selain pemerintah untuk memiliki BUMN selama persentase kepemilikan masih di bawah 50 persen.

Mengacu kepada paparan teori dan penjelasan tersebut, dapat dirumuskan hipotesis pada penelitian ini sebagai berikut:

H₄ : Kepemilikan Pemerintah memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dalam perusahaan

2.4 Faktor-Faktor Lain yang Dapat Mempengaruhi Kondisi Kesulitan Keuangan Perusahaan

2.4.1 Nilai Pasar Perusahaan

Nilai pasar merupakan nilai dari suatu barang maupun jasa yang ditentukan berdasarkan mekanisme pasar yaitu permintaan dan penawaran. Berdasarkan *International Valuation Standards* nomor 30,1 nilai pasar sendiri dapat didefinisikan sebagai berikut:

“Market Value is the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm’s length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.”

Kegunaan dari analisis mengenai *nilai pasar* sendiri berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Nashier dan Gupta (2016) serta Shahwan (2015), digunakan sebagai metode penilaian terhadap kinerja suatu perusahaan yang secara langsung dapat mempengaruhi risiko suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Pada penelitian lainnya, John (1993) mengukur hubungan antara *nilai pasar* melalui *Tobin's Q* dan *financial distress* melalui rasio likuiditas dan jumlah pinjaman jangka panjang. Hasil dari penelitian yang dilakukan oleh John sendiri menunjukkan bahwa *nilai pasar* atau nilai dari *Tobin's Q* memiliki hubungan positif terhadap tingkat likuiditas yang dimiliki oleh perusahaan atau rendahnya risiko terjadinya kesulitan keuangan di suatu perusahaan. Selain itu juga memiliki hubungan negatif antara utang jangka panjang dan nilai *Tobin's Q* yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan nilai *Tobin's Q* yang semakin baik memiliki jumlah utang jangka panjang yang lebih sedikit.

2.4.2 Profitabilitas

Profitabilitas merupakan salah satu faktor terpenting bagi perusahaan karena tujuan dari perusahaan sebagai organisasi yang beroperasi dengan tujuan

menghasilkan keuntungan. Dalam kata lain profitabilitas merupakan kemampuan dari suatu perusahaan untuk menghasilkan laba dalam suatu periode tertentu. Dengan kinerja yang baik dari suatu perusahaan tentunya dapat memperkuat pendanaan internal perusahaan yang berdampak pada rendahnya kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Metode pengukuran dari profitabilitas yang paling umum yaitu melalui rasio yang dapat dibagi sebagai berikut; *profit margin ratio*, *Sales turnover ratio*, *gross profit margin*, *operating profit margin*, dan sebagainya.

Berdasarkan Hery (2017) rasio profitabilitas mengukur efektivitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang diperoleh dari penjualan dan investasi. Dijelaskan juga bahwa setiap perusahaan tentunya akan berusaha untuk terus meningkatkan profitabilitas dalam rangka menjaga keberlangsungan hidup jangka panjang perusahaan. Pada penelitian yang dilakukan oleh Wang dan Li (2007) membuktikan bahwa rasio profitabilitas yang terdiri dari *net return on assets*, *earnings per share*, dan *net profit margin* memiliki dampak kuat terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Penjelasan mengenai hubungan antara profitabilitas dan juga kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan yaitu perusahaan dengan profitabilitas yang semakin baik dapat memperkuat pendanaan internal atau pendanaan hasil dari kegiatan operasional perusahaan. Kuatnya pendanaan internal perusahaan dapat memperkecil kebutuhan perusahaan akan pendanaan eksternal yang tentunya dapat memperkecil biaya bunga yang dikeluarkan oleh perusahaan dan memperkecil kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

2.4.3 Struktur Modal

Struktur permodalan juga merupakan cara dari suatu perusahaan dalam mendanai pembelian aset, kegiatan operasional, dan lainnya baik melalui ekuitas maupun utang. Metode analisis struktur modal berbasis rasio di antaranya adalah, *debt to equity ratio*, *debt to total assets ratio*, *dividend coverage ratio*, *interest coverage ratio* dan *proprietary ratio*.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Hull, Stretcher dan Johnson (2011), dikatakan bahwa terdapat dua keistimewaan dari penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan (teori *trade-off*). Keistimewaan pertama yaitu keadaan ketika beban bunga dapat dijadikan pengurang pajak dan dapat berdampak pada semakin tingginya penggunaan utang sebagai pendanaan perusahaan dapat mengurangi beban pajak dan meningkatkan kekayaan perusahaan. Keistimewaan kedua yaitu risiko yang meningkat jika suatu perusahaan terus meningkatkan komposisi utang dalam struktur modalnya. Utang sendiri memiliki keuntungan yang signifikan bagi perusahaan karena utang memiliki biaya yang lebih murah dan menyediakan *tax shield* bagi perusahaan. Tetapi jika proporsi dari utang dari perusahaan berada pada posisi berlebihan, perusahaan akan mulai mengalami kesulitan keuangan karena perusahaan harus memenuhi kewajiban dalam membayarkan utang bunga tersebut.

Walaupun demikian berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 169/PMK.010/2015 yang mengatur mengenai ketentuan besarnya perbandingan antara utang dan modal dalam suatu perusahaan untuk menghitung pajak penghasilan. Pada peraturan tersebut pasal 2 ayat (1) diatur mengenai maksimal besarnya perbandingan antara utang dan modal sebesar empat dibanding satu (4:1). Jika besar dari perbandingan antara utang dan modal melebihi empat banding satu beban maka beban bunga yang bisa diakui dalam perhitungan pajak penghasilan juga terbatas. Dengan adanya peraturan tersebut terdapat kemungkinan mempengaruhi pengambilan keputusan dalam memilih sumber pendanaan perusahaan yang lebih lanjutnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara struktur modal dan kemungkinan suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

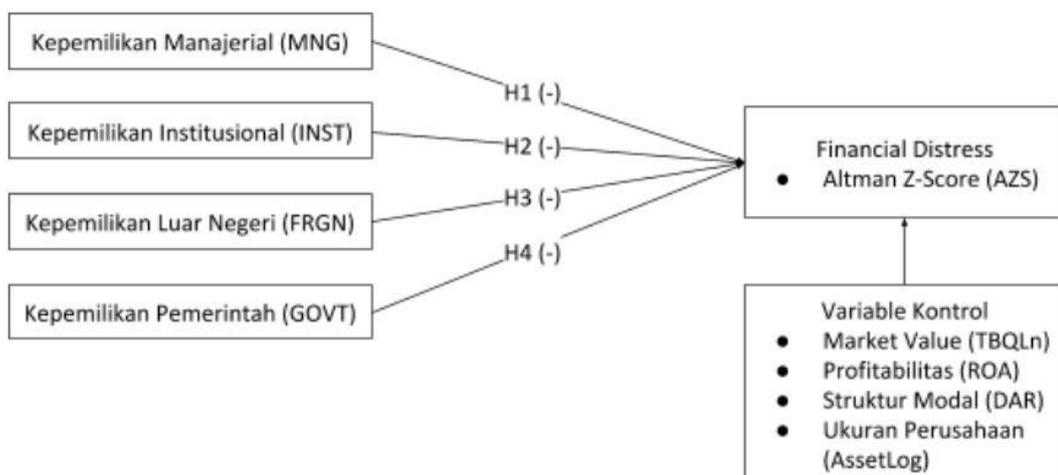
2.4.4 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan memang tidak bisa ditetapkan sebagai pengaruh terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan secara langsung. Namun, biasanya perusahaan besar lebih memiliki kemampuan untuk melakukan diversifikasi usaha. Selain itu, mereka juga memiliki sumber daya yang cukup untuk

menjalankan teknik-teknik manajemen yang lebih baik. Faktor-faktor tersebut dapat membantu perusahaan untuk memiliki kinerja yang lebih baik (Ukaegbu dan Oino, 2014). Walau demikian, perlu digaris bawahi juga bahwa tidak mudah bagi perusahaan besar untuk melakukan perubahan yang signifikan dalam waktu singkat sehingga bisa saja ukuran perusahaan yang besar menjadi salah satu penyebab suatu perusahaan menjadi tidak agile atau tidak mampu beradaptasi dengan perubahan pasar. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan beberapa proxy, misalnya dengan mengukur total aset, total penjualan, Market Capitalization.

Penelitian ini mengharapkan adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Hal ini didasari dengan keyakinan bahwa perusahaan di Indonesia tetap mampu mencetak kinerja yang positif dan mudah beradaptasi dengan perubahan pasar, walaupun perusahaan tersebut merupakan perusahaan yang sudah berkedudukan kuat.

2.5 Kerangka Penelitian



Gambar 2.1. Kerangka Penelitian

Sumber : Data yang diolah

BAB 3

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2012-2017 terkecuali perusahaan-perusahaan yang bergerak di industri keuangan. Alasan pengecualian perusahaan keuangan dalam menentukan populasi adalah perbedaan yang cukup signifikan dalam laporan keuangan, standar akuntansi, regulasi serta persyaratan terhadap tata kelola perusahaan keuangan dengan industri lainnya yang dikhawatirkan dapat berdampak pada tingkat akurasi dan informasi yang dihasilkan.

Teknik dari pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yang berarti sampel dipilih berdasarkan karakteristik-karakteristik tertentu sehingga diharapkan data yang diperoleh nantinya bisa lebih representatif dan dapat menjawab pertanyaan penelitian terkait (Sugiyono, 2010). Kriteria *purposive sampling* dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011 sampai dengan tahun 2017
2. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan yang berakhir pada tanggal 31 Desember setiap tahunnya dari tahun 2011 hingga tahun 2017
3. Perusahaan yang menerbitkan laporan tahunan selama tahun 2012-2017 dan menyediakan data yang dibutuhkan mengenai variabel-variabel dari penelitian ini, khususnya terkait dengan kepemilikan dan data keuangan lainnya yang diperlukan dalam menghitung rasio-rasio yang ada.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu data yang sudah tersedia sehingga tidak berasal dari narasumber (data primer). Data-data penelitian ini didapatkan melalui sumber data keuangan yang terpercaya seperti website perusahaan, website Indonesia Stock Exchange

(www.idx.co.id), dan Capital IQ. Jenis data yang diperlukan bersifat kuantitatif sehingga dapat diukur dan dihitung secara langsung.

3.2. Variabel Penelitian

3.2.1. Variabel Dependen

3.2.1.1. Altman Z-Score (AZS)

Dalam mengukur risiko kesulitan keuangan pada penelitian ini digunakan model Altman Z-Score. Model memprediksi kebangkrutan yang dibuat oleh Altman pada tahun 1968 merupakan pionir dalam menggunakan *multiple discriminant analysis*. Model tersebut dibuat dengan menekankan pengklasifikasian performa yang tergambar di rasio keuangan untuk mendeteksi kemungkinan suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan (Oz dan Simga-Mugan, 2018). Rumus asli yang dibuat oleh Edward Altman adalah sebagai berikut:

$$AZS = 0,012 X_1 + 0,014 X_2 + 0,033 X_3 + 0,006 X_4 + 0,999 X_5$$

Tabel 3.1. Penjelasan Altman Z-Score Model Pertama

Komponen	Deskripsi	Rumus Perhitungannya:
X ₁	Likuiditas	(Working Capital) / Total assets
X ₂	Age of Firm and cumulative profitability	Retained Earnings / Total Assets
X ₃	Profitabilitas	Earnings before Interest and Tax / Total Assets
X ₄	Struktur Modal	Book Value of Equity / Book Value of Liabilities
X ₅	Capital Turnover Rate	Sales / Total Assets

Sumber : Data yang diolah

Berdasarkan rumus asli tersebut, perusahaan dikategorikan kedalam tiga kategori berdasarkan kemungkinan keberlanjutan perusahaan tersebut. Jika indeks Z-score di bawah 1,80 menunjukkan bahwa perusahaan berada pada

distress zone dan di atas 2,99 berada pada *safe zone*. Namun, jika indeks Z-score tersebut berada di antara 1,8 dan 2,99 menunjukkan bahwa perusahaan tersebut berada pada *grey zone*. Berdasarkan keterangan Hawar Abdulkareem (2015), menjelaskan bahwa rumus asli dari Altman Z-Score diperuntukkan hanya untuk perusahaan manufaktur.

Kemudian, pada tahun 1983, Altman melakukan revisi terhadap rumus tersebut dengan mengganti X_4 yang tadinya *book value of equity* menjadi *market value of equity* atau *shareholder's equity*. Berdasarkan penjelasan lebih lanjut oleh Abdulkareem perubahan ini bertujuan agar rumus tersebut mampu mencakup lebih banyak sektor industri. Selanjutnya, rumus Altman yang telah direvisi pada tahun 1983 yang akan digunakan sebagai dasar perhitungan variabel dependen dalam penelitian ini. Alasan dari penggunaan Altman yang telah direvisi tahun 1983 adalah rumus tersebut mampu mencangkup lebih banyak sektor dan juga didasarkan pada penelitian Abdulkareem di tahun 2015 yang menunjukkan tingkat akurasi dan keandalan rumus yang lebih tinggi dibandingkan dengan hasil rumus asli yang diciptakan oleh Altman.

Berikut merupakan rumus dari Altman Z Score yang telah mengalami pembaharuan di tahun 1983:

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

Tabel 3.2. Penjelasan Altman Z-Score Model Kedua

Komponen	Deskripsi	Rumus Perhitungannya:
X_1	Likuiditas	<i>Working Capital / Total assets</i>
X_2	<i>Age of Firm and cumulative profitability</i>	<i>Retained Earnings / Total Assets</i>

Sumber : Data yang diolah

Tabel 3.2. Penjelasan Altman Z-Score Model Kedua (lanjutan)

Komponen	Deskripsi	Rumus Perhitungannya:
X ₃	Profitabilitas	<i>Earnings before Interest and Tax / Total Assets</i>
X ₄	Struktur Modal	<i>Shareholders' Equity / Total Liabilities</i>
X ₅	<i>Capital Turnover Rate</i>	<i>Sales / Total Assets</i>

Sumber : Data yang diolah

Berikut merupakan pengertian dari setiap komponen-komponen yang ada pada rumus Altman :

- a. *Working Capital / Total Assets*
Rasio ini akan menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan modal kerja bersih dari keseluruhan total aset yang dimiliki. *Working Capital* terdiri dari Aset Lancar dikurangi Kewajiban Jangka Pendek. *Working Capital* yang negatif bisa menggambarkan bahwa perusahaan tidak memiliki aset lancar yang cukup untuk menutupi kewajiban jangka pendeknya dan mungkin akan menghadapi masalah dalam membayar hutang-hutangnya nanti (Sari dan Indah, 2017).
- b. *Retained Earnings / Total Assets*
Komponen ini akan menjelaskan laba dan kerugian perusahaan selama ini yang sudah dikumulatifkan. Perusahaan yang baru didirikan akan mendapatkan nilai yang kecil untuk rasio ini dikarenakan mereka belum memiliki banyak waktu untuk mengumpulkan labanya.
- c. *Earnings before Interest and Tax / Total Assets*
Rasio ini akan menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari aktivitya dan mengukur produktivitas suatu

perusahaan tanpa melihat aspek pajak dan biaya bunga. Rasio ini merupakan kontributor terbesar di model Altman.

d. *Shareholders' Equity / Total Liabilities*

Komponen ini akan menjelaskan posisi solvabilitas perusahaan. Yang dimaksud dengan solvabilitas adalah kemampuan permodalan perusahaan dalam menanggung seluruh kewajibannya.

e. *Sales / Total Assets*

Rasio ini juga dikenal sebagai *capital-turnover ratio* dan rasio ini akan menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan asetnya untuk mendapatkan penjualan.

Perusahaan bisa dikatakan memiliki risiko tinggi untuk mengalami kesulitan keuangan jika angka Altman nya menunjukkan angka di bawah 1,2, sedangkan angka Altman yang di atas 2,9 mengindikasikan bahwa kecil kemungkinannya perusahaan akan mengalami kebangkrutan atau masalah keuangan. Angka di antara 1,2 sampai dengan 2,9 menunjukkan bahwa prospek posisi keuangan perusahaan di masa depan masih merupakan tanda tanya atau ambigu.

3.2.2. Variabel Independen Utama

3.2.2.1. Kepemilikan Manajerial (MNG)

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan suatu perusahaan atau organisasi dengan kepemilikan saham terbesar dikuasai oleh kepemilikan manajerial. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Mayasari, Fadah dan Endhiarto (2014), pengukuran dari kepemilikan manajerial didasarkan pada persentase dari jumlah saham yang dimiliki oleh direksi dan komisaris perusahaan tersebut dengan rumus sebagai berikut:

$$MNG = \frac{SHIM}{TSI} \times 100\%$$

MNG = *Managerial Ownership*

SHIM = *Shares Held by Insiders Managements*

TSI = *Total Shares Issued*

3.2.2.2. Kepemilikan Institusional (INST)

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan suatu Perusahaan atau organisasi dengan kepemilikan saham terbesar dikuasai oleh kepemilikan institusional. Menurut Liu, Laing, Cao dan Zhang (2018), Agrawal dan Knoeber (1996) serta Chaganti dan Dimampour (1991), pengukuran dari kepemilikan institusional didasarkan pada persentase dari jumlah saham yang dimiliki oleh institusi keuangan atau lembaga keuangan (perbankan, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dan perusahaan lain yang bergerak di sektor keuangan atau finansial) dengan rumus sebagai berikut:

$$INST = \frac{SHIC}{TSI} \times 100\%$$

INST = *Institutional Ownership*

SHIC = *Shares Held by Institutional Company*

TSI = *Total Shares Issued*

3.2.2.3. Kepemilikan Asing (FRGN)

Kepemilikan asing merupakan kepemilikan suatu perusahaan atau organisasi dengan kepemilikan saham terbesar dikuasai oleh kepemilikan dari entitas asing. Menurut Lee dan Chung (2018), pengukuran dari kepemilikan asing didasarkan pada persentase dari jumlah saham yang dimiliki oleh institusi asing maupun perusahaan asing dengan rumus sebagai berikut:

$$FRGN = \frac{SHFI}{TSI} \times 100\%$$

FRGN = *Foreign Ownership*

SHFI = *Shares Held by Foreign Investors*

TSI = *Total Shares Issued*

3.2.2.4. Kepemilikan Pemerintah (GOVT)

Government Ownership merupakan kepemilikan suatu perusahaan atau organisasi dengan kepemilikan saham terbesar dikuasai oleh pemerintah. Menurut Huang, Kabir, dan Zhang (2018), pengukuran dari kepemilikan pemerintah didasarkan pada persentase dari jumlah saham yang dimiliki oleh institusi pemerintah atau lembaga pemerintah dengan rumus sebagai berikut:

$$GOVT = \frac{SHG}{TSI} \times 100\%$$

GOVT = *Government Ownership*

SHG = *Shares Held by Government*

TSI = *Total Shares Issued*

3.2.3. Variabel Kontrol

3.2.3.1. Nilai Pasar Perusahaan (TBQLn)

Metode pengukuran dari Tobin's Q merupakan pengukuran rasio dari nilai pasar dari suatu perusahaan yang dibagi dengan nilai buku dari total aset perusahaan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Sudiyatno dan Puspitasari (2010), mengatakan bahwa Tobin's merupakan pengukur kinerja dengan membandingkan antara dua penilaian dari aset yang sama. Di penelitian lainnya (Fiakas, 2005), Tobin's Q merupakan rasio menyertakan nilai pasar aset perusahaan yang diukur oleh nilai pasar dari (*enterprise value*) terhadap *replacement cost* dari aset perusahaan. Secara garis besar, dapat diformulasikan sebagai rasio antara harga pasar dari aset perusahaan dan *replacement value* dari aset tersebut yang dapat dihitung sebagai berikut:

$$Q = \frac{MVS + MVD}{RVA}$$

Tabel 3.3 Penjelasan Tobin's Q Model Pertama

Komponen	Deskripsi	Penjelasan
MVS	<i>Market value of all outstanding shares</i>	Harga saham di pasar
MVD	<i>Market value of all debt</i>	Nilai dari hutang di pasar
RVA	<i>Replacement value of all production capacity</i>	Nilai setara dengan seluruh kapasitas produksi

Sumber : Data yang diolah

Selanjutnya, dalam penelitian ini akan digunakan rumus Tobin's Q yang telah melalui tahap pengembangan oleh Chung dan Pruitt pada tahun 1994. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Chung dan Pruitt menunjukkan bahwa

rumus Tobin's Q yang telah melalui tahap pengembangan menawarkan perhitungan yang lebih mudah dilacak sumbernya sehingga mampu menghasilkan output yang relatif lebih akurat dan tepat waktu. Berikut merupakan formulasi dari rumus tersebut (Chung dan Pruitt,1994):

$$Q = \frac{MVS + D}{TA}$$

Tabel 3.4. Penjelasan Tobin's Q Model Kedua

Komponen	Deskripsi	Penjelasan
MVS	<i>Market value of all outstanding shares</i>	Harga saham di pasar
D	<i>Debt</i>	Nilai dari hutang
TA	<i>Firm's Asset's</i>	Nilai Buku dari Aset perusahaan

Sumber : Data yang diolah

D sendiri dapat dikalkulasikan sebagai berikut:

$$D = (AVCL - AVCA) + AVLTD$$

Tabel 3.5 Penjelasan lebih lanjut mengenai Debt

Komponen	Deskripsi	Perhitungan
AVCL	<i>Accounting value of the firm's current liabilities</i>	Utang jangka pendek + Utang pajak
AVCA	<i>Accounting value of the firm's Current Assets</i>	Kas dan Ekuivalen + Piutang Dagang + Persediaan
AVLTD	<i>Accounting value of the firm's long term debt</i>	Hutang jangka panjang

Sumber : Data yang diolah

Jika nilai dari Tobin's Q berada di bawah satu, menunjukkan *nilai pasar* yang berada di bawah nilai dari aset perusahaan dan perusahaan berada dalam keadaan *undervalued*. Dalam kata lain nilai Tobin's Q berada di atas satu, menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang *overvalued* dan menunjukkan kesempatan investasi, potensi pertumbuhan, dan sistem manajemen performa yang lebih baik. Dengan begitu diharapkan bahwa nilai dari Tobin's Q yang semakin

tinggi memiliki dampak positif terhadap peningkatan performa perusahaan di masa depan yang berarti memperkecil kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Penelitian ini menghitung nilai pasar dengan menggunakan model yang telah disimplifikasi dengan alasan ketersediaan informasi. Pada model *Tobin's Q* yang telah disimplifikasi menggunakan nilai buku dari aset perusahaan sedangkan yang belum disimplifikasi menggunakan aset yang digunakan untuk melakukan produksi atau nilai setara dengan seluruh kapasitas produksi. Skala dari metode pengukuran *Tobin's Q* pada penelitian ini dinyatakan dalam bentuk Logaritma Natural untuk meminimalisasi perbedaan antar observasi.

$$TBQLn = Ln\left(\frac{MVS + D}{TA}\right)$$

MVS = Harga Saham di Pasar

D = Nilai dari Hutang

TA = Nilai buku dari aset perusahaan

3.2.3.2. Profitabilitas (ROA)

Profitabilitas pada penelitian ini diukur melalui dua rasio profitabilitas yaitu *profit margin ratio* dan *return on assets ratio*. Rasio profitabilitas sendiri bertujuan mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas masuk dari kegiatan operasionalnya yang dapat berdampak pada likuiditas perusahaan dan juga kemampuan perusahaan untuk berkembang dimasa depan. Rasio *return on assets* merupakan metode pengukuran yang digunakan dalam mengukur kemampuan perusahaan dalam mengoptimalkan penggunaan aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba. Berdasarkan buku *Financial Accounting* (Weygandt, Kimmel dan Kieso, 2012), formula dari *return on assets ratio* sebagai berikut:

$$ROA = \frac{NI}{AvgA}$$

ROA = *Return on Assets*

NI = *Net Income*

AvgA = *Average Assets*

Nilai dari ROA yang semakin besar menunjukkan kemampuan yang semakin baik dalam mengoptimalkan penggunaan aset dalam menghasilkan laba. Sebaliknya nilai ROA yang semakin kecil menunjukkan bahwa perusahaan kurang mampu mengoptimalkan penggunaan asetnya. Skala dari metode pengukuran *profitabilitas* pada penelitian ini dinyatakan dalam rasio. Penelitian yang dilakukan oleh Udin *et al.* (2018) menunjukkan bahwa *return on asset* memiliki hubungan negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.

3.2.3.3. Struktur Modal (DAR)

Penelitian ini menggunakan Debt to Asset Ratio sebagai proksi untuk mengukur struktur modal perusahaan. Berdasarkan buku Financial Accounting oleh Weygandt, Kimmel dan Kieso (2012), perhitungan untuk Debt to Asset Ratio terdiri dari:

$$DAR = \frac{Total\ Debt}{Total\ Asset}$$

DAR = Debt to Asset Ratio

Total Debt = Kewajiban yang menanggung beban bunga

Total Asset = Total Nilai Aset

Selain untuk mengukur seberapa besar kegiatan *financing* perusahaan berasal, rumus ini juga membantu untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar utang-utangnya. Semakin besar angka DAR, semakin besar juga aset yang dimiliki perusahaan sekarang yang dibiayai dari utang. Skala dari metode pengukuran struktur modal pada penelitian ini dinyatakan dalam rasio. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Udin *et al.* (2018), menunjukkan bahwa struktur modal memiliki hubungan positif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.

3.2.3.4 Ukuran Perusahaan (AssetLog)

Penelitian ini menggunakan angka dari total aset untuk mengukur ukuran perusahaannya. Hal ini sejalan dengan penelitian Huang, Kabir dan Zhang (2017) yang menggunakan total aset sebagai proksi ukuran perusahaan observasinya.

Persebaran data mentah Asset tercondong ke kanan (mean>median), sehingga treatment transformasi yang paling sesuai adalah Log (Studenmund, 2017). Angka dari total aset diubah ke dalam bentuk Logaritma untuk meminimalisasi jarak antara observasi demi mendapatkan data yang normal, sebab penyebaran data yang normal diperlukan untuk mendapatkan hasil regresi yang memiliki keakuratan yang lebih tinggi. Hal ini juga terbukti dengan adanya peningkatan di angka R-Squared dan penurunan angka Root MSE. Berikut adalah perhitungan untuk variabel tersebut:

$$AssetLog = \text{Log} (Total Assets)$$

Tabel 3.6. Tabel Operasionalisasi Variabel

Jenis Variabel	Indikator	Skala	Sumber
Variabel Dependen			
Risiko Kesulitan Keuangan (AZS)	$AZS_t = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5$	Rasio	Oz dan Simga-Mugan (2018), Hawar Abdulkareem (2015)
Variabel Independen			
Managerial Ownership (MNG)	$MNG = \frac{\text{Shares held by insiders managements}}{\text{Total shares issued}}$	Rasio	Mayasari (2014)
Institutional Ownership (INST)	$INST = \frac{\text{Shares held by institutional company}}{\text{Total shares issued}}$	Rasio	Liu, <i>et al.</i> (2016), Agrawal dan Knoeber (1996), Chaganti dan Dimampour (1991)
Foreign Ownership (FRGN)	$FRGN = \frac{\text{Shares held by foreign investors}}{\text{Total shares issued}}$	Rasio	Lee dan Chung (2018)

Jenis Variabel	Indikator	Skala	Sumber
Government Ownership (GOVT)	$GOVT = \frac{\text{Shares held by government}}{\text{Total shares issued}}$	Rasio	Huang, Kabir, dan Zhang (2017)
Variable Kontrol			
Nilai Pasar Perusahaan (TBQLn)	$TBQ = \ln \left(\frac{\text{Total market value of equity} + \text{Total Debt}}{\text{Total assets}} \right)$	Rasio	Lee dan Chung (2018)
Profitabilitas (ROA)	$ROA = \frac{\text{Net income}}{\text{Total assets}}$	Rasio	Udin <i>et al.</i> , (2017)
Struktur Modal (DER)	$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total shareholder's equity}}$	Rasio	Huang, Kabir, dan Zhang (2017)
AssetLog	$\text{AssetLog} = \log (\text{Total Assets})$	Rasio	Huang, Kabir, dan Zhang (2017)

Sumber: data yang diolah

3.3. Model penelitian

$$AZS_t = \alpha_0 + \alpha_1MNG_{it} + \alpha_2INST_{it} + \alpha_3FRGN_{it} + \alpha_4GOVT_{it} + \alpha_5TBQLn_{it} + \alpha_6ROA_{it} + \alpha_7DAR_{it} + \alpha_8AssetLog_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\varepsilon_{it} = \mu_i + e_{it} \quad i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T$$

AZS_t = Altman Z-Score

$INST_{it}$ = Institutional ownership

MNG_{it} = Managerial ownership

$FRGN_{it}$ = Foreign ownership

$GOVT_{it}$ = Government ownership

$TBQLn_{it}$ = Logaritma Natural dari Tobin's Q

ROA_{it} = Return on Asset Ratio

DAR_{it} = Debt to Asset Ratio

$AssetLog$ = Logaritma dari Nilai Asset

3.4 Metode Analisis

Dalam kegiatan penyusunan penelitian ini menggunakan Program Stata versi 13.0 untuk mengelola data-data kuantitatif yang ada. Hasil dari pengolahan data ini diharapkan bisa menunjukkan relevansi antara data-data yang ada dan dapat digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian yang sudah ditetapkan sebelumnya. Data-data yang akan dianalisis merupakan data panel, yang merupakan gabungan antara *time series data* (satu perusahaan dalam beberapa tahun yang berbeda) dan *cross section data* (beberapa tahun dalam satu tahun yang sama).

Sebelum melakukan data diuji untuk hipotesis serta pertanyaan penelitian, maka diperlukan pengujian atas data untuk mempelajari karakteristik dari data dan memastikan bahwa data-data tersebut tidak memiliki suatu kecenderungan dan berbentuk Bell-Shaped Curve atau Normal Curve. Bell-Shaped Curve menunjukkan bahwa data terdistribusi secara *symmetrical* dari segi rata-rata, median dan modusnya (Salkind, 2013). Pengujian yang akan dilakukan untuk memastikan data terdistribusi dengan normal adalah pengujian statistik deskriptif

dan pengujian uji asumsi klasik. Jika data sudah terbukti normal, maka pengujian selanjutnya yaitu uji hipotesis dapat dilakukan. Untuk pengujian hipotesis, maka penelitian ini akan menggunakan metode analisis regresi linear dalam menjalankan kegiatan pengujiannya.

3.4.1 Statistik Deskriptif

Statistik Deskriptif digunakan untuk menyusun dan menjelaskan karakteristik dari sekumpulan data (Salkind, 2013). Tujuannya adalah mempermudah dan memperjelas variabel-variabel penelitian agar lebih sederhana dan dapat dipahami dengan lebih baik. Dengan informasi-informasi yang ada, dapat diperkirakan tingkat normalitas dan tingkat *error* dari penyebaran data yang digunakan dalam penelitian. Keterangan-keterangan yang biasanya ada dalam suatu hasil dari Statistik Deskriptif adalah sebagai berikut:

Tabel 3.7. Komponen Statistik Deskriptif

Komponen	Keterangan
Obs	Jumlah data yang ada
<i>Mean</i>	Rata-rata dari keseluruhan data yang ada
Median	Titik tengah dari keseluruhan data
Standar Deviasi	Rata-rata deviasi data dari titik <i>Mean</i>
Min	Nilai minimum dari data tersebut
Max	Nilai maximum dari data tersebut

Sumber: data yang diolah

3.4.2 Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi Klasik merupakan metode pengujian terhadap regresi linear berganda dengan tujuan menghasilkan suatu model regresi yang baik dan memenuhi kriteria BLUE: Best, Linear, Unbiased, dan Estimated (Kuncoro, 2003). Selain untuk menguji hubungan di antara variabel dependen dan independen, model tersebut juga digunakan untuk menjelaskan koefisien dari variabel independen dan variabel kontrol (Damodar, Gujarati dan Porter, 2009). Setelah

memenuhi kriteria-kriteria tersebut, maka data baru dapat dikatakan memenuhi prasyarat uji asumsi klasik. Selanjutnya, penelitian ini akan menggunakan empat pengujian dari sepuluh pengujian yang ada untuk melakukan uji asumsi klasik. Empat pengujian yang akan digunakan adalah sebagai berikut: uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas. Metode pengujian yang dipilih juga merupakan metode pengujian yang umum digunakan pada model regresi linier berganda.

3.4.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk memastikan bahwa data telah terdistribusi dengan normal. Dalam melakukan uji normalitas, yang penting untuk diperhatikan adalah *Skewness* dan *Kurtosis* dari data (Ghozali, 2011). *Skewness* menjelaskan apakah data terdistribusi secara proporsional atau ada kecenderungan di satu sisi sehingga nilai rata-rata tidak berada di titik tengah distribusi (Salkind, 2013). Di sisi lain, *kurtosis* menggambarkan titik tertinggi atau tingkat keruncingan dari suatu kurva. Suatu data bisa dikatakan normal ketika *skewness*-nya masih berada di antara minus tiga sampai dengan tiga dan *kurtosis*-nya masih terletak di antara minus sepuluh sampai dengan sepuluh (Kline, 2011).

Metode pengujian dari uji normalitas dapat dilakukan melalui berbagai cara, misalnya: Anderson-Darling test, Kolmogorov-Smirnovtest, Pearson Chi-Square test, Cramer-von Mises test, Shapiro-Wilktest dan Fisher's Cumulate test (Oktaviani dan Notobroto, 2014). Dalam penelitian ini, pengujian atas normalitas dilakukan dengan melihat nilai dari *skewness* dan *kurtosis* masing-masing variabel. Jika tidak ditemukan nilai *skewness* di atas tiga ataupun di bawah minus tiga, maka data dari variabel tersebut dianggap sudah terdistribusi secara normal. Begitu pula dengan nilai *kurtosis*, jika tidak ditemukan nilai kurtosis di atas sepuluh maupun di bawah minus sepuluh, maka data dari variabel tersebut dianggap telah terdistribusi secara normal.

3.4.2.2 Uji Autokorelasi

Berdasarkan Gunawan (2016), autokorelasi sendiri memiliki arti bahwa terdapat korelasi antara anggota dari serangkaian observasi yang diurutkan berdasarkan waktu dan ruang. Akibat dari adanya autokorelasi khususnya dalam model regresi adalah model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel kriterium (variabel dependen) pada nilai variabel prediktor (variabel independen) tertentu. Fenomena autokorelasi biasanya terjadi pada rangkaian data *time series*, ketika terdapat korelasi antara data di periode yang satu dengan data yang ada di periode sebelum maupun setelahnya di dalam model regresi linearnya (Ghozali, 2011). Beberapa alasan mengapa suatu rangkaian data bisa mengalami autokorelasi adalah sebagai berikut:

1. Inertia: biasanya terjadi ketika menggunakan data yang bersifat *time series*.
2. Cobweb phenomenon: pengaruh perbedaan periode yang berdampak kepada perubahan harga pada kurva permintaan dan penawaran sehingga akan membutuhkan waktu lebih lama untuk membuat keputusan.
3. Modelnya bias: bisa diakibatkan dari persamaan linear yang salah
4. Terjadinya manipulasi data

Dalam melakukan pengujian autokorelasi, penelitian ini akan menggunakan pengujian Woolridge dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : Tidak ada autokorelasi

H_1 : Ada autokorelasi

Jika nilai $Prob > F$ lebih besar dari lima persen, maka H_0 diterima dan dapat diasumsikan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi di sampel penelitian ini.

3.4.2.3 Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas digunakan untuk mengetahui kesalahan standar estimasi model dalam penelitian. Berdasarkan Gunawan (2016), uji ini merupakan syarat penting untuk semua uji regresi. Adanya multikolinearitas menunjukkan bahwa adanya korelasi antara variabel independen penelitian (Ghozali, 2011), hal

ini dapat dideteksi dengan menghitung koefisien korelasi ganda dan membandingkannya dengan koefisien korelasi antar variabel bebas. Jika suatu model regresi berganda memiliki multikolinearitas maka dapat berdampak pada model yang tidak valid untuk menjelaskan variabel endogen. Multikolinearitas dapat disebabkan oleh beberapa faktor, yaitu:

1. Regresi yang dilakukan pada sampel yang sumbernya hanya terbatas dari sebuah populasi
2. Terdapat hubungan antara satu variabel dengan variabel yang lainnya
3. Ditemukan adanya spesifikasi model
4. Model yang digunakan memiliki variabel yang lebih besar dibanding jumlah observasi

Multikolinearitas dapat dideteksi dengan menghitung koefisien korelasi ganda dan membandingkannya dengan koefisien korelasi antar variabel bebas. Jika antar variabel memiliki multikolinearitas maka nilai Variance Inflation Factor (VIF) akan bernilai lebih dari sepuluh (Damodar, Gujarati dan Porter, 2009).

3.4.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas memiliki arti varians variabel dalam suatu model yang tidak sama (Gunawan, 2016). Akibat yang muncul dari adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir yang diperoleh tidak efisien, dalam sampel kecil maupun dalam sampel besar. Cara yang dapat dilakukan dalam mendeteksi adanya kasus heteroskedastisitas atau pengujian heteroskedastisitas adalah dengan memperhatikan plot dari sebaran residual dan variabel yang diprediksikan. Uji heteroskedastisitas dikatakan model bebas dari asumsi heteroskedastisitas jika sebaran dari titik-titik dalam plot tidak menunjukkan pola tertentu.

Berikut adalah beberapa penyebab dari terjadinya masalah heteroskedastisitas dalam sebuah sampel:

1. Terdapat error learning models

2. Adanya beberapa perubahan akibat peningkatan suatu variabel yang signifikan
3. Peningkatan teknik pengumpulan data yang menyebabkan penurunan standar deviasi
4. Terdapat data outlier di suatu sampel

Berikut adalah hipotesis untuk mendeteksi apakah terdapat masalah heteroskedastisitas di sampel penelitian ini:

H_0 : Tidak ada masalah heteroskedastisitas

H_1 : Ada masalah heteroskedastisitas

Penelitian ini akan menggunakan metode Breusch-Pagan untuk menguji adanya heteroskedastisitas di antara variabel penelitian. Sampel yang diharapkan adalah sampel yang bebas dari masalah heteroskedastisitas atau sampel yang bersifat homoskedastisitas. Sampel dianggap homoskedastisitas ketika nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05.

3.4.3 Panel Data

Data panel merupakan kombinasi dari data time series dan data cross section. Jika di data time series hanya meliputi satu objek di beberapa titik waktu yang berbeda dan data cross section meliputi beberapa objek berbeda di titik waktu yang sama, maka data panel merupakan data yang terdiri dari beberapa objek penelitian yang dikumpulkan dari beberapa titik waktu yang berbeda. Menurut Hsiao (2014) dan Baltagi (2008), terdapat beberapa keuntungan dalam penggunaan data panel dibandingkan model data lainnya. Sebagai contoh, dikarenakan data memiliki beberapa objek penelitian yang berbeda dalam waktu yang berbeda, maka data akan lebih bervariasi dan juga dapat menyediakan lebih banyak informasi.

Terdapat tiga metode estimasi model regresi untuk data panel, yaitu: *Ordinary Least Square (OLS)*, *Fixed Effect (FE)*, dan *Random Effect (FE)*. *Ordinary Least Square* mengasumsikan intersep dan slope koefisien dianggap konstan baik antara individu maupun dari tahun ke tahun, sehingga dalam kata lain,

pendekatan ini menganggap bahwa perilaku data antar individu sama dalam berbagai kurun waktu. Untuk *Fixed Effect* sendiri, pendekatan ini mempertimbangkan adanya perbedaan karakteristik setiap individu misalnya budaya, gaya kepemimpinan dan lain sebagainya (Raharjo *et al*, 2014). Oleh karena itu *Fixed Effect* tetap mengasumsikan adanya intersep yang berbeda antara individu, namun intercept antar individu tidak bervariasi sepanjang periode. Di lain sisi, *Random Effect* memiliki sedikit perbedaan dalam segi model tersebut mencakup komponen *error* yang bisa berbeda-beda setiap individu dan waktu.

3.4.4 Uji Ketepatan Model

Metode analisis dari penelitian ini menggunakan metode regresi panel, longitudinal, atau micro panel data, yang merupakan kombinasi dari *time series* dan *cross section*. Dari data yang telah diperoleh akan diolah menggunakan program. Dalam penentuan model regresi dengan menggunakan data panel dapat dilakukan melalui tiga pendekatan, antara lain: Chow Test, Hausman Test dan Lagrange Multiplier Test.

3.4.4.1 Chow Test

Dalam penentuan metode estimasi regresi data panel yang paling tepat, dapat dilakukan pengujian chow test atau uji chow pengujian ini bertujuan untuk menentukan model yang paling tepat digunakan untuk mengestimasi data panel di antara *Ordinary Least Square* (OLS) atau *Fixed Effect Model* (FE).

Dalam uji Chow , apabila hasil:

H₀: metode estimasi regresi data panel yang paling tepat adalah OLS

H₁: metode estimasi regresi data panel yang paling tepat adalah FE

H₀ diterima jika jika nilai dari probabilitas F lebih besar dari 0,05 (Alfa > 0,05). Sebaliknya H₁ diterima jika nilai dari probabilitas F lebih kecil dari 0,05 (Alfa < 0,05), yang berarti model *Fixed Effect* akan lebih sesuai untuk digunakan.

3.4.4.2 Hausman Test

Dalam menentukan metode estimasi regresi data panel yang paling tepat juga dapat dilakukan pengujian hausman test atau uji hausman dalam menentukan model yang paling tepat digunakan untuk mengestimasi data panel di antara *Fixed Effect Model (FE)* atau *Random Effect Model (RE)*.

Dalam uji Hausman , apabila hasil:

H_0 : metode estimasi regresi data panel yang paling tepat adalah RE

H_1 : metode estimasi regresi data panel yang paling tepat adalah FE

Dalam penelitian Hausman Test, H_1 diterima jika nilai $Prob > \chi^2$ lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *Random Effect Model* akan lebih cocok untuk penelitian ini.

3.4.4.3 Lagrange Multiplier Test

Terakhir, dapat juga dilakukan uji *Lagrange Multiplier (LM)* untuk mengetahui model yang paling tepat untuk digunakan antara *Random Effect Model (RE)* dan *Ordinary Least Square (OLS)*.

Dalam uji Lagrange Multiplier , apabila hasil:

H_0 : metode estimasi regresi data panel yang paling tepat adalah OLS

H_1 : metode estimasi regresi data panel yang paling tepat adalah RE

Ketika nilai $Prob > \chi^2$ lebih kecil dari nilai alfa yang sudah ditentukan sebelumnya (umumnya 0,05), maka H_0 diterima dan berarti model yang paling fit untuk penelitian ini merupakan *Ordinary Least Square*.

3.4.5 Metode Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk menjelaskan bagaimana pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya. Tiga metode yang dapat dilakukan dalam melakukan pengujian hipotesis adalah: Uji Signifikansi Simultan (Uji F), Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji T), Uji Koefisien Determinasi (Uji R^2).

3.4.5.1 Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Uji Signifikansi Simultan dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel independen memiliki pengaruh atas variabel dependennya secara simultan atau bersama-sama. Jika nilai signifikansinya di bawah 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa secara simultan variabel-variabel independen dalam penelitian tersebut memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel independennya.

3.4.5.2 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji T)

Uji signifikansi parameter individual bertujuan untuk mempelajari seberapa jauh pengaruh suatu variabel independen dalam menerangkan variabel dependennya dengan asumsi variabel lainnya bersifat konstan (Ghozali, 2011). Jika nilai signifikansinya di atas 0,05 maka hal ini dapat menunjukkan bahwa variabel independen terkait tidak secara signifikan dapat mempengaruhi variabel dependennya. Dari uji signifikansi parameter individual, juga akan didapatkan nilai koefisien masing-masing variabel untuk melengkapi model penelitian.

3.4.5.3 Uji Koefisien Determinasi (Uji R²)

Koefisien Determinasi pada dasarnya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Damodar, Gujarati dan Porter, 2009). Nilai koefisien determinasi biasanya berkisar di antara 0 sampai dengan 1. Nilai sama dengan satu memiliki arti bahwa variabel independen dapat menjelaskan setiap informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen. Di sisi lain, jika nilai koefisien determinasi sama dengan 0, maka bisa diasumsikan bahwa variabel independen tidak memiliki pengaruh ataupun hubungan apapun terhadap variabel dependen. Selisih antara satu dan nilai koefisien determinasi menunjukkan seberapa besar pengaruh variabel lainnya yang tidak dicantumkan dalam model ini dapat mempengaruhi variabel dependen tersebut.

BAB 4

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Pemilihan Sampel

Penelitian ini menggunakan perusahaan-perusahaan yang bergerak di industri nonkeuangan dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam periode tahun 2012 sampai dengan tahun 2017 (6 tahun). Penelitian ini menggunakan data-data yang tersedia di Capital IQ dan Laporan Keuangan dari perusahaan terkait. Perusahaan-perusahaan dari sektor keuangan tidak diikutsertakan dalam penelitian ini mengingat perusahaan tersebut memiliki kerangka bisnis yang cukup berbeda dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan dari industri lainnya, sehingga cara menilai posisi keuangannya pun tidak sama.

Tabel 4.1 menunjukkan kriteria-kriteria pemilihan sampel serta rincian perhitungan jumlah sampel untuk penelitian ini.

Tabel 4.1 Kriteria Pemilihan Sampel

Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah Perusahaan	Jumlah Observasi
Perusahaan yang bergerak di bidang nonkeuangan selama tahun 2012-2017	520	2.371
Beberapa data keuangan yang diperlukan tidak tersedia	7	(32)
Data kepemilikannya tidak wajar (di atas 100%)	9	(21)
Outlier menurut proses <i>Standardized Residual</i> (lampiran 2)	83	(253)
Jumlah Observasi yang menjadi Sampel	421	2065

Sumber : Data yang diolah

Penelitian ini menggunakan metode *Standardized Residual* dalam mengidentifikasi dan mengeliminasi *outlier-outlier* dari data yang sudah dikumpulkan sebelumnya. Yang dimaksud dengan *Standardized Residuals* adalah

hasil konversi nilai residual yang berbentuk standar deviasi. Pengeliminasian outlier dilakukukan dengan cara membandingkan nilai *Standardized Residual* ke standar yang sudah ditetapkan secara universal. Dikarenakan penelitian ini menggunakan *confidence level* 95 persen, maka batas dari nilai *Standardized Residual* ada di angka -1.96 sampai dengan 1.96. Jika terdapat observasi yang memiliki nilai *Standardized Residual* di atas 1,96 atau di bawah -1,96, maka observasi tersebut akan dikeluarkan dari sampel penelitian ini (Field, 2013).

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik Deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisa data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud untuk membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau menggeneralisasi (Sugiyono, 2014). Oleh sebab itu, statistik deskriptif sebenarnya dapat diartikan sebagai suatu metode yang meringkas, menyajikan dan mendeskripsikan data-data atau observasi menjadi suatu bentuk yang lebih mudah dibaca sehingga gambaran umum mengenai sifat data ataupun observasi bisa tersampaikan dengan baik.

Tabel 4.2 menunjukkan sifat dari observasi yang digunakan dalam penelitian ini. Dengan Altman Z-Score (AZS) sebagai variabel dependennya dan variabel independennya yaitu berbagai jenis kepemilikan seperti Kepemilikan Instusional (INST), Kepemilikan Manajerial (MNG), Kepemilikan Pemerintah (GOVT), dan Kepemilikan Asing (FRGN). Terdapat juga empat variabel kontrol yang terdiri dari Tobin's Q (TBQLn) yang sudah di-Logaritma Natural, Rasio *Return on Asset* (ROA), Rasio *Debt to Asset* (DAR), dan Log dari *Total Asset*. Penjabaran dari tabel statistik deskriptif tersebut akan dilakukan di bagian selanjutnya.

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Std. Dev	Min	Max
AZS	1,3679	1,3053	0,9245	-3,9111	4,4430
MNG	0,0611	0,0004	0,1509	0,0000	0,9320
INST	0,0820	0,0202	0,1380	0,0000	0,9458
FRGN	0,2724	0,1106	0,3204	0,0000	0,9977
GOVT	0,0300	0,0000	0,1384	0,0000	0,9003
TBQLn	0,0167	-0,0900	0,7531	- 5,1337	3,1242
Tobin's Q	1,4205	0,9098	1,7043	0,0419	22,7419
ROA	0,0344	0,0297	0,0942	- 1,2110	0,5266
DAR	0,2713	0,2464	0,2200	0,0000	2,2235
AssetLog	6,4286	6,4113	0,6939	4,1790	8,4710
Total Asset (dalam jutaan Rupiah)	8.928.052	2.577.918	20.311.566	15.100.64	295.830.000

AZS adalah Altman Z-Scores; MNG adalah Kepemilikan Manajerial; INST adalah Kepemilikan Institusional; FRGN adalah Kepemilikan Asing; GOVT adalah Kepemilikan Pemerintah; TBQLn adalah Nilai Tobin's Q yang sudah dalam bentuk Logaritma Natural; ROA adalah Rasio *Return On Asset*; DAR adalah Rasio *Debt to Asset*; AssetLog adalah *Total Asset* dalam bentuk Logaritma

Sumber : Data yang diolah

4.2.1 Risiko Kesulitan Keuangan (AZS)

Terdapat pengukuran tersendiri dalam melakukan analisis untuk nilai Altman Z-Score, yaitu angka di atas 2,9 menunjukkan bahwa perusahaan terbebas dari risiko kesulitan keuangan, sedangkan angka di bawah 1,2 memiliki arti bahwa perusahaan memiliki kemungkinan dalam mengalami kesulitan keuangan. Kemudian, nilai di antara 1,2 sampai dengan 2,9 menunjukkan bahwa kondisi keuangan suatu perusahaan masih belum bisa diprediksi.

Secara rata-rata, nilai Altman Z-Score untuk perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berada di angka 1,88, hal ini menunjukkan bahwa

performa keuangan perusahaan-perusahaan tersebut masih harus diteliti lebih lanjut karena belum dapat didefinisikan menurut pengkategorian Altman Z-Score. Angka terkecil untuk nilai Altman Z-Score berada di kategori perusahaan mengalami kesulitan keuangan yaitu -3,9111. Sebaliknya angka terbesar dari nilai Altman Z-score dari total observasi yaitu mencapai 4,4430. Rentang nilai pada variabel ini mencapai 8,3541.

Tabel 4.3 Jumlah Perusahaan di Masing-Masing Kategori Altman Z-Score

	Terdapat Risiko Kesulitan Keuangan	<i>Grey Area</i>	Terbebas dari Risiko Kesulitan Keuangan
2012	109	157	27
2013	129	168	20
2014	144	180	16
2015	166	167	15
2016	185	171	16
2017	190	188	17

Sumber : Data yang diolah

Terdapat indikasi bahwa jumlah perusahaan yang mengalami kemungkinan kesulitan keuangan maupun yang berada di *Grey Area* meningkat setiap tahunnya, hal ini juga tercermin dari penurunan jumlah perusahaan yang tidak memiliki risiko kesulitan keuangan sama sekali. Secara proporsi, perusahaan yang terbebas dari risiko kesulitan keuangan pun sangat kecil dibandingkan dengan total populasi. Terdapat tujuh perusahaan berhasil menjaga kondisi keuangannya selama enam tahun tersebut, perusahaan tersebut ialah: PT Surya Citra Media Tbk, PT Multi Bintang Indonesia, PT Selamat Sempurna Tbk, PT Kalbe Farma Tbk, PT HM Sampoerna Tbk, PT Ace Hardware Indonesia Tbk, dan PT Unilever Indonesia Tbk. Bahkan, PT Unilever Indonesia Tbk berhasil meraih nilai Altman Z-Score tertinggi dari seluruh observasi yang ada, dengan nilai 4,4267 di tahun 2013 dan 4,4430 di tahun 2014. Sebaliknya, perusahaan yang nilai Altman

Z-Score-nya terendah adalah perusahaan PT Modern Internasional Tbk di tahun 2013.

Tabel 4.4 Jumlah Observasi di Masing-Masing Level Kepemilikan

	Tidak ada Kepemilikan (0%)	Kepemilikan di bawah 20%	Kepemilikan di bawah 50%, tetapi di atas 20%	Kepemilikan di atas 50%
MNG	766 (37,09%)	1099 (53,22%)	132 (6,39%)	68 (3,29%)
INST	716 (34,67%)	1103 (53,41%)	195 (9,44%)	51 (2,47%)
FRGN	569 (27,55%)	644 (31,19%)	314 (15,21%)	538 (26,05%)
GOVT	1962 (95,01%)	10 (0,48%)	0 (0%)	93 (4,50%)

MNG adalah Kepemilikan Manajerial; INST adalah Kepemilikan Institusional; FRGN adalah Kepemilikan Asing; GOVT adalah Kepemilikan Pemerintah

Sumber : Data yang diolah

4.2.2 Kepemilikan Manajerial (MNG)

Pemberian saham sebagai simbol apresiasi masih belum terlalu lazim dilakukan di Indonesia, dan jika dilakukan pun biasanya tidak dalam persentase yang besar. Hal tersebut tercermin juga dari hasil statistik deskriptif yang menunjukkan hampir dua dari tiga perusahaan yang terdaftar di bursa efek memiliki kepemilikan manajerial sama sekali dan untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial, sebagian besar kepemilikan manajerialnya pun masih di bawah 20 persen. Hal ini juga menunjukkan seberapa kecil *voting power* yang dimiliki direksi, meskipun mereka telah memiliki sebagian kecil saham perusahaan.

Secara rata-rata untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajemen di bawah 20 persen, masing-masing direksinya hanya memiliki sekitar 0,79 persen. Sedangkan perusahaan yang kepemilikan manajemen di atas 20 persen namun masih belum menguasai mayoritas hak suara, masing-masing manajemen hanya menguasai sebesar 6,47 persen. Bahkan untuk perusahaan yang kepemilikan manajemennya sudah di atas 50 persen, secara rata-rata masing-masing direksi

hanya memegang sebesar 15,74 persen. Pada umumnya, kepemilikan manajerial terbagi kepada 6-7 direksi di masing-masing perusahaan.

Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial tertinggi adalah PT J Resources Asia Pasifik Tbk dengan kepemilikan manajerial mencapai 93,20 persen. Jimmy Budiarto selaku Presiden Direktur menguasai 93,12 persen, sedangkan William Sunarta selaku Direktur menguasai 0,08 persen. Sebelumnya, PT J Resources Asia Pasifik Tbk dikuasai oleh J Resources Mining Limited (92,5%).

4.2.3 Kepemilikan Institusional (INST)

Dari 2065 observasi, ditemukan 716 observasi yang tidak terdapat investor institusi-institusi keuangan sama sekali dan lebih dari setengah dari seluruh observasi (53,44%) kepemilikan institusionalnya hanya berkisar di bawah angka 20 persen. Melihat hal ini, dapat disimpulkan bahwa investor institusional masih enggan untuk melakukan investasi di perusahaan-perusahaan Indonesia dalam jumlah besar dan sebagian besar institusi keuangan melakukan investasi di berbagai perusahaan untuk memperkaya variasi aset investasinya untuk mengurangi risiko investasi.

Ditemukan kepemilikan institusional yang berada di atas 20 persen hanya sebanyak 195 observasi dan 51 observasi untuk kepemilikan institusional di atas 50 persen. Jika diteliti lebih dalam, maka terdapat 51 observasi yang nilai institusionalnya di atas 50 persen dan ditemukan bahwa terdapat 25 observasi yang kepemilikan tersebut secara mayoritas (kepemilikan di atas 50%) dikuasai oleh suatu institusi tertentu.

PT Citra Marga Nusaphala Persada (CMNP) di tahun 2017 dan 2016, menduduki posisi tertinggi dalam proporsi kepemilikan institusional. Pada tahun 2016, sahamnya dikuasai secara terkonsentrasi oleh BNP Paribas Singapore Branch Wealth Management secara langsung. Kemudian, di tahun 2017, kepemilikan saham tersebut dilepas ke dua anak perusahaan yaitu PT Sport Indonesia dan PT Pilar Indah Investama.

4.2.4 Kepemilikan Asing (FRGN)

Dibanding ketiga variabel dependen lainnya, tingkat kepemilikan asing di Indonesia secara rata-rata jauh lebih tinggi dibandingkan kepemilikan jenis lainnya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia sudah cukup mampu untuk bersaing dengan perusahaan-perusahaan asing sehingga mampu menarik minat investor asing dalam jumlah yang tidak sedikit.

Ditemukan tidak sedikit perusahaan Indonesia yang dikontrol secara langsung oleh suatu perusahaan asing. Dari 538 observasi yang ada, terdapat 405 observasi yang persentase kepemilikannya dikuasai oleh satu perusahaan asing tertentu (lebih dari 50%). Kepemilikan Asing tertinggi dimiliki oleh PT Bentoel Internasional Investama di angka 99,77 persen, yang 92,48 persen dikuasai oleh British American Tobacco dan 7,29 persen dimiliki oleh United Bank of Switzerland AG.

4.2.5 Kepemilikan Pemerintah (GOVT)

Bisa dikatakan bahwa perusahaan BUMN yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia sangatlah terbatas, bahkan tidak mencapai lima persen dari total observasi. Selain itu, perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh pemerintah biasanya akan dikuasai juga oleh pemerintah, bahkan di beberapa perusahaan tertentu kepemilikan pemerintah hampir mencapai 100 persen. Misalnya pada perusahaan PT Kimia Farma (Persero) Tbk, kepemilikan pemerintah mencapai angka 90,02 persen. Hanya dua perusahaan yang kepemilikan pemerintah berada di bawah 20 persen, yaitu perusahaan PT Indosat Tbk (14%) dan PT Mayora Indah Tbk (0,03%). Dan dalam kasus lainnya, pemerintah juga pernah melepas seluruh sahamnya di perusahaan PT Bukit Asam Tbk di tahun 2017. Yang ketika ditelaah lebih lanjut, maka bisa ditemukan bahwa kepemilikan tersebut diberikan ke BUMN lainnya (PT Indonesia Asahan Aluminium).

Meski demikian, perlu diperhatikan bahwa sebagian besar perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia juga pada umumnya memiliki 2 tipe saham, saham merah putih dan saham tipe B (kepemilikan biasa). Saham Merah

Putih memiliki *voting power* yang lebih besar dibandingkan saham tipe B. Dengan demikian, walaupun kepemilikan pemerintah tidak mencapai 50 persen, tetapi pemerintah tetap dapat mengontrol arah perusahaan sesuai dengan keinginan pemerintah dengan *voting power* yang dimiliki dari Saham Merah Putih.

4.2.6 Nilai Pasar Perusahaan (TBQLn)

Semakin tinggi nilai Tobin's Q suatu perusahaan dapat diartikan bahwa perusahaan telah memenuhi ekspektasi investor dan menghasilkan nilai perusahaan yang lebih baik. Jika dilihat secara nilai rata-rata (1,4205), maka bisa diasumsikan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia secara rata-rata memiliki gambaran yang positif di pasar. Jika dilihat dari nilai mediannya (0,9098), perusahaan-perusahaan di Indonesia belum mendapatkan nilai Tobin's Q yang sebanding dengan nilai buku aset dari perusahaan tersebut. Jika diteliti lebih lanjut, maka ditemukan 1.150 observasi (55,69%) yang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki nilai Tobin's Q di bawah nilai 1. Dengan begitu, dapat disimpulkan bahwa sebagian besar dari perusahaan dinilai lebih rendah dibandingkan dengan nilai bukunya (*undervalued*). Selain itu juga fenomena ini dapat mengindikasikan kebanyakan dari perusahaan yang terdapat dalam observasi penelitian ini belum mampu mencapai ekspektasi dari investor.

Nilai minimal dari total observasi dimiliki PT Rimo International Lestari Tbk di tahun 2016 dengan angka 0,0419. Pada sisi lain nilai maksimal dari seluruh total observasi terhadap variabel kontrol TBQ yaitu mencapai 22,7418 yang dimiliki oleh PT Unilever Indonesia Tbk pada tahun 2017. Hal ini juga sejalan dengan peningkatan harga saham yang cukup konsisten sejak tahun 2012 hingga 2017 dengan harga saham per lembar tertinggi pada tahun 2017.

4.2.7 Profitabilitas (ROA)

Return on asset (ROA) atau tingkat pengembalian aset merupakan rasio profitabilitas yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengoptimalkan penggunaan asetnya dalam menghasilkan keuntungan. Berdasarkan nilai rata-rata dari variabel kontrol *return on asset* (ROA) mencapai

nilai 0,0344. Hal tersebut dapat menggambarkan secara keseluruhan dari total observasi, perusahaan yang terdaftar di BEI cenderung memiliki tingkat pengembalian yang positif. Nilai tengah dari variabel kontrol ROA juga mencapai 0,0297.

Perusahaan PT Modern Internasional, Tbk memiliki tingkat pengembalian aset terkecil pada tahun 2017. Besaran tingkat pengembalian dari aset perusahaan tersebut mencapai -121,10 persen. Hal ini dapat mencerminkan buruknya kemampuan perusahaan untuk mengoptimalkan penggunaan asetnya dalam menghasilkan laba. Penjelasan dari fenomena tersebut ialah terdapat penurunan laba sejak tahun 2015 hingga 2017 yang berdampak pada penurunan laba ditahan perusahaan hingga menyentuh nilai negatif.

Sebaliknya perusahaan dengan nilai variabel kontrol ROA terbesar dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk sebesar 52,66 persen pada tahun 2017. Nilai tersebut menunjukkan bahwa perusahaan PT Multi Bintang Indonesia Tbk mampu menggunakan asetnya dengan lebih optimal dalam menghasilkan laba perusahaan. Penjelasan hal tersebut yaitu terdapat peningkatan pada laba perusahaan dan juga penurunan pada jumlah aset perusahaan di tahun 2017.

4.2.8 Struktur Modal (DAR)

Rasio perbandingan antara *debt* dan *asset* merupakan rasio solvabilitas yang berfungsi dalam menjelaskan seberapa besar kemampuan perusahaan dalam melunasi utangnya (*debt*) menggunakan aset dari perusahaan itu sendiri. Secara rata-rata dari total observasi rasio ini mencapai 0,2713, Melihat keadaan tersebut dapat dikatakan bahwa secara keseluruhan dari seluruh perusahaan yang ada dalam observasi penelitian ini mampu melunasi utangnya (*debt*) menggunakan asetnya. Variabel kontrol ini memiliki nilai tengah sebesar 0,25.

Nilai terkecil dari variabel kontrol *debt to asset ratio* (DAR) mencapai nilai 0,00, Jumlah observasi yang memiliki nilai *debt to asset ratio* 0,00 mencapai 181 observasi. Hal yang dapat menjelaskan gejala tersebut yaitu masih terdapat

perusahaan yang tidak menggunakan utang sebagai alternatif dari kegiatan pembiayaan perusahaan.

Sedangkan nilai terbesar dari variabel kontrol *debt to asset ratio* (DAR) mencapai 2,2235 yang dimiliki oleh PT Berlian Laju Tanker, Tbk (BLTA) pada tahun 2014. Fenomena ini menggambarkan bahwa POLY memiliki komponen *debt* yang cukup besar hingga BLTA tidak dapat melunasi *debt* tersebut menggunakan aset yang dimilikinya. Hal dapat dijelaskan dengan melihat komponen ekuitas POLY pada tahun 2012-2014 mencapai nilai negatif. Melihat hal tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa POLY tidak dapat mengandalkan pendanaan internalnya dan membutuhkan pendanaan eksternal yaitu utang.

4.2.9 Ukuran Perusahaan (AssetLog)

Variabel Total Aset digunakan untuk mengukur aspek ukuran suatu perusahaan, berdasarkan asumsi bahwa perusahaan yang nilai asetnya tidak kecil pada umumnya juga bergerak dalam skala yang cukup besar. Secara rata-rata, total aset perusahaan Indonesia berkisar di angka 8,93 Triliun Rupiah. Namun jika dilihat dari angka mediannya (Rp 2,58 Triliun), maka dapat terlihat bahwa kepemilikan aset sebagian besar perusahaan di Indonesia berkisar di bawah angka tersebut. Penyebab dari nilai rata-rata yang cukup tinggi tersebut adalah kepemilikan aset di beberapa perusahaan yang jauh di atas rata-rata.

PT Astra International Tbk (Rp 295,83 triliun sampai dengan Rp 182,27 triliun dari tahun 2012-2017) menduduki posisi tertinggi dalam segi kepemilikan aset, diikuti dengan PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. Komponen aset terbesar pada PT Astra International Tbk terdapat di akun piutang pembiayaan. Hal ini sesuai dengan salah satu industri anak perusahaan PT Astra International Tbk yang bergerak di bidang otomotif (Daihatsu Astra Motor dan Toyota Astra Motor). Tentunya terdapat kaitan erat dengan anak perusahaan yang bergerak di bidang pembiayaan menyebabkan komponen terbesar dari aset PT Astra International, Tbk terdiri dari akun piutang pembiayaan.

Perusahaan selanjutnya dengan jumlah aset terbesar yaitu PT Telekomunikasi Indonesia, Tbk. Komponen aset terbesar pada perusahaan tersebut terdapat pada aset tetap. Hal ini disebabkan oleh natur dari perusahaan yang membutuhkan investasi yang cukup besar di peralatan dan instalasi transmisi. Walaupun kedua perusahaan ini memiliki nilai aset yang cukup besar, namun perlu diakui bahwa kedua perusahaan ini berhasil mengoptimalkan penggunaan asetnya karena nilai rasio Return on Assetnya pun berada di atas rata-rata (0,0579 sampai dengan 0,1154)

Perusahaan dengan nilai aset terendah adalah PT Akbar Indomakmur Stimec Tbk dengan total aset hanya sebesar Rp 15,1 Miliar (2013) sampai dengan Rp 23,18 miliar (2014). Hal ini disebabkan perusahaan telah mendepresiasi seluruh aset tetapnya sehingga nilai di komponen aset tetapnya nihil. Perusahaan yang bergerak di industri perdagangan batubara ini mulai mengalami kerugian sejak tahun 2014 sampai dengan tahun 2017.

4.3 Analisis Korelasi

Tabel 4.5 menunjukkan korelasi antara satu variabel ke variabel lainnya. Untuk Variabel Dependen penelitian ini, yaitu Altman Z-Score, ditemukan adanya korelasi-korelasi yang cukup signifikan dengan seluruh variabel-variabel kontrol penelitian ini, terkecuali jumlah total aset yang sudah ditransformasi dalam bentuk Logaritma. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang baik tidak bisa diukur hanya dari nilai aset yang dimiliki. Hubungan negatif ditemukan di antara Rasio Debt to Asset dan Altman Z-Score. Hal ini bisa dijelaskan bahwa perusahaan yang sebagian besar asetnya dibiayai dengan pinjaman, pada umumnya memiliki risiko kesulitan keuangan yang lebih besar. Hubungan positif antara Rasio Return on Asset, Nilai Tobin's Q dan Nilai Altman Z-Score pun bisa didukung dengan penjelasan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan untuk mengoptimalkan penggunaan aset dengan lebih efektif dan efisien dalam upaya meningkatkan laba perusahaan serta mampu menciptakan value creation yang tinggi pada umumnya akan terhindar dari risiko kesulitan keuangan.

Keempat variabel independen yakni jenis-jenis kepemilikan yang menjadi variabel penelitian ini juga memiliki hubungan korelasi. Untuk kepemilikan asing, dapat disimpulkan bahwa investor asing lebih tertarik untuk melakukan investasi di perusahaan yang sebagian sahamnya telah dimiliki oleh institusi-institusi keuangan, hal ini tercermin dalam korelasi signifikan positif antara kedua variabel tersebut. Ada kecenderungan bahwa investor asing juga menghindari perusahaan-perusahaan milik negara hal ini bisa saja disebabkan oleh keinginan investor asing dalam meraup keuntungan sebesar-besarnya sedangkan untuk perusahaan BUMN sendiri lebih mengedepankan kepentingan sosial dibanding profit yang tinggi. Oleh karena itu, tidak mengejutkan apabila ditemukan adanya hubungan positif antara nilai Tobin's Q dan Altman Z-Score yang baik dengan persentase kepemilikan asing di suatu perusahaan. Investor Asing juga cenderung memilih perusahaan yang memiliki rasio *Return on Asset* yang besar dan rasio *Debt to Asset* yang kecil untuk diinvestasikan.

Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen cenderung memiliki korelasi yang negatif dengan kepemilikan lainnya. Hal ini bisa dijelaskan dengan rasa kekhawatiran investor baru untuk melakukan investasi di perusahaan yang direksinya juga memegang peran sebagai owner, sehingga dikhawatirkan akan terjadi *agency problem* yang lebih sulit diselesaikan karena direksi pun memiliki hak *voting* selayaknya pemegang saham pada umumnya. Sehingga perusahaan yang sahamnya sudah dikuasai oleh pemegang saham jenis lainnya pun kerap enggan memberikan reward untuk para direksinya dalam bentuk saham kepemilikan.

Nilai Tobin's Q merupakan variabel yang memiliki korelasi dengan ketiga variabel kontrol lainnya. Salah satu cara untuk menjelaskan fenomena ini adalah untuk mendapatkan *value creation* yang baik di pasar, maka perusahaan harus mampu menampilkan bahwa situasi keuangan perusahaan berada dalam kondisi yang baik. Perusahaan yang memiliki nilai *Return on Asset* yang baik dan nilai aset yang besar cenderung akan mendapatkan nilai Tobin's Q yang lebih tinggi.

Begitupun sebaliknya, bagi perusahaan yang memiliki rasio *Debt to Asset* yang besar, biasanya tidak akan mampu meraih nilai Tobin's Q yang sangat tinggi.

Seberapa besarnya aset suatu perusahaan masih menjadi tolak ukur yang cukup signifikan yang mampu mempengaruhi minat investor untuk melakukan investasi, hal tersebut tercermin dari adanya korelasi positif yang signifikan antara kepemilikan pemerintah, institusional dan kepemilikan asing. Terdapat kemungkinan bahwa investor asing, institusional dan pemerintah juga cenderung lebih bersedia untuk memberikan suntikan modal kepada perusahaan untuk melakukan pengembangan kapasitas. Terdapat korelasi positif antara rasio return on asset dan nilai aset yang dimiliki suatu perusahaan. Hal tersebut mencerminkan bahwa sebagian besar perusahaan Indonesia sudah berhasil mengoptimalkan penggunaan asetnya dan menghindari kondisi *over-capacity*.

Tabel 4.5 Matriks Korelasi

	AZS	INST	MNG	GOVT	FRGN	TBQLn	ROA	DAR	AssetLog
AZS	1,000								
INST	-0,0130	1,000							
MNG	0,0004	-0,1126***	1,000						
GOVT	0,0355	0,0322	-0,0862***	1,000					
FRGN	0,2032***	0,2079***	-0,1778***	-0,1241***	1,000				
TBQLn	0,3062***	0,0653***	-0,0174	0,0555**	0,1485***	1,000			
ROA	0,7252***	0,0164	-0,0152	0,0307	0,1747***	0,4161***	1,000		
DAR	-0,5547***	0,0011	-0,0147	-0,0244	-0,1322***	-0,0228	-0,3805***	1,000	
AssetLog	-0,0416*	0,1495***	-0,1811***	0,2491***	0,2449***	0,0920***	0,0866***	0,1674***	1,000

***: signifikan pada level 1%; ** Signifikan pada level 5%; * Signifikan pada level 10%
 AZS adalah Altman Z-Scores; INST adalah Kepemilikan Institusional; MNG adalah Kepemilikan Manajerial; GOVT adalah Kepemilikan Pemerintah; FRGN adalah Kepemilikan Asing; TBQLn adalah Nilai Tobin's Q yang sudah dalam bentuk Logaritma Natural; ROA adalah Rasio *Return On Asset*; DAR adalah Rasio *Debt to Asset*; AssetLog adalah *Total Asset* dalam bentuk Logaritma

Sumber : Data yang diolah

4.4 Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi Klasik dilakukan dengan tujuan untuk memastikan hasil regresi yang didapatkan nanti memiliki akurasi yang tinggi, terbebas dari bias dan konsistensi. Data yang ideal adalah data yang tersebar secara normal serta terbebas dari masalah heteroskedastisitas, multikolinearitas dan autokorelasi. Meski demikian, terdapat kemungkinan bahwa data aktual tidak memenuhi semua kriteria data ideal. Namun, hal tersebut bisa diatasi dengan membuang beberapa data *outlier* atau menggunakan treatment-treatment tertentu.

4.4.1 Hasil Uji Normalitas

Uji Normalitas bertujuan untuk melihat apakah penyebaran data observasi sudah tersebar secara normal. Kriteria normal atau tidaknya suatu data bisa dilihat dari skala *skewness* dan *kurtosis*-nya. Data yang normal pada umumnya memiliki *skewness* di antara -3 sampai dengan +3 serta *kurtosis* yang tidak melebihi angka 10, Terdapat beberapa cara untuk mengatasi data yang tidak tersebar dengan baik, seperti *winsorize* dan membuang *outlier*. Penelitian ini menggunakan metode pembuangan outlier berdasarkan *standardized residual*, dan mengeliminasi 253 data *outlier*. Metode tersebut dipilih karena memberi pengaruh yang lebih signifikan pada hasil, dibandingkan metode *winsorize*. Ditambah lagi, jika metode *winsorize* dipilih, maka jumlah data yang harus dikeluarkan dari observasi mencapai 500 observasi.

Sebelum dilakukan pembuangan data outlier, data-data observasi kami tidak tersebar secara normal sama sekali. Setelah dilakukan pengeliminasian data outlier sebanyak 253 observasi pun masih ditemukan variabel yang tidak memenuhi kriteria data normal, namun sudah lebih baik dibandingkan sebelum dilakukannya treatment. Variabel yang masih belum terdistribusi secara normal adalah variabel kontrol ROA dengan *skewness* mencapai -1,4133 dan *kurtosis* mencapai 25,0458.

Tabel 4.6 Skewness dan Kurtosis Masing-Masing Variabel

Variabel	Sebelum Treatment		Setelah Treatment	
	Skewness	Kurtosis	Skewness	Kurtosis
AZS	- 14,2550	261,0792	- 0,0257	4,2561
MNG	3,6437	17,0759	3,1579	15,9563
INST	2,9774	14,0408	3,0017	14,3557
FRGN	0,8648	2,2417	0,8670	2,2381
GOVT	4,9075	25,9823	4,5975	22,9458
TBQLn	0,6991	5,5362	0,4450	5,0819
ROA	- 23,9097	716,3943	- 1,4133	25,0458
DAR	11,9272	220,2561	1,5479	10,5674
AssetLog	-0,1133	3,0295	- 0,0098	2,7520

AZS adalah Altman Z-Scores; INST adalah Kepemilikan Institusional; MNG adalah Kepemilikan Manajerial; GOVT adalah Kepemilikan Pemerintah; FRGN adalah Kepemilikan Asing; TBQLn adalah Nilai Tobin's Q yang sudah dalam bentuk Logaritma Natural; ROA adalah Rasio *Return On Asset*; DAR adalah Rasio *Debt to Asset*; AssetLog adalah *Total Asset* dalam bentuk Logaritma

Sumber : Data yang diolah

4.4.2 Hasil Uji Autokorelasi

Berdasarkan penjelasan yang diberikan oleh Gunawan (2016), uji autokorelasi bertujuan untuk memprediksikan kemungkinan model regresi tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada variabel independen. Setelah melakukan uji Wooldridge dihasilkan Prob > F = 0,0000 atau berada di bawah alpha (0,05). Maka dari itu H1 diterima yang berarti terdapat masalah autokorelasi. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat pola hubungan antar nilai residual tahun ini dan tahun sebelumnya (Ghozali, 2016).

4.4.3. Hasil Uji Multikolinearitas

Tujuan dilakukannya uji asumsi multikolinearitas adalah untuk memastikan bahwa tidak terdapat korelasi antara variabel independen satu ke variabel independen lainnya. Jika terdapat korelasi antar variabel independen, maka model

disebut mengalami masalah multikolinearitas dan dalam melakukan regresi nantinya akan diberikan treatment khusus. Penelitian ini menggunakan uji *Variance Inflation Factor* untuk menilai apakah ditemukan masalah multikolinearitas dalam model penelitian.

Tabel 4.7 Tabel Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	1 / VIF
MNG	1,3	0,7703
INST	1,49	0,6732
FRGN	1,26	0,7926
GOVT	1,27	0,7862
TBQLn	1,24	0,8076
ROA	1,13	0,8814
DAR	1,07	0,9386
AssetLog	1,06	0,9395
MEAN	1,23	

INST adalah Kepemilikan Institusional; MNG adalah Kepemilikan Manajerial; GOVT adalah Kepemilikan Pemerintah; FRGN adalah Kepemilikan Asing; TBQLn adalah Nilai Tobin's Q yang sudah dalam bentuk Logaritma Natural; ROA adalah Rasio *Return On Asset*; DAR adalah Rasio *Debt to Asset*; AssetLog adalah *Total Asset* dalam bentuk Logaritma

Sumber : Data yang diolah

Hasil uji multikolinearitas menunjukkan bahwa nilai VIF dari masing-masing variabel independen lebih kecil dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel independen penelitian ini terbebas dari masalah multikolinearitas atau dalam kata lain tidak berhubungan secara sempurna.

4.4.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dalam upaya melihat dan memperhatikan plot dari sebaran residual dan variabel yang diprediksikan (Gunawan, 2016). Di penelitian lainnya oleh Ghozali (2011), uji heteroskedastisitas

bertujuan menemukan adanya gejala-gejala penyimpangan dari model yang disebabkan oleh ketidaksamaan variasi dari data pengamatan. Pada uji heteroskedastisitas, digunakan uji Breusch-Pagan karena penelitian ini menggunakan model OLS dihasilkan $\text{Prob} > \text{Chi}^2 = 0,0001$ atau dalam kata lain lebih kecil dari nilai alpha (0,05) maka dari itu H1 diterima yang berarti terdapat masalah heteroskedastisitas.

4.5 Hasil Uji Model

Sebelum dilakukan uji hipotesis, terlebih dahulu dilakukan pengujian terhadap model terbaik yang dapat digunakan dalam penelitian ini. Serangkaian uji model tersebut diantaranya terdiri dari uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier. Pengujian tersebut dilakukan dalam upaya menentukan model yang terbaik dari tiga alternatif pilihan yang tersedia, yaitu *fixed effect model* (FE), *random effect model* (RE), atau *ordinary least square model* (OLS).

Tabel 4.8. Uji Model

Jenis Uji	Prob>F	Hasil
Uji Chow	Prob > F = 0,0000	Fixed Effect
Uji Hausman	Prob > F = 0,0000	Fixed Effect
Uji Lagrange Multiplier	Prob > F = 0,0000	Random Effect

Sumber : Data yang diolah

Uji model pertama yang dilakukan adalah uji chow yang berfungsi dalam membandingkan ketepatan model di antara model FE dan PLS. Berdasarkan pengujian tersebut dihasilkan $\text{Prob} > F = 0,0000$ yang berarti lebih kecil dari 0,05. Maka H1 diterima yang berarti metode estimasi regresi data panel yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini adalah *fixed effect model* (FE). Selanjutnya, dilakukan uji lebih lanjut untuk membandingkan antara *fixed effect model* (FE) dan *random effect model* (RE) dengan menggunakan uji Hausman. Berdasarkan uji Hausman dihasilkan $\text{Prob} > F = 0,0000$ yang menunjukkan nilai lebih kecil dari alpha (0,05). Maka H1 diterima yang berarti metode regresi data panel yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini adalah *fixed effect model* (FE).

Setelah melakukan kedua pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa model yang paling tepat untuk digunakan dalam penelitian ini yaitu FE. Walaupun telah dipastikan bahwa *fixed effect model* merupakan model yang paling tepat dilakukan juga uji *Lagrange multiplier* dengan hasil $\text{Prob} > F = 0,0000$ atau dalam kata lain berada di bawah nilai alpha (0,05) yang berarti H1 diterima. H1 diterima pada uji *lagrange multiplier* menunjukkan bahwa metode estimasi regresi data panel yang paling tepat adalah RE.

Meski demikian, dikarenakan nilai Root MSE (0,5652) dalam regresi model OLS lebih kecil daripada nilai standar deviasi variabel dependen penelitian yaitu AZS (0,9245). Menurut Ghozali (2011), model regresi yang baik untuk dijadikan model peramalan adalah model yang Root MSE-nya lebih kecil dibandingkan Standar Deviasi Variabel Dependen.

4.6 Uji Regresi

Dalam penelitian ini, digunakan satu model dalam menentukan hubungan antara risiko kesulitan keuangan dengan struktur kepemilikan. Model tersebut diuji menggunakan metode estimasi regresi data panel OLS Driscoll-Kraay *standard errors*. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Daniel Hoehle (2007), ketika terdapat gejala heteroskedastisitas dan autokorelasi pada model regresi treatment terbaik yang dapat dilakukan adalah dengan menggunakan metode estimasi regresi data panel OLS Driscoll-Kraay *standard errors*. Hasil dari estimasi regresi tersebut adalah sebagai berikut:

Model ini digunakan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan (AZS). Penelitian ini membagi struktur kepemilikan ke dalam empat kategori atau jenis yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, dan kepemilikan asing.

Tabel 4.9. Uji Regresi Setelah Dilakukan *Treatment*

Prob > F		0,0000
Adjusted R-squared		0,6277
Root MSE		0,5652
Variabel Dependen : Altman Z-Score (AZS)		
Variabel Independen	Koefisien	P > t
MNG	0,0455	0,088
INST	- 0,2217***	0,000
GOVT	0,2401***	0,000
FRGN	0,2385***	0,000
TBQLn	0,0663***	0,000
ROA	5,6453***	0,000
DAR	- 1,3085***	0,000
AssetLog	- 0,0896***	0,000
Konstanta	2,0468***	0,000

***: signifikan pada level 1%; ** Signifikan pada level 5%; * Signifikan pada level 10%

INST adalah Kepemilikan Institusional; MNG adalah Kepemilikan Manajerial; GOVT adalah Kepemilikan Pemerintah; FRGN adalah Kepemilikan Asing; TBQLn adalah Nilai Tobin's Q yang sudah dalam bentuk Logaritma Natural; ROA adalah Rasio *Return On Asset*; DAR adalah Rasio *Debt to Asset*; AssetLog adalah *Total Asset* dalam bentuk Logaritma

Sumber : Data yang diolah

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai dari Prob > F mencapai 0,0000 dan adjusted r-square mencapai 62,77 persen. Dengan melihat nilai Uji F yang berada dibawah tingkat signifikansi 0.05 maka dari itu hasil dari Uji F menerima H1 yang berarti seluruh variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Selanjutnya hasil koefisien determinasi berganda 62,77 persen dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel

independen dari model tersebut dan sebesar 37,23 persen dipengaruhi oleh variabel lain diluar dari model pada penelitian ini.

Selanjutnya berdasarkan tabel di atas terdapat tiga variabel independen yang memiliki hubungan signifikan terhadap risiko kesulitan keuangan (AZS) yaitu kepemilikan institusional (INST), kepemilikan manajerial (MNG) dan kepemilikan pemerintah (GOVT). Tingkat signifikansi dari ketiga variabel itu mencapai 0,0000 untuk kepemilikan institusional (INST), kepemilikan asing (FRGN), dan kepemilikan pemerintah (GOVT). Koefisien dari ketiga variabel tersebut sebesar -0,2217 untuk kepemilikan institusional (INST), 0,2401 untuk kepemilikan pemerintah (GOVT) dan 0,2385 untuk kepemilikan asing (FRGN).

Maka dengan semakin tingginya kepemilikan institusional (INST) memberikan kemungkinan suatu perusahaan mendapatkan nilai AZS yang lebih buruk. Jika dilihat berdasarkan perspektif terhadap kesulitan keuangan dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional (INST) dapat meningkatkan kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dalam suatu perusahaan. Sebaliknya semakin tinggi kepemilikan pemerintah (GOVT) dan kepemilikan asing (FRGN) memiliki kecenderungan menghasilkan nilai AZS yang lebih baik. Melihat hal tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan pemerintah (GOVT) dan kepemilikan asing (FRGN) mampu mengurangi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan pada suatu perusahaan.

Tabel 4.5 juga menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara variabel independen dan variabel kontrol seperti TBQ, ROA, AssetLog dan DAR dengan tingkat signifikansi mencapai 0,0000 dari setiap variabel tersebut. Variabel kontrol TBQ dan ROA memiliki hubungan positif dengan koefisien sebesar 0,0550 dan 4,5951 secara berurutan. Hal ini menggambarkan bahwa variabel TBQ dan ROA memiliki hubungan positif terhadap AZS. Di sisi lain, nilai koefisien dari DAR dan AssetLog mencapai -2,9712 dan -0,0896 yang berarti variabel kontrol DAR dan AssetLog memiliki hubungan negatif terhadap AZS. Maka dari itu, dapat ditarik kesimpulan bahwa variabel TBQ dan ROA yang semakin tinggi memiliki risiko

kesulitan keuangan yang lebih rendah dan nilai DAR dan AssetLog yang semakin tinggi memiliki kemungkinan mengalami kesulitan keuangan yang lebih besar.

4.7 Pembahasan Hasil Penelitian

4.7.1 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kemungkinan Terjadinya Kesulitan Keuangan

Hasil uji hipotesis pada tabel 4.1.2 menunjukkan terdapat hubungan positif tidak signifikan antara struktur kepemilikan manajerial dan nilai Altman Z-Score dengan tingkat signifikansi sebesar 0,088 dan koefisien determinasi sebesar 0,0455. Maka dapat diartikan bahwa terdapat hubungan negatif tidak signifikan antara struktur kepemilikan manajerial dan risiko terjadinya kesulitan keuangan. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis pertama yang ingin membuktikan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Dalam kata lain hipotesis satu ditolak karena tingkat signifikansi berada di atas lima persen. Hasil serupa juga dihasilkan pada penelitian yang dilakukan oleh Wang dan Deng pada tahun 2006. Penelitian tersebut menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial tidak memberikan dampak yang berarti bagi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan di suatu perusahaan. Alasan dari hal tersebut yaitu pada umumnya di negara China masih sedikit perusahaan yang dimiliki oleh manajemennya.

Fenomena yang serupa juga terjadi di Indonesia yaitu sedikitnya jumlah perusahaan di Indonesia yang dimiliki oleh manajemennya. Rata-rata dari kepemilikan manajerial dari seluruh observasi mencapai 6,11 persen dan perusahaan yang dimiliki oleh manajerial di atas 50 persen hanya mencapai 3,8 persen dari total observasi. Selanjutnya juga terdapat 597 observasi dengan kepemilikan manajerial di bawah satu persen dari 1299 observasi dengan kepemilikan manajerial. Dalam kata lain, hampir setengah (45,96%) dari kepemilikan manajerial yang ada atau 28,91 persen dari seluruh observasi, persentase kepemilikannya sebenarnya tidak lebih besar dari satu persen.

Hal tersebut membuktikan bahwa walaupun secara volume observasi dengan kepemilikan manajerial cukup banyak, tetapi persentasenya yang sangat kecil membuat kepemilikan manajerial ini tidak memiliki *voting power* yang cukup kuat sehingga bisa mempengaruhi arah perusahaan. Penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan di Indonesia (Warapsari dan Suaryana, 2016; Jannah dan Khoiruddin, 2017) juga menemukan bahwa tidak ditemukan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *financial distress* maupun terhadap nilai perusahaan. Dengan karakter kepemilikan manajerial yang sedemikian rupa, akan menjadi sulit untuk dapat mempelajari bagaimana pengaruhnya dalam performa keuangan perusahaan.

Hal yang dapat disimpulkan dari hasil uji hipotesis pertama yaitu pemberian saham kepada manajemen sudah umum dilaksanakan di Indonesia. Namun, pemberian saham sebagai insentif masih belum dapat dibuktikan keefektivitasannya dalam mengurangi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Hal ini mungkin didasari dengan proporsi yang tidak signifikan yang gagal membuat *alignment interest* antara direksi dan pemegang saham mayoritas lainnya.

4.7.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kemungkinan Terjadinya Kesulitan Keuangan

Selanjutnya dapat dibuktikan pada penelitian ini bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan pada suatu perusahaan. Jika didasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Elyasiani dan Jia (2010), dikatakan bahwa terdapat kecenderungan "*passive monitoring*" oleh investor institusional. "*Passive monitoring*" yang dimaksudkan yaitu kecenderungan investor institusional untuk tidak melakukan *monitoring* ketat kepada perusahaan dan tidak ikut campur dalam kegiatan manajemen sebab investor institusional hanya mengharapkan keuntungan dari kegiatan jual beli saham (mengharapkan *capital gain*). Tentunya pada kondisi ini fokus utama dari investor institusional bukan untuk melakukan

investasi jangka panjang. Hal yang sama juga dinyatakan dengan penelitian yang dilakukan oleh Brickley *et al* (1988), bahwa terdapat hubungan positif antara “*no-votes*” *act* yang dilakukan oleh investor institusional. “*No-votes*” *act* sendiri dapat didefinisikan dalam tingkat partisipasi atau voting dalam pengambilan keputusan. Dengan begitu investor institusional cenderung bersikap apatis ketika terdapat pengambilan keputusan dengan mekanisme *voting* walaupun menyangkut keputusan yang bersifat stratejik.

Alasan dari fenomena tersebut tidak jauh berbeda dengan pandangan *passive monitoring*, bahwa selama investor institusional masih diuntungkan dari investasi tersebut investor institusional cenderung bersikap apatis. Selanjutnya juga banyaknya variasi dari portofolio saham yang dimiliki membuat investor institusional semakin sulit dalam melakukan fungsi pengawasan terhadap setiap perusahaan yang dimilikinya. Dampak yang mungkin timbul dengan kecenderungan tersebut yaitu penurunan performa perusahaan yang dapat berujung pada meningkatnya kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan suatu perusahaan. Selain itu juga dampak dari kecenderungan tersebut yaitu manajemen dapat bertindak sesuai kepentingan manajemen walaupun hal tersebut dapat berdampak buruk pada perusahaan (*agency conflict*)

Jika dilihat berdasarkan tabel 4.2, rata-rata dari kepemilikan institusional mencapai 0,081955 atau delapan persen. Kepemilikan di bawah 20 persen mengharuskan kebanyakan perusahaan institusional menggunakan “*cost method*”, dalam melakukan pencatatan terhadap investasinya jika tidak terdapatnya kontrol terhadap perusahaan investasinya (Weygandt, Kimmel, Kieso, 2013). Dengan menggunakan *cost method* pencatatan pendapatan yang dilakukan oleh investor institusional didasarkan pada pembagian dividen dan *capital gain* dari jual beli saham. Maka dari itu, terdapat kecenderungan dari investor institusional untuk melakukan *passive monitoring* selama investasi tersebut mampu memberikan keuntungan bagi investor melalui perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia.

Selain itu, terdapat penemuan menarik lainnya yaitu 61 persen dari perusahaan institusional dengan kepemilikan di atas 50 persen atau *controlling interest* mengalami kesulitan keuangan (memiliki nilai Altman Z-Score di bawah 1.2). Fenomena itu dapat membuktikan kepemilikan institusional di atas 50 persen dapat meningkatkan kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan di suatu perusahaan. Sebagai contoh observasi yang dapat dijadikan pendukung dari hasil penelitian ini yaitu PT Wicaksana Overseas International, Tbk dengan kepemilikan institusional sebesar 78,2610 (oleh Assetia Capital Management) pada tahun 2012-2016 memiliki risiko kesulitan keuangan pada lima tahun berturut-turut dengan nilai AZS terendah mencapai -0,009 di tahun 2012.

Komponen Altman yang menyebabkan nilai negatif pada nilai AZS PT Wicaksana Overseas International, Tbk adalah X_2 (*retained earnings/total assets*). Alasan dari hal tersebut ialah pada tahun 2012-2016 PT Wicaksana Overseas International memiliki nilai *retained earning* yang negatif. Kemudian pada tahun 2017 terjadi perubahan komposisi pemegang saham pada tahun tersebut komposisi pemegang saham asing sebesar 70 persen dan sisanya oleh kepemilikan manajerial 27,9530. Setelah terjadi perubahan dari komposisi pemegang saham, terjadi peningkatan yang signifikan terhadap nilai Altman Z-Score perusahaan yang mencapai 2,36.

Berdasarkan pengujian statistik dan penelitian terdahulu dapat diambil kesimpulan bahwa perusahaan institusional belum mampu memberikan kontribusi dalam mengurangi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan di suatu perusahaan dengan alasan kurangnya peran "*active monitoring*" dan aktif berperan dalam pengambilan keputusan yang mampu meningkatkan performa perusahaan. Selain itu, terdapat kecenderungan dari kepemilikan institusional di Indonesia untuk melakukan *active trading* terhadap perusahaan yang dimiliki dan fokus terhadap investasi jangka pendek dibandingkan dengan investasi jangka panjang. Maka dari itu karakteristik dari kepemilikan institusional dapat meningkatkan peluang terjadinya kesulitan keuangan.

4.7.3 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap terhadap Kemungkinan Terjadinya Kesulitan Keuangan

Didasari hasil regresi pada tabel 4.9 kepemilikan asing memiliki pengaruh positif terhadap Altman Z-Score atau negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dengan tingkat signifikansi pada level satu persen. Maka hipotesis tiga dari penelitian ini diterima. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Yi (2006), Ongore (2011), Abdullah, Rus, Halim dan Ahmad (2009), Setiawan *et al.* (2016) dan lainnya. Penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Yi (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan asing mampu mengurangi *agency problem* dan memberikan dampak positif dalam performa keuangan perusahaan.

Hal tersebut juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Ongore (2011) yang mengatakan bahwa perusahaan asing cenderung untuk melakukan fungsi pengawasan atau kontrol yang lebih baik. Salah satu cara yang digunakan ialah menaruh perwakilan dari negara asalnya untuk ditempatkan pada anak perusahaannya. Udin *et al.* (2017) menjelaskan bahwa terdapat kecenderungan yang menunjukkan fokus utama dari *foreign investor* yaitu keuntungan. Selain itu juga, penelitian tersebut mengatakan bahwa kepemilikan asing mampu mengoptimalkan penggunaan teknologi dengan lebih baik sehingga dapat mencegah terjadinya *financial failure*.

Selanjutnya Setiawan *et al.* (2016), mengatakan bahwa investor asing selalu melakukan upaya untuk menjaga reputasi induk perusahaan di negara asalnya. Dengan begitu, fungsi pengawasan dan tata kelola akan dikelola dengan lebih baik lagi. Semakin tinggi suatu perusahaan dikuasai oleh investor asing akan berdampak pada tingginya usaha yang dikeluarkan oleh investor asing dalam melakukan fungsi kontrol (Shleifer dan Vishny, 1986), sebagai salah satu upaya dalam memastikan perusahaan yang diinvestasikan dapat memberikan pengembalian terhadap investasi yang ditanamkan.

Jika didasarkan pada nilai rata-rata atau *mean* dari seluruh kepemilikan, kepemilikan asing memiliki rata-rata yang paling besar dibandingkan dengan jenis kepemilikan lainnya pada penelitian ini. Rata-rata kepemilikan asing mencapai 27,24 persen (tabel 4.2) yang dapat menunjukkan bahwa terdapat minat yang cukup besar bagi perusahaan asing dalam menginvestasikan kekayaannya di Indonesia. Selain itu, berdasarkan tabel pembagian kuartil pada kolom FRGN terdapat pola yang menunjukkan bahwa semakin besarnya kepemilikan asing mampu menghasilkan nilai Altman yang lebih baik. Selanjutnya juga terdapat jumlah kepemilikan asing dengan persentase di atas 20 persen yang mencapai 41,26 persen dari total observasi.

Dengan begitu, terdapat indikasi bahwa perusahaan dalam negeri mampu memberikan tingkat pengembalian yang baik terhadap investor asing. Selain itu, dipercaya bahwa penyertaan modal oleh investor asing juga disertai penyertaan manajemen atau perwakilan sebagai fungsi pengawasan dan pengambilan keputusan yang bersifat strategis terhadap anak perusahaan. Tentunya dengan masuknya manajemen asing mampu menambah pengetahuan dan pandangan dalam mengambil keputusan yang bersifat strategis yang nantinya dapat berdampak positif terhadap performa perusahaan. Maka dari itu, kepemilikan asing terbukti mampu mengurangi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.

4.7.4 Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap terhadap Kemungkinan Terjadinya Kesulitan Keuangan

Pada penelitian ini, ditemukan adanya pengaruh positif antara kepemilikan Pemerintah terhadap Nilai Altman Z-Score. Dalam kata lain dengan adanya kepemilikan Pemerintah di suatu perusahaan dapat mengurangi tingkat risiko terjadinya kesulitan keuangan. Hal tersebut juga sesuai dengan hipotesis keempat dari penelitian ini. Berdasarkan hasil statistik deskriptif kepemilikan pemerintah memiliki rata-rata terkecil, bahkan tidak mencapai 3%. Hal ini disebabkan sedikitnya jumlah perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah dibandingkan dengan jenis kepemilikan lainnya. Selain jumlah yang sedikit,

perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah pada umumnya menyangkut kepentingan masyarakat (PT Kimia Farma Tbk, PT Indofarma Tbk, PT Krakatau Steel, dan lainnya).

Fenomena ini bisa dijelaskan dengan hasil penelitian yang disusun Sugiharto (2005) yang menyebutkan bahwa kepemilikan pemerintah akan menimbulkan suatu kecenderungan dalam melakukan monopoli (Contoh: PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk dan PT Perusahaan Gas Negara Tbk). Dengan demikian, perusahaan tersebut menguasai seluruh pasar tanpa harus bersaing dengan perusahaan lainnya.

Selain itu, hasil penelitian ini juga sesuai dengan pemaparan penelitian Kobeissi dan Sun (2010) yang meyakini bahwa pemerintah dapat memberikan dampak positif kepada performa keuangan perusahaan dalam kedua pandangannya, yaitu *Development View* dan *Political View*. Di sini, diungkapkan bahwa *Development View* berarti kepemilikan pemerintah pada sektor perekonomian diperlukan dengan tujuan memulai pembangunan ekonomi dan mendorong pertumbuhan dengan cepat, terutama di negara-negara yang institusi ekonominya belum berkembang dengan baik. Selain itu, terdapat juga pandangan lainnya yaitu *Political View*, keadaan di saat pemerintah akan berupaya untuk mengendalikan perusahaan agar terhindar dari kemungkinan terjadinya hal yang dapat merugikan perusahaan dan mengganggu kestabilan perekonomian negara.

Dengan demikian, pemerintah tidak akan segan-segan memberikan suntikan dana kepada perusahaan BUMN untuk melakukan pengembangan kapasitas atau menyelamatkan kondisi keuangan yang dirasa kurang baik. Di tahun 2019 sendiri, sesuai dengan informasi yang didapatkan dari dokumen RAPBN 2019, pemerintah akan memberikan suntikan dana kepada tiga BUMN dengan total nilai sebesar Rp 17,8 Triliun (Rp 10 Triliun untuk PT PLN (Persero), Rp 7 Triliun untuk PT Hutama Karya (Persero), dan Rp 800 Miliar untuk PT Sarana Multigriya Finansial (Persero)).

Sebelumnya, ditemukan juga hasil yang konsisten dari peneliti terdahulu yang melakukan penelitian pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap performa keuangan perusahaan (Sabrina, 2011 ; Hunardy dan Tarigan, 2017). Walaupun beberapa penelitian tersebut menggunakan sampel yang sedikit berbeda (menganalisis perusahaan yang bergerak di bidang keuangan atau di rentang waktu yang berbeda), namun hasil yang konsisten ini bisa disimpulkan timbul dari adanya saham khusus (saham merah putih) yang dirancang khusus agar pemerintah memiliki hak mutlak untuk mengatur rencana strategis suatu perusahaan.

Maka dari itu terdapat indikasi bahwa kepemilikan pemerintah memiliki kaitan erat dengan pandangan *development view* dan *political view*. Ditambah dengan hak suara mutlak yang dimiliki oleh pemerintah menambah peran dalam pengambilan keputusan yang bersifat stratejik. Hal ini sejalan dengan tujuan dari suatu perusahaan dimiliki oleh pemerintah yaitu perusahaan tersebut harus dapat memberikan pelayanan bagi masyarakat dan dampak positif terhadap perekonomian negara. Dengan begitu tidak dapat dipungkiri bahwa perusahaan milik negara dapat menerima suntikan dana dari pemerintah dengan tujuan meningkatkan performa perusahaan agar pelayanan kepada masyarakat dan perekonomian negara dapat terus berlanjut dan ditingkatkan. Oleh karena itu dapat dibuktikan bahwa kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh negatif terhadap risiko kesulitan keuangan.

4.7.5 Hubungan Variabel Kontrol terhadap Variabel Dependen

Pada penelitian ini digunakan empat variabel kontrol yang dipercaya memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Keempat variabel tersebut yaitu Tobin's Q, ROA, DAR, dan Firm Size. Dari keempat variabel kontrol itu juga dipercaya memiliki pengaruh terhadap kesulitan keuangan menurut hasil dari uji regresi. Tobin's Q terbukti mampu mengurangi terjadinya kesulitan keuangan. Hal ini sesuai atau konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Maslachah, Wahyudi, dan Mawardi (2014). Penelitian tersebut menjelaskan bahwa

perusahaan dengan nilai Tobin's Q yang semakin tinggi dinilai mempunyai kesempatan atau kemudahan dalam menerima pendanaan eksternal. Dengan begitu terdapat peluang besar untuk meningkatkan performa keuangan dan mengurangi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.

Selanjutnya *return on asset* (ROA) terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Perusahaan yang mampu mengoptimalkan penggunaan asetnya dengan lebih efektif dan efisien mampu meningkatkan profitabilitas perusahaan yang pada akhirnya berdampak pada rendahnya indikasi mengalami kesulitan keuangan. Hal serupa juga dikatakan oleh Salehi dan Abedini pada tahun 2009 bahwa ROA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress*.

Selanjutnya *debt to assets* dianggap memiliki hubungan positif terhadap kesulitan keuangan. *Debt to assets* yang semakin tinggi menunjukkan terdapat komponen *debt* yang semakin besar. Nilai *debt* yang semakin besar mampu meningkatkan kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dari suatu perusahaan. Hal ini juga didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Jiming dan Weiwei pada tahun 2011. Penelitian tersebut menyebutkan bahwa *debt to asset* atau DAR merupakan indikator yang baik dalam mengindikasikan adanya kesulitan keuangan pada suatu perusahaan.

Variabel kontrol selanjutnya menguji hubungan antara ukuran perusahaan atau *firm size* dengan risiko terjadinya kesulitan keuangan. Penelitian ini membuktikan bahwa *firm size* yang semakin besar dapat meningkatkan risiko terjadinya kesulitan keuangan pada perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Halawa pada tahun 2017 yang mengatakan bahwa ukuran perusahaan dapat berdampak buruk pada *going concern* perusahaan dan memiliki kemungkinan dalam mengalami *forced delisting*.

BAB 5

KESIMPULAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dengan mempelajari tren dari 421 perusahaan selama tahun 2012 sampai dengan tahun 2017 (2.065 observasi). Pengujian pengaruh struktur kepemilikan terhadap risiko kesulitan keuangan ini dilakukan dengan melakukan regresi Ordinary Least Square. Struktur kepemilikan yang dimaksud adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan pemerintah dan kepemilikan asing. Risiko kesulitan keuangan penelitian ini diukur menggunakan nilai Altman Z-Score.

Hasil regresi menunjukkan adanya pengaruh positif antara kepemilikan institusional terhadap risiko kesulitan keuangan dikarenakan kepemilikan institusional biasanya tidak dalam jumlah besar dan bertujuan untuk memperbanyak variasi aset investasi suatu institusi dalam upaya untuk mencapai diversifikasi risiko. Selain itu, hal ini juga mungkin terjadi sebab investor institusional di Indonesia jarang melakukan *active monitoring* dan juga memiliki kecenderungan untuk melakukan eksploitasi terhadap perusahaan investasinya, jika ia akan diuntungkan dari kecurangan tersebut.

Di sisi lain, ditemukannya pengaruh negatif antara kepemilikan asing dan kepemilikan pemerintah terhadap risiko kesulitan keuangan. Biasanya investor asing yang melakukan investasi di perusahaan yang tidak berdiri di negeri asalnya, cenderung lebih *profit-oriented*. Oleh karena itu, investor asing akan mengoptimalkan teknologi yang lebih maju untuk menjalankan fungsi kontrol yang lebih efektif dan efisien. Di sisi lain, dengan adanya saham merah putih, pemerintah dapat mengontrol arah perusahaan secara mutlak karena saham tersebut memiliki *voting power* yang tidak terbantahkan. Selain itu, pemerintah juga kerap memberikan suntikan dana kepada perusahaan BUMN untuk menjaga kesehatan keuangan perusahaan dan membantu perusahaan untuk meningkatkan kapasitasnya demi memberikan layanan yang lebih baik kepada masyarakat.

Sebaliknya, dikarenakan mayoritas persentase kepemilikan manajerial sangat kecil, maka tidak ditemukan pengaruh yang signifikan terhadap terjadinya kesulitan keuangan. Hal ini mengindikasikan kegagalan dalam upaya alignment interest yang diharapkan bisa tercapai dengan memberikan insentif dalam bentuk saham kepemilikan.

Penemuan lainnya ditemukan dalam variabel kontrol nilai pasar perusahaan dan profitabilitas memiliki pengaruh yang negatif terhadap risiko kesulitan keuangan. Hal ini wajar terjadi karena perusahaan yang memiliki reputasi yang baik dan kemampuan mengelola asetnya untuk mendapatkan laba secara optimal biasanya terhindar dari risiko kesulitan keuangan. Pada sisi lain struktur modal yang diukur dengan *Debt to Asset Ratio* dan Ukuran perusahaan yang diukur dengan *Total Asset*, memiliki pengaruh positif terhadap kesulitan keuangan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang sebagian besar asetnya dibiayai oleh hutang biasanya akan memiliki beban finansial yang tidak kecil (contoh : beban bunga). Selain itu, ukuran perusahaan yang terlalu besar, jika tidak dikelola dengan baik, dapat mengancam fleksibilitas perusahaan dalam beradaptasi dengan perubahan pasar.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Tentunya dalam penelitian ini tidak terlepas dari batasan-batasan. Harapannya keterbatasan dalam penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan bagi penelitian serupa atau yang berkaitan di kemudian hari. Beberapa keterbatasan tersebut sebagai berikut:

1. Estimasi pengukuran kesulitan keuangan pada penelitian ini menggunakan rumus Altman Z-Score yang merupakan metode pengukuran dengan pendekatan akuntansi. Tentunya terdapat kelemahan dari metode pengukuran Altman Z-Score sendiri yaitu hanya mempertimbangkan kondisi historikal keuangan perusahaan (Abdullah, 2016). Sedangkan terdapat metode lainnya dalam melakukan pengukuran kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dengan pendekatan pasar (*market based*) seperti Merton *contingent claims approach*.

2. Penelitian ini menggunakan beberapa rasio-rasio keuangan sebagai variabel kontrolnya. Namun variabel kontrol yang dipilih masih belum mempertimbangkan kondisi pasar, tata kelola perusahaan dan aspek-aspek lainnya yang dapat mempengaruhi going concern suatu perusahaan.
3. Penelitian hanya membagi struktur kepemilikan dalam beberapa kategori tertentu, tanpa mempertimbangkan apakah kepemilikan tersebut bersifat terkonsentrasi (*concentrated*) kepada suatu pihak tertentu atau tersebar (*dispersed*).
4. Penelitian ini hanya dilakukan terhadap perusahaan yang bergerak di bidang non-keuangan dan tidak melakukan penggolongan dan penelitian lebih lanjut mengenai karakteristik dan motif dari tiap jenis kepemilikan institusional. Mengingat terdapat kecenderungan yang berbeda dalam melakukan investasi dari jenis kepemilikan institusional yang berbeda (*long-term investment* dan *short-term investment*)

5.3 Saran

Berdasarkan batasan-batasan yang ada, saran bagi penelitian selanjutnya sebagai berikut:

1. Menggunakan metode estimasi kesulitan keuangan lainnya selain pendekatan akuntansi. Salah satu metode yang dapat digunakan yaitu Merton *contingent claims approach*.
2. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan aspek atau komponen tata kelola seperti: *gender diversity*, lokasi penempatan direksi, kualitas laporan keuangan, kualitas CEO dan komponen tata kelola lainnya sebagai variabel kontrolnya. Selain itu, variabel-variabel yang dapat mencakup perkembangan industri juga dapat dilakukan dengan menyertakan variabel-variabel kontrol seperti *Industry Growth* dan *Market Growth*. Selain itu, penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan nilai pengukuran lainnya selain rasio keuangan agar dapat mengetahui estimator lainnya dalam mengindikasikan terjadinya kesulitan keuangan dalam suatu perusahaan.

3. Penelitian selanjutnya dapat meneliti mengenai dampak dari kepemilikan terkonsentrasi dan kepemilikan tersebar melihat adanya perbedaan kepentingan dari kedua jenis kepemilikan tersebut. Sebagai contoh, perusahaan terkonsentrasi kontrol dan arah perusahaan ditentukan oleh satu pihak maka proses pengambilan keputusan dapat dilakukan dengan lebih mudah.
4. Fokus terhadap industri keuangan dan membagi jenis kepemilikan institusional secara lebih mendalam pada penelitian selanjutnya mengingat terdapat perbedaan dalam standar pencatatan dan kecenderungan pengambilan keputusan.

5.4 Implikasi Penelitian

Selain untuk memberikan manfaat secara akademis dalam rangka memperkaya penelitian terkait di Indonesia, tetapi penelitian ini juga diharapkan dapat bermanfaat bagi praktisi dari segi :

- a. Untuk Perusahaan, hasil penelitian ini dapat menjadi salah satu acuan untuk pengambilan keputusan mengenai struktur kepemilikan saham dan pengaruhnya terhadap risiko kesulitan keuangan. Misalnya, dengan mengontrol struktur kepemilikannya agar tidak terkonsentrasi kepada kepemilikan institusional. penelitian ini juga dapat menjadi salah satu sumber informasi untuk pengambilan keputusan yang berkaitan dengan memperbesar kapasitas, melakukan pinjaman, dan lain sebagainya. Sebab, kejadian-kejadian tersebut akan mempengaruhi laporan keuangan yang pada jangka panjangnya dapat mempengaruhi nilai pasar perusahaan (Tobin's Q) serta risiko kesulitan keuangan. Hal tersebut juga dapat mempengaruhi harga saham perusahaan serta minat investor terhadap perusahaan tersebut.
- b. Bagi akademisi, harapannya penelitian ini mampu dijadikan referensi bagi penelitian-penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan topik penelitian ini. Tentunya hal tersebut bertujuan untuk meningkatkan kualitas dari ilmu pengetahuan.

- c. Dengan adanya penelitian ini, investor mampu menentukan perusahaan yang akan diinvestasikan sesuai dengan preferensi masing-masing investor yaitu *long-term* atau *short-term* investment. Jika investor lebih cenderung memilih investasi yang bersifat jangka pendek dapat memilih perusahaan dengan kepemilikan institusional. Sebaliknya, jika investor tertarik untuk melakukan investasi yang bersifat jangka panjang, maka investor dapat memilih perusahaan dengan kepemilikan pemerintah maupun asing.
- d. Bagi kreditor, hasil ini mampu memberikan pertimbangan dalam mendanai perusahaan. Hal ini penting mengingat bahwa semakin besar risiko kesulitan keuangan dapat mempengaruhi kemungkinan terjadinya gagal bayar terhadap utang di masa mendatang.

DAFTAR PUSTAKA

Abdulkareem, Hawar. (2015). The revised Altman Z'-score Model Verifying its Validity as a Predictor of Corporate Failure in the Case of UK Private Companies.

Abdullah, S.N. (2006), "Board structure and ownership in Malaysia: the case of distressed listed companies", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 6 No. 5, pp. 582-594.

Abdullah, N. A. H., Rus, R. M., Halim, A., & Ahmad, H. (2009). Factors contributing to financially distressed companies in Malaysia. *LIST OF CONTRIBUTORS/SENARAI PENYUMBANG*, 225.

Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397.

Altman E.I. (1983). *Corporate Financial Distress*. Wiley Interscience. New York

Al-Najjar, B. (2015). Does ownership matter in publicly listed tourism firms? Evidence from Jordan. *Tourism Management*, 49, 87-96.

Al-Saidi, M., & Al-Shammari, B. (2013). Board composition and bank performance in Kuwait: an empirical study. *Managerial Auditing Journal*, 28(6), 472-494.

Alfaraih, M., Alanezi, F., & Almujaed, H. (2012). The influence of institutional and government ownership on firm performance: evidence from Kuwait. *International Business Research*, 5(10), 192.

Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (1993). *Corporate financial distress and bankruptcy*.

Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.

Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of accounting research*, 71-111.

Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of financial economics*, 20, 267-291.

Campbell, John Y., Jens Dietrich Hilscher, and Jan Szilagyi (2011) Predicting financial distress and the performance of distressed stocks. *Journal of Investment Management* 9(2): 14-34.

Carney, R. W., & Child, T. B. (2013). Changes to the ownership and control of East Asian corporations between 1996 and 2008: The primacy of politics. *Journal of financial economics*, 107(2), 494-513.

Chaganti, R., & Damanpour, F. (1991). Institutional ownership, capital structure, and firm performance. *Strategic management journal*, 12(7), 479-491.

Chan, K. C., & Chen, N. F. (1991). Structural and return characteristics of small and large firms. *The Journal of Finance*, 46(4), 1467-1484.

Chen, G., Firth, M., Gao, D. N., & Rui, O. M. (2006). Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 424-448.

Cheung, W. A., & Wei, K. J. (2006). Insider ownership and corporate performance: Evidence from the adjustment cost approach. *Journal of Corporate Finance*, 12(5), 906-925.

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 70-74.

Damodar N., Gujarati dan Porter D., C., (2009). Basic Econometric 5th Edition. McGraw –Hill: New York

De Alessi, L. (1980). The economics of property rights: A review of the evidence.

Dimitras, A. I., Zanakis, S. H., & Zopounidis, C. (1996). A survey of business failures with an emphasis on prediction methods and industrial applications. *European Journal of Operational Research*, 90(3), 487-513.

Donker, H., Santen, B., & Zahir, S., (2009): Ownership structure and the likelihood of financial distress in the Netherlands, *Applied Financial Economics*, 19:21, 1687-1696

Ehikioya, B.I. (2009), "Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria", *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, Vol. 9 No. 3, pp. 231-24

Elloumi, F., & Gueyie, J. P. (2001). Financial distress and corporate governance: an empirical analysis. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 1(1), 15-23.

Elnizar, Norman Edwin. (2018, January 16). Tren PKPU Meningkatkan Hingga Akhir 2017, Ini Penjelasan Kurator. HukumOnline.com. Retrieved from <https://www.hukumonline.com/berita/baca/lt5a5da9e52544f/tren-pkpu-meningkat-hingga-akhir-2017--ini-penjelasan-kurator/>

Elyasiani, E., & Jia, J. (2010). Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal of banking & finance*, 34(3), 606-620.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.

Farooq, U., Qamar, M. A. J., & Haque, A. (2018). A three-stage dynamic model of financial distress. *Managerial Finance*, 44(9), 1101-1116.

Fiakas, D. (2005). Tobin'sq: Valuing Small Capitalization Companies. *Crystal Equity Research*.

Fich, E. M., & Slezak, S. L. (2008). Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(2), 225-251.

Field, A. (2013) *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics: And Sex and Drugs and Rock "N" Roll*, 4th Edition, Sage, Los Angeles, London, New Delhi

Ghozali, Imam. 2011. "Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS19". Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview.

Gregory, A., & Wang, Y. H. (2013). Cash acquirers: Can free cash flow, debt and institutional ownership explain long-run performance?. *Review of Behavioural Finance*, 5(1), 35-57.

Gulsun, I., & Umit, G. (2010). Early warning model with statistical analysis procedures in Turkish insurance companies. *African Journal of Business Management*, 4(5), 623-630.

Gunawan, I. (2016). *Pengantar Statistika Inferensial*. Jakarta: Rajawali Pers.

Hadi, S., & Anggraeni, A. (2008). Pemilihan Prediktor Delisting Terbaik (Perbandingan Antara The Zmijewski Model, The Altman Model, dan The Springate Model). *Indonesian Journal of Accounting and Auditing*, 12(2).

Halawa, S. D., & Wahyuni, S. (2017). Analisis Pengaruh Growth Company, Firm Size dan Financial Distress Berdasarkan Metode Z-Score Terhadap Penerimaan Going Concern Opinion Atas Kemungkinan Terjadinya Forced Delisting Saham Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017. *VALUTA*, 3(2), 304-319.

Hastuti, T., & Nasri, M. (2014). Kualitas Pelayanan, Kepuasan, dan Loyalitas Nasabah: Aplikasi SERVQUAL Model pada Lembaga Keuangan Mikro Syariah Kota Malang. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, 3(3).

Hery. 2017. Auditing dan Asurans. Jakarta. Grasindo.

Hodgson, A., Lhaopadchan, S. & Buakes, S. 2011. How informative is the Thai corporate governance index? A financial approach. *International Journal of Accounting and Information Management* 19: 53-79.

Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The stata journal*, 7(3), 281-312.

Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data* (No. 54). Cambridge university press.

Huang, X., Kabir, R., & Zhang, L. (2018). Government ownership and the capital structure of firms: Analysis of an institutional context from China. *China journal of accounting research*, 11(3), 171-185.

Hull, R. M., Stretcher, R., & Johnson, S. (2011). Capital structure: professional management guidance. *Managerial finance*.

Hunardy, N., & Tarigan, J. (2017). Pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap kinerja keuangan melalui dewan komisaris independen sebagai variabel intervening. *Business Accounting Review*, 5(2), 601-612.

Jannah, I. R., & Khoiruddin, M. (2017). Peran Financial Distress Memediasi Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial terhadap Return Saham. *Management Analysis Journal*, 6(3), 262-273.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

Jia, W., & Chen, B. (2008, October). Financial risk, business risk and firm value for logistics industry. In *2008 4th International Conference on Wireless Communications, Networking and Mobile Computing* (pp. 1-4). IEEE.

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), 2004-2008.

John, T. A. (1993). Accounting measures of corporate liquidity, leverage, and costs of financial distress. *Financial Management*, 91-100.

Kim, J. B., & Yi, C. H. (2006). Ownership structure, business group affiliation, listing status, and earnings management: Evidence from Korea. *Contemporary accounting research*, 23(2), 427-464.

Kobeissi, N., & Sun, X. (2010). Ownership structure and bank performance: Evidence from the Middle East and North Africa Region. *Comparative Economic Studies*, 52(3), 287-323.

Kuncoro, Mudrajad. 2003. *Metode Riset untuk Bisnis & Ekonomi*. Jakarta: Erlangga.

Lee, J., & Chung, K. H. (2018). Foreign ownership and stock market liquidity. *International Review of Economics & Finance*, 54, 311-325.

Lee, S. (2008). *Ownership structure and financial performance: Evidence from panel data of South Korea* (No. 2008-17). Working paper.

Lin, Y. R., & Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 49, 17-57.

Liu, N., Laing, E., Cao, Y., & Zhang, X. (2018). Institutional ownership and corporate transparency in China. *Finance Research Letters*, 24, 328-336.

Mangena, M., & Chamisa, E. (2008). Corporate governance and incidences of listing suspension by the JSE Securities Exchange of South Africa: An empirical analysis. *The International Journal of Accounting*, 43(1), 28-44.

Maslachah, L., Wahyudi, S., & Mawardi, W. (2017). Analisis Pengaruh Leverage, Tobin's Q, Intangible Asset, Tangible Asset, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan terhadap Prediksi Terjadinya Financial Distress.

Mayasari, A. S., Fadah, I., & Endhiarto, T. Analisis Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode.

McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial economics*, 27(2), 595-612.

Mintzberg, H., (1983). *Power in and around organizations* (Vol. 142). Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Nashier, T., & Gupta, A. (2016). The effect of institutional ownership on firm performance. *IUP Journal of Corporate Governance*, 15(3), 36.

Oktaviani, M. A., & Notobroto, H. B. (2014). Perbandingan tingkat konsistensi normalitas distribusi metode kolmogorov-smirnov, lilliefors, shapiro-wilk, dan skewness-kurtosis. *Jurnal Biometrika dan Kependudukan*, 3(2), 127-135.

Ongore, V. O. (2011). The relationship between ownership structure and firm performance: An empirical analysis of listed companies in Kenya. *African Journal of Business Management*, 5(6), 2120-2128.

Oz, I. O., & Simga-Mugan, C. (2018). Bankruptcy prediction models' generalizability: Evidence from emerging market economies. *Advances in accounting*, 41(C), 114-125.

Parker, S., Peters, G.F. and Turetsky, H.F. (2002), "Corporate governance and corporate failure: a survival analysis", *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, Vol. 2 No. 2, pp. 4-12.

Pedersen, T., & Thomsen, S. (2001). *The causal relationship between insider ownership, owner identity and market valuation among the largest European companies* (No. 15-2001).

Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of financial economics*, 20, 237-265.

Praditya, Ilyas Istianur, (2016, Februari 18), Melantai di Bursa, BUMN Jadi Milik Asing?. Liputan6.com. Retrieved from https://www.liputan6.com/bisnis/read/2436460/melantai-di-bursa-bumn-jadi-milik-asing?utm_expid=.9Z4i5ypGQeGiS7w9arwTvQ.0&utm_referrer=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F

Purnanandam, A., (2008), Financial distress and corporate risk management: Theory and evidence, *Journal of Financial Economics*, 87, (3), 706-739

Rankin, M., Stanton, P., Ferlauto, K., McGowan, S., Tilling, M., (2012) *Contemporary issues in accounting*, Singapore: John Wiley & Sons Australia, Ltd.

Rosdini, D. (2011). The Influence of Investment Opportunity Set and Corporate Governance to Earnings Quality and Firm Value. In *World Business and Economics research Conference* (pp. 1-33).

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2002). *Corporate Finance*. Boston: Mc-Graw Hill.

Sabrina, F. N., & Muharam, H. (2015). Analisis pengaruh kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, risiko likuiditas dan risiko kredit terhadap kinerja keuangan bank. *Diponegoro Journal of Management*, 224-236.

Salehi, M., & Abedini, B. (2009). financial distress prediction in emerging market: empirical evidences from Iran. *Business Intelligence Journal*, 2(2), 398-409.

Salkind, N. J. (2013). *Tests & Measurement for People Who (Think They) Hate tests & Measurement* (2nd ed.). Los Angeles, CA: SAGE Publications, Inc.

Sari, M. D., & Indah, P.,(2017). *Prediksi Potensi Financial Distress Analisis Model Altman Z-Score (Studi Pada Bank Muamalat Indonesia Periode 2012-2015)* (Doctoral dissertation, IAIN Surakarta).

Septiadi, Anggar & Yudho Winarto. (2018, Desember 27). Sepanjang 2018, Jumlah Perkara Kepailitan Melonjak. Kontan.co.id. Retrieved from <https://nasional.kontan.co.id/news/sepanjang-2018-jumlah-perkara-kepailitan-melonjak?page=2>

Setiawan, D., Bandi, B., Phua, L.K., Trinugroho, I. (2016).Ownership structure and dividend policy in Indonesia. *Journal of Asia Business Studies*, Vol. 10 Iss 3 pp. 230 – 252.

Shahwan, Tamer Mohamed. (2015) "The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt", *Corporate Governance*, Vol. 15 Issue: 5, pp.641-662, <https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0140>

Shapiro, C., & Willig, R. (1990). Economic rationales for the scope of privatization.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488.

Shleifer, Andrei, and Robert W Vishny. 1989. "Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments." *Journal of Financial Economics* 25 (1): 123-139.

Shyu, J. (2013). Ownership structure, capital structure, and performance of group affiliation: Evidence from Taiwanese group-affiliated firms. *Managerial Finance*, 39(4), 404-420.

Siallagan, H., & Machfoedz, M. U. (2006). Mekanisme corporate governance, kualitas laba dan nilai perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi IX. Padang*, 23-26.

Sudiyatno, B., & Puspitasari, E. (2010). Pengaruh kebijakan perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan kinerja perusahaan sebagai variabel intervening (studi pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 2(1), 1-22.

Sugiharto. (2005). BUMN Indonesia : Isu, Kebijakan dan Strategi. Jakarta : Elex Media Komputindo

Sugiyono. 2014. Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif Dan R&D. Bandung: Alfabeta.

Udin, S., Khan, M. A., & Javid, A.Y., (2017) "The effects of ownership structure on likelihood of financial distress: an empirical evidence", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 17 Issue: 4, pp.589-612, <https://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0067>

Ukaegbu, B., & Oino, I. (2014). The determinants of capital structure: A comparison of financial and non-financial firms in a regulated developing country–Nigeria. *African Journal of Economic and Management Studies*, 5(3), 341-368.

Uwuigbe, U., & Olusanmi, O. (2012). An empirical examination of the relationship between ownership structure and the performance of firms in Nigeria. *International Business Research*, 5(1), 208.

Vickers, L., & Yarrow, G. 1988: Privatisation: An economic analysis, Cambridge, MA: MIT Press

Wang, Z.J. and Deng, X.L. (2006), "Corporate governance and financial distress: evidence from Chinese listed companies", *The Chinese Economy*, Vol. 39 No. 5, pp. 5-27.

Wang, Z., & Li, H. (2007). Financial distress prediction of Chinese listed companies: a rough set methodology. *Chinese Management Studies*, 1(2), 93-110.

Warapsari, A. A. U., & Suaryana, I. G. A. (2016). Pengaruh kepemilikan manajerial dan institusional terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan utang sebagai variabel intervening. *E-Jurnal Akuntansi*, 2288-2315.

Weygandt, J. J., Kieso, D. E., & Kimmel, P. D. (2012). *Financial accounting*. New York: Wiley.

Zmijewski, M. E. (1984). Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research*, 22, 59-82