



ANALISIS PENGARUH GOOD CORPORATE GOVERNANCE, INTELLECTUAL CAPITAL, DAN ARUS KAS OPERASI TERHADAP FINANCIAL DISTRESS

Samses Mondayri¹⁾; Rd. Tatan Jaka Tresnajaya^{2)*}

¹⁾ *samsesmondayri1399@gmail.com, Politeknik Keuangan Negara STAN*

²⁾ *tatan.tresnajaya@gmail.com, Politeknik Keuangan Negara STAN*

**penulis korespondensi*

Abstract

Bankruptcy is a phenomenon that will adversely affect the continuity of a company. Before filing for bankruptcy, a company usually will enter a phase called financial distress, which is an early warning and signal of a company before it goes bankrupt. This research aims to examine the effect of Good Corporate Governance and managerial skills on managing the company that includes the management of Intellectual capital and operating cash flow, on financial distress which is measured by modified Altman Z-Score. This research is quantitative research using panel data. The analysis on this study was conducted on 31 companies listed in Indonesia Stock Exchange under infrastructure sector during the period of 2016-2019 and chosen using purposive sampling method which ended up with 124 observations. This research finds that Good Corporate Governance that was measured by institutional ownership, independent commissioner, and Gender diversity and Intellectual capital that was measured by VAIC do not affect financial distress. Meanwhile, operating cash flow negatively affects financial distress.

Keywords: *financial distress, Altman Z-Score, good corporate governance, Intellectual capital, operating cash flow*

Abstrak

Kebangkrutan merupakan fenomena yang berpotensi memengaruhi kelangsungan sebuah perusahaan. Sebelum sebuah perusahaan memasuki kebangkrutan, perusahaan akan terlebih dahulu memasuki fase *financial distress* yang merupakan gejala awal dan sinyal dari perusahaan yang akan mengalami kebangkrutan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *Good Corporate Governance* dan kemampuan manajemen dalam mengelola perusahaan yang meliputi pengelolaan atas *Intellectual capital* dan arus kas operasi, terhadap *financial distress* yang diukur dengan *Altman Z-score* modifikasi. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan data panel. Analisis dalam penelitian ini dilakukan terhadap 31 perusahaan sektor infrastruktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2016-2019 dan dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* sehingga diperoleh 124 observasi. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa GCG yang diproksikan dengan kepemilikan institusi, komisaris independen, dan *Gender diversity* serta *Intellectual capital* yang diproksikan dengan VAIC tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Di sisi lain, arus kas operasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*.

Kata Kunci : *financial distress, Altman Z-Score, good corporate governance, Intellectual capital, arus kas operasi*

PENDAHULUAN

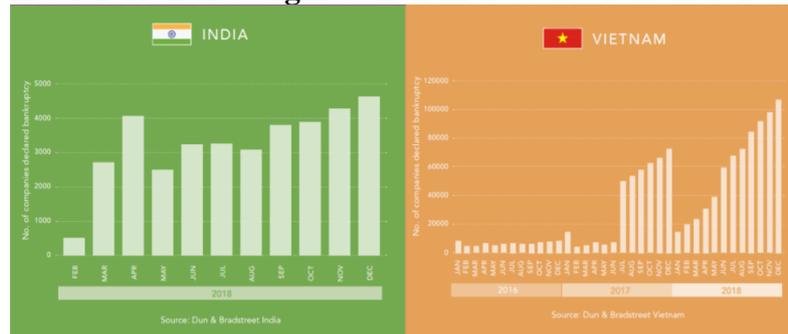
Kebangkrutan merupakan fenomena yang dapat berimplikasi negatif terhadap kelangsungan perusahaan yang disebabkan ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya maupun membiayai operasionalnya (Burksaitienė dan Mažintienė, 2011; Kristóf dan Virág, 2020). Kebangkrutan dapat berujung pada likuidasi perusahaan yang dapat merugikan banyak pihak, sehingga harus dapat diantisipasi dan dicegah. Sebelum perusahaan masuk ke fase kebangkrutan, perusahaan akan terlebih dahulu mengalami *financial distress*, yakni kondisi yang terjadi ketika keuangan perusahaan berada dalam keadaan yang tidak sehat dan/atau krisis sehingga perusahaan mulai mengalami kesulitan untuk memenuhi kewajibannya (Ayu et al., 2017; Mustika et al., 2018; Widhiadnyana dan Ratnadi, 2019).

Kebangkrutan sendiri merupakan hal yang erat kaitannya dengan dunia bisnis. Selama beberapa tahun terakhir, terjadi peningkatan kasus kebangkrutan di beberapa negara. Berdasarkan data Global Bankruptcy Report oleh Dun & Bradstreet, negara-negara



berkembang yang ada di Asia seperti India dan Vietnam tercatat mengalami peningkatan selama periode 2016-2018 dalam hal jumlah perusahaan yang mengalami kebangkrutan seperti terlihat pada gambar 1. Menurut Dun & Bradstreet (2019), hal ini disebabkan oleh volatilitas dan perlambatan ekonomi global yang meningkat akibat perang dagang antara Amerika Serikat dan Cina dan perlambatan *consumer spending* di Cina. Perusahaan yang ada di negara maju seperti Inggris juga mengalami peningkatan 6,8% dalam jumlah perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan (*insolvency*) pada 2019 (Insolvency Service, 2020).

Gambar 1 Tren Kebangkrutan di India dan Vietnam 2016-2018



Sumber: Dun dan Bradstreet (2019)

Di Indonesia sendiri, tercatat sejak tahun 2009-2018, terdapat 40 perusahaan yang terpaksa harus delisting dari Bursa Efek Indonesia dan rata-rata memiliki kecenderungan terkena *financial distress* dan berpotensi mengalami kebangkrutan (Damayanti dan Kusumaningtiyas, 2020). Kasus kebangkrutan yang cukup menghebohkan di Indonesia belum lama ini adalah kasus PT Citra Maharlika Nusantara Corpora Tbk., pemilik perusahaan taksi dan koperasi “Cipaganti” yang terpaksa harus bangkrut dan dilikuidasi pada 2017 karena tidak mampu melunasi kewajiban sebesar Rp245 miliar (Kontan.co.id, 2017). Tidak hanya kasus kebangkrutan, beberapa perusahaan juga terindikasi mengalami *financial distress* seperti PT Bakrie Telecom Tbk yang terpaksa harus menutup layanan “Esia” karena gagal melunasi kewajibannya berdasarkan SK Menkominfo Nomor 145 Tahun 2016 tentang Pencabutan Izin Penyelenggaraan Jaringan Tetap Sambungan Internasional PT Bakrie Telecom.

Dengan melihat fenomena peningkatan kasus *financial distress* dan kebangkrutan yang disebabkan oleh persaingan bisnis dan volatilitas ekonomi global serta dampaknya bagi perekonomian, isu mengenai deteksi dini kebangkrutan dengan mengidentifikasi perusahaan-perusahaan yang terkena *financial distress* serta faktor-faktor yang memengaruhinya menjadi penting untuk dilakukan oleh pemangku kepentingan seperti pemegang saham dan pemerintah sebagai regulator. Deteksi dini kebangkrutan dilakukan dengan melakukan analisis pada informasi keuangan yang diberikan oleh manajemen agar dapat diambil langkah-langkah perbaikan yang secara signifikan dapat menghindarkan perusahaan dari risiko kebangkrutan dan dilikuidasi (Piatt dan Piatt, 2002; Tinoco dan Wilson, 2013). Menurut teori *signalling*, manajemen perusahaan akan secara sukarela memberikan informasi-informasi dalam bentuk laporan keuangan dan laporan tahunan untuk mengurangi asimetri informasi dan membantu pemegang saham untuk membuat keputusan bisnis yang lebih baik (Sutra dan Mais, 2019).

Telah dilakukan beberapa penelitian berkaitan dengan faktor-faktor yang dapat memengaruhi risiko *financial distress* sebuah perusahaan seperti: Efisiensi operasi (Africa, 2016; Amalia & Mardani, 2018), profitabilitas (Afiqoh & Laila, 2018; Fauzi, 2011), *leverage* (Afiqoh & Laila, 2018; Amalia & Mardani, 2018; Shahwan, 2015; Zhang et al., 2016), likuiditas (Dirman, 2020; Shahwan, 2015; Zaki et al., 2011), ukuran perusahaan (Afiqoh & Laila, 2018; Baklouti et al., 2016; Shahwan, 2015), kepemilikan institusi (Fathonah, 2017; Manzanque et



al., 2016), ukuran dewan (Helena & Saifi, 2017; Manzaneque et al., 2016), komisaris independen (Fathonah, 2017; Helena dan Saifi, 2017; Lee dan Yeh, 2004), komite audit (Fathonah, 2017; Helena & Saifi, 2017), *Gender diversity* (Hatane et al., 2018; Santen & Donker, 2009; Zhou, 2019), dan *Intellectual capital* (Handayani et al., 2019; Mustika et al., 2018; Nazaruddin dan Daulay, 2019; Widhiadnyana dan Ratnadi, 2019).

Financial distress dan kebangkrutan sangat erat hubungannya dengan struktur tata kelola dan kemampuan manajemen dalam mengelola perusahaan. *Good corporate governance*, *intellectual capital*, dan arus kas operasi menunjukkan bagaimana struktur tata kelola perusahaan dan kemampuan manajemen perusahaan dalam mengelola aset dan kegiatan operasionalnya. Ketiga hal tersebut berkaitan erat dalam menentukan kesuksesan sebuah perusahaan sebagai entitas ekonomi, yakni untuk menghasilkan keuntungan dan memenuhi seluruh harapan dari pemangku kepentingannya.

Dari sisi tata kelola, perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau badan hukum yang lain akan cenderung memiliki pengawasan yang lebih baik sehingga meningkatkan kualitas tata kelola dalam perusahaan (Helena dan Saifi, 2017; Poluan dan Nugroho, 2015). Kualitas pengawasan yang lebih baik ini disebabkan oleh struktur organisasi di dalam institusi pemilik yang memungkinkan adanya sistem pengawasan yang lebih terstruktur dan terarah. Berkaitan dengan pengawasan, diperlukan sosok komisaris independen dalam dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan pihak-pihak yang berkepentingan secara langsung di perusahaan guna menjaga kualitas pengawasan agar tetap netral dan menjaga arah kebijakan perusahaan agar sesuai dengan kepentingan seluruh *stakeholder* (Fathonah, 2017). Selain penting untuk memiliki struktur dewan komisaris yang seimbang, struktur dewan direksi juga menjadi komponen tata kelola yang perlu diperhatikan. Komposisi pimpinan perusahaan yang lebih beragam khususnya dalam hal komposisi perempuan dan laki-laki dalam dewan direksi dinilai dapat saling melengkapi dalam pengambilan keputusan strategis di perusahaan (Zhou, 2019) serta memperluas sudut pandang dalam pengambilan keputusan (Adams dan Ferreira, 2005).

Telah dilakukan beberapa penelitian mengenai pengaruh GCG terhadap *financial distress*. Helena dan Saifi (2017) dan Syofyan dan Herawaty (2019) menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif signifikan karena kepemilikan institusi akan mendorong efisiensi pemanfaatan aset dan aktivitas *monitoring* yang lebih terstruktur. Akan tetapi proporsi komisaris independen dinilai tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *financial distress* dikarenakan keberadaan komisaris independen dianggap tidak memiliki manfaat nyata dan hanya dianggap sebagai formalitas untuk memenuhi regulasi dikarenakan sifatnya yang wajib pada perusahaan publik. Hasil berbeda lainnya ditemukan oleh Shahwan (2015) pada penelitian yang dilakukan pada perusahaan di Mesir menemukan bahwa kepemilikan institusi tidak memiliki pengaruh signifikan. Manzaneque et al. (2016) pada penelitian di Spanyol menemukan bahwa kepemilikan institusi tidak berpengaruh signifikan dikarenakan institusi dianggap pasif dalam melakukan aktivitas *monitoring* atas perusahaan yang dimilikinya dan proporsi komisaris independen ditemukan berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress* karena dianggap mampu mengendalikan keputusan manajemen dalam mengelola perusahaan.

Berkaitan dengan *gender diversity*, Hatane et al. (2018) dan Zhou (2019) menemukan bahwa *gender diversity* pada pimpinan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kemungkinan *financial distress* dikarenakan perempuan dinilai cenderung tidak *overoptimistic* dalam pengambilan keputusan. Hasil yang berbeda justru ditemukan oleh Santen dan Donker (2009) yang melakukan penelitian pada perusahaan di Belanda dan Ariska et al. (2021) yang melakukan penelitian pada perusahaan di BEI, dimana *gender diversity* dari dewan komisaris dan direksi dinilai tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress* dikarenakan faktor



kompetensi yang dianggap lebih penting bagi pimpinan perusahaan terlepas apapun gendernya. Perbedaan hasil penelitian dari proksi GCG membuat variabel ini perlu diteliti lebih jauh.

Dari aspek pengelolaan perusahaan oleh manajemen, manajemen perusahaan yang baik akan mampu memaksimalkan pemanfaatan seluruh sumber daya atau aset yang dimiliki oleh perusahaan agar dapat bersaing dengan kompetitor dan menghasilkan nilai tambah bagi perusahaan sehingga terhindar dari *financial distress* (Mustika et al., 2018). *Intellectual capital* atau aset intelektual adalah komponen aset tidak berwujud pada perusahaan yang dapat menjadi keunggulan kompetitif dan komponen kunci penciptaan nilai perusahaan (Bontis et al., 2000).

Telah dilakukan beberapa penelitian mengenai pengaruh *intellectual capital* terhadap *financial distress*. Purba dan Muslih (2019), Nazaruddin dan Daulay (2019) dan Hatane et al. (2018) menemukan bahwa *intellectual capital* berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*. Hasil ini sesuai dengan teori *resource-based view* (RBV), dimana perusahaan yang berhasil memfokuskan diri pada pemanfaatan sumber daya yang dimilikinya akan memiliki keunggulan kompetitif dan kinerja yang lebih baik. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Handayani et al. (2019) dan Oktarina (2018) pada perusahaan di BEI dimana *intellectual capital* dinilai tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress* karena masih rendahnya pemahaman perusahaan di Indonesia akan pentingnya pemanfaatan modal intelektual. Perbedaan hasil tersebut membuat penelitian mengenai *intellectual capital* perlu diteliti lebih jauh.

Penilaian kinerja manajemen juga dapat dilakukan dengan melihat komponen arus kas operasi perusahaan. Arus kas operasi dinilai dapat menjadi acuan untuk menilai kinerja operasi dan keuangan perusahaan, karena relatif sulit untuk dimanipulasi mengingat sifatnya yang berkaitan langsung dengan jumlah kas yang dimiliki oleh perusahaan (Jones dan Belkaoui, 2010). Perusahaan yang memiliki rasio arus kas operasi yang tinggi akan terhindar dari kondisi *financial distress* karena memiliki dana yang cukup serta memberikan tanda bahwa perusahaan berjalan dengan baik (Finishtya, 2019).

Penelitian mengenai pengaruh arus kas terhadap *financial distress* masih menghasilkan hasil yang beragam. Karas dan Reznakova (2020) dan Sayari dan Mugan (2013) menemukan bahwa pola arus kas operasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*. Hasil yang berbeda justru ditemukan oleh penelitian yang dilakukan oleh Nukmaningtyas dan Worokinasih (2018) dan Carolina et al. (2018) yang menemukan bahwa arus kas operasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress* dikarenakan besar kecilnya arus kas operasi tidak akan berpengaruh jika perusahaan kewajiban atau investasi jangka panjang tidak dikelola dengan baik. Perbedaan hasil tersebut membuat pengaruh arus kas operasi menjadi menarik dan perlu untuk diteliti lebih jauh

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *good corporate governance*, *Intellectual capital*, dan arus kas operasi terhadap *financial distress* dengan mengambil objek penelitian pada sektor perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan sektor infrastruktur dipilih dikarenakan karakteristik khususnya yang memiliki tingkat ketidakpastian yang tinggi yang disebabkan oleh waktu pengerjaan proyek yang lama dan rentan mengalami kenaikan biaya proyek akibat kondisi ekonomi (Choi et al., 2018; Tserng et al., 2011). Selain itu, perusahaan sektor infrastruktur sejak tahun 2015 mulai banyak dilibatkan dalam pembangunan infrastruktur dengan skema Kerja Sama Pemerintah dan Badan Usaha (KPBU) sejak ditetapkannya Peraturan Presiden (Perpres) Nomor 38 Tahun 2015 tentang Kerja Sama Pemerintah dan Badan Usaha. Perusahaan yang dilibatkan dalam proyek tersebut harus melakukan pinjaman ke kreditor seperti bank untuk mendanai proyek yang nilainya cukup tinggi. Jika proyek menjadi rugi akibat waktu pengerjaan yang lebih lama atau biaya proyek yang membengkak, perusahaan berisiko mengalami kesulitan untuk membayar



bunga dan melunasi kewajibannya. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan sektor infrastruktur lebih rentan mengalami *financial distress* (Thomas Ng et al., 2011).

Penelitian ini berkontribusi dalam beberapa hal. Pertama, penelitian ini berkontribusi dalam menguji secara empiris pengaruh tata kelola dan kemampuan manajemen menggunakan variabel *good corporate governance*, *intellectual capital*, dan arus kas operasi, dimana penelitian dengan model ini sebelumnya belum pernah dilakukan pada objek terkait. Kedua, penelitian ini berkontribusi untuk mengisi *research gap* terkait inkonsistensi hasil penelitian yang dilakukan sebelumnya. Terakhir, penelitian ini berkontribusi untuk menambah literatur mengenai pembahasan ketiga variabel terhadap *financial distress* dengan menggunakan *Altman Z-score* modifikasi sebagai variabel dependen. Penelitian ini menggunakan ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, dan *sales growth* sebagai variabel kontrol yang terbukti berpengaruh terhadap *financial distress* berdasarkan penelitian sebelumnya.

KAJIAN PUSTAKA

Teori Signalling

Teori *signalling* merupakan teori yang dikemukakan oleh Stephen Ross pada tahun 1977. Menurut Ross (1977), laporan keuangan berisikan informasi yang dapat menjelaskan seluruh hal yang telah dilakukan oleh manajemen untuk meningkatkan nilai dan merealisasikan keinginan dari pemegang saham. Laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan juga bertujuan untuk mengurangi asimetri informasi mengenai kondisi perusahaan antara pemegang saham sebagai principal dan manajemen selaku agent dari pemegang saham (Sutra dan Mais, 2019)

Perusahaan yang berada dalam kondisi *financial distress* akan memberikan sinyal melalui laporan keuangannya, seperti rugi yang berlangsung selama beberapa periode maupun rasio working capital yang terus menurun sehingga perusahaan dikhawatirkan sulit melunasi kewajibannya di masa yang akan datang (Sudaryanti dan Dinar, 2019). Informasi dalam laporan keuangan tersebut selanjutnya dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan oleh berbagai stakeholder yang terkait dengan perusahaan seperti kreditor, investor, pemerintah, pemasok, pegawai, dan stakeholder lainnya (Putri, 2018).

Financial Distress dan Kebangkrutan

Kebangkrutan didefinisikan sebagai ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban kepada kreditor yang disebabkan oleh kegagalan perusahaan untuk memperoleh laba sehingga perusahaan tidak memiliki cukup dana untuk menjalankan operasinya dan tidak dapat mencapai tujuan ekonominya (Almilia, 2003; Harahap, 2003). Menurut Toto (2011), kebangkrutan biasanya tidak terjadi dalam waktu singkat atau secara tiba-tiba, melainkan terdapat indikasi yang dapat diketahui jika dilakukan analisis mendalam terhadap laporan keuangan menggunakan cara-cara tertentu. Sebelum perusahaan masuk dalam kondisi bangkrut perusahaan akan terlebih dahulu masuk ke tahap kesulitan keuangan atau *financial distress*.

Financial distress didefinisikan sebagai gejala awal atau kemungkinan akan terjadinya kebangkrutan, yakni kondisi dimana perusahaan mengalami insolvensi sehingga tidak dapat memenuhi kewajibannya yang telah jatuh tempo (Apylia, 2016; Putong dan Gani, 2012). Menurut Supriyanto dan Darmawan (2018) beberapa hal yang dapat mengindikasikan terjadinya *financial distress* pada suatu perusahaan antara lain: (1) penurunan volume penjualan, (2) peningkatan biaya produksi yang menambah beban operasi, (3) kegagalan melakukan ekspansi, (4) ketergantungan dan kesulitan dalam menagih piutang (5) penurunan profit dan dividen yang dibagikan (6) pengurangan pegawai dan penutupan unit bisnis, dan (7) penurunan harga saham secara terus menerus.

Karena dapat membahayakan kelangsungan perusahaan dan merugikan banyak pihak, penting untuk mengetahui indikasi terjadinya *financial distress* pada sebuah perusahaan sebagai



suatu *early warning system* untuk mencegah terjadinya kebangkrutan perusahaan. Menurut Africa (2016), dengan mengetahui informasi terkait perusahaan yang mengalami *financial distress*, dapat diperoleh manfaat seperti: (a) mendorong manajemen untuk mengukur masalah yang terjadi dan melakukan tindakan yang diperlukan agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan, (b) menjadi bahan pertimbangan manajemen untuk pengambilan keputusan terkait merger dan/atau pengambilalihan oleh perusahaan yang memiliki kemampuan untuk mengelola perusahaan dan membayar kewajibannya, (c) menyediakan sinyal peringatan untuk kebangkrutan di masa yang akan datang.

Pengembangan Hipotesis

Good corporate governance

Good corporate governance didefinisikan sebagai seperangkat sistem yang mengendalikan dan mengatur hubungan antara perusahaan dan pemangku kepentingan berkaitan dengan kewajiban dan hak masing-masing yang didasarkan pada prinsip-prinsip keterbukaan (*transparency*), akuntabilitas (*accountability*), pertanggungjawaban (*responsibility*), independensi (*independency*), dan kewajaran (*fairness*) (OJK, 2016)

Salah satu unsur dalam tata kelola dalam perusahaan adalah struktur kepemilikan, dimana institusi lain seringkali menjadi pemegang saham dengan jumlah yang signifikan. Keberadaan kepemilikan oleh institusi memiliki keunggulan terutama dalam hal pengawasan kinerja manajemen dikarenakan adanya struktur organisasi dan kerja dalam institusi tersebut. Keberadaan institusi sebagai pemilik akan memberikan tekanan kepada manajer untuk meningkatkan dan memperbaiki kinerjanya, sehingga terhindar dari risiko *financial distress* dan kebangkrutan (Poluan dan Nugroho, 2015). Dari uraian tersebut, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H1 = Kepemilikan Institusional sebagai proksi GCG memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*

Pengawasan terhadap dewan direksi oleh komisaris merupakan hal yang penting dalam tata kelola perusahaan untuk memastikan bahwa dewan direksi bertindak untuk kepentingan stakeholder. Keberadaan komisaris independen dalam struktur dewan komisaris dapat meningkatkan kualitas pengawasan dewan komisaris terhadap dewan direksi karena tidak ada kepentingan khusus yang membayangnya sehingga dapat memberikan perspektif lain bagi dewan komisaris (Manzaneque et al., 2016). Oleh karena itu, semakin tinggi persentase komisaris independen, maka semakin baik fungsi komisaris dapat dijalankan untuk mengawasi perusahaan dan memastikan perusahaan terhindar dari kinerja yang buruk dan kesulitan *financial distress*. Dari uraian tersebut dapat disusun hipotesis sebagai berikut.

H2 = Proporsi komisaris independen sebagai proksi dari GCG berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*

Struktur dewan direksi perusahaan merupakan salah satu unsur dalam tata kelola perusahaan. Berdasarkan teori diversity yang dikemukakan oleh Wiesema dan Bantel, dewan direksi yang lebih beragam akan memberikan hasil yang lebih baik dalam pengambilan keputusan. *Gender diversity* dalam dewan direksi adalah salah satu bentuk keberagaman dan dinilai dapat memberikan dampak yang positif terhadap kinerja perusahaan dikarenakan perempuan dipandang memiliki karakteristik manajemen yang unik dan cenderung tidak *overconfident* dalam pengambilan keputusan sehingga dapat menambah sudut pandang dalam pengambilan keputusan perusahaan. Dengan kualitas pengambilan keputusan yang lebih baik, perusahaan dapat membuat keputusan bisnis yang lebih baik sehingga dapat bersaing dan terhindar dari risiko mengalami *financial distress* dan kebangkrutan. Dari uraian tersebut dapat disusun hipotesis sebagai berikut.



H3 = *Gender diversity* sebagai proksi dari GCG memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*

Intellectual capital

Menurut teori *Resource-Based View* (RBV), organisasi harus memiliki fokus dalam mengelola dan memaksimalkan keseluruhan sumber daya yang dimiliki oleh organisasi, khususnya sumber daya yang tidak dimiliki oleh kompetitor (Widhiadnyana dan Ratnadi, 2019). Salah satu sumber daya yang dimiliki perusahaan dan dapat menjadi peningkat keunggulan kompetitif adalah *Intellectual capital* (Cenciarelli et al., 2018).

Intellectual capital sendiri didefinisikan sebagai aset tak berwujud yang dimiliki oleh perusahaan dalam bentuk sekumpulan pengetahuan yang dapat meningkatkan keunggulan kompetitif perusahaan dengan memberikan nilai tambah (*value-added*) kepada pemegang saham (Cenciarelli et al., 2018; Purba dan Muslih, 2019; Shahwan dan Habib, 2020). Kaplan dan Norton (2004) berpendapat bahwa pengelolaan *intellectual capital* dapat memberikan keunggulan kompetitif jangka panjang dan kinerja keuangan yang lebih baik sehingga dapat terhindar dari risiko *financial distress*. Dari uraian tersebut dapat disusun hipotesis berikut.

H4 = *Intellectual capital* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*.

Arus Kas Operasi

Laporan arus kas merupakan salah satu komponen dalam laporan keuangan perusahaan. Menurut Jones dan Belkaoui (2010), laporan arus kas merupakan laporan yang relatif sulit untuk dimanipulasi dikarenakan tidak adanya komponen *accrual* dan *deferral*. Salah satu unsur arus kas yang cukup vital dan diperhatikan oleh pemangku kepentingan adalah arus kas operasi.

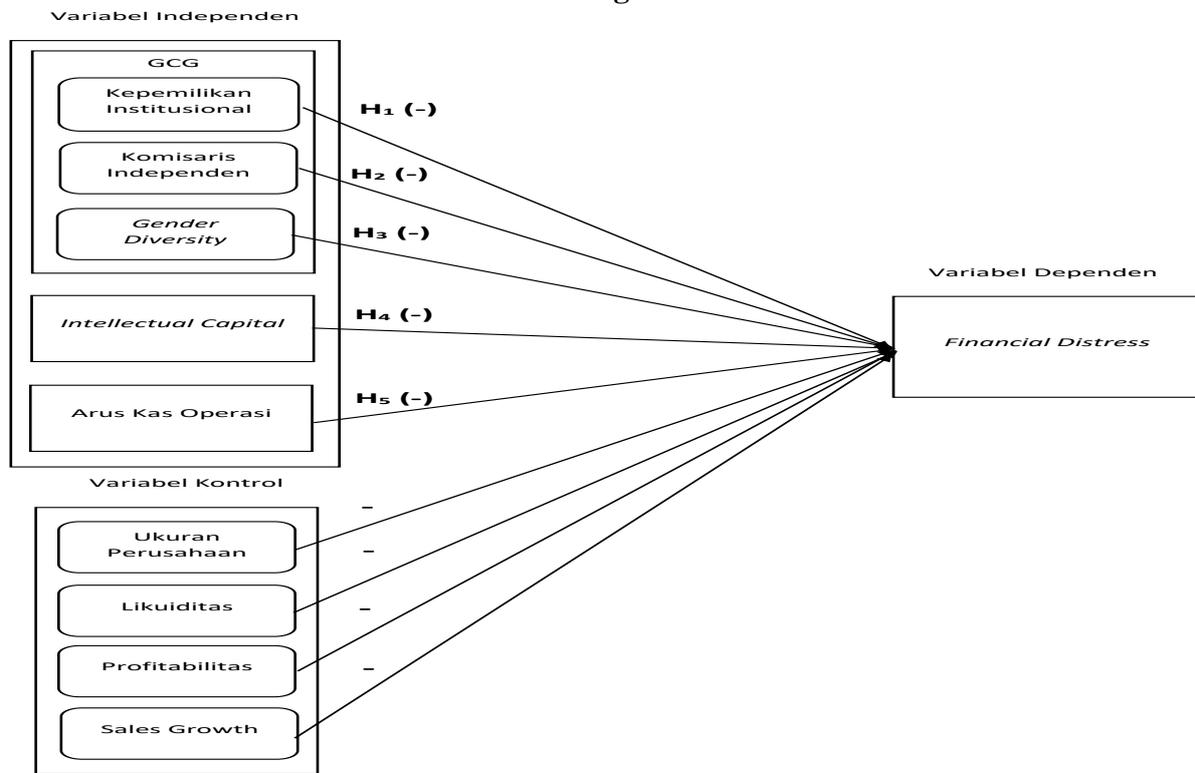
Arus kas operasi merupakan komponen arus kas yang diperoleh dari aktivitas operasional dan menunjukkan bagaimana kinerja operasional perusahaan tidak hanya dalam menghasilkan profit, tetapi juga dalam mengelola arus kas (Finishtya, 2019; Radiansyah, 2013). Arus kas operasi juga menjadi komponen yang cukup diperhatikan oleh pemangku kepentingan di perusahaan khususnya kreditor, karena perusahaan yang memiliki pengelolaan arus kas yang baik dinilai akan mampu membiayai aktivitas operasionalnya dan melunasi kewajibannya sehingga terhindar dari risiko mengalami *financial distress* (Carolina et al., 2018; Radiansyah, 2013). Dari uraian tersebut dapat disusun hipotesis sebagai berikut.

H5 = Arus kas operasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*



Kerangka Pemikiran

Gambar 2 Kerangka Pemikiran



Sumber: diolah oleh penulis (2021)

METODE

Jenis Penelitian dan Data

Penelitian yang dilakukan adalah penelitian yang menggunakan pendekatan kuantitatif. Penelitian kuantitatif merupakan pendekatan penelitian yang menjelaskan bukti empiris dari suatu peristiwa yang menggunakan data berupa angka-angka (kuantitatif) yang dianalisis menggunakan statistik agar diperoleh informasi mengenai hubungan/pengaruh suatu variabel terhadap variabel lainnya (Sugiyono, 2013).

Pada penelitian ini digunakan data sekunder, yang merupakan data yang diperoleh atau dikumpulkan peneliti lainnya dari berbagai sumber yang telah ada seperti buku, laporan, jurnal, dan lain-lain (Gujarati dan Porter, 2013). Data yang akan dianalisis berbentuk data panel yang merupakan data yang berisikan pengamatan *cross sectional* selama beberapa periode waktu (*time series*). Data yang digunakan merupakan laporan tahunan dan laporan keuangan yang telah diaudit dari perusahaan sektor infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2016-2019. Data laporan keuangan dan laporan tahunan tersebut diperoleh dari laman www.idx.co.id, situs milik perusahaan, dan situs lainnya yang relevan.

Objek Penelitian

Penelitian dilakukan pada perusahaan sektor infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2016-2019. Untuk memilih sampel yang akan digunakan dalam penelitian, digunakan teknik *purposive sampling* yang merupakan teknik pengambilan sampel berdasarkan karakteristik atau pertimbangan-pertimbangan tertentu yang telah ditetapkan sebelumnya (Chandrarin, 2017). Berdasarkan pemilihan sampel dengan teknik *purposive sampling*, diperoleh 31 sampel perusahaan sektor infrastruktur dengan periode pengamatan



selama 4 tahun sehingga diperoleh 124 sampel untuk dianalisis. Kriteria untuk memilih sampel tersebut adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan sektor infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2016-2019. (2) Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan dalam mata uang rupiah selama periode 2016-2019. (3) Perusahaan yang menyajikan data lengkap khususnya berkaitan dengan *corporate governance* dalam laporan tahunannya. (4) Perusahaan yang tidak memiliki saldo ekuitas negatif

Variabel Penelitian

Variabel Dependen

Variabel yang menjadi variabel dependen dalam penelitian ini adalah *financial distress* yang diukur menggunakan *Altman Z-score* modifikasian yang ditunjukkan untuk mengukur *financial distress* pada perusahaan nonmanufaktur. Semakin besar angka *Z-score*, maka semakin baik kondisi keuangan perusahaan dan perusahaan terhindar dari kebangkrutan. Jika angka *Z-score* semakin kecil, perusahaan semakin berada dalam kondisi *financial distress* dan semakin dekat dengan kebangkrutan. Persamaan Altman modifikasi tersebut adalah sebagai berikut (Altman & Heine, 2000).

$$Z'' : 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

Keterangan:

- Z'' = Indeks Kebangkrutan Altman Modifikasian
- X₁ = *Working Capital/Total Asset*
- X₂ = *Retained Earnings/Total Asset*
- X₃ = *Earnings Before Interest and Taxes/ Total Asset*
- X₄ = *Book Value of Equity/Book Value of Debt*

Variabel Independen

Good corporate governance

Variabel *Good Corporate Governance* diprosikan dengan proporsi kepemilikan institusi, proporsi komisaris independen, dan *Gender diversity*. Proksi proporsi kepemilikan institusi dan komisaris independen mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Manzaneque et al. (2016). Proporsi kepemilikan institusi dan komisaris independen dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$\text{Kepemilikan Institusi (KPI)} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki oleh institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

$$\text{Komisaris Independen (KOI)} = \frac{\text{Jumlah anggota dewan komisaris independen}}{\text{Jumlah anggota dewan komisaris}}$$

Untuk proksi *gender diversity*, proksi yang digunakan mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Hatane et al. (2018) yang adalah sebagai berikut.

$$\text{Gender Diversity (GD)} = \frac{\text{Jumlah perempuan dalam dewan direksi}}{\text{Jumlah anggota dewan direksi}}$$

Intellectual capital

Intellectual capital dapat diukur pengelolaannya dengan mengacu pada seberapa besar nilai tambah yang diberikan secara simultan oleh aset intelektual dan aset berwujud terhadap keuangan perusahaan. Untuk mengukur nilai tambah tersebut, dapat digunakan proksi *Value Added Intellectual Capital* (VAIC) yang disusun oleh Pulic pada tahun 2000. VAIC sendiri dapat diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Pulic, 2000).

$$\text{Intellectual Capital (VAIC)} = \frac{VA}{CE} + \frac{VA}{HC} + \frac{SC}{VA}$$

Keterangan:

VA = *Value added* = *Output-Input* (penjualan dan pendapatan lain-lain – beban operasional selain beban karyawan, depresiasi, dan amortisasi).



CE = *Capital Employed* (total ekuitas)

HC = *Human Capital* (biaya gaji dan tunjangan)

SC = *Structural Capital* (VA – HC)

Arus Kas Operasi

Berkaitan dengan kebangkrutan, perusahaan yang sehat akan memiliki arus kas operasi yang cukup untuk membiayai operasi dan melunasi kewajibannya. Maka dari itu, untuk mengukur pengaruh arus kas terhadap *financial distress* digunakan rasio seperti yang digunakan oleh Karas dan Reznakova (2020).

$$\text{Rasio Arus Kas Operasi per Liabilitas (AKOL)} = \frac{\text{Jumlah Arus Kas Operasi}}{\text{Jumlah Liabilitas}}$$

Variabel Kontrol

Pada penelitian ini digunakan beberapa variabel kontrol yakni ukuran perusahaan, likuiditas, profitabilitas, dan *sales growth*.

Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan suatu ukuran yang menggambarkan besar kecilnya perusahaan dinilai dari aset yang dimiliki. Ukuran perusahaan dapat diprosikan dengan logaritma natural dari total aset.

$$\text{Ukuran Perusahaan (Size)} = \text{Logaritma natural (Ln) nilai buku total aset.}$$

Likuiditas

Likuiditas merupakan ukuran yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendeknya dengan aset lancar yang dimilikinya. Untuk mengukur likuiditas, dapat digunakan current ratio yang merupakan rasio perbandingan aset lancar dengan utang lancar. Persamaan untuk menghitung *current ratio* adalah sebagai berikut.

$$\text{Likuiditas (CR)} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}}$$

Profitabilitas

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan. Rasio ini dapat diukur menggunakan rasio *return on asset* (ROA).

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

Sales Growth

Pertumbuhan penjualan atau *sales growth* didefinisikan sebagai peningkatan penjualan dari satu periode ke periode lain. Untuk mengukur rasio *sales growth* dapat digunakan persamaan sebagai berikut.

$$\text{Sales Growth (SG)} = \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}} \times 100\%$$

Model Penelitian dan Teknik Pengolahan Data

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen menggunakan regresi linear data panel. Untuk meminimalkan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi atau membuat bias hasil penelitian, penelitian ini menggunakan variabel kontrol. Model penelitian yang akan digunakan dalam penelitian tersebut adalah sebagai berikut.



$$Z''_{it} = \alpha + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 IND_{it} + \beta_3 GD_{it} + \beta_4 VAIC_{it} + \beta_5 AKOL_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 CR_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 SG_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

- i = jumlah perusahaan
- t = periode tahun 2017-2020
- Z'' = nilai skor Altman modifikasian
- α = konstanta
- β_{1-9} = koefisien regresi
- INST = proporsi kepemilikan institusi/jumlah saham beredar
- IND = proporsi komisaris independen/total komisaris
- GD = *Gender diversity* (% perempuan di dewan direksi)
- VAIC = *Value Added Intellectual Capital* (VAIC)
- AKOL = rasio arus kas operasi/total liabilitas
- SIZE = ukuran perusahaan
- CR = likuiditas atau *current ratio*
- ROA = profitabilitas atau *return on asset*
- SG = *sales growth*
- ε = *error term* (tingkat kesalahan penduga dalam penelitian)

Data yang digunakan akan diolah menggunakan analisis statistik inferensial yang merupakan teknik statistik yang digunakan untuk menganalisis data sampel dan hasilnya diberlakukan untuk populasi (Sugiyono, 2013). Analisis statistik inferensial yang akan digunakan adalah regresi data panel.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1 Hasil Uji Regresi Data Panel

	Coef.	P> t
Z-Score		
INST	2,043	0,42800
IND	0,756	0,24500
GD	1,821	0,45100
VAIC	0,0904	0,19400
AKOL	1.814**	0,03200
SIZE	-0,624	0,32500
CR	1.672**	0,01500
ROA	5.629***	0,00000
SG	0,085	0,46000
Constant	11,01	0,44900
Observations	124	
F-statistics	17.00***	
Prob > F	0,0000	
R-squared	0,651	
Adj. R-squared	0,624	
p-values in parentheses		
* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01		

Sumber: Diolah dari Stata 16.0

Pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap *Financial Distress*

Dari hasil pengujian pada tabel 1, terlihat bahwa proksi INST memiliki nilai P>|t| sebesar 0,42800. Nilai ini lebih besar dari tingkat signifikansi sebesar 0,05 yang berarti bahwa



proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* sehingga hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* ditolak. Hasil yang menunjukkan tidak adanya pengaruh signifikan tersebut disebabkan oleh data kepemilikan institusional yang relatif tetap atau tidak berubah secara signifikan sementara variabel dependen yakni nilai *Altman Z-Score* modifikasian seringkali berubah secara signifikan.

Berdasarkan data yang digunakan dalam penelitian ini, ACSET yang pada 2016 memiliki nilai *Altman Z-Score* modifikasian sebesar 4,48 dan di tahun berikutnya mengalami penurunan hingga menyentuh angka 0,84 di tahun 2019. Akan tetapi selama periode tersebut, besaran kepemilikan institusi di ACSET tidak berubah jauh dan berada di rentang 93,03%-96,26%. Contoh lainnya adalah CENT yang mengalami penurunan nilai *Altman Z-Score* modifikasian dari 3,82 di tahun 2016 hingga 1,41 di tahun 2019, namun memiliki nilai kepemilikan institusi yang tidak berubah jauh di rentang 94%-96%. Data tersebut menunjukkan bahwa sekalipun institusi sebagai pemilik dianggap dapat meningkatkan kualitas pengawasan, pada kenyataannya kepemilikan institusi tidak akan secara langsung memengaruhi kinerja dan kesehatan keuangan perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Helena dan Saifi (2017), dimana kepemilikan institusi ditemukan berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress* dikarenakan kepemilikan institusi dinilai akan mendorong aktivitas pengawasan yang lebih profesional. Namun demikian, hasil ini sesuai dengan hasil penelitian dari Fathonah (2017) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki relevansi dengan *financial distress* dikarenakan berapapun tingkat kepemilikan institusi yang dimiliki, perusahaan tidak akan terlepas dari risiko terkena *financial distress*. Selain itu, Manzanegue et al. (2016) juga menemukan hasil yang sama dalam penelitiannya dan berpendapat bahwa kepemilikan institusi tidak akan mampu memengaruhi kinerja keuangan perusahaan secara langsung sehingga tidak akan secara signifikan mengurangi risiko perusahaan terkena *financial distress*.

Untuk proksi komisaris independen (IND), berdasarkan hasil pengujian pada tabel 1, diperoleh nilai $P > |t|$ sebesar 0,24500 dengan koefisien sebesar 0,756. Nilai ini menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Dari hasil tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis kedua yang menyatakan bahwa komisaris independen memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress* ditolak.

Hasil tersebut diperoleh karena peran komisaris independen yang dinilai tidak dapat secara langsung memengaruhi kinerja dan pengelolaan perusahaan dalam waktu singkat. Proporsi komisaris independen dalam struktur dewan komisaris relatif konstan atau tidak mengalami perubahan yang cukup signifikan selama beberapa periode. Di sisi lain, kinerja dan posisi keuangan seringkali mengalami perubahan yang cukup drastis dan signifikan dalam periode singkat. Berdasarkan data yang digunakan dalam penelitian ini, BALI yang memiliki persentase komisaris independen yang cukup tinggi yakni di rentang 66,67%-100% selama empat tahun tercatat memiliki nilai *Altman Z-Score* modifikasian yang termasuk kategori distressed. Di sisi lain, NRCA yang juga memiliki persentase komisaris independen yang juga tergolong tinggi yakni di rentang 50-75% selama empat tahun justru memiliki besaran *Altman Z-Score* modifikasian yang tergolong sangat sehat

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Helena dan Saifi (2017) dan Syofyan dan Herawaty (2019) yang menemukan bahwa keberadaan komisaris independen di Indonesia seringkali hanya merupakan formalitas mengingat sifatnya yang wajib bagi perusahaan publik. Zhafirah (2019) pada penelitiannya juga menemukan bahwa komisaris independen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress* dikarenakan tidak ada jaminan peningkatan kualitas pengawasan dengan adanya komisaris independen. Namun demikian,



hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Widhiadnyana dan Ratnadi (2019) dan Fathonah (2017) yang menemukan bahwa komisaris independen memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress* dikarenakan aspek independensinya dinilai dapat menjaga kualitas pengawasan dari dewan komisaris.

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 1, proksi *gender diversity* (GD) memiliki nilai $P > |t|$ sebesar 0,45100 dengan koefisien sebesar 1,821. Nilai ini lebih besar dari tingkat signifikansi sebesar 0,05 sehingga proksi GD tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Dengan demikian, hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa *gender diversity* memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress* ditolak. Pengaruh tidak signifikan tersebut diperoleh karena kurangnya perwakilan perempuan dalam struktur dewan direksi perusahaan. Dari 124 observasi yang digunakan dalam penelitian ini, hanya terdapat 61 observasi yang dalam struktur dewan direksinya memiliki direksi perempuan dengan nilai rata-rata secara keseluruhan sebesar 13,64%. Kurangnya keterwakilan perempuan dalam struktur dewan direksi pada perusahaan-perusahaan yang diteliti berakibat pada kurangnya bukti yang dapat digunakan untuk meneliti pengaruh dari *gender diversity* terhadap *financial distress*. Kurangnya bukti tersebut membuat pengaruh direksi perempuan terhadap kinerja perusahaan belum terlihat signifikansinya sehingga pengujian statistik menunjukkan hasil yang menganggap *gender diversity* tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Hatane et al. (2018) yang menemukan bahwa *gender diversity* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress* karena dianggap dapat meningkatkan kualitas pengambilan keputusan. Namun demikian, hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ariska et al. (2021) yang menemukan bahwa faktor yang menentukan kinerja dan posisi keuangan perusahaan bukanlah *gender diversity* melainkan kemampuan dalam pengambilan keputusan oleh direksi terlepas apapun gendernya. Santen dan Donker (2009) dalam penelitiannya juga menemukan bahwa tidak terdapat cukup bukti untuk mendukung pernyataan bahwa *gender diversity* dapat menurunkan risiko terkena *financial distress*.

Secara keseluruhan, GCG yang diukur dengan ketiga proksi tersebut tidak memiliki pengaruh signifikan. Hasil tersebut diperoleh karena faktor struktur tata kelola atau GCG yang cenderung statis/tidak banyak mengalami perubahan dan tidak dapat secara langsung memengaruhi kinerja dan posisi keuangan maupun mengurangi risiko perusahaan terkena *financial distress* dibandingkan dengan faktor yang lebih dinamis seperti kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan.

Pengaruh *Intellectual capital* terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan hasil pengujian regresi data panel pada tabel 1, variabel VAIC memiliki koefisien sebesar 0,0904 dengan nilai $P > |t|$ sebesar 0,19400. Nilai tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 sehingga variabel tersebut dianggap tidak memiliki pengaruh signifikan. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis keempat yang menyatakan bahwa *intellectual capital* memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress* ditolak.

Pengaruh tidak signifikan ini diperoleh karena masih kurang umumnya praktik identifikasi dan pemanfaatan aset intelektual pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Selain itu perusahaan-perusahaan di Indonesia juga masih memiliki kecenderungan dan penekanan hanya pada aset berwujud, termasuk pada perusahaan sektor infrastruktur yang porsi aset tetapnya cukup besar. Akibatnya nilai VAIC yang dihasilkan lebih didominasi oleh nilai tambah yang dihasilkan oleh aset berwujud. Selain itu, faktor pengukuran menggunakan VAIC diduga tidak dapat digunakan untuk semua jenis industri dikarenakan komponen beban sumber daya manusia yang digunakan dalam perhitungan dapat berbeda-beda pada setiap industri, khususnya pada industri yang tergolong padat karya dan padat modal.



Berdasarkan data yang digunakan dalam penelitian ini, perusahaan yang memiliki nilai VAIC tinggi seperti TBIG yang pada tahun 2016 dan 2017 memiliki nilai VAIC sebesar 22,45 dan 21,20, pada kenyataannya hanya memiliki nilai *Altman Z-Score* modifikasian sebesar 0,65 dan 1,10 atau termasuk kategori bangkrut. Di sisi lain, TOWR yang juga memiliki nilai VAIC yang tinggi pada periode 2016 dan 2017 yakni sebesar 20,74 dan 16,67 memiliki nilai *Altman Z-Score* modifikasian yang cukup tinggi yakni 2,65 dan 3,29 atau termasuk kategori perusahaan yang sehat.

Hasil ini berbeda dengan hasil penelitian dari Hatane et al. (2018) dan Purba dan Muslih (2019) yang menemukan bahwa *intellectual capital* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress* karena *intellectual capital* dianggap berperan penting dalam penciptaan nilai perusahaan yang akan memengaruhi kesuksesan perusahaan. Namun demikian, hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Oktarina (2018) dan Handayani et al. (2019), dimana peneliti tersebut berpendapat bahwa identifikasi dan pemanfaatan *intellectual capital* belum menjadi praktik yang umum dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia. Penelitian lain dari Andriani dan Sulistyowati (2021) juga menemukan bahwa *intellectual capital* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*, dimana peneliti tersebut berpendapat bahwa metode pengukuran *intellectual capital* dengan VAIC tidak dapat digunakan pada sektor yang diteliti yakni sektor aneka industri.

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan hasil pengujian regresi data panel pada tabel 1, variabel arus kas operasi per total liabilitas (AKOL) memiliki koefisien sebesar 1,814 dengan nilai $P > |t|$ sebesar 0,03200. Nilai tersebut lebih kecil dari tingkat signifikansi sebesar 0,05 sehingga variabel AKOL dinyatakan memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Dari hasil pengujian statistik tersebut, dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis kelima yang menyatakan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress* diterima.

Hasil tersebut sesuai dengan teori *signalling* yang dikemukakan oleh Ross (1977), dimana perusahaan yang memiliki kinerja yang baik akan memberikan sinyal positif kepada pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya melalui laporan keuangannya. Salah satu sinyal yang diberikan oleh manajemen lewat laporan keuangannya adalah dengan menunjukkan pengelolaan arus kas operasi yang baik. Dengan memiliki pengelolaan arus kas operasi yang baik, manajemen hendak menunjukkan kepada seluruh stakeholder bahwa kondisi keuangan perusahaan berada dalam kondisi yang sehat karena memiliki kas yang cukup untuk membiayai pengeluaran dan kewajibannya, sehingga terhindar dari risiko mengalami *financial distress* dan kebangkrutan (Finishtya, 2019).

Hasil tersebut turut didukung oleh data dalam penelitian ini. TLKM yang tercatat memiliki rasio AKOL yang cukup tinggi yakni di rentang 0,51-0,64 pada periode 2016-2019, tercatat memiliki nilai *Altman Z-Score* modifikasian di rentang 3,32-4,65 dan termasuk perusahaan yang sangat sehat. Sementara untuk perusahaan yang tercatat mengalami *financial distress* seperti FREN yang pada 2016-2019 memiliki nilai *Altman Z-Score* modifikasian di rentang -3,22 sampai -3,59, tercatat memiliki rasio AKOL di rentang 0,01-0,1. Nilai tersebut membuktikan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan dari arus kas operasi terhadap *financial distress*.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Radiansyah (2013) pada perusahaan aneka industri di BEI dan Finishtya (2019) yang melakukan penelitian di perusahaan manufaktur di BEI. Hasil penelitian dari keduanya menyatakan bahwa arus kas operasi memiliki hubungan negatif signifikan dengan *financial distress*. Hubungan negatif tersebut muncul karena nilai arus kas operasi dianggap memegang peranan penting dalam



menentukan kelangsungan perusahaan, dimana arus kas operasi dipandang sebagai sumber arus kas yang berkelanjutan dan berkaitan langsung dengan bisnis perusahaan.

PENUTUP

Simpulan

Dari penelitian yang telah dilakukan, GCG secara keseluruhan dinilai tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap financial distress. Berdasarkan ketiga proksi yang digunakan untuk mengukur GCG (kepemilikan institusi, komisaris independen, dan gender diversity), diperoleh simpulan bahwa struktur tata kelola yang baik bukan merupakan hal yang cukup untuk mencegah perusahaan terkena financial distress dikarenakan sifatnya yang cenderung konstan dan tidak banyak mengalami perubahan dalam waktu singkat sehingga tidak dapat secara langsung memengaruhi kinerja dan posisi keuangan perusahaan dibandingkan dengan faktor-faktor lain yang lebih dinamis seperti kinerja manajemen.

Intellectual capital tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap financial distress. Kurangnya praktik identifikasi dan pemanfaatan intellectual capital pada objek perusahaan yang diteliti membuat komposisi aset perusahaan menjadi lebih didominasi oleh aset fisik, terutama aset tetap. Selain itu, faktor penggunaan VAIC sebagai proksi dari Intellectual Capital juga dinilai tidak tepat digunakan pada semua jenis industri dikarenakan adanya komponen beban pegawai yang berbeda pada berbagai jenis industri.

Arus kas operasi memiliki pengaruh signifikan terhadap financial distress. Arus kas operasi menjadi sumber pemasukan yang berkelanjutan bagi perusahaan karena berkaitan dengan bisnis perusahaan. Semakin besar jumlah arus kas operasi yang diperoleh, maka akan tersedia lebih banyak kas untuk membiayai kewajiban dan pengeluaran perusahaan. Dengan memiliki kas yang cukup untuk membiayai pengeluaran dan kewajibannya, perusahaan dapat terhindar dari financial distress dan kebangkrutan.

Saran

Penelitian ini berkontribusi dalam menguji pengaruh struktur tata kelola perusahaan dan kemampuan manajerial secara simultan terhadap risiko perusahaan mengalami *financial distress* sehingga dapat diberikan saran/rekomendasi kepada beberapa pihak. Pertama, pemerintah sebagai pembuat kebijakan dapat melakukan penilaian tingkat kesehatan keuangan perusahaan BUMN dan perusahaan swasta yang akan diajak bekerja sama dalam proyek infrastruktur untuk memastikan perusahaan yang akan diajak bekerja sama memiliki kondisi keuangan yang sehat dan tahan terhadap berbagai risiko sehingga dapat menyelesaikan proyek. Selain itu, pemerintah sebagai pemegang saham mayoritas dari BUMN dapat lebih memerhatikan faktor-faktor yang dapat memengaruhi kesehatan keuangan dan kelangsungan bisnis BUMN. Kedua, investor (baik investor swasta maupun lembaga investasi pemerintah seperti Pusat Investasi Pemerintah (PIP) atau *Sovereign Wealth Fund* (SWF) dapat lebih memerhatikan faktor-faktor yang dianggap signifikan dalam memengaruhi kondisi kesehatan keuangan perusahaan agar dapat membuat keputusan investasi yang tepat. Ketiga, manajemen perusahaan dapat menggunakan penilaian tentang *financial distress* serta faktor-faktor yang memengaruhinya sebagai bahan evaluasi atau pengambilan keputusan. Keempat, bagi penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode pengamatan dan menambah objek yang diteliti serta menggunakan proksi GCG dan *financial distress* yang lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2005). Gender Diversity in the Boardroom. *SSRN Electronic Journal November*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.594506>
- Afiqoh, L., & Laila, N. (2018). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Risiko Kebangkrutan



- Bank Umum Syariah Di Indonesia (Metode Altman Z-Score Modifikasi Periode 2011-2017). *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*.
- Africa, L. A. (2016). Financial distress for bankruptcy early warning by the risk analysis on go-public banks in Indonesia. *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, 19(2), 259. <https://doi.org/10.14414/jebav.v19i2.542>
- Almilia, L. S. (2003). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kondisi financial distress suatu perusahaan yang terdaftar di bursa efek Jakarta. In Tesis S2 Akuntansi UGM.
- Altman, E. I., & Heine, M. (2000). The federal lands revisited: Predicting Financial Distress Of Companies: Revisiting The Z-Score And Zeta® Models. *Journal of Finance*.
- Amalia, N. I., & Mardani, R. M. (2018). Analisis Rasio Keuangan Terhadap Financial Distress. *Jurnal Riset Manajemen*, 186–199.
- Andriani, L., & Sulistyowati, E. (2021). Pengaruh Leverage , Sales Growth , dan Intellectual Capital Terhadap Financial. *Prosiding SENAPAN*, 1(1), 542–550.
- Aprylia, C. (2016). Analisis Potensi Financial Distress dengan Metode Altman Z-Zcore pada Bank Umum Syariah Di Inonesia Periode Tahun 2010-2014. *Analisis Laporan Keuangan*, 110.
- Ariska, R. T., Arief, M., & Prasetyono. (2021). The Effect of Gender Diversity and Financial Ratios on Financial Distress in Manufacturing Companies Indonesia. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 5(1), 324–338.
- Ayu, A., Handayani, S., & Topowijono, T. (2017). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Financial Distress Studi pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Dasar dan Kimia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2015). *Jurnal Administrasi Bisnis SI Universitas Brawijaya*, 43(1), 138–147.
- Baklouti, N., Gautier, F., & Affes, H. (2016). Corporate Governance and Financial Distress of European Commercial Banks. *Journal of Business Studies Quarterly*, 7(3), 75–96.
- Bontis, N., William Chua Chong, K., & Richardson, S. (2000). Intellectual capital and business performance in Malaysian industries. *Journal of Intellectual Capital*, 1(1), 85–100. <https://doi.org/10.1108/14691930010324188>
- Burkšaitienė, D., & Mažintienė, A. (2011). The Role of bankruptcy forecasting in the company management. *Ekonomika Ir Vadyba*, 2011(16), 137–143.
- Carolina, V., Marpaung, E. I., & Pratama, D. (2018). Analisis Rasio Keuangan untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2015). *Jurnal Akuntansi Maranatha*, 9(2), 137–145. <https://doi.org/10.28932/jam.v9i2.481>
- Cenciarelli, V. G., Greco, G., & Allegrini, M. (2018). Does intellectual capital help predict bankruptcy?. *Journal of Intellectual Capital*, 19(2). <https://doi.org/10.1108/JIC-03-2017-0047>
- Chandrarin, G. (2017). Metode Riset Akuntansi Pendekatan Kuantitatif. Salemba Empat.
- Choi, H., Son, H., & Kim, C. (2018). Predicting Financial Distress of Contractors in The Construction Industry Using Ensemble Learning. *Expert Systems with Applications*, 110, 1–10. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2018.05.026>
- Damayanti, Novita Dwi, & Kusumaningtias, R. (2020). Pengaruh Corporate Governance terhadap Financial Distress pada Sektor Perusahaan Jasa Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2017. *Jurnal Akuntansi Unesa*, 8(3), 1–9.
- Dirman, A. (2020). Financial distress: The Impacts of Profitability, Liquidity, Leverage, Firm Size, and Free Cash Flow. *International Journal of Business, Economics and Law*,



22(1), 17–25.

- Dun & Bradstreet. (2019). *Global Bankruptcy Report 2019*.
- Fathonah, A. N. (2017). Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 1(2), 133–150.
- Fauzi, M. (2011). Analisis Kinerja (Performance) Perbankan dan Pengaruhnya terhadap Kesulitan Keuangan (Financial Distress) Perbankan di Indonesia Tahun 2007-2009. Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Finishtya, F. C. (2019). The Role of Cash Flow of Operational, Profitability, and Financial Leverage in Predicting Financial Distress. *Journal of Applied Management*, 17(1), 110–117.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2013). *Basic Econometrics. In Introductory Econometrics: A Practical Approach (5th ed.)*. McGraw Hill Irwin.
- Handayani, Y. D., Iskandar, D., & Yuvisaibrani, E. (2019). Corporate Governance and Intellectual Capital on Financial Distress. *Global Journal of Management and Business Research: C Finance*, 19(5), 63–71.
- Harahap, S. (2003). *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. PT Raja Grafindo Persada.
- Hatane, S. E., Chandra, N., & Tarigan, J. (2018). Board Structures and Managerial Ownership in Identifying the Financial Distress Likelihood. *Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR)*, 92, 419–434.
- Helena, S., & Saifi, M. (2017). Pengaruh Corporate Governance terhadap Financial Distress. Universitas Brawijaya Malang, 47(1), 103–112.
- Insolvency Service. (2020). *Annual Insolvency Statistics 2019*.
- John, A. T., & Ogechukwu, O. L. (2018). Corporate Governance and Financial Distress in the Banking Industry: Nigerian Experience. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 10(1), 488–497.
- Jones, S., & Belkaoui, R. H. (2010). *Financial Accounting Theory (3rd Edition)*. Cengage.
- Kaplan, R., & Norton, D. P. (2004). *Strategy Maps: Converting Intangible Assets into Tangible Outcomes*. Harvard Business Press.
- Karas, M., & Reznakova, M. (2020). Cash Flows Indicators in The Prediction of Financial Distress. *Engineering Economics*, 31(5), 525–535. <https://doi.org/10.5755/j01.ee.31.5.25202>
- Kontan.co.id. (2017). Proposal PKPU ditolak, Citra Maharlika pailit. <https://nasional.kontan.co.id/news/proposal-pkpu-ditolak-citra-maharlika-pailit>
- Kristóf, T., & Virág, M. (2020). A Comprehensive Review of Corporate Bankruptcy Prediction in Hungary. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(2), 35. <https://doi.org/10.3390/jrfm13020035>
- Lee, T. S., & Yeh, Y. H. (2004). Corporate governance and financial distress: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 378–388. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00379.x>
- Manzaneque, M., Priego, A. M., & Merino, E. (2016). Corporate governance effect on financial distress likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 19(1), 111–121. <https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.04.001>
- Mustika, R., Rangga Putra Ananto, Surya, F., Felino, F. Y., & Sari1, T. I. (2018). Pengaruh Modal Intelektual terhadap Financial Distress (Studi pada Perusahaan Pertambangan dan Manufaktur). *Jurnal Ekonomi & Bisnis Dharma Andalas*, 20(1), 120–130. http://ojs.unidha.ac.id/index.php/edb_dharmaandalas/article/view/84
- Nazaruddin, I., & Daulay, R. A. (2019). The Effect of Activity, Firm Growth, and Intellectual Capital to Predict Financial Distress (An Empirical Study on Companies Listed in the



- Indonesia Stock Exchange and Malaysia Stock Exchange in 2015-2017). *Advances in Economics, Business, and Management Research*, 102, 79–84. <https://doi.org/10.2991/icafe-19.2019.13>
- Nukmaningtyas, F., & Worokinasih, S. (2018). Penggunaan Rasio Profitabilitas, Likuiditas, Leverage dan Arus Kas untuk Memprediksi Financial Distress pada Perusahaan Sektor Aneka Industri di BEI. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 61(2), 136–143.
- OJK. (2016). Penerapan Tata Kelola Bagi Bank Umum.
- Oktarina, D. (2018). Prediksi Financial Distress Menggunakan Rasio Keuangan, Sensitivitas Makroekonomi, dan Intellectual Capital. *ULTIMA Accounting*, 10(1), 16–33. <https://doi.org/10.31937/akuntansi.v10i1.841>
- Piatt, H. D., & Piatt, M. B. (2002). Predicting corporate financial distress: Reflections on choice-based sample bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2), 184–199. <https://doi.org/10.1007/bf02755985>
- Poluan, G., & Nugroho, P. I. (2015). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Kondisi Financial Distress Terhadap Luas Pengungkapan Sukarela dalam Laporan Tahunan Perusahaan. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, 4(1), 39–56.
- Pulic, A. (2000). VAICTM – An Accounting Tool for Intellectual Capital Management. *International Journal Technology Management*, 20(5/6/7/8), 702–714.
- Purba, S. I. M., & Muslih, M. (2019). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Intellectual Capital, dan Leverage terhadap Financial Distress. *JAF- Journal of Accounting and Finance*, 2(2), 27. <https://doi.org/10.25124/jaf.v2i2.2125>
- Putong, I., & Gani, E. (2012). Analisa Kesulitan Keuangan Perusahaan Perbankan dan Lembaga Pembiayaan. *Binus Business Review*, 3(1), 165–172).
- Putri, N. A. (2018). Komparasi Akurasi Model Prediksi Kesulitan Keuangan Perusahaan Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi Di Indonesia. Tesis: Universitas Jember
- Radiansyah, B. (2013). Pengaruh Efisiensi Operasi, Arus Kas Operasi, dan Pertumbuhan Perusahaan dalam Memprediksi Financial Distress. Skripsi: Universitas Negeri Padang
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Santen, B., & Donker, H. (2009). Board Diversity in The Perspective of Financial Distress: Empirical Evidence from The Netherlands. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 5(2), 23–35.
- Sayari, N., & Mugan, F. N. C. S. (2013). Cash Flow Statement as an Evidence for Financial Distress. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(3), 95–102. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2013.010302>
- Shahwan, T. M. (2015). Crisis De La Conciencia Nacional En Torno Al 98. *Historia de La Nación y Del Nacionalismo Español*, 15(5), 543–562.
- Shahwan, T. M., & Habib, A. M. (2020). Does The Efficiency of Corporate Governance and Intellectual Capital Affect A Firm's Financial Distress? Evidence from Egypt. *Journal of Intellectual Capital*, 21(3), 403–430. <https://doi.org/10.1108/JIC-06-2019-0143>
- Sudaryanti, D., & Dinar, A. (2019). Analisis Prediksi Kondisi Financial Distress Menggunakan Rasio Likuiditas, Profitabilitas, Financial Leverage Dan Arus Kas. *Jurnal Ilmiah Bisnis Dan Ekonomi Asia*, 13(2), 101–110. <https://doi.org/10.32812/jibeka.v13i2.120>
- Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R & D*. Alfabeta.
- Supriyanto, J., & Darmawan, A. (2018). the Effect of Financial Ratio on Financial Distress in Predicting Bankruptcy. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 2(1), 110–120. <https://doi.org/10.30871/jama.v2i1.727>



- Sutra, F. M., & Mais, R. G. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Financial Distress dengan Pendekatan Altman Z-Score pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2017. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, 16(01), 34–72. <https://doi.org/10.36406/jam.v16i01.267>
- Syofyan, A., & Herawaty, V. (2019). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Financial Distress Dengan Kualitas Audit Sebagai Pemoderasinya. *Prosiding Seminar Nasional Cendekiawan 2015*, 2. <https://doi.org/10.25105/semnas.v0i0.5827>
- Thomas Ng, S., Wong, J. M. W., & Zhang, J. (2011). Applying Z-Score Model to Distinguish Insolvent Construction Companies in China. *Habitat International*, 35(4), 599–607. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2011.03.008>
- Tinoco, M. H., & Wilson, N. (2013). Financial Distress and Bankruptcy Prediction among Listed Companies Using Accounting, Market and Macroeconomic Variables. *International Review of Financial Analysis*. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.02.013>
- Toto, P. (2011). *Analisis Laporan Keuangan Teori dan Aplikasi*. PPM.
- Tserng, H. P., Lin, G. F., Tsai, L. K., & Chen, P. C. (2011). An Enforced Support Vector Machine Model for Construction Contractor Default Prediction. *Automation in Construction*, 20(8), 1242–1249. <https://doi.org/10.1016/j.autcon.2011.05.007>
- Widhiadnyana, I. K., & Ratnadi, N. M. D. (2019). The Impact of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Proportion of Independent Commissioner, and Intellectual Capital on Financial Distress. *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, 21(3), 351. <https://doi.org/10.14414/jebav.v21i3.1233>
- Zaki, E., Bah, R., & Rao, A. (2011). Assessing Probabilities of Financial Distress of Banks in UAE. *International Journal of Managerial Finance*, 7(3), 304–320. <https://doi.org/10.1108/17439131111144487>
- Zhafirah, A. (2019). Analisis Determinan Financial Distress. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 7(1), 195–202. <https://doi.org/10.17509/jrak.v7i1.15497>
- Zhang, Z., Xie, L., Lu, X., & Zhang, Z. (2016). Determinants of Financial Distress in Large Financial Institutions: Evidence from U.S. Bank Holding Companies. *Contemporary Economic Policy*, 34(2), 250–267. <https://doi.org/10.1111/coep.12105>
- Zhou, G. (2019). Financial Distress Prevention in China: Does Gender of Board of Directors Matter?. *Journal of Applied Finance & Banking*, 9(6), 1792–6599. <https://search.proquest.com/docview/2288652677?accountid=14338>