

Pengaruh *Corporate Governance* terhadap *Financial Distress*

Stephen Elbert Holsen*
Universitas Surabaya, Indonesia
E-mail: stephen.holsen99@gmail.com

Felizia Arni Rudiawarni
Universitas Surabaya, Indonesia
E-mail: felizia@staff.ubaya.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *corporate governance* terhadap *financial distress*. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dan diuji dengan regresi linear berganda. *Corporate governance* dihitung menggunakan mekanisme internal dalam bentuk *ownership concentration* dan *board size*, dan mekanisme eksternal dalam bentuk *leverage*. *Financial distress* dihitung menggunakan rumus Altman *Z-Score* untuk menentukan risiko. Objek dari penelitian ini adalah perusahaan sektor akomodasi dan makan minum yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2020-2023. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 83 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan *ownership concentration* memiliki pengaruh signifikan dalam meningkatkan risiko *financial distress*, *board size* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*, dan *leverage* memiliki pengaruh signifikan dalam meningkatkan risiko *financial distress*. Kesimpulan dari penelitian ini adalah mekanisme *corporate governance* yang digunakan perusahaan memiliki pengaruh dalam meningkatkan maupun menurunkan risiko *financial distress* perusahaan, akan tetapi hasil penelitian ini perlu diinterpretasikan dengan hati-hati akibat masalah heteroskedastisitas dan bagaimana pengukuran variabel yang berbeda dapat menghasilkan kesimpulan berbeda.

Keywords: Kesulitan Keuangan; Konsentrasi Kepemilikan; Struktur Tata Kelola; Ukuran Dewan; Utang.

Pendahuluan

Financial distress merupakan kondisi yang sering dihadapi oleh seluruh perusahaan dalam bisnisnya, baik disebabkan oleh perubahan tren pasar, kesalahan manajemen dalam pengambilan keputusan, dan faktor luar seperti pandemi COVID-19 di Indonesia pada tahun 2020. Data BPS (2020) menunjukkan bagaimana perusahaan di Indonesia mengalami dampak signifikan dari pandemi yang menyebabkan terjadinya penurunan pendapatan akibat perusahaan tidak bisa beroperasi normal, dengan sektor akomodasi dan makan minum mengalami dampak terbesar sebesar 92,47%. Dalam kondisi ini, jikalau perusahaan tidak dapat menjaga struktur keuangannya, terutama

dalam membayar kewajiban, maka risiko kebangkrutan akan menjadi tinggi. Oleh karena itu dibutuhkan sebuah sistem dalam perusahaan yang membantu perusahaan dalam mencegah atau mengurangi risiko tersebut.

Corporate governance adalah sistem yang dibentuk oleh perusahaan dengan berbagai prosedur untuk memastikan perusahaan beroperasi dengan lancar dan mengurangi risiko *financial distress*. Tujuan dari *corporate governance* adalah menjalankan kewajiban perusahaan dalam memenuhi kepentingan *shareholder* atas kontribusinya dalam bentuk finansial kepada perusahaan. Akan tetapi dalam kondisi *financial distress*, sistem *corporate governance* yang lemah akan menyebabkan

perusahaan melakukan pengambilan keputusan yang menyimpang dari sistemnya terutama bila terdapat risiko gagal bayar kredit.

Penelitian Parkinson (2016) menjelaskan bagaimana *corporate governance* membantu direktur perusahaan untuk memastikan perusahaan beroperasi untuk mendukung kesuksesan perusahaan tanpa melanggar hukum, seperti menyimpan cadangan kas atau bertanggung jawab atas hubungannya dengan *shareholder*. Akan tetapi dalam kondisi *financial distress* yang serius, pandangan direktur perusahaan akan perlahan berubah dari keinginan *shareholdernya* menjadi keinginan kreditor dikarenakan perusahaan berusaha untuk menunjukkan perhatian lebih untuk menghindari tuduhan gagal bayar dan berusaha untuk mengatasinya dengan segera. Akibatnya perusahaan akan mengambil keputusan diluar prosedur formal yang menyebabkan asimetri informasi, perhatian keinginan *shareholder* yang menurun, dan kondisi keuangan perusahaan yang semakin menurun yang menyebabkan munculnya investasi berisiko.

Penelitian Mariano *et al* (2020) bertujuan untuk mengungkapkan pengaruh struktur *corporate governance* terhadap potensi terjadinya *financial distress* perusahaan di Inggris sesuai dengan teori agensi yang ditentukan dari pengambilan keputusan (*decision making*) dalam memilih strategi untuk menguntungkan diri sendiri. Peneliti membentuk model penelitian dengan tujuan untuk memprediksi hubungan antara setiap variabel-variabel *corporate governance* dengan *financial distress*. Hasilnya menunjukkan *ownership concentration* dan *board size* yang tinggi akan memiliki *business monitoring* lebih efektif dan mengurangi risiko terjadinya *financial distress*, dan *corporate loans* yang tinggi akan meningkatkan risiko tidak dapat membayar utang dan struktur keuangan yang lemah sehingga risiko *financial distress* meningkat. Hasil penelitian

membuktikan bagaimana struktur *corporate governance* yang baik akan mengurangi risiko terjadinya *financial distress* terhadap perusahaan di Inggris.

Penelitian Younas *et al* (2021) bertujuan untuk mengetahui adanya pengaruh *corporate governance* terhadap *financial distress* dari perusahaan di Pakistan berdasarkan mekanisme *Pakistani Corporate Governance Index* (PAKCGI). Hasilnya menunjukkan block-holders yang tinggi akan menyebabkan pengambilan keputusan yang lebih monopolistik, *board size* yang tinggi akan menghambat pengambilan keputusan, dan *leverage* yang tinggi akan menghambat profitabilitas sehingga risiko *financial distress* akan meningkat. Penelitian menyediakan bukti empiris terhadap pengaruh positif mekanisme *corporate governance* perusahaan di Pakistan melalui PAKCGI, akan tetapi terdapat variasi terhadap hasil dengan penelitian lainnya.

Berbeda dengan penelitian terdahulu yang membahas pengaruh *corporate governance* dalam memprediksi *financial distress*, penelitian ini ingin membuktikan secara langsung apakah *corporate governance* memiliki pengaruh dalam mengurangi risiko perusahaan yang berada dalam kondisi *financial distress*. Penelitian terdahulu juga hanya menjelaskan *financial distress* yang dibatasi oleh faktor internal saja seperti likuiditas, ekuitas yang rendah, dan/atau manajemen yang mengambil keputusan untuk memenuhi keinginannya sendiri. Penelitian ini ingin mengisi *research gap* tersebut dengan memperluas bagaimana mekanisme *corporate governance* dapat mempengaruhi *financial distress* yang disebabkan faktor internal seperti kelalaian perusahaan dan faktor eksternal seperti pandemi. Tujuan penelitian ini adalah mengetahui pengaruh *corporate governance* terhadap *financial distress* dari perusahaan sektor akomodasi dan makan minum yang terdaftar di BEI pada tahun 2020-2023.

Teori Keagenan

Menurut Jensen & Meckling (1976), teori keagenan adalah kontrak di mana satu atau lebih orang (*principal*) melibatkan orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa layanan atas nama mereka meliputi pendelegasian beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada *agent*. Akan tetapi ada kemungkinan terjadinya konflik antar kepentingan dari pihak *principal* dan agen yang menyebabkan manajemen perusahaan mengambil keputusan untuk memenuhi keinginannya sendiri. Dampak dari keinginan milik pihak agen ini menyebabkan kelemahan pada financial performance perusahaan dan meningkatkan kemungkinan terjadinya *financial distress* (Younas *et al.* 2021). Eisenhardt (1989) menjelaskan bahwa di dalam teori keagenan terdapat 3 asumsi sifat manusia yaitu kecerendungan untuk mementingkan diri sendiri (*self-interest*), daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan menghindari risiko (*risk averse*). Parkinson (2015) membuktikannya melalui bagaimana tindakan yang dilakukan perusahaan dalam kondisi *financial distress* adalah menyelesaikan masalah *insolvency* secepatnya dengan membayar utang kreditor tanpa mengikuti prosedur yang formal.

Bagi perusahaan sektor akomodasi dan makan minum Indonesia yang mengalami dampak terbesar dari pandemi, konflik kepentingan yang dihadapi adalah pihak manajemen yang berfokus dalam penyesuaian yang dilakukan untuk menjaga *sustainability* perusahaan dengan pihak *shareholder* yang memastikan bahwa perusahaan masih memperoleh pendapatan. Karakteristik operasional perusahaan sektor akomodasi dan makan minum saat pandemi berdasarkan data BPS (2020) menunjukkan upaya yang dilakukan perusahaan seperti menerapkan kebijakan pengurangan jam kerja/rotasi kerja maupun pengurangan jumlah pegawai, tetapi kebijakan ini tidak dapat menyelesaikan

masalah perusahaan yang mengalami penurunan pendapatan. Hal ini disebabkan oleh berbagai kendala usaha, dengan yang paling utama adalah kendala pemasaran dikarenakan penurunan signifikan pada *demand* konsumen terhadap barang/jasa yang disediakan perusahaan sektor akomodasi dan makan minum. Untuk memperlemah konflik agensi, perusahaan perlu menyesuaikan pengurangan outputnya untuk menjaga *sustainability* serta memikirkan perubahan terhadap model pemasarannya untuk meminimalisir kerugian akibat penurunan pendapatan di pandemi bagi *shareholder* nya.

Corporate governance

Shailer (2018) mendefinisikan *corporate governance* sebagai “*processes, structures, and mechanisms that influence the control and direction of corporations*”. *Control* menunjukkan bagaimana *stakeholder* mengontrol dan mempengaruhi pihak yang bertanggung jawab dalam mengelola perusahaan, sedangkan *Direction* menunjukkan strategi dan manajemen perusahaan. Berdasarkan laporan milik *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD, 2023), prinsip dari *corporate governance* dibagi menjadi enam yaitu memastikan dasar kerangka tata kelola perusahaan yang efektif, Hak dan perlakuan setara bagi pemegang saham dan fungsi kepemilikan utama, Investor institutional, pasar saham, dan perantara lainnya, Keterbukaan dan transparansi, Tanggung jawab dewan, dan Keberlanjutan dan ketahanan. Berdasarkan penelitian Barnhart & Rosentein (1998), *corporate governance* dalam penelitian ini dibagi menjadi dua yaitu mekanisme internal dalam bentuk *Ownership concentration* dan *Board size*, dan mekanisme eksternal dalam bentuk *leverage*.

Ownership Concentration

Ownership Concentration menunjukkan apakah struktur kepemilikan saham

perusahaan terdiri dari banyak *shareholder* kecil atau beberapa *shareholder* besar. Penelitian Shleifer & Vishny (1986) dan Mariano *et al* (2020) menyatakan bahwa *shareholder* besar dalam perusahaan akan memiliki motivasi lebih kuat untuk mengawasi perusahaan dan memiliki pengaruh positif terhadap manajemen perusahaan, meningkatkan performa dan mengurangi risiko konflik kepentingan. Pernyataan ini juga didukung oleh prinsip “Keterbukaan dan transparansi” dari OECD (2023) yang menjelaskan bahwa perusahaan yang dapat menyediakan akses terhadap informasi yang teratur, tepat waktu, dan andal dapat membantu *shareholder* dalam menilai kinerja perusahaan dan mengambil keputusan. Variabel ini digunakan untuk menentukan apakah struktur kepemilikan perusahaan yang *concentrated* akan menghasilkan *shareholder* besar yang memastikan perusahaan berjalan dengan baik dan mengawasi risiko *financial distress* untuk memastikan nilai keuntungan yang diperolehnya juga meningkat.

Board Size

Board size mengacu pada jumlah dewan komisaris dari perusahaan. Variabel ini signifikan dalam menentukan apakah jumlah dewan komisaris memiliki kaitan dengan kualitas manajemen dan performa perusahaan. Prinsip OECD (2023) mengenai “Tanggung jawab dewan” menjelaskan bagaimana dewan memiliki fungsi-fungsi utama yang perlu dipenuhi, salah satunya adalah menilai kebijakan dan prosedur manajemen risiko seperti mempertimbangkan masalah *sustainability* yang muncul pada perusahaan. Dewan harus memastikan bahwa kerangka manajemen risiko yang dibentuk dapat menghadapi segala risiko eksternal yang relevan dengan perusahaan baik *ex ante* maupun *ex post*. Penelitian Mariano *et al* (2020) juga mendukung dengan pernyataan bahwa dewan komisaris perusahaan memiliki tanggung jawab dalam

pengambilan keputusan untuk kesehatan finansial perusahaan.

Leverage

Leverage merupakan jumlah utang pinjaman perusahaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasinya. Umumnya variabel ini digunakan untuk menentukan kondisi keuangan perusahaan berdasarkan total liabilitasnya, tetapi berdasarkan prinsip *corporate governance* milik OECD (2023) mengenai kontrak utang, *leverage* berperan sebagai batasan yang tidak boleh dilewati perusahaan atau dikenakan sanksi bagi debitur. Melalui nilai *leverage*, perusahaan memiliki alat ukur dalam membatasi diskresi pengambilan keputusan manajemen dan *shareholder* untuk memastikan perusahaan tidak berada dalam kondisi *financial distress*. Oleh karena itu, pengungkapan informasi mengenai utang secara tepat waktu, serta dampak risiko yang timbul sesuai standar yang berlaku sangatlah krusial dalam memahami adanya *financial distress* dalam perusahaan.

Financial Distress

Menurut Platt & Platt (2002), *financial distress* adalah tahap akhir dari kemunduran perusahaan yang mendahului sebuah kondisi yang berbahaya yaitu kebangkrutan atau pembubaran. Alasan perusahaan berada dalam kondisi *financial distress* dapat disebabkan oleh berbagai macam faktor internal seperti penurunan pendapatan yang signifikan, *poor decision making*, maupun perencanaan bisnis yang kurang baik. *Financial distress* perusahaan juga dapat disebabkan oleh faktor eksternal di luar kendali perusahaan seperti perubahan tren pasar, hilangnya *competitive advantage* dari kompetitor, maupun pandemi COVID-19 yang terjadi di Indonesia pada tahun 2020. Data *financial distress* diukur menggunakan rumus Altman Z-Score dalam menilai risiko kebangkrutan perusahaan.

Tujuan digunakannya Altman Z-Score karena model ini merupakan alat ukur

paling efektif dalam memprediksi kesehatan finansial perusahaan dan dapat menyediakan data akurat mengenai kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* (Younas *et al*, 2021). Dengan menganalisis setiap rasio keuangan perusahaan dalam satu persamaan, perusahaan dapat memperoleh informasi mengenai kendala apa saja yang timbul dalam keuangan perusahaan baik dari modal, laba, maupun nilai saham. Contohnya adalah data BPS (2020) yang menunjukkan bagaimana 87% perusahaan sektor akomodasi makan minum di Indonesia tahun 2020 mengalami *financial distress* akibat penurunan permintaan konsumen saat pandemi sehingga dilakukannya diversifikasi usaha sebagai metode alternatif untuk meningkatkan pendapatan. Keterbatasan dari penggunaan rumus ini adalah bagaimana hasil risiko *financial distress* sebuah perusahaan hanya bisa diukur menggunakan data keuangan historis sehingga tidak dapat digunakan bagi perusahaan muda serta tidak dapat menghasilkan secara akurat kapan perusahaan mengalami kebangkrutan.

Pengembangan Hipotesis

Ownership concentration diukur berdasarkan persentase dari *share* yang dipegang oleh *shareholder* perusahaan. Persentase kepemilikan *share* perusahaan dapat dibagi menjadi banyak *shareholder* yang memiliki persentase kepemilikan yang kecil atau beberapa *shareholder* saja tetapi memiliki persentase kepemilikan yang besar. Penelitian terdahulu menjelaskan bahwa *ownership* yang terkonsentrasi akan mengurangi risiko konflik kepentingan dikarenakan perusahaan memiliki jumlah *shareholder* yang sedikit (Mariano *et al*, 2020). Dengan persentase kepemilikan yang besar di dalam perusahaan, maka *shareholders* tipe ini memiliki kekuatan lebih besar dalam memberikan vote, mempengaruhi strategi pengambilan keputusan perusahaan, dan memiliki insentif kuat dalam mengawasi

manajemen untuk memastikan perusahaan berjalan baik dalam memenuhi kepentingannya dan sustainable untuk melindungi dukungan investasinya. Pengawasan yang kuat dari *shareholder* besar ini akan mengurangi kemungkinan manajemen perusahaan dalam mengambil keputusan yang merugikan perusahaan demi memenuhi kepentingan diri sendiri (Li *et al*, 2008).

H1: *Ownership concentration* mengurangi risiko *financial distress*.

Dewan Komisaris adalah bagian dari perusahaan yang mengawasi operasi dan memberikan nasihat sesuai dengan kinerjanya. Tujuan penting dari dewan komisaris dalam adalah memastikan bahwa perusahaan menerapkan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance (GCG)* sesuai OECD (2023) dalam seluruh aspek. Penelitian Darrat *et al* (2014) menjelaskan bahwa jumlah *board size* yang optimal bagi perusahaan ditentukan berdasarkan masalah asimetri informasi dimana jumlah dewan yang kecil akan efisien dalam menyelesaikan asimetri informasi internal perusahaan dan jumlah dewan yang besar lebih efisien dalam menyelesaikan asimetri informasi eksternal perusahaan. Bagi perusahaan yang mengalami *financial distress* akibat faktor eksternal seperti pandemi, dibutuhkan jumlah dewan komisaris yang besar karena perusahaan membutuhkan lebih banyak *specialty knowledge* dalam meminimalisir risiko yang timbul dari pandemi.

H2: *Board size* mengurangi risiko *financial distress*.

Umumnya *leverage* didefinisikan sebagai pinjaman utang milik perusahaan yang digunakan untuk kegiatan bisnisnya, tetapi dalam pelaksanaan *corporate governance* perusahaan, *leverage* digunakan sebagai alat monitoring kondisi keuangan perusahaan. Sesuai dengan prinsip *corporate governance* milik OECD

(2023) tentang keterbukaan dan transparansi, terdapat ketentuan dalam kontrak utang milik perusahaan yang membatasi manajemen dan pemegang saham untuk memastikan *leverage* tidak melebihi batas. Pengungkapan informasi tersebut akan mengurangi risiko asimetri informasi antara *shareholder* dan *debtholder* serta membantu *shareholder* dalam menilai kondisi perusahaan.

H3: *Leverage* mengurangi risiko *financial distress*.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Sampel yang digunakan adalah perusahaan akomodasi dan makan minum yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2020-2023 yaitu dari awal pandemi hingga dinyatakan berakhir. Data BPS menunjukkan bagaimana persentase PDB untuk sektor akomodasi dan makan minum pada tahun 2020 mengalami penurunan yang drastis pada awal pandemi (-10,26%) hingga perlahan pulih kembali pada akhir pandemi (3,88% tahun 2021, 11,94% tahun 2022, 10% tahun 2023) sehingga peneliti ingin menguji apakah mekanisme *corporate governance* menjadi salah satu faktor pemulihan perekonomian sektor tersebut. Kriteria sampel lainnya adalah perusahaan berada dalam sub-sektor *food and beverages* atau *consumer services* dan memiliki data perusahaan yang lengkap seperti laporan keuangan yang menggunakan mata uang rupiah. Pengambilan data sampel dilakukan melalui metode dokumentasi berupa laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan yang tersedia di laman <https://idx.co.id> untuk dianalisis menggunakan statistik deskriptif. Uraian dari kriteria pengambilan sampel disertakan pada tabel 1:

Tabel 1: Kriteria Pengambilan Sampel

No.	Kriteria	Total
1.	Perusahaan sektor <i>consumer cyclicals</i> dan <i>consumer non-cyclicals</i>	115
2.	Perusahaan tidak bergerak di sub-sektor <i>food and beverages</i> atau <i>consumer services</i>	(13)
3.	Perusahaan tidak menggunakan mata uang rupiah dalam laporan keuangan	(3)
4.	Perusahaan tidak memiliki data yang lengkap untuk penelitian	(16)
5.	Jumlah sampel final	83

Sumber: Diolah Peneliti

Jumlah perusahaan yang menjadi sampel penelitian sebesar 115 data. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel yang tertera di tabel 1, terdapat 332 data sampel dari 83 perusahaan selama 4 tahun yang dapat diproses dan dianalisis oleh peneliti.

Variabel Dependen

Penelitian ini menggunakan *financial distress* sebagai variabel dependen. *Financial distress* diukur menggunakan rumus Altman *Z-Score* (1968) dalam memprediksi indikator-indikator kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan.

$$FD = 1,2 * NWC/TA + 1,4 * RE/TA + 3,3 * EBIT/TA + 0.6 * MVE/BVD + 1,0 * Sales/TA$$

NWC adalah *net working capital* (diukur dengan total aset dikurangi kewajiban jangka pendek) perusahaan. RE adalah saldo laba. EBIT adalah laba sebelum bunga dan pajak. MVE adalah *market value of equity* (diukur dengan harga saham dikali jumlah saham beredar). BVD adalah *book value of debt* (diukur menggunakan total liabilitas perusahaan). TA adalah total aset milik perusahaan.

Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *corporate governance* yang terdiri dari tiga variabel yaitu *ownership concentration*, *board size*, dan *leverage*. *Ownership concentration* diukur menggunakan persentase saham *shareholder* terbesar dalam perusahaan. *Board size* diukur dari jumlah dewan komisaris yang berada dalam *board of commisioners* perusahaan. *Leverage* menggunakan *debt ratio* (diukur dari perbandingan total liabilitas dan total aset perusahaan) untuk mengawasi pinjaman uang milik perusahaan yang digunakan untuk membiayai operasi dan investasinya.

Variabel Kontrol

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah *firm size*, *company age*, dan *book-to-market ratio*. *Firm size* menurut penelitian Younas *et al* (2021) dan Udin *et al* (2016) menyatakan bahwa perusahaan berukuran besar akan memiliki risiko kebangkrutan lebih rendah akibat faktor pengalaman dan *operational efficiency*. Variabel *firm size* dalam penelitian ini digunakan untuk menguji apakah perusahaan yang berukuran besar akan memiliki risiko *financial distress* lebih rendah akibat kepemilikan total aset yang lebih banyak akan mengurangi risiko pembayaran hutang (*risk of default*) sehingga perusahaan tidak berada dalam *financial distress*.

Book-to-market ratio diukur dari total ekuitas dibagi total *market capitalization* sebagai indikator persepsi pasar terhadap perusahaan (Shahwan, 2015). Variabel ini digunakan untuk membuktikan pernyataan Fama & French (1992) dimana perusahaan dengan *book-to-market ratio* tinggi akan menghasilkan persepsi pasar yang negatif dan meningkatkan risiko pasar bagi para investor sehingga memiliki pengaruh negatif terhadap performa keuangan perusahaan dan meningkatkan risiko *financial distress*.

Company age diukur berdasarkan usia perusahaan di periode penelitian dikurangi tahun berdiri perusahaan. Peneliti ingin membuktikan apakah perusahaan dengan usia muda memiliki pengaruh *financial distress* dikarenakan perusahaan akibat tidak ada waktu untuk mengembangkan *profit* (Altman 1968). Penelitian dari Balasubramanian (2019) menyatakan bagaimana *company age* adalah variabel yang umumnya diterima dalam memprediksi kondisi *financial distress* dengan menjelaskan bahwa perusahaan berusia tua sudah membangun reputasi, tidak mengambil keputusan berisiko, dan bagaimana lembaga keuangan lebih mempercayainya jikalau perusahaan memiliki riwayat kredit yang baik, menunjukkan bahwa usia perusahaan memiliki hubungan balik dengan *financial distress*.

Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda untuk mengetahui hubungan mekanisme setiap variabel *corporate governance* terhadap *financial distress* untuk memberikan jawaban terhadap hipotesis dan analisis yang telah dilakukan. Model regresi penelitian ini adalah:

$$FD = \alpha + \beta_1 OC + \beta_2 BS + \beta_3 LEV + \beta_4 SIZE + \beta_5 BTM + \beta_6 AGE + e$$

Keterangan:

FD = *Financial distress* (Altman Z-score)

α = Konstanta

β = koefisien regresi

OC = *Ownership concentration*

BS = *Board size*

LEV = *Leverage*

SIZE: *Firm size*

BTM: *Book-to-market ratio*

AGE: *Company age*

e: error term

Uji Asumsi Klasik

Uji yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji normalitas, heteroskedastisitas,

multikolinearitas, dan autokorelasi. Uji normalitas menggunakan uji Jarque-Bera dalam memastikan apakah sampel data yang digunakan telah berdistribusi normal. Dalam kemungkinan penelitian memiliki hasil data yang tidak berdistribusi normal, konsep *Central Limit Theorem* (CLT) dapat digunakan dimana semakin banyak data penelitian yang digunakan akan menyebabkan distribusi data semakin normal sehingga asumsi normalitas dapat diabaikan (Gujarati, 2003).

Uji Heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Breusch Pagan Godfrey untuk

hanya berlaku pada data *time series* dimana penelitian ini menggunakan data panel.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Data Statistik Deskriptif

Statistik Deskriptif dilakukan untuk menemukan gambaran dari kondisi data yang digunakan sebelum melakukan pengujian lainnya. Hasil analisis berdasarkan yang tertera di tabel 2 menunjukkan nilai mean variabel FD sebesar 19,36 yang berarti sebagian besar perusahaan sektor akomodasi dan makan

Tabel 2. Hasil Analisis Data Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	Standard Deviation	Minimum	Maximum
FD	332	19.36	162.34	-5.59	2390.05
OC	332	0.71	0.14	0.36	0.99
BS	332	3.58	1.61	2	9
LEV	332	0.54	0.60	0.001	7.85
SIZE	332	28.24	1.77	24.54	32.86
BTM	332	0.617	2.73	-25.29	5.76
AGE	332	34.60	22.07	5	117

Sumber: Data Olahan Eviews 13

menguji adanya ketidaksamaan varian dari residual dalam pengamatan model regresi linear yang digunakan. Apabila terdapat varians kesalahan dalam model regresi yang digunakan, maka akan dilakukan pengujian tambahan untuk mengurangi bias dengan memastikan bahwa tidak ada perbedaan signifikan pada hasil variabel yang digunakan seperti uji White. Uji multikolinearitas dilakukan untuk menguji adanya korelasi antar variabel independen dalam model regresi melalui nilai *Variable Inflation Factors* (VIF). Dalamantisipasi terdapat masalah multikolinearitas maka akan dilakukan pengujian tambahan untuk mendeteksi lebih lanjut apakah terdapat masalah terdapat variabel independen yang digunakan seperti uji Toleransi. Uji autokorelasi digunakan untuk mendeteksi adanya kesalahan pengganggu pada setiap pengamatan data, akan tetapi hasil pengujian tidak wajib digunakan karena

minum di Indonesia memiliki *Z-Score* yang tinggi sehingga risiko *financial distress* rendah. Akan tetapi standar deviasi yang tinggi menunjukkan data yang digunakan sangat bervariasi. Hal ini dapat dibuktikan dari perbedaan besar pada nilai minimum negatif yang menunjukkan perusahaan memiliki nilai ekuitas negatif yang menyebabkan *financial distress*, dan nilai maksimum di angka ribuan yang menunjukkan perusahaan tidak berada dalam kondisi *financial distress* karena memiliki jumlah ekuitas yang sangat tinggi.

Nilai mean variabel OC sebesar 0.71 menunjukkan perusahaan sektor akomodasi dan makan minum di Indonesia didominasi oleh *shareholder* besar. Berdasarkan nilai minimum dan maksimum di tabel 2, nilai mean variabel BS sebesar 3,6 menunjukkan perusahaan sektor akomodasi dan makan minum memiliki board of commissioners

yang kecil. Sedangkan nilai mean dari variabel LEV sebesar 0.54 menunjukkan sebagian besar kegiatan operasi perusahaan menggunakan dana dari pinjaman utang kreditor mereka. Sedangkan untuk variabel kontrol, variabel SIZE menunjukkan data yang digunakan dalam penelitian ini memiliki nilai rata-rata ukuran perusahaan yang sama berdasarkan total asetnya yaitu 28. Nilai mean variabel BTM sebesar 0.6 menunjukkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari perusahaan yang bersifat *overvalued* di pasar. Dan nilai dari variabel AGE menunjukkan data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari banyak perusahaan dengan usia mendekati angka 34.

Analisis Uji Asumsi Klasik

Pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini adalah normalitas, heteroskedastisitas, multikolinearitas, dan autokorelasi. Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan metode Jarque-Bera dan menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0 sehingga data tidak terdistribusi secara normal. Penelitian menggunakan teori *central limit* dimana data penelitian yang digunakan lebih besar dari 30 akan memenuhi syarat bahwa perkiraan data akan terdistribusi normal. Uji heteroskedastisitas metode Breusch-Pagan-Godfrey menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,043 yang lebih kecil dari 0,05 sehingga data penelitian yang digunakan memiliki masalah heteroskedastisitas.

Uji multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai *variable inflation factors* (VIF) dari setiap variabel. Hasil yang didapatkan adalah variabel OC dengan nilai 1,06, BS dengan nilai 1,65, LEV dengan nilai 1,11, SIZE dengan nilai 1,64, BTM dengan nilai 1,31, dan AGE dengan nilai 1,33. Nilai VIF setiap variabel yang kurang dari 10 menunjukkan penelitian tidak memiliki masalah multikolinearitas. Uji autokorelasi dilakukan dengan metode Durbin-Watson yang menghasilkan nilai *d* sebesar 0,93, batas bawah (*dL*) sebesar 1,79 dan batas atas (*dU*) sebesar 1,85 sehingga

terdapat masalah autokorelasi positif. Akan tetapi pengujian ini tidak wajib digunakan karena berlaku untuk data *time series* dimana penelitian ini menggunakan data panel.

Analisis Regresi Linear Berganda

Tabel 3 menyajikan hasil uji t mengenai hasil variabel setiap mekanisme *corporate governance* terhadap kondisi *financial distress* perusahaan. Berdasarkan data di tabel 3, variabel *ownership concentration* (OC) menunjukkan nilai koefisien -189,85 dan nilai signifikansi 0,0025 yang berarti kepemilikan shareholder yang terkonsentrasi dalam perusahaan akan berpengaruh signifikan dalam meningkatkan risiko *financial distress* perusahaan. Variabel *board size* (BS) menunjukkan nilai koefisien sebesar -3,57 dan nilai signifikansi 0.6 menjelaskan bahwa *board of commissioners* perusahaan yang besar akan meningkatkan risiko *financial distress* namun pengaruhnya tidak signifikan. Variabel *leverage* (LEV) memiliki nilai koefisien -30.20 dan nilai signifikansi 0,04 menunjukkan bahwa rasio utang perusahaan yang tinggi akan meningkatkan risiko *financial distress* perusahaan. Sedangkan untuk variabel kontrol, ditemukan bahwa *company age* memiliki nilai koefisien -0.96 dengan nilai signifikansi 0,03 menunjukkan bahwa semakin tua usia perusahaan, semakin meningkat risiko *financial distress* yang didapatkan oleh perusahaan tersebut.

Tabel 3. Analisis Regresi Linear Berganda

Var.	Coeff.	Std. Error	t-Stat.	Prob.
C	171.40	174.27	0.98	0.32
OC	-189.85	62.41	-3.04	0
BS	-3.57	6.97	-0.51	0.60
LEV	-30.20	15.34	-1.97	0.04
SIZE	1.73	6.32	0.27	0.78
BTM	-3.89	3.67	-1.06	0.28
AGE	-0.96	0.46	-2.11	0.03

Sumber: Data Olahan Eviews 13

Analisis Koefisien Determinasi

Uji koefisien determinasi dilakukan untuk menentukan kontribusi variasi dari variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen. Nilai koefisien determinasi dari penelitian berada di antara nilai 0 dan 1 untuk menentukan pengaruh variasi variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen. Nilai koefisien determinasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai *adjusted R-squared* yang didapatkan dari hasil analisis model penelitian yang diolah Eviews. Hasil *adjusted R-squared* yang didapatkan adalah 0,042 yang menunjukkan bahwa variabel *corporate governance* yang digunakan dalam penelitian ini menjelaskan pengaruh *financial distress* sebesar 4% dimana 96% merupakan faktor lainnya yang diluar model penelitian ini.

Pengaruh *ownership concentration* terhadap *financial distress*

Dengan nilai signifikansi sebesar 0 dan koefisien negatif, dapat disimpulkan bahwa *ownership concentration* berpengaruh dalam meningkatkan risiko *financial distress* sehingga H_1 ditolak. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian milik Mariano *et al* (2020), dan Li *et al* (2008) dimana kepemilikan dari *shareholder* besar akan mengurangi risiko terjadinya kebangkrutan. Namun hasil ini sejalan dengan penelitian Younas *et al* (2021) dan Gerged *et al* (2022) dimana *ownership concentration* yang tinggi meningkatkan risiko asimetri informasi dan konflik kepentingan yang menyebabkan *financial distress*. Meskipun perusahaan yang terdiri dari beberapa *shareholder* saja mengurangi risiko konflik kepentingan yang disebabkan oleh teori agensi, hasil penelitian menunjukkan kemungkinan bahwa *shareholder* tersebut akan memiliki pengaruh negatif yang lebih kuat dalam mempengaruhi operasi perusahaan dan pengambilan keputusannya. Hal ini disebabkan *shareholder* besar akan memiliki pengaruh yang lebih kuat dalam menentukan arah tujuan perusahaan untuk memenuhi

keinginan finansialnya, berbeda dengan keinginan manajemen seperti mengembangkan operasi maupun memperluas bisnisnya.

Pengaruh *board size* terhadap *financial distress*

Dengan nilai signifikansi sebesar 0.60, dapat disimpulkan bahwa *board size* tidak berpengaruh terhadap *financial distress* sehingga H_2 ditolak. Hasil ini sejalan dengan penelitian milik Gerged *et al* (2022) dimana *board size* tidak memiliki pengaruh yang signifikan dalam mengurangi risiko *financial distress* karena tidak memiliki peran penting dalam meningkatkan transparansi perusahaan, mengurangi asimetri informasi, dan mengurangi pengaruh *financial distress* dan variabel lain seperti *board independence* dan *diversity* memiliki pengaruh lebih efektif. Hasil juga sejalan dengan penelitian Lajili dan Ze'ghal (2010) dimana *board size* tidak memiliki relevansi baik dalam meningkatkan efektivitas *corporate governance* maupun membantu perusahaan dengan risiko tinggi dalam menambah *board size* berdasarkan tekanan *shareholder* maupun perubahan regulasi.

Pengaruh *leverage* terhadap *financial distress*

Dengan nilai signifikansi sebesar 0,04 dan koefisien negatif, dapat disimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh dalam meningkatkan risiko *financial distress* sehingga H_3 ditolak. Hasil ini sejalan dengan penelitian Mariano *et al* (2020), Kim dan Sorensen (1986), serta Jensen dan Meckling (1976). Dengan modal besar yang didapatkan dari utang, perusahaan akan menggunakannya untuk investasi dengan *payoff* besar tanpa mempertimbangkan risiko yang timbul. Perusahaan mengabaikan prosedur yang ditetapkan dalam *corporate governance* dalam mengawasi struktur keuangan untuk memastikan apakah perusahaan memperoleh *profit* dari utang yang telah

diinvestasikan atau meningkatkan risiko kebangkrutan mereka.

Pengaruh *firm size* terhadap *financial distress*

Dengan nilai probabilitas sebesar 0.78, dapat disimpulkan bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap risiko *financial distress*. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Udin *et al* (2016) meskipun nilai koefisien menunjukkan potensi bahwa variabel ini dapat menurunkan potensi kebangkrutan. Penelitian Yazdanfar dan Ohman (2020) memberikan beberapa kemungkinan mengapa *firm size* tidak memiliki hubungan dengan *financial distress*, contohnya adalah bagaimana perusahaan besar akan memiliki lebih banyak masalah inefisiensi, terdapat variabel lainnya yang lebih penting dibandingkan *firm size* dalam memberikan pengaruh terhadap *financial distress* seperti efisiensi penggunaan aset dan penerapan teknologi canggih, atau disebabkan oleh faktor lingkungan setiap negara mulai dari hukum, regulasi, hingga sistem perpajakannya.

Pengaruh *book-to-market ratio* terhadap *financial distress*

Dengan nilai probabilitas sebesar 0.28, dapat disimpulkan bahwa *board size* tidak berpengaruh terhadap risiko *financial distress* yang tidak sejalan dengan penelitian Fama dan French (1992) dan Shahwan (2015). *Book-to-market ratio* digunakan untuk menentukan apakah harga saham dari milik perusahaan bersifat *undervalued* atau *overvalued*, tetapi hasil penelitian menunjukkan rasio ini tidak memiliki hubungan signifikan dengan kondisi keuangan perusahaan maupun sebagai indikator bagi perusahaan untuk mengimplementasi *corporate governance* lebih baik seperti yang disebutkan dalam penelitian Shahwan (2015).

Pengaruh *company age* terhadap *financial distress*

Dengan koefisien negatif dan nilai signifikansi sebesar 0,03 dapat disimpulkan bahwa *company age* berpengaruh dalam meningkatkan risiko *financial distress*. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Balasubramanian *et al* (2019) dimana perusahaan berusia tua memiliki keunggulan akibat pembentukan reputasi dan hubungan yang dimiliki. Terdapat faktor lain yang menyebabkan perusahaan usia tua lebih berisiko dibandingkan perusahaan usia muda seperti lebih banyak liabilitas yang ditanggung, profitabilitas yang menurun, maupun kalah persaingan dengan kompetitor atau perusahaan usia muda dalam tren pasar.

Tambahan Pengujian

Hasil uji asumsi klasik menunjukkan bahwa model penelitian yang digunakan memiliki masalah heteroskedastisitas sehingga peneliti perlu berhati-hati dalam menginterpretasikan hasil penelitian. Untuk mengurangi sifat bias dalam penelitian ini, dilakukan beberapa tambahan pengujian seperti uji *white regression* dan penggunaan *dummy variable* pada variabel dependen.

Tabel 4. Analisis Regresi White

Var.	Coeff.	Std. Error	t-Stat.	Prob.
C	171.40	49.65	3.45	0.04
OC	-189.85	55.19	-3.44	0.04
BS	-3.57	1.88	-1.90	0.15
LEV	-30.20	19.14	-1.58	0.21
SIZE	1.73	0.63	2.73	0.07
BTM	-3.89	1.62	2.40	0.09
AGE	-0.96	0.27	-3.62	0.03

Sumber: Data Olahan Eviews 13

Tabel 4 merupakan hasil analisis regresi *white* yang dilakukan untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas dengan menguji apakah terdapat perbedaan signifikan pada variabel yang digunakan di model penelitian awal. Berdasarkan data di tabel 5, perbedaan yang ditemukan adalah variabel *leverage* (LEV) yang tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dianalisis, dapat disimpulkan bahwa *corporate governance* memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko *financial distress* perusahaan sektor akomodasi dan makan minum Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan mekanisme *corporate governance* yaitu *ownership concentration* dan *leverage* dan variabel kontrol *company age* memiliki pengaruh signifikan dalam meningkatkan risiko *financial distress* perusahaan, sedangkan *board size* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko *financial distress*. Akan tetapi hasil penelitian ini perlu diinterpretasikan dengan hati-hati akibat masalah heteroskedastisitas sehingga dilakukan tambahan pengujian regresi *white* untuk mengurangi bias. Perbedaan hasil pengujian *white* dengan model penelitian awal adalah variabel *leverage* yang tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress*.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama adalah masalah heteroskedastisitas dari model penelitian regresi linier sehingga diperlukan tambahan pengujian untuk mengurangi bias dari hasil penelitian yang diperoleh. Tambahan pengujian juga menyebabkan kesimpulan yang berbeda terutama dari perubahan pengukuran variabel yang menyebabkan komplikasi pada hasil penelitian. Kedua adalah nilai 4% dari uji koefisien determinasi menunjukkan terdapat mekanisme *corporate governance* lainnya di luar penelitian yang dapat memberikan pengaruh lebih signifikan dibandingkan variabel penelitian yang digunakan. Ketiga adalah data penelitian yang terbatas baik dalam sektor perusahaan maupun periode waktu akibat website BEI yang menyediakan data di 4 tahun terakhir saja.

Saran yang dapat diberikan dari penelitian ini adalah merekomendasikan penelitian lanjutan dalam menggunakan sektor perusahaan lain seperti transportasi dan pergudangan yang tertera di data BPS untuk menemukan perbedaan dan

memperdalam pemahaman hubungan *corporate governance* terhadap kondisi *financial distress*. Penelitian lanjutan juga dapat menambahkan variabel *corporate governance* lainnya yang memiliki pengaruh lebih signifikan untuk meningkatkan nilai dari uji koefisien determinasi. Penelitian ini juga membantu manajemen perusahaan untuk berhati-hati dalam menerapkan *corporate governance* yang benar seperti mengawasi konsentrasi kepemilikan *shareholder* perusahaan berdasarkan masalah asimetri informasi internal atau eksternal dalam teori keagenan.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Balasubramanian, S.A., G.S., R., P., S. and Natarajan, T. (2019), "Modeling corporate *financial distress* using financial and non-financial variables: The case of Indian listed companies", *International Journal of Law and Management*, Vol. 61 No. 3/4, pp. 457-484. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-04-2018-0078>
- Barnhart, S.W. and Rosenstein, S. (1998) Board Composition, Managerial *Ownership*, and Firm Performance: An Empirical Analysis. *Financial Review*, 33, 1-16. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1998.tb01393.x>
- BPS (2020) Analisis Hasil Survei Dampak Covid-19 Terhadap Pelaku Usaha. <https://www.bps.go.id/id/publication/2020/09/15/9efe2fbda7d674c09ffd0978/analisis-hasil-survei-dampak-covid-19-terhadap-pelaku-usaha.html>
- BPS (2020) Analisis Hasil Survei Dampak Covid-19 Terhadap Pelaku Usaha Jilid 2. <https://www.bps.go.id/id/publication/2020/12/21/7ec02d39d6732972dcebe54>

- f/analisis-hasil-survei-dampak-covid-19-terhadap-pelaku-usaha-jilid-2.html
- Darrat, A. F., Gray, S., Park, J. C., & Wu, Y. (2014). Corporate Governance and Bankruptcy Risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(2), 163-202.
<https://doi.org/10.1177/0148558X14560898>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
<https://doi.org/10.2307/258191>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
<https://doi.org/10.2307/2329112>
- Gerged, A.M., Yao, S. and Albitar, K. (2023), "Board composition, ownership structure and financial distress: insights from UK FTSE 350", *Corporate governance*, Vol. 23 No. 3, pp. 628-649. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2022-0069>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). Basic econometrics. Boston, Mass: McGraw-Hill.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(3), 305-360.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131-144.
<https://doi.org/10.2307/2330733>
- Lajili, K., & Zéghal, D. (2010). Corporate governance and Bankruptcy Filing Decisions. *Journal of General Management*, 35(4), 3-26.
<https://doi.org/10.1177/030630701003500401>
- Li, H., Wang, Z. and Deng, X. (2008), "Ownership, independent directors, agency costs and financial distress: evidence from Chinese listed companies", *Corporate governance*, Vol. 8 No. 5, pp. 622-636.
<https://doi.org/10.1108/14720700810913287>
- Mariano, S.S.G., Izadi, J. and Pratt, M. (2021), "Can we predict the likelihood of financial distress in companies from their corporate governance and borrowing?", *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 29 No. 2, pp. 305-323. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2020-0130>
- OECD (2023), G20/OECD Principles of Corporate governance 2023, OECD Publishing, Paris,
<https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>.
- Parkinson, M.M. (2016), "Corporate governance during financial distress – an empirical analysis", *International Journal of Law and Management*, Vol. 58 No. 5, pp. 486-506.
<https://doi.org/10.1108/IJLMA-08-2015-0045>
- Platt, Harlan & Platt, Marjorie. (2002). Predicting corporate financial distress: Reflections on choice-based sample bias. *Journal of Economics and Finance*. 26. 184-199.
<https://doi.org/10.1007/BF02755985>
- Shahwan, T.M. (2015), "The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt", *Corporate governance*, Vol. 15 No. 5, pp. 641-662. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0140>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
<http://www.jstor.org/stable/1833044>
- Udin, S., Khan, M.A. and Javid, A.Y. (2017), "The effects of ownership structure on likelihood of financial distress: an empirical evidence", *Corporate governance*, Vol. 17 No. 4, pp. 589-612.

- <https://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0067>
Yazdanfar, D. and Öhman, P. (2020), "*Financial distress* determinants among SMEs: empirical evidence from Sweden", *Journal of Economic Studies*, Vol. 47 No. 3, pp. 547-560. <https://doi.org/10.1108/JES-01-2019-0030>
- Younas, N., Udin, S., Awan, T. and Khan, M.Y. (2021), "*Corporate governance and financial distress: Asian emerging market perspective*", *Corporate governance*, Vol. 21 No. 4, pp. 702-715. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2020-0119>