

PENGARUH PENERAPAN *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP KONDISI KESULITAN KEUANGAN

(Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)

Stephanus Andi Adityaputra
Universitas Multimedia Nusantara
stephanus.andi@lecturer.umn.ac.id

Abstract

This study examined the effect of the implementation of corporate governance on the condition of the financial distress of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The implementation of corporate governance proxied with the proportion of managerial ownership, proportion of institutional ownership, number of the boards of directors, proportion of independent commissioners, and existence of the audit committee.

Samples used in this study was manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) with 2012 up to 2016 as an observation period. The total study samples was 48 firms with 96 firm year are determined by the method of purposive sampling. This study used Logistic Regression to examine the effect of the implementation of corporate governance of the condition of the company's financial distress.

The results of this study indicated that The number of the boards of directors and the proportion of independent commissioners variables were not proven to have significant influence on the condition of the company's financial distress. The proportion of managerial ownership, the proportion of institutional ownership, and the existence of the audit committee variables proved to have a significant influence on the condition of the company's financial distress with a positive influence.

Keywords: *board of directors, independent commissioners, managerial ownership, institutional ownership, audit committee, financial distress, logistic regression*

I. Pendahuluan

Kondisi kesulitan keuangan yang dialami perusahaan diawali pada saat perusahaan tidak dapat membayar kewajiban-kewajiban yang telah jatuh tempo atau adanya kemungkinan perusahaan tidak akan dapat membayar kewajiban-kewajibannya tersebut. Kondisi ini akan memperoleh perhatian dari pihak-pihak eksternal, seperti investor, kreditur, auditor, pemerintah, dan pemilik perusahaan. Jika hal-hal tersebut tidak segera ditindaklanjuti, perusahaan akan kehilangan reputasi di mata para *shareholder*, bahkan dapat mengalami situasi terburuk, yaitu kebangkrutan. Dengan diketahuinya kemungkinan kesulitan keuangan, diharapkan perusahaan dapat melakukan tindakan untuk memperbaiki situasi ini.

Fenomena kesulitan keuangan perusahaan dapat dilihat dari tingginya rasio *Non Performing Loan* (NPL) pada bank umum di Indonesia dan *delisting* dari beberapa perusahaan dari Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan data Statistik Perbankan Indonesia (SPI) per Februari 2017 yang diterbitkan oleh Otoritas Jasa Keuangan, penyaluran kredit bank umum mencapai Rp 4.308 triliun dengan NPL Rp 135,99 triliun atau sebesar 3,16%. Beberapa perusahaan *go public* juga terpaksa harus di-*delisting* (*forced delisting*) dari bursa karena kesulitan likuiditas dan perusahaan tidak mampu lagi menjalankan kegiatan operasionalnya.

Pranowo et al. (2010) menyatakan temuannya dengan membagi 4 kelompok pada 220 perusahaan yang memiliki laporan keuangan lengkap dan terdaftar pada BEI, yaitu *good*

company, early impairment, deterioration, dan cash flow problem. Dalam penelitiannya dikatakan bahwa terdapat 30% *good companies*, 6% *early impairment*, 39% *deterioration*, dan 25% *cash flow problem*. Hal ini menunjukkan hanya 30% saja dari 220 perusahaan yang tergolong pada kelompok *good companies*. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia sebagian besar berpotensi untuk mengalami *financial distress*.

Kesuksesan maupun kegagalan perusahaan ditentukan oleh strategi yang digunakan oleh perusahaan. Salah satu strategi itu adalah strategi penerapan sistem *Good Corporate Governance* (GCG) di dalam perusahaan. Penerapan CGC diharapkan dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan sehingga mampu meningkatkan kepercayaan pengguna laporan keuangan, termasuk investor.

Nasution dan Setiawan (2007) menyatakan bahwa *Corporate governance* merupakan konsep yang diajukan demi peningkatan kinerja perusahaan melalui supervisi atau *monitoring* kinerja manajemen dan menjamin akuntabilitas manajemen terhadap *stakeholder* dengan mendasarkan pada kerangka peraturan. Konsep *corporate governance* diajukan demi tercapainya pengelolaan perusahaan yang lebih transparan bagi semua pengguna laporan keuangan. Sistem *corporate governance* memberikan perlindungan efektif bagi pemegang saham dan kreditur sehingga mereka yakin akan memperoleh *return* atas investasinya dengan benar. *Corporate governance* juga membantu menciptakan lingkungan kondusif demi terciptanya pertumbuhan yang efisien dan *sustainable* di sektor korporat.

Penelitian ini lebih memfokuskan pada perusahaan manufaktur saja karena industri manufaktur memegang peranan penting dalam pertumbuhan ekonomi dan merupakan sektor ekonomi yang paling menyerap dana dari masyarakat sehingga dianggap sebagai sektor pemimpin (*leading sector*) bagi sektor lainnya. Menurut Pranowo et al. (2010), industri manufaktur merupakan kontributor terbesar atas *Non Performing Loan* (NPL) karena memiliki posisi dominan dengan jumlah lembar saham terbesar di Bursa Efek Indonesia.

Corporate governance terdiri beberapa indikator yang dapat digunakan dalam penelitian. Indikator-indikator yang telah digunakan pada penelitian terdahulu adalah: ukuran dewan direksi, dualitas CEO, *non-executive directors*, kepentingan *outside blockholder*, komite audit, opini audit, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, jumlah komisaris, komisaris independen, pergantian direksi, dan sekretaris perusahaan. Penelitian ini memfokuskan pada 5 indikator *corporate governance*, yaitu: proporsi kepemilikan manajerial, proporsi kepemilikan institusional, jumlah dewan direksi, proporsi komisaris independen, dan keberadaan komite audit.

II. Tinjauan Literatur dan Hipotesis

Kesulitan Keuangan dan Corporate Governance

Platt dan Platt (2006) mendefinisikan kesulitan keuangan sebagai suatu kondisi di mana perusahaan mengalami penyimpangan dan tekanan keuangan yang secara bertahap akan mengarah kepada kebangkrutan. Kesulitan keuangan merupakan kondisi yang mana keuangan perusahaan dalam keadaan yang tidak sehat atau krisis. Kesulitan keuangan terjadi sebelum kebangkrutan. Kondisi kesulitan keuangan merupakan akibat dari dalam perusahaan seperti ketidakmampuan manajemen dalam mengelola perusahaan dengan baik, ataupun kondisi yang disebabkan dari luar perusahaan atau faktor dari makroekonomi suatu negara.

Menurut Brigham dan Gapenski (1997) terdapat pihak-pihak yang berkepentingan untuk mengetahui model kesulitan keuangan dan diprediksikan akan mengalami kebangkrutan, yaitu: kreditur, investor, otoritas pembuat peraturan, pemerintah, auditor, dan

manajemen. Kesulitan keuangan dapat juga disebabkan oleh faktor internal perusahaan dan eksternal yang berkaitan dengan makro ekonomi Indonesia.

Warsono et al. (2009) mendefinisikan *corporate governance* sebagai sistem yang terdiri dari fungsi-fungsi yang dijalankan oleh pihak-pihak yang berkepentingan untuk memaksimalkan penciptaan nilai perusahaan sebagai entitas ekonomi maupun entitas sosial melalui penerapan prinsip-prinsip dasar yang berterima umum.

Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG) Indonesia telah menetapkan prinsip-prinsip dan sekaligus asas *Good Corporate Governance* (GCG). Prinsip-prinsip dasar *Good Corporate Governance* memiliki peran sebagai pijakan bagi perusahaan dalam memilih dan menetapkan aktivitas-aktivitas yang harus dilakukan dalam penerapan *corporate governance*. Tujuan dari *corporate governance* dapat tercapai jika berpegang teguh pada prinsip-prinsip yang baik sehingga setiap aktivitas bisnis dapat bersinergi satu sama lain.

Pengaruh Proporsi Kepemilikan Manajerial terhadap Kondisi Kesulitan Keuangan Perusahaan

Kepemilikan manajerial merupakan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan termasuk dewan komisaris dan dewan direksi. Sandra dan Kusuma (2004) mendefinisikan kepemilikan manajerial sebagai proporsi kepemilikan saham oleh manajerial.

Fuad (2014) pada penelitiannya menyatakan bahwa variabel kepemilikan saham manajerial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap probabilitas *financial distress* dengan arah negatif. Kepemilikan manajerial yang banyak ditemukan diperusahaan *non-financially distress* berhasil menerapkan kebijakan insentif yang tepat dengan mensejajarkan hubungan manajer dengan pemegang saham melalui kepemilikan manajerial. Manajer cenderung bertindak sesuai kepentingan pemegang saham dan melindungi perusahaan dari kemungkinan terjadinya *financial distress*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Donker et al. (2009) yang menyatakan bahwa dengan meningkatnya kepemilikan manajemen dapat mengurangi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.

Miglani et al. (2010) di dalam hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial secara signifikan mengurangi masalah agensi dengan mencegah mekanisme agensi yang akhirnya dapat memperburuk kondisi perusahaan menjadi kesulitan keuangan. Hal ini sesuai dengan hipotesisnya bahwa kepemilikan manajerial mengurangi permasalahan agensi antara manajemen dan *shareholders*.

Hal : Proporsi Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kondisi kesulitan keuangan.

Pengaruh Proporsi Kepemilikan Institusional terhadap Kondisi Kesulitan Keuangan Perusahaan

Suranata dan Machfoedz (2003) mendefinisikan kepemilikan institusional sebagai proporsi kepemilikan saham oleh institusi. Kepemilikan institusi diukur dengan persentase saham yang dimiliki oleh institusi.

Cinanta dan Merkusiwati (2015) dalam penelitiannya menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif pada kesulitan keuangan perusahaan karena pengawasan terhadap manajemen dalam melaksanakan kegiatan operasionalnya dapat dilakukan oleh pihak institusi sehingga akan lebih terhindar dari kondisi kesulitan keuangan.

Donker et al. (2009) dalam temuannya menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki hubungan yang signifikan. Hal ini disebabkan oleh sikap pasif yang dimiliki oleh investor institusional di Belanda.

Li et al. (2008) dalam penelitiannya untuk perusahaan-perusahaan listing di Cina menyimpulkan bahwa besarnya kepemilikan *shareholder* secara negatif berhubungan dengan kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.

Ha2 : Proporsi Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kondisi kesulitan keuangan.

Pengaruh Jumlah Dewan Direksi terhadap Kondisi Kesulitan Keuangan Perusahaan

Direksi merupakan organ perusahaan bertugas dan bertanggung jawab secara kolegal. Masing-masing anggota direksi dapat melaksanakan tugas dan mengambil keputusan sesuai dengan pembagian tugas dan wewenangnya. Namun Pelaksanaan tugas dari masing-masing anggota direksi tetap merupakan tanggung jawab bersama.

Miglani et al. (2010) di dalam temuan dari analisis suplemen menyajikan fakta bahwa ukuran dewan direksi memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kesulitan keuangan perusahaan.

Chang (2009) dalam penelitiannya di Taiwan menyatakan bahwa ukuran dewan direksi dan kesulitan keuangan berkorelasi secara positif. Besarnya jumlah direksi diyakini dapat menciptakan pengawasan yang tidak efektif sebab besarnya jumlah direksi diasosiasikan dengan rendahnya nilai perusahaan.

Wardhani (2006) dalam hasil penelitiannya menyatakan bahwa ukuran dewan direksi berhubungan positif dengan kemungkinan suatu perusahaan akan mengalami tekanan keuangan. Semakin besar jumlah direksi dapat menimbulkan masalah *resource dependence* dan banyaknya direksi tersebut justru akan memperparah kinerja perusahaan karena masalah koordinasi dan komunikasi akan semakin besar sehingga perusahaan tidak dapat mengambil keputusan yang tepat untuk dapat menyelamatkan perusahaan dengan cepat.

Ha3 : Jumlah dewan direksi berpengaruh positif terhadap kondisi kesulitan keuangan.

Pengaruh Proporsi Komisaris Independen terhadap Kondisi Kesulitan Keuangan Perusahaan

Komisaris Independen adalah Anggota Dewan Komisaris yang tidak terafiliasi dengan Direksi, Anggota Dewan Komisaris lainnya dan Pemegang Saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan Perusahaan.

Radifan dan Yuyetta (2015) menyatakan bahwa variabel komposisi komisaris independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kemungkinan *financial distress*. Independensi yang dimiliki oleh komisaris independen mampu memberikan rekomendasi yang independen kepada dewan komisaris. Rekomendasi tersebut akan menghasilkan rencana strategis untuk meningkatkan performa perusahaan sehingga dapat terhindar dari *financial distress*.

Fadhilah dan Syafruddin (2013) menyatakan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Peran dewan komisaris dalam pelaksanaan *corporate governance* adalah mengawasi manajemen dalam melaksanakan tugasnya. Independensi dewan komisaris merupakan faktor yang mempengaruhi efektivitas dan efisiensi pengawasan sehingga hal ini dapat menentukan kekuatan independensi pengawasan yang dilakukan terhadap manajemen. Secara umum, apabila suatu perusahaan memiliki proporsi komisaris independen yang tinggi maka mekanisme pengawasan akan berjalan lebih independen dan bebas dari benturan kepentingan manajemen.

Wang dan Deng (2006) menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara komisaris independen dengan kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Perusahaan dengan proporsi komisaris independen yang lebih tinggi mampu menghadapi kesulitan keuangan. Fakta ini konsisten dengan argumen tentang "*monitor and control*" bahwa komisaris independen mampu memberikan pertimbangan dan kekuatan memaksa bagi manajemen.

Ha4 : Proporsi Komisaris Independen berpengaruh negatif terhadap kondisi kesulitan keuangan.

Pengaruh Keberadaan Komite Audit terhadap Kondisi Kesulitan Keuangan Perusahaan

Komite audit merupakan salah satu komite yang dibentuk dan mendukung tugas pengawasan yang dilakukan oleh komisaris. Komite audit sedikitnya terdiri dari tiga orang, diketuai oleh seorang komisaris independen dan dua orang eksternal independen yang menguasai dan mempunyai latar belakang akuntansi dan keuangan.

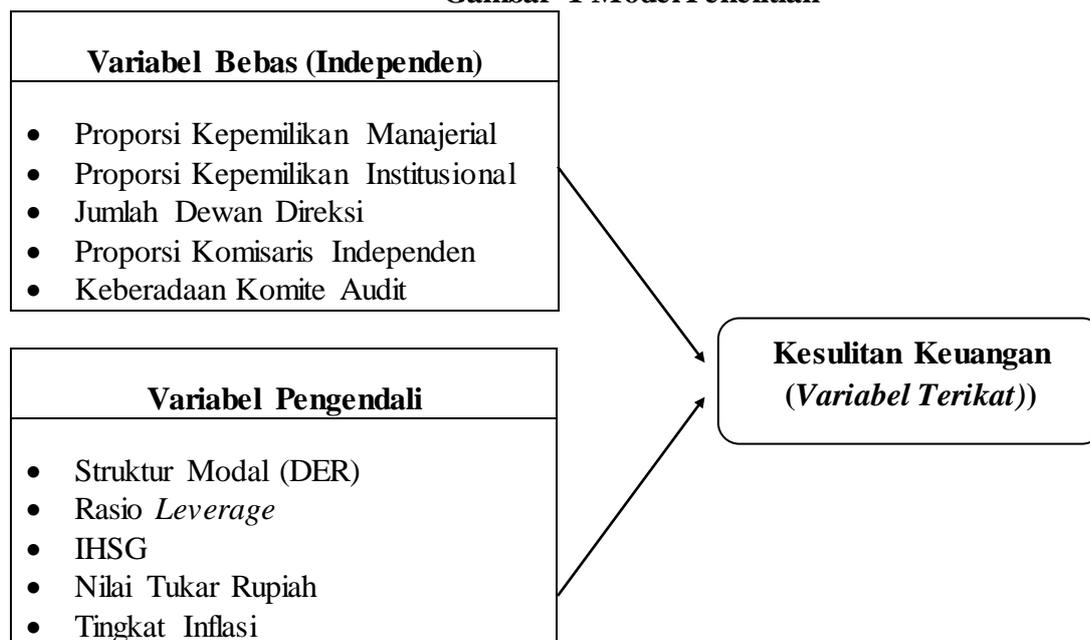
Miglani et al. (2010) di dalam hasil penelitiannya mengindikasikan bahwa keberadaan komite audit pada perusahaan secara negatif mempengaruhi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan. Keberadaan komite audit ini memperkuat kegiatan pengawasan yang dilakukan oleh direksi dan komisaris dan mengurangi biaya agensi perusahaan yang akhirnya dapat memperburuk kondisi perusahaan menjadi kesulitan keuangan.

Rahmat & Iskandar (2009) dalam penelitiannya menyatakan bahwa ukuran komite audit dan kesulitan keuangan memiliki hubungan yang negatif signifikan. *Best practice* pada komite audit merupakan penentu penting dalam menciptakan *Good Corporate Governance*.

Ha5: Keberadaan Komite audit berpengaruh negatif terhadap kondisi kesulitan keuangan.

Berikut model yang digunakan dalam penelitian ini:

Gambar 1 Model Penelitian



III. Metode Penelitian

Penentuan Data Penelitian dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2012-2016. Kriteria pengambilan sampel berdasarkan *purposive sampling* yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2012-2016 dengan tidak melakukan *Initial Public Offering* (IPO) maupun *delisting* pada periode pengamatan.

- b. Perusahaan memiliki laporan tahunan yang lengkap dan informasi mengenai Tata Kelola Perusahaan Yang Baik (*Good Corporate Governance*). Selain itu juga memiliki informasi keuangan yang diperlukan, yaitu *Earning Per Share* (EPS) untuk menentukan klasifikasi kesulitan keuangan perusahaan, serta Total Aset, Total Liabilitas, dan Total Ekuitas untuk menentukan nilai *Debt to Total Assets Ratio* dan *Debt to Equity Ratio*.
- c. Sebuah perusahaan diklasifikasikan sebagai kesulitan keuangan pada tahun 2012 jika perusahaan mengalami *Earning Per Share* (EPS) negatif dalam dua tahun sebelum tahun 2012, dan tahun 2012 termasuk juga. Prosedur pengklasifikasian ini dilakukan sampai dengan tahun 2016.
- d. Sebuah perusahaan diklasifikasikan sebagai perusahaan sehat pada tahun 2012 jika perusahaan mengalami EPS positif dalam dua tahun sebelum tahun 2012, dan tahun 2012 termasuk juga. Prosedur pengklasifikasian ini dilakukan sampai dengan tahun 2016.
- e. Pengambilan sampel dari perusahaan publik yang memiliki EPS negatif dan perusahaan pasangannya yang memiliki EPS positif dengan tingkat aset yang hampir sama dan dalam industri yang sama.

Variabel Terikat

Variabel terikat pada penelitian ini adalah status keuangan dari perusahaan, yaitu dalam kesulitan keuangan (*financial distress*) dan yang tidak mengalami kesulitan keuangan. Pendekatan analisisnya adalah sebagai berikut:

- a. Simbol "0" untuk perusahaan yang tidak mengalami kesulitan keuangan yakni perusahaan yang tidak mengalami *Earning per Share* (EPS) negatif.
- b. Simbol "1" untuk perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan yakni perusahaan yang mengalami *Earning per Share* (EPS) negatif.

Variabel Bebas

Variabel bebas pada penelitian ini adalah variabel-variabel yang berkaitan dengan mekanisme *corporate governance*. Variabel bebas yang digunakan adalah sebagai berikut:

- a. Proporsi Kepemilikan Manajerial (MAN_OWN) yang merupakan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan terhadap total keseluruhan jumlah saham.
- b. Proporsi Kepemilikan Institusional (INST_OWN) yang merupakan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusional terhadap total keseluruhan jumlah saham.
- c. Jumlah Dewan Direksi (BOARD_SIZE) yang merupakan jumlah seluruh dewan direksi yang ada di perusahaan.
- d. Proporsi Komisaris Independen (INDEP_BOARD) yang merupakan persentase jumlah komisaris independen terhadap jumlah total komisaris pada perusahaan.
- e. Keberadaan Komite Audit (AUDIT_COM) yang menggunakan variabel *Dummy*, skor 1 jika perusahaan memiliki komite audit dan skor 0 jika perusahaan tidak memiliki.

Variabel Pengendali

Variabel pengendali digunakan untuk melengkapi dan mengendalikan hubungan kausalnya supaya lebih baik untuk didapatkan model empiris yang lebih lengkap dan lebih baik (Hartono, 2010). Variabel pengendali yang digunakan adalah sebagai berikut:

- a. Struktur Modal (DER) yang merupakan Total Liabilitas dibagi dengan Total Ekuitas.
- b. Rasio *Leverage* (LEV) yang merupakan Total Liabilitas dibagi dengan Total Aset.
- c. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang merupakan IHSG bulanan.
- d. Nilai tukar mata uang (KURS) yang merupakan nilai tukar rupiah terhadap Dolar Amerika.

- e. Tingkat inflasi (INFL) yang merupakan Indeks Harga Konsumen (IHK) bulanan di Indonesia.

Metode Analisis Data

Menurut Ghozali (2013), langkah-langkah pengujian dengan menggunakan Regresi Logistik dilakukan melalui beberapa tahap, sebagai berikut:

- Untuk menguji hipotesis nol dan alternatif, L ditransformasikan menjadi $-2\text{Log}L$. Statistik $-2\text{Log}L$ kadang-kadang disebut dengan rasio X^2 statistik, di mana X^2 distribusi dengan *degree of freedom* (df) $n - q$, dengan q adalah parameter dalam model. Statistik $-2\text{Log}L$ dapat juga digunakan untuk menentukan jika variabel bebas ditambahkan ke dalam model apakah secara signifikan memperbaiki model fit.
- Melakukan uji *Overall fit model* dengan melihat *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* dengan menguji hipotesis nol bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model (tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit). Jika nilai *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test Statistic* lebih besar dari 0,05, berarti model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya.
- Nilai *Nagelkerke's R Square* dapat diinterpretasikan seperti nilai R^2 pada *multiple regression*.
- Uji *Wald* merupakan pengujian signifikansi secara sendiri-sendiri/parsial.

Persamaan Regresi

Sensitivitas masing-masing perusahaan terhadap variabel-variabel ekonomi makro didapatkan dengan menggunakan persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$\text{KUM_RTN}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{IHSG}_t + \beta_2 \text{KURS}_t + \beta_3 \text{INFLATION}_t + e$$

Keterangan:

- KUM_RTN_{it} : Kumulatif return saham perusahaan (selama 1 bulan) periode t
 α : konstanta
 $\beta_1 - \beta_3$: koefisien regresi
 IHSG_t : IHSG periode t
 KURS_t : Kurs Rupiah terhadap Dollar Amerika periode t
 INFLATION_t : IHK periode t
 e : *error term*

Setelah dicari sensitivitas tiap-tiap perusahaan terhadap kondisi ekonomi makro, langkah selanjutnya adalah memasukkan koefisien regresi untuk variabel makroekonomi tersebut sebagai pengukur sensitivitas perusahaan terhadap variabel makroekonomi ke dalam Regresi Logistik.

Dalam perumusan model penelitian ini, teknik analisis yang digunakan adalah Regresi Logistik. Model dibangun berdasarkan model Regresi Logistik dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Ln}(p/1-p) = \text{DISTRESSED} = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_n X_{in} + \varepsilon_i$$

Keterangan:

- DISTRESSED : Probabilitas awal terjadinya kesulitan keuangan

β_n : koefisien regresi
 X_{in} : Variabel bebas
 E : error term

IV. Hasil dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2012-2016. Dengan menggunakan *purposive sampling*, maka diperoleh sampel sebanyak 48 perusahaan manufaktur yang terdiri dari 96 *firm year* dengan 48 *firm year* adalah perusahaan yang mengalami kondisi kesulitan keuangan dan 48 *firm year* adalah perusahaan yang tidak mengalami kondisi kesulitan keuangan. Karakteristik data penelitian dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif

	All Sample			Financially Distressed Subsample			Non Financially Distressed Subsample		
	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean
MAN_OWN	0.000	0.840	0.057	0.000	0.840	0.052	0.000	0.480	0.061
INST_OWN	0.000	0.990	0.687	0.000	0.990	0.734	0.000	0.950	0.641
BOARD_SIZE	2.000	12.000	4.073	2.000	7.000	3.813	2.000	12.000	4.333
INDEP_BOARD	0.000	1.000	0.387	0.000	0.670	0.400	0.000	1.000	0.373
AUDIT_COM	0.000	1.000	0.906	0.000	1.000	0.854	0.000	1.000	0.958
DER	-30.600	70.830	1.276	-30.600	70.830	1.907	-3.920	4.230	0.646
LEV	0.060	5.060	0.788	0.060	5.060	1.103	0.090	1.760	0.472
S_IHSG	-0.010	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.010	0.000	0.000
S_KURS	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
S_INFL	-0.450	1.400	0.044	-0.140	0.400	0.034	-0.450	1.400	0.055
Valid N (listwise)	96			48			48		

Hasil di atas menunjukkan bahwa nilai rata-rata proporsi kepemilikan manajerial pada perusahaan *financially distressed* secara signifikan lebih rendah daripada perusahaan yang sehat (0,052 pada perusahaan kesulitan keuangan dan 0,061 pada perusahaan sehat). Untuk perusahaan *financially distressed*, nilai rata-rata proporsi kepemilikan insitusal lebih tinggi daripada perusahaan sehat (0,734 pada perusahaan kesulitan keuangan dan 0,641 pada perusahaan sehat). Untuk jumlah dewan direksi, diketahui bahwa pada perusahaan yang *financially distressed* memiliki rata-rata yang lebih rendah daripada perusahaan yang sehat (3,813 pada perusahaan kesulitan keuangan dan 4,333 pada perusahaan sehat). Dalam hal proporsi komisaris independen, perusahaan *financially distressed* memiliki rata-rata yang lebih tinggi daripada perusahaan sehat (0,400 pada perusahaan kesulitan keuangan dan 0,373 pada perusahaan sehat). Rata-rata keberadaan komite audit pada perusahaan *financially distressed* lebih rendah daripada perusahaan sehat (0,854 pada perusahaan kesulitan keuangan dan 0,958 pada perusahaan sehat). Pada perusahaan *financially distressed*, nilai rata-rata DER lebih tinggi daripada perusahaan sehat (1,907 pada perusahaan kesulitan keuangan dan 0,646 pada perusahaan sehat). Selain itu, beberapa perusahaan pada kategori perusahaan *financially distressed* memiliki nilai DER di bawah -10. Rata-rata rasio *leverage* pada perusahaan *financially distressed* lebih tinggi daripada perusahaan sehat (1,103 pada

perusahaan kesulitan keuangan dan 0,472 pada perusahaan sehat). Pada perusahaan *financially distressed*, rata-rata variabel ekonomi makro sensitivitas perusahaan terhadap IHSG relatif sama (0,000 pada perusahaan kesulitan keuangan dan 0,000 pada perusahaan sehat), sensitivitas perusahaan terhadap nilai tukar sama dengan perusahaan sehat (keduanya bernilai 0,000), dan sensitivitas perusahaan terhadap tingkat inflasi lebih rendah daripada perusahaan sehat (0,034 pada perusahaan kesulitan keuangan dan 0,055 pada perusahaan sehat).

Pembahasan Hasil Penelitian

Tabel 4.2
Hasil Pengujian Model Fit dengan Regresi Logistik

<i>-2Log Likelihood</i>	133,084			
<i>Step 6</i>	90,268			
<i>Hosmer and Lemeshow Test</i>	<i>Step</i>	<i>Chi-Square</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i>
	6	12,874	8	0,116
<i>Cox Snell's R Square</i>	0,360			
<i>Nagelkerke's R Square</i>	0,480			

Nilai statistik -2LogL sebesar 133,084 Kemudian dikurangkan dengan 90,268 sehingga terjadi selisih sebesar 42,816. Nilai itu dibandingkan dengan $df_{df1} = (n-k) = 96$ dan $df_2 = 96 - 3 = 93$, jadi selisih $df = 96 - 93 = 3$. Dari t tabel dengan $df = 3$ diperoleh angka 3,182. Oleh karena 42,816 lebih besar daripada tabel maka dapat dikatakan bahwa selisih penurunan -2LogL signifikan.

Nilai *Nagelkerke's R Square* adalah 0,480 yang berarti variabilitas variabel terikat yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel bebas sebesar 48%.

Nilai *Statistics Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* sebesar 12,874 dengan probabilitas signifikansi 0,116 yang nilainya jauh di atas 0,05. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa model fit dapat diterima.

Tabel 4.3
Klasifikasi

	<i>Observed</i>	<i>Predicted Group Membership</i>			<i>Percentage Correct</i>
		<i>Kondisi</i>			
		0	1		
<i>Step 6</i>	<i>Kondisi</i>	0	41	7	85,4
		1	12	36	75,0
	<i>Overall Percentage</i>				80,2

Menurut prediksi, dapat disimpulkan bahwa secara keseluruhan ketepatan klasifikasinya adalah sebesar 80,2%.

Berikut ini akan diuraikan pengujian hipotesis untuk tiap-tiap variabel bebas sesuai dengan hasil regresi logistik pada tabel 4.4.

Tabel 4.4
Variable in The Equation

<i>Step 6</i>	<i>B</i>	<i>Wald</i>	<i>Sig.</i>
Constant	-4,049	4,829	0,028
MAN_OWN	6,327	5,703	0,017
INST_OWN	4,315	5,583	0,018
AUDIT_COM	-2,121	3,475	0,062
LEV	4,668	13,583	0,000
S_INFL	-3,933	6,042	0,014

Ket: *) Signifikan pada 1%
 **) Signifikan pada 5%
 ***) Signifikan pada 10%

Pada step 6 terdapat lima variabel yang signifikan, yaitu: MAN_OWN, INST_OWN, AUDIT_COM, LEV dan S_INFL. Persamaan regresi logistik dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Ln}(p/1-p) = \text{DISTRESSED} = -4,049 + 6,327\text{MAN_OWN} + 4,315\text{INST_OWN} - 2,121\text{AUDIT_COM} + 4,668\text{LEV} - 3,933\text{S_INFL} + \varepsilon_i$$

Berdasarkan output SPSS hasil regresi logistik pada Tabel *Variables in The Equation*, dapat diketahui variabel bebas yang terbukti berpengaruh signifikan dijelaskan sebagai berikut:

- Tingkat signifikansi $0,017 < 0,05$ dan koefisien sebesar 6,327 menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap kondisi kesulitan keuangan perusahaan sehingga tidak ditemukan bukti adanya pengaruh negatif signifikan dari proporsi kepemilikan manajerial terhadap kondisi kesulitan keuangan. Kusumaningrum (2013) menyatakan jika kepemilikan manajerial meningkat, keputusan yang diambil oleh manajemen cenderung akan menguntungkan dirinya dan secara keseluruhan akan merugikan perusahaan. Proporsi kepemilikan manajerial berkaitan erat dengan *conflict of interest* yang mana manajemen bisa memanfaatkan status gandanya, baik sebagai pengelola dan pemilik, untuk mencapai kepentingan pribadi. Dengan demikian, potensi perusahaan untuk mengalami kesulitan keuangan pun akan meningkat.
- Tingkat signifikansi $0,018 < 0,05$ dan koefisien sebesar 4,315 menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kondisi kesulitan keuangan perusahaan sehingga tidak ditemukan bukti adanya pengaruh negatif signifikan dari proporsi kepemilikan institusional terhadap kondisi kesulitan keuangan. Porter (1992) menyatakan bahwa kepemilikan institusional adalah pemilik sementara dan lebih memfokuskan pada laba jangka pendek (*current earnings*). Jika laba itu dirasa tidak menguntungkan, investor akan melikuidasi sahamnya yang berjumlah sangat besar. Tindakan ini akan mempengaruhi nilai saham sehingga mengakibatkan kesulitan keuangan perusahaan di masa mendatang. FCGI menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi pada suatu institusi yang memiliki saham yang cukup besar dapat juga menjadi cerminan akan kekuasaan institusi. Rata-rata proporsi kepemilikan institusional pada seluruh perusahaan sampel cukup besar, yaitu sebesar 68,7%, jauh lebih besar jika

dibandingkan dengan rata-rata proporsi kepemilikan manajerial pada seluruh perusahaan sampel yang hanya sebesar 5,7%. Kondisi ini sangat memungkinkan institusi untuk melakukan intervensi terhadap kegiatan operasional perusahaan. Intervensi untuk melakukan penyimpangan atau kecurangan dapat menyebabkan penurunan kinerja sehingga membawa perusahaan pada kondisi kesulitan keuangan

- c. Tingkat signifikansi $0,062 < 0,1$ dan koefisien sebesar $-2,121$ menunjukkan bahwa keberadaan komite audit memiliki pengaruh negatif terhadap kondisi kesulitan keuangan perusahaan sehingga tidak ditemukan bukti adanya pengaruh positif signifikan dari keberadaan komite audit terhadap kondisi kesulitan keuangan.

Kusumaningtyas (2014) menyatakan bahwa ukuran komite audit yang semakin besar akan dapat meningkatkan fungsi pengawasan komite audit terhadap manajemen. Keberadaan komite audit akan memberikan pengawasan ketat dalam pelaporan keuangan bagi para *stakeholder* sehingga memiliki keyakinan yang tinggi bahwa pelaporan keuangan memiliki kualitas yang baik dan bebas dari manipulasi yang dilakukan oleh manajemen. Kondisi ini diharapkan dapat mendorong manajemen untuk meningkatkan keunggulan kompetitif dalam mencapai laba akuntansi yang telah ditargetkan pada beberapa tahun ke depan sehingga perusahaan dapat terhindar dari kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan.

- d. Tingkat signifikansi $0,000 < 0,01$ dan koefisien sebesar $4,668$ menunjukkan bahwa *leverage* memiliki pengaruh positif terhadap kondisi kesulitan keuangan perusahaan.

Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan pada umumnya memiliki total liabilitas yang hampir sama atau bahkan lebih besar daripada total aset. Perusahaan sampel dengan nilai EPS yang negatif berada pada posisi kesulitan keuangan, sedangkan perusahaan dengan nilai EPS yang positif tidak berada pada posisi kesulitan keuangan. Perusahaan yang berada pada posisi kesulitan keuangan memiliki rata-rata *leverage (debt to asset ratio)* lebih tinggi dari 50%, sedangkan perusahaan yang tidak berada pada posisi kesulitan keuangan memiliki rata-rata *leverage* di bawah 50%. Dengan demikian, semakin tinggi *leverage* semakin tinggi pula potensi terjadinya kondisi kesulitan keuangan pada perusahaan.

- e. Tingkat signifikansi sebesar $0,014 < 0,05$ dan koefisien sebesar $-3,933$ menunjukkan bahwa sensitivitas perusahaan terhadap inflasi memiliki berpengaruh negatif terhadap kondisi kesulitan keuangan. Semakin tinggi tingkat sensitivitas perusahaan terhadap laju inflasi, maka akan semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami kondisi kesulitan keuangan. Inflasi yang terus meningkat akan cepat direspon oleh perusahaan. Meningkatnya tingkat inflasi yang pasti diikuti dengan peningkatan Harga Pokok Penjualan maupun Beban Operasional harus segera diimbangi dengan usaha-usaha untuk meningkatkan pendapatan keuangandan efisiensi biaya sehingga perusahaan dapat mengurangi potensi kesulitan keuangan bagi perusahaan di masa depan.

Variabel lainnya selain variabel di atas tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap kondisi kesulitan keuangan.

Tabel 4.5
Variables not in The Equation

<i>Step 8</i>	<i>Score</i>	<i>Sig.</i>
BOARD_SIZE	2,394	0,122
INDEP_BOARD	1,959	0,162
DER	0,783	0,376
S_IHSG	0,338	0,561
S_KURS	0,915	0,339

Pada tabel 4.5. Tabel *Variables not in The Equation*, dapat diketahui variabel bebas yang terbukti tidak berpengaruh signifikan dijelaskan sebagai berikut:

- a. Tingkat signifikansi $0,122 > 0,1$ menunjukkan bahwa jumlah dewan direksi tidak berpengaruh signifikan terhadap kondisi kesulitan keuangan sehingga tidak ditemukan adanya pengaruh signifikan dari jumlah dewan direksi terhadap kondisi kesulitan keuangan perusahaan

Hal ini dapat terjadi karena kurangnya rekomendasi yang berkaitan dengan jumlah optimal dewan direksi. Pedoman Umum *Good Corporate Governance* di Indonesia yang diterbitkan oleh Komite Nasional Kebijakan *Governance*(KNKG) pada tahun 2006 tidak memberikan rekomendasi jumlah dewan direksi. Hal ini menunjukkan bahwa jumlah dewan direksi bersifat relatif dan tidak ada ukuran yang pasti.

- b. Tingkat signifikansi $0,162 > 0,1$ menunjukkan bahwa keberadaan komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap kondisi kesulitan keuangan sehingga tidak ditemukan adanya pengaruh signifikan dari keberadaan komisaris independen terhadap kondisi kesulitan keuangan perusahaan.

Keberadaan komisaris independen hanya untuk memenuhi regulasi saja tetapi tidak untuk menegakkan GCG, sementara fungsi pengawasan masih didominasi oleh pemegang saham mayoritas. Proporsi komisaris independen sebagian besar hanya memenuhi syarat minimal yang ditetapkan oleh Bapepam, yaitu 30% sehingga pengawasan yang dilakukan menjadi kurang efektif.

Dalam *Forum fo Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) dinyatakan bahwa dewan komisaris seringkali dianggap tidak memiliki manfaat. Hal ini dapat dilihat dalam fakta bahwa banyak anggota dewan komisaris tidak memiliki kemampuan dan tidak dapat menunjukkan independensinya (sehingga dalam banyak kasus, dewan komisaris juga gagal untuk mewakili kepentingan *stakeholders* lainnya selain daripada kepentingan pemegang saham mayoritas).

Adanya anggapan dari pemegang saham mayoritas bahwa komisaris independen tidak memiliki pengetahuan yang cukup mengenai perusahaan, mereka menempatkan salah satu pemegang saham sebagai komisaris independen untuk mempermudah pengawasan manajemen. Dengan demikian, akan sangat dikhawatirkan dengan meningkatnya komisaris independen dalam suatu perusahaan yang tidak memiliki integritas dan pengetahuan yang cukup, akan menimbulkan pengawasan yang tidak efektif.

- c. Tingkat signifikansi $0,783 > 0,1$ menunjukkan bahwa DER tidak berpengaruh signifikan terhadap kondisi kesulitan keuangan. Tidak adanya pengaruh ini terjadi karena adanya perusahaan sampel yang berada pada kondisi kesulitan keuangan maupun yang tidak berada pada kondisi kesulitan keuangan mengalami defisiensi modal atau ekuitas yang bernilai negatif. Diduga hal ini yang menyebabkan DER tidak dapat digunakan untuk menentukan tingkat pengaruhnya terhadap kondisi kesulitan keuangan perusahaan. Seperti pada PT Asia Pacific Investama Tbk yang berada pada kondisi kesulitan keuangan pada tahun 2014 memiliki Total Liabilitas sebesar Rp 2.314.207.000.000 dan Total Ekuitas sebesar -Rp 271.871.000.000, sehingga menghasilkan nilai DER sebesar -8,51 Di sisi lain, PT Eratex Djaja Tbk yang tidak berada pada kondisi kesulitan keuangan pada tahun 2014 memiliki Total Liabilitas sebesar USD 34.808.645 dan Total Ekuitas sebesar -USD 15.043.811, sehingga menghasilkan nilai DER sebesar -2,31.

- d. Tingkat signifikansi di atas 0,1 menunjukkan bahwa sensitivitas perusahaan terhadap IHSG dan kurs tidak berpengaruh signifikan terhadap kondisi kesulitan keuangan. Hal ini terjadi karena kondisi ekonomi pada periode penelitian relatif stabil. Hal ini ditunjukkan dengan rata-rata fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap Dolar Amerika hanya sebesar 0,66%

dan rata-rata fluktuasi IHSG hanya sebesar 0,56% pada periode penelitian. Penyebab lainnya adalah sebagian besar perusahaan dalam sampel penelitian ini merupakan perusahaan skala besar sehingga memiliki kemampuan dan pengalaman yang baik dalam menghadapi kondisi ekonomi di Indonesia.

V. Simpulan, Keterbatasan, dan Saran

Simpulan

Temuan dalam penelitian ini menyatakan bahwa penerapan *corporate governance* mampu mempengaruhi kondisi kesulitan keuangan perusahaan meskipun kemampuannya dalam menjelaskan sangat rendah. Hal ini disebabkan masih banyaknya faktor-faktor di luar mekanisme *corporate governance* yang juga dapat mempengaruhi kondisi kesulitan keuangan perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan Regresi Logistik, proporsi kepemilikan manajerial, proporsi kepemilikan institusional, dan keberadaan komite audit terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap kondisi kesulitan keuangan perusahaan. Sedangkan jumlah dewan direksi dan proporsi komisaris independen tidak terbukti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kondisi kesulitan keuangan perusahaan.

Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, periode pengamatannya hanya 5 tahun yaitu 2012 – 2016. Kedua, sampel yang digunakan hanya perusahaan manufaktur dengan jumlah 48 perusahaan dengan 96 firm year, yaitu 48 firm year untuk perusahaan *financially distressed* dan 48 firm year untuk perusahaan *non financially distressed*. Ketiga, penelitian ini hanya menggunakan 5 variabel *corporate governance* saja. Keempat, ketidakkonsistenan hasil penelitian ini terhadap penelitian terdahulu diduga disebabkan oleh perbedaan kondisi ekonomipada periode penelitian ini dengan periode penelitian terdahulu.

Untuk penelitian selanjutnya perlu menambahnya variabel *corporate governance* lain selain yang telah digunakan di dalam penelitian ini. Peneliti selanjutnya diharapkan dapat memperbaiki model dengan menambah variabel dan menggunakan teknik sampling yang berbeda. Pengujian hipotesis perlu dilakukan dengan rentang waktu yang lebih panjang dengan menggunakan variabel ekonomi makro yang lebih relevan dengan kondisi perekonomian Indonesia saat ini. Pengujian dengan metode lain, seperti Analisis Diskriminan, perlu dilakukan untuk membandingkan ketepatan pengujian dan model yang digunakan.

VI. Referensi

- Brigham, & Gapenski. (1996). *Intermediate Financial Management* (5th ed.). United States of America: The Dryden Press Harcourt Brace College Publishers.
- Chang, C.(2009). *The Corporate Governance Characteristics of Financially Distressed Firms: Evidence From Taiwan*, The Journal of American Academy of Business, Cambridge, Vol. 15 (1).
- Cinantya, G.A.A.P., & Merkusiwati, N.K.L.A. (2015). *Pengaruh Corporate Governance, Financial Indicators, dan Ukuran Perusahaan Pada Financial Distress*. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 10.3, 897-915.

- Donker, H., Santen, B., & Zahir, S.(2009), *Ownership Structure and The Likelihood of Financial Distress in The Netherlands*. Applied Financial Economics, 19, 1687 – 1696.
- Fadhilah, F.N. & Syafruddin, M. (2013). *Analisis Pengaruh Karakteristik Corporate Governance Terhadap Kemungkinan Financial Distress*. Diponegoro Journal of Accounting Vol. 2 No.2 Tahun 2013. Universitas Diponegoro: Semarang.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI).(2000), *Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit Dalam Pelaksanaan Corporate Governance*. Seri Tata Kelola Perusahaan Jilid II.
- Fuad, A.Y.(2014). *Analisis Pengaruh Penerapan Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kemungkinan Perusahaan Mengalami Kondisi Financial Distress (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012)*. Diponegoro Journal of Accounting Vol. 3 (4). Universitas Diponegoro: Semarang.
- Ghozali, I.(2013).*Analisis Multivariate Lanjutan Dengan Program IBM SPSS 21* (Ed. 7). Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang.
- Hartono, J.(2010).*Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*(Ed. 1). BPFE: Yogyakarta.
- Komite Nasional Kebijakan Governance.(2006).*Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*.
- Kusumaningrum, R.R.Y.P.D.(2013).*Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Dividend Payout Ratio Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. Jurnal Akuntansi FE UAJY.
- Kusumaningtyas, M. (2014).*Pengaruh Ukuran Komite Audit dan Kepemilikan Institusional Terhadap Manajemen Laba*. Jurnal Prestasi STIE Bank BPD Jateng.
- Li, H., Wang, Z., & Deng, X., (2008). *Ownership, Independent Directors, Agency Costs, and Financial Distress: Evidence From Chinese Listed Companies*, Corporate Governance, Vol. 8 (5), 622-636, Emerald Group Publishing Limited.
- Miglani, S., Ahmed, K., and Henry, D. (2010).*Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Australia*. Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand (AFAANZ) conference, Christchurch, New Zealand.
- Nasution, M., & Setiawan, D.(2007).*Pengaruh Corporate Governance Terhadap Manajemen Laba di Industri Perbankan Indonesia*. Simposium Nasional Akuntansi X, Unhas Makassar 26-27 Juli 2007.
- Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia.(2017).*Statistik Perbankan Indonesia 2017*, Vol. 15 no. 3. Dept. Perizinan dan Informasi Perbankan: Jakarta.

- Platt, H.D. & Platt M.B.(2006).*Comparing Financial Distress and Bankruptcy. Unpublished Thesis*. Northeastern University: Boston.
- Porter, M.(1992).*Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System*, Harvard Business Review, Vol. 70, 65-82.
- Pranowo, K., Achsani, N.A., Manurung, A.H., & Nuryartono, N.(2010).*The Dynamics of Corporate Financial Distress in Emerging Market Economy: Empirical Evidence from the Indonesian Stock Exchange 2004-2008*. European Journal of Social Sciences, Vol. 16, 1.
- Radifan, R. & Yuyetta, E.N.A. (2015). Analisis Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance Terhadap Kemungkinan Financial Distress. Diponegoro Journal of Accounting Vol. 4. (3). Universitas Diponegoro: Semarang.
- Rahmat, M. M., & Iskandar, T. M.(2009).*Audit Committee Characteristics in Financially Distressed and Non-distressed Companies*. Managerial Auditing Journal, Vol. 24 (7), 624-638, Emerald Group Publishing Limited.
- Sandra, D., & Kusuma, I.W. (2004).*Reaksi Pasar Terhadap Tindakan Perataan Laba Dengan Kualitas Auditor dan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Pemoderasi*. Simposium Nasional Akuntansi VII: Bali.
- Tirapat, S. & Nittayagasetwat A. (1999).*An Investigation of Thai Listed Firms' Financial Distress Using Macro and Micro Variables*. Multinational Finance Journal, Vol. 3, 103 – 125.
- Wang, Z.J., & Deng, X.L. (2006).*Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Chinese Listed Companies*. The Chinese Economy, Vol. 39 (5), 5-27.
- Wardhani, R. (2006).*Mekanisme Corporate Governance Dalam Perusahaan yang Mengalami Permasalahan Keuangan (Financially Distressed Firms)*. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang.
- Warsono, S., Amalia, F., & Rahajeng, D.K. (2009).*Corporate Governance Concept and Model: Preserving True Organization Welfare*. CGCG FEB UGM: Yogyakarta.