

---

# ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEBIJAKAN HUTANG DAN LIKUIDITAS TERHADAP *FINANCIAL DISTRESS*

(STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN PROPERTI DAN *REAL ESTATE* YANG  
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2013 – 2017)

Idarti<sup>1)</sup> Afriyanti Hasanah<sup>2)</sup>

Managerial Accounting Department, Politeknik Negeri Batam

Jl. Ahmad Yani, Batam Centre, Batam 29461, Indonesia

<sup>1)</sup>E-mail: idartiiswandi@ymail.com

<sup>2)</sup>E-mail: afriyanti@polibatam.ac.id

## Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan, kebijakan hutang dan likuiditas terhadap *financial distress* pada perusahaan sub sektor properti dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2013-2017. *Financial distress* sebagai variabel dependen diproksikan dengan *earnings per share* (EPS) negatif. Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan, kebijakan hutang dan likuiditas serta *sales growth* dan *return on asset* (ROA) sebagai variabel kontrolnya. Struktur kepemilikan diproksikan dengan kepemilikan institusional, kepemilikan asing dan kepemilikan manajerial. Sementara kebijakan hutang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) dan likuiditas diproksikan dengan *Current Ratio* (CR). Metode penelitian menggunakan pendekatan metode kuantitatif. Penarikan sampel penelitian menggunakan metode *purposive sampling* dan mendapatkan hasil 220 sampel perusahaan properti dan *real estate*. Penelitian ini diuji dengan uji analisis regresi logistik. Hasil dari penelitian ini adalah pengungkapan kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*, sedangkan kepemilikan institusional, kepemilikan asing, kepemilikan manajerial dan likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan sektor properti dan *real estate*, oleh karena itu penelitian selanjutnya disarankan menggunakan perusahaan di sektor lain sehingga mempunyai jumlah sampel lebih banyak. Penelitian ini dapat dijadikan acuan perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dalam mengatasi kemungkinan terjadinya *financial distress*.

**Kata Kunci:** *financial distress*, *corporate governance*, struktur kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan likuiditas

## 1 Pendahuluan

Seiring dengan laju pertumbuhan perekonomian dunia yang telah mengalami perkembangan dan mengarah pada sistem ekonomi pasar bebas, perusahaan-perusahaan di berbagai negara seperti di kawasan ASEAN semakin terdorong untuk meningkatkan daya saing. Pada saat ini, Indonesia telah memasuki pasar bebas ASEAN yang lebih dikenal dengan sebutan Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) dan telah dimulai sejak tahun 2015. Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) 2015 adalah sebuah integrasi ekonomi ASEAN dalam menghadapi perdagangan bebas antar negara-negara ASEAN yaitu Vietnam, Thailand, Singapura, Indonesia, Filipina, Myanmar, Malaysia, Kamboja, Laos, dan Brunei Darussalam. Seluruh negara anggota ASEAN tersebut telah menyepakati perjanjian MEA 2015 dengan tujuan untuk meningkatkan stabilitas perekonomian dikawasan ASEAN serta diharapkan mampu mengatasi masalah-masalah di bidang ekonomi antar negara ASEAN.

MEA tentunya dapat membawa dampak positif dan negatif terhadap perkembangan ekonomi Indonesia. Adanya MEA, membuat persaingan bisnis menjadi lebih ketat. Diharapkan perusahaan-perusahaan di Indonesia terutama pada sektor industri properti dan *real estate* mampu bersaing tidak hanya di negaranya namun juga dapat bersaing secara global. Banyaknya fenomena yang terjadi pada negara lain maupun di Indonesia dalam beberapa tahun terakhir, terlihat bahwa bisnis properti dan *real estate* dapat dijadikan sebagai sinyal untuk mengamati awal kesulitan dan kebangkitan perekonomian suatu negara.

Fenomena yang terjadi di Indonesia seperti yang diberitakan portal web [www.kompas.com](http://www.kompas.com), sektor industri properti dan *real estate* pada tahun 2013 sampai 2015 masih mengalami keterpurukan yaitu terjadinya penurunan transaksi penjualan yang dipicu berkurangnya permintaan akibat daya beli masyarakat yang menurun. Fenomena lain menurut penelitian Sari (2017), berdasarkan data dari Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2011 sampai 2015 terdapat 20 perusahaan yang terdaftar di BEI harus delisting oleh Bursa Efek

Indonesia. Delisting adalah penghapusan pencatatan saham emiten dari bursa. Sebanyak 20 perusahaan yang delisting selama periode 2011 sampai 2015, terdapat sub sektor Properti dan *Real estate* selama 3 tahun berturut-turut yaitu tahun 2011 sampai 2013. Perusahaan yang mengalami delisting pada sektor tersebut adalah perusahaan New Century Development Tbk (PTRA), delisting karena emiten mengalami kondisi yang signifikan berpengaruh negatif terhadap keberlangsungan usahanya. Perusahaan Suryainti Permata Tbk (SIIP), delisting karena tidak mampu membayar utang dan bunganya serta gagal bayar bunga obligasi. Terakhir yaitu perusahaan Panca Wirasakti Tbk (PWSI) delisting karena Pengadilan Niaga memutuskan Panca Wirasakti Tbk mengalami pailit.

Berdasarkan fenomena ini terlihat bahwa pertumbuhan properti dan *real estate* dapat memberikan pengaruh pada berbagai sektor baik keuangan maupun makroekonomi (Sarjono, 2006) dalam penelitian Abel dan Tri (2014). Pertumbuhan sektor properti akan menjadi stimulan bagi perekonomian nasional karena pertumbuhan sektor properti terkait erat dengan meningkatnya pendapatan masyarakat. Selain itu, perkembangan sektor properti menimbulkan efek berantai bagi pertumbuhan sektor industri lainnya seperti industri semen, keramik, baja, besi, cat, saniter, jasa broker, jasa konsultan dan lain sebagainya dan tentunya berpengaruh terhadap penyerapan tenaga kerja. Jika kondisi sektor properti dan *real estate* mengalami keadaan turunnya transaksi penjualan secara terus-menerus maka dikhawatirkan pasar properti dan *real estate* akan mengalami kerugian besar yang pada akhirnya akan mengakibatkan perusahaan mengalami *financial distress* (kesulitan keuangan).

Itulah perlunya dilakukan analisis terhadap *financial distress* pada perusahaan properti dan *real estate* di Indonesia, mengingat besarnya kontribusi properti dan *real estate* terhadap penerimaan Pajak Bumi dan Bangunan (PBB) Kabupaten atau Kota. Salah satu cara yang umum dilakukan perusahaan untuk mendeteksi dan meminimalisir terjadinya kondisi *financial distress* adalah dengan mengawasi kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan analisis laporan

keuangan. Analisis ini juga dilakukan untuk mengetahui kondisi dan perkembangan perusahaan serta meramalkan kelangsungan hidup perusahaan, sehingga ini dapat dijadikan acuan strategi dan perbaikan kinerja di masa yang akan datang.

Berdasarkan hal-hal tersebut di atas, penulis termotivasi untuk memberikan kontribusi bagi perkembangan dan penguatan industri properti dan *real estate* di Indonesia. Penelitian ini menggunakan beberapa variabel dari penelitian Udin *et al.* (2017) yaitu kepemilikan institusional dan kepemilikan asing. Sementara itu, perbedaannya adalah penambahan variabel yaitu kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan likuiditas, serta dalam penelitian ini menggunakan sampel industri properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013-2017.

Metode pengukuran *financial distress* dalam penelitian sebelumnya adalah Altman Z-Score, sementara dalam penelitian ini menggunakan kriteria perusahaan yang mempunyai Earning Per Share (EPS) negatif, sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Elloumi & Gueyie (2001), yang mendefinisikan kategori perusahaan yang mengalami *financial distress* adalah perusahaan yang memiliki laba per lembar saham (Earning Per Share) negatif. Penggunaan EPS sebagai proksi penelitian karena EPS adalah rasio yang paling terlihat ketika perusahaan mengalami kerugian dalam usahanya.

Melalui EPS dapat tergambarkan keuntungan perusahaan yang diperoleh pada periode tersebut dan secara implisit bagaimana kinerja perusahaan pada masa lalu dan prospek ke depan perusahaan tersebut, sesuai dengan pernyataan Whitaker (1999) yang menyatakan sebuah perusahaan memiliki pertumbuhan yang baik di masa yang akan datang apabila mempunyai nilai Earning Per Share (EPS) positif secara terus menerus pada setiap periodenya. Sebaliknya, EPS yang negatif dalam beberapa periode menggambarkan prospek earning yang tidak baik dan juga pertumbuhan perusahaannya sehingga hal tersebut kurang menarik bagi para investor. Kondisi seperti itu perusahaan akan sulit untuk mendapatkan dana dikarenakan pendapatannya negatif, sehingga

dapat memicu terjadinya *financial distress*.

Adanya pernyataan-pernyataan di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Hutang dan Likuiditas terhadap *Financial distress* pada Perusahaan Properti dan *Real estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017”.

## 2 KAJIAN TEORI, LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### 2.1 Properti dan *Real Estate*

Menurut Robert & Floyd (1991) properti adalah semua bangunan yang ada di atas permukaan bumi yang menjulang ke angkasa yang melekat secara permanen baik secara alamiah maupun dengan campur tangan manusia. Berdasarkan fungsi dan tujuan penggunaannya (Santoso, 2009), properti dapat diklasifikasikan menjadi 4 (empat) golongan atau kategori, yaitu:

1. Komersial, memiliki kemampuan komersial untuk menghasilkan arus kas dari semua aspek komersial misalnya perkantoran, pusat perbelanjaan, penginapan, dan rumah toko.
2. Hunian, memiliki tujuan utama untuk dihuni dan secara umum jenis properti ini dibagi dua yaitu landed house berupa rumah/kompleks perumahan, dan high building berupa rumah susun dan apartemen.
3. Industri, sebagai tempat produksi atau perakitan barang-barang, baik melalui peralatan dramatik maupun manual dengan melibatkan tenaga kerja misalnya pabrik-pabrik, bangunan pabrik siap pakai, gudang.
4. Fasilitas umum, dipergunakan untuk kepentingan umum dan khalayak ramai misalnya universitas, tempat beribadah, sarana olahraga, rumah sakit, tempat rekreasi.

*Real estate* lebih mengacu kepada fisik (tanah dan bangunan) sedangkan properti lebih mengacu kepada kepemilikan terhadap fisik. Perusahaan *real estate* dan properti berarti perusahaan yang di samping memiliki kepemilikan juga melakukan penjualan (pemasaran)

atas kepemilikannya. Pemasaran bisa mencakup penjualan atau penyewaan.

## 2.2 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

*Agency theory* atau teori keagenan menurut Jensen & Meckling (1976) adalah sebuah kontrak antara manajemen (agen) dengan pemilik (prinsipal). Agar hubungan kontraktual ini dapat berjalan lancar, pemilik akan mendelegasikan otoritas pembuatan keputusan kepada manajer. Perencanaan kontrak yang tepat bertujuan untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan pemilik dalam hal konflik dan kepentingan, hal ini merupakan inti dari teori keagenan.

Teori agensi tidak terlepas dari prinsipal dan agen, baik prinsipal maupun agen merupakan pelaku utama dan keduanya mempunyai posisi tawar menawar dalam menempatkan posisi, peran dan kedudukannya. Prinsipal sebagai pemilik modal memiliki akses pada informasi internal perusahaan sedangkan agen sebagai pelaku dalam praktek operasional perusahaan mempunyai informasi tentang operasi dan kinerja perusahaan secara nyata dan menyeluruh.

## 2.3 *Stewardship Theory*

Teori *stewardship* dapat menaksir seberapa baik manajemen melaksanakan tugas dan kewajibannya kepada pemilik dan pihak lain yang berkepentingan (Rohtak, 2004). Rohtak (2004) mengungkapkan bahwa tujuan dasar akuntansi adalah fungsi *stewardship* yaitu untuk melaporkan sumber daya dan kewajiban entitas kepada pemilik melalui media laporan keuangan untuk berkomunikasi dengan pihak yang berkepentingan dari kontribusi dan hak relative dari segmen ekonomi pemegang saham atau pemilik, kreditor, dan lain-lain. Teori *stewardship* menggambarkan bagaimana pemegang saham mengutamakan untuk memaksimalkan fungsi jabatan mereka dan juga fungsi peran mereka di dalam perusahaan (Donaldson & Davis, 1991). Teori *stewardship* didesain bagi para peneliti untuk menguji situasi ketika para eksekutif dalam perusahaan sebagai pelayan (*stewardess*) dapat termotivasi untuk bertindak dengan cara terbaik bagi *principal* (Donaldson & Davis, 1991). Teori *stewardship* menekankan agar para manajer memiliki

motivasi dalam berbuat dan berperilaku secara kolektif untuk kepentingan organisasi, karena kesuksesan organisasi menggambarkan maksimalisasi kekayaan para pemegang saham (pemilik).

## 2.4 Struktur Kepemilikan

Menurut Jensen dan Meckling (1976) istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh hutang dan ekuitas saja tetapi juga ditentukan oleh persentase kepemilikan saham oleh manajemen dan institusi. Salah satu bentuk mekanisme *corporate governance* yang dapat digunakan untuk menyamakan kepentingan *principal* dan *agent* adalah konsentrasi kepemilikan. Terkonsentrasinya kepemilikan, maka *principal* mempunyai cara untuk memonitor *agent*, agar *agent* bertindak sesuai dengan kepentingan *principal* (Demsetz & Lehn, 1985).

Struktur kepemilikan merupakan perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (manajemen) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor. Struktur kepemilikan dalam perusahaan merupakan salah satu faktor internal yang mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan.

Menurut Putra & Wirawati (2013), Kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan saham pada perusahaan oleh pihak manajerial. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan berusaha bekerja secara optimal dan tidak hanya mementingkan kepentingannya sendiri. Manajemen selalu berupaya meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan maka kekayaannya yang dimiliki sebagai pemegang saham akan meningkat, sehingga kesejahteraan pemegang saham akan meningkat pula.

Kepemilikan institusional adalah persentase saham yang dimiliki oleh institusi dari keseluruhan saham perusahaan yang beredar. Kepemilikan institusional akan mengurangi masalah keagenan karena pemegang saham oleh institusional akan membantu mengawasi perusahaan sehingga manajemen tidak akan bertindak merugikan pemegang saham. Kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) akan

memberikan kemampuan yang lebih baik untuk memonitor manajemen (Emrinaldi, 2007).

Bentuk struktur kepemilikan yang lain adalah kepemilikan asing. Kepemilikan asing merupakan proporsi saham biasa perusahaan yang dimiliki oleh perorangan, badan hukum, pemerintah serta bagian-bagiannya yang berstatus luar negeri. Atau perorangan, badan hukum, pemerintah yang bukan berasal dari Indonesia. Dalam dua dekade ini, kepemilikan asing di Indonesia mengalami kenaikan yang sangat pesat. Hal ini dikarenakan efek globalisasi finansial dimana pihak luar dapat menanamkan dananya di perusahaan asing yang lebih bonafit dengan lebih mudah meskipun tidak berada di 1 (satu) negara sehingga hal ini mempengaruhi pertumbuhan ekonomi dan pola kompetisi.

Perusahaan multinasional atau dengan kepemilikan asing utamanya melihat keuntungan legitimasi berasal dari para stakeholdernya dimana secara tipikal berdasarkan atas *home market* (pasar tempat beroperasi) yang dapat memberikan eksistensi yang tinggi dalam jangka panjang (Suchman, 1995; Barkemeyer, 2007; Machmud & Djakman, 2008).

Menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 25 Tahun 2007 pada pasal 1 angka 6 kepemilikan asing adalah perseorangan warga negara asing, badan usaha asing, dan pemerintah asing yang melakukan penanaman modal di wilayah Republik Indonesia. Peraturan Presiden Nomor 39 Tahun 2014 menyebutkan tentang penambahan modal asing melalui penerbitan saham dengan hak memesan efek terlebih dahulu dan penanam modal dalam negeri tidak dapat berpartisipasi. Pertumbuhan yang pesat dari kepemilikan asing akan membuat perusahaan asing mengalami tekanan dari masyarakat sekitar (Ramadhan, 2010 dalam Rakchmawati, 2011).

## 2.5 Kebijakan Hutang

Hutang menurut Hanafi (2004) adalah pengorbanan ekonomis yang mungkin timbul dimasa mendatang dari kewajiban organisasi sekarang untuk mentransfer aset atau memberikan jasa kepihak lain dimasa mendatang, sebagai akibat transaksi atau kejadian dimasa lalu. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang

diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang (Kieso *et al.*, 2007). Perusahaan dinilai beresiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Hanafi, 2004). Struktur modal adalah perimbangan antara modal asing atau hutang dengan modal sendiri. Pemilik perusahaan lebih menyukai perusahaan menggunakan hutang pada tingkat tertentu agar harapan pemilik perusahaan dapat tercapai. Disamping itu perilaku manajer dan komisaris perusahaan juga dapat dikendalikan.

## 2.7 Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk membayar kewajiban finansial yang bersifat jangka pendek tepat pada waktunya. Tingkat likuiditas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melunasi utang jangka pendek semakin tinggi pula (Harmono, 2009). Penelitian Almila dan Kristijadi(2003), Firdini (2009), dan Triwahyuningtias (2012) berhasil menunjukkan bahwa semakin likuid suatu perusahaan maka perusahaan tersebut semakin terhindar dari ancaman mengalami *financial distress*. Rasio likuiditas mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan dengan melihat aktiva lancar perusahaan relatif terhadap hutang lancarnya. Tinggi rendahnya rasio ini akan mempengaruhi minat investor untuk menginvestasikan dananya.

## 2.8 Sales Growth

*Sales growth* digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan mempertahankan posisi ekonominya ditengah pertumbuhan ekonomi dan industri. Menurut Harahap (2013) dalam (Nora, 2016), rasio pertumbuhan menggambarkan persentase pertumbuhan pos-pos perusahaan dari tahun ke tahun. Rasio pertumbuhan penjualan (*sales growth*) merupakan cerminan dari kinerja manajemen suatu perusahaan untuk dapat meningkatkan penjualan dari satu periode ke periode selanjutnya. Pertumbuhan penjualan yang tinggi akan menyebabkan laba yang

akan diterima oleh suatu perusahaan juga akan semakin tinggi.

## 2.8 ROA (*Return On Asset*)

ROA (*Return On Asset*) digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah laba bersih yang akan dihasilkan dari setiap rupiah dana yang tertanam dalam total aset. ROA (*Return On Asset*) dihitung dengan membagi laba bersih terhadap total aset (Hery, 2016).

Menurut Hery (2016) semakin tinggi hasil pengembalian atas aset berarti semakin tinggi pula jumlah laba bersih yang dihasilkan dari setiap rupiah dana yang tertanam dalam total aset. Sebaliknya, semakin rendah hasil pengembalian atas aset berarti semakin rendah pula jumlah laba bersih yang dihasilkan rupiah dana yang tertanam dalam total aset.

## 2.9 *Financial Distress*

Menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 4 Tahun 1998, kebangkrutan adalah keadaan suatu institusi dinyatakan oleh keputusan pengadilan bila debitur memiliki dua atau lebih kreditur dan tidak membayar sedikitnya satu utang yang telah jatuh tempo dan dapat ditagih. *Financial distress* adalah suatu konsep luas yang terdiri dari beberapa situasi ketika suatu perusahaan menghadapi masalah kesulitan keuangan. Istilah umum untuk menggambarkan situasi tersebut adalah kebangkrutan, kegagalan, ketidakmampuan melunasi hutang, dan *default*. Ketidakmampuan melunasi utang menunjukkan kinerja negatif dan menunjukkan adanya masalah likuiditas. *Default* berarti suatu perusahaan melanggar perjanjian dengan kreditur dan dapat menyebabkan tindakan hukum (Atmini, 2005).

Menurut Atmini (2005) mengatakan bahwa perusahaan mengalami *financial distress* jika perusahaan menghentikan operasinya dan perusahaan mengalami pelanggaran teknis dalam hutang dan diprediksi akan mengalami kebangkrutan pada periode yang akan datang. Elloumi & Gueyie (2001) dalam penelitiannya mengatakan bahwa perusahaan yang telah mengalami negatif *earning per share (EPS)* dalam jangka waktu panjang dipertimbangkan masuk kedalam kondisi *financial distress*.

Penggunaan *earning per share* sebagai proksi variabel dependen dikarenakan *earning per share* menggambarkan seberapa besar perusahaan mampu menghasilkan keuntungan per lembar saham yang akan dibagikan pada pemilik saham, dimana keuntungan tersebut diperoleh dari kegiatan operasinya. Jika *earning per share* sebuah perusahaan diketahui negatif, berarti perusahaan tersebut sedang mengalami rugi usaha, yang diakibatkan pendapatan yang diterima perusahaan dalam periode tersebut lebih kecil daripada biaya yang timbul. Dapat disimpulkan keadaan seperti itu menandakan perusahaan masuk dalam kategori *financial distress*.

## 2.10 Literatur

Terdapat beberapa penelitian terdahulu mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap *financial distress*, salah satunya adalah penelitian yang dilakukan oleh Udin *et al.* (2017). Berdasarkan metode *GMM* ditemukan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap terjadinya kemungkinan *financial distress*. Jika dilihat dari hasil metode *PLR* menunjukkan bahwa kepemilikan saham asing memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*.

Penelitian yang dilakukan oleh Salehi (2017) juga memberikan kontribusi literatur struktur kepemilikan dan kebijakan hutang terhadap biaya *financial distress*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada hubungan yang positif dan signifikan antara tingkat hutang perusahaan dan kepemilikan manajerial di perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Iran. Serta tidak ditemukan bukti meyakinkan bahwa struktur kepemilikan dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap *financial distress*.

Penelitian sebelumnya tentang *financial distress* adalah penelitian yang dilakukan oleh Triwahyuningtias (2012) dan Tri Bodroastuti (2009). Hasil dari penelitian tersebut telah banyak digunakan sebagai rujukan untuk penelitian selanjutnya oleh akademisi termasuk juga dalam penelitian ini.

Berdasarkan hasil analisis yang ditemukan oleh Cinantya & Merkusiwati (2015), kepemilikan

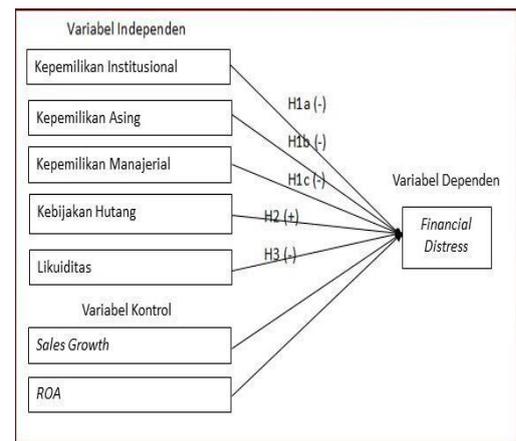
institusional dan likuiditas berpengaruh pada *financial distress*, sedangkan kepemilikan manajerial dan *leverage* tidak berpengaruh pada *financial distress*. Pada tahun yang sama, Widhiari & Merkusiwati (2015) melakukan penelitian dengan hasil rasio likuiditas, *operating capacity* dan *sales growth* mampu mempengaruhi *financial distress* pada perusahaan manufaktur dengan arah negatif. Sedangkan rasio *leverage* tidak mampu mempengaruhi kemungkinan *financial distress*.

Penelitian yang dilakukan oleh Putri & Merkusiwati (2014) menunjukkan hasil bahwa likuiditas dan *leverage* tidak memiliki pengaruh signifikan pada *financial distress*. Hal senada juga ditemukan oleh Nora (2016), bahwa likuiditas, *leverage*, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Serta penelitian yang dilakukan oleh (Agusti, 2013) menunjukkan hasil bahwa proporsi dewan komisaris, jumlah dewan direksi, ukuran perusahaan, *leverage*, dan jumlah direktur keluar berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Berdasarkan uraian berbagai penelitian diatas tentang *financial distress* mempunyai hasil yang berbeda-beda sehingga hipotesis yang diajukan pada penelitian ini adalah:

- H1a** :Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.
- H1b** :Kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.
- H1c** :Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.
- H1** :Struktur kepemilikan berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.
- H2** :Kebijakan hutang memiliki pengaruh positif terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*.
- H3** :Likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*.

Berdasarkan penjelasan dari pengembangan hipotesis di atas maka model penelitiannya adalah sebagai berikut:



Gambar 1 Model Penelitian

## METODE PENELITIAN

### Jenis dan Sumber Data

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode regresi logistik. Peneliti menggunakan metode regresi logistik karena model variabel dependen dalam model adalah variabel kategori (*dikotomi variable*), dengan memberi nilai satu (1) untuk perusahaan sub sektor *properti dan real estate* yang dianggap mengalami *financial distress* dan nilai nol (0) untuk perusahaan sub sektor *properti dan real estate* yang tidak mengalami *financial distress*. Selain itu penggunaan model ini didasarkan atas beberapa penelitian sebelumnya yang menggunakan model regresi logistik.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan sub sektor *properti dan real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2013-2017. Data laporan keuangan diperoleh melalui situs [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

### Teknik Analisis Data

Analisis yang dilakukan pada penelitian ini adalah analisis statistik deskriptif, uji asumsi klasik (uji multikolinieritas), analisis regresi logistik (uji model fit, *Cox dan Snell's R Square & Hosmer dan Lemeshow's Goodness of Fit Test*) dan teknik analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah analisis regresi logistik (SPSS 20).

### Analisis Statistik Deskriptif

Tahap awal sebelum melakukan uji hipotesis adalah melakukan analisis statistik deskriptif. Statistik deskriptif dalam penelitian ini pada dasarnya merupakan proses transformasi data penelitian dalam bentuk tabulasi sehingga mudah dipahami dan diinterpretasikan. Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, sum, range, kurtosis, dan skewness (Ghozali, 2016).

### Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik bertujuan untuk mengetahui apakah hasil estimasi regresi yang dilakukan benar-benar bebas dari adanya gejala yang dapat mengganggu ketepatan hasil analisis.

Uji asumsi klasik terbagi lima yaitu uji multikolinieritas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, uji normalitas, dan uji linearitas. Dikarenakan penelitian ini menggunakan uji analisis regresi logistik dimana asumsi *multivariate normal distribution* tidak dipenuhi, maka untuk uji asumsi klasik dalam penelitian ini hanya digunakan uji multikolinieritas (Ghozali, 2012).

### Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah terdapat korelasi antar variabel independen dalam sebuah model regresi. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independennya. Multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Jika nilai *tolerance* > 0,10 dan nilai VIF < 10, maka model regresi tersebut bebas dari multikolinieritas (Ghozali, 2016).

### Analisis Regresi Logistik

Analisis regresi logistik atau yang lebih dikenal dengan *Logistic Regression* digunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap satu variabel dependen (Ghozali, 2012). Analisis regresi logistik dalam penelitian ini digunakan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan yang dibatasi

oleh kepemilikan institusional (INS\_OWN), kepemilikan asing (FROWN) dan kepemilikan manajerial (MAN\_OWN), serta kebijakan hutang (DER) dan likuiditas (CR) terhadap *financial distress* (FD).

### Uji Model Fit (*Overall Model Fit*)

Langkah pertama dalam analisis regresi logistik adalah menilai overall fit model terhadap data. Beberapa tes statistik diberikan untuk menilai hal ini. Hipotesis untuk menilai model fit adalah:

H<sub>0</sub> : Model yang dihipotesiskan fit dengan data

H<sub>a</sub> : Model yang dihipotesiskan tidak fit dengan data

Statistik yang digunakan berdasarkan pada fungsi *likelihood*. *Likelihood L* dari model adalah probabilitas bahwa model yang dihipotesiskan menggambarkan data input. Untuk menguji hipotesis nol dan alternatif, *L* ditransformasikan menjadi  $-2\text{Log}L$ . Statistik  $-2\text{Log}L$  kadang-kadang disebut *likelihood ratio  $\chi^2$  statistic*, dimana  $\chi^2$  distribusi dengan *degree of freedom*  $n-q$ ,  $q$  adalah jumlah parameter dalam model. *cross-section random* jika nilainya > 0,05 maka model yang dipilih adalah *random effect*, namun jika < 0,05 maka model yang dipilih adalah *fixed effect*.

### Cox dan Snell's R Square

Merupakan ukuran yang meniru ukuran  $R^2$  pada *multiple regression* yang didasarkan pada teknik estimasi *likelihood* dengan nilai maksimum kurang dari 1 sehingga sulit diinterpretasikan. *Nagelkerke's R square* merupakan modifikasi dari koefisien Cox dan Snell's untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi dari 0 (nol) sampai 1 (satu). Nilai *Nagelkerke's R<sup>2</sup>* dapat diinterpretasikan seperti nilai  $R^2$  pada *multiple regression*.

### Hosmer dan Lemeshow's Goodness of Fit Test

Menguji hipotesis nol bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model. Jika nilai statistik Hosmer dan Lemeshow's *Goodness of Fit Test* lebih besar dari 0,05, maka hipotesis nol ditolak yang berarti ada perbedaan signifikan antara model dengan nilai observasinya sehingga *Goodnes fit* model tidak baik karena model

tidak dapat memprediksi nilai observasinya. Jika nilai Statistik *Hosmer and lameshow Goodness of fit* lebih besar dari 0,05, maka hipotesis nol tidak dapat ditolak dan berarti model mampu memprediksi nilai observasinya.

### Pengujian Hipotesis Penelitian

Penelitian ini menggunakan nilai signifikansi level sebesar 5% untuk mengetahui apakah ada pengaruh nyata dari variabel independen terhadap variabel dependen. Kriteria dari pengujian ini adalah:

- Signifikansi level (sig.) > 0,05 dan > 0,10 maka hipotesis ditolak
- Signifikansi level (sig.) < 0,05 dan < 0,05 maka hipotesis diterima

## 3 PEMBAHASAN

### Analisis Statistik Deskriptif

Objek dari penelitian ini adalah perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2013-2017 berjumlah 245 perusahaan. Berdasarkan hasil perhitungan sampel, selama periode penelitian terdapat 22 perusahaan yang mengalami *delisting* dan pindah sektor. Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan dan tahunan terdapat 2 perusahaan. Perusahaan yang tidak menampilkan variabel penelitian secara lengkap dan informasi yang dibutuhkan berjumlah 1 perusahaan, sehingga total perusahaan yang menjadi sampel berjumlah 220 perusahaan dalam jangka waktu penelitian 5 tahun.

**Table 1 Statistik Deskriptif**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FD	220	0	1	,15	,362
INS_OWN	220	,00	4,05	,6090	,33272
FROWN	220	0	1	,56	,498
MAN_OWN	220	,00	,75	,0364	,12537
DER	220	,30	60,40	3,4823	6,12907
CR	220	,20	59,70	3,3055	5,51457
SG	220	-,90	8,40	,2005	,80538
ROA	220	-,10	,50	,0595	,08137
Valid N (listwise)	220				

Keterangan: Tabel ini merupakan hasil statistik deskriptif. Variabel dependen yaitu *financial distress*. Variabel independen yaitu Kepemilikan institusional diperoleh dari persentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi. Kepemilikan asing diperoleh dari saham yang dimiliki oleh asing. Kepemilikan manajerial diperoleh dari persentase total saham yang dimiliki oleh manajemen. Kebijakan hutang diperoleh dari total hutang dibagi total ekuitas. Likuiditas diperoleh dari aktiva lancar dibagi utang lancar. *Sales growth* diperoleh dari penjualan tahun ini dikurangi penjualan tahun lalu dan dibagi penjualan tahun lalu. *Return on asset* diperoleh dari membagi laba bersih dengan total asset.

Sumber: Hasil Olahan SPSS 20

Berdasarkan tabel 1, maka dapat diketahui bahwa jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini adalah 220 data sampel. Komponen pertama yaitu *financial distress* memiliki nilai minimum 0 adalah perusahaan properti dan *real estate* yang memiliki nilai EPS positif. Nilai maksimum 1 adalah perusahaan properti dan *real estate* yang memiliki nilai EPS negatif. Nilai standar deviasi sebesar 0,362 dengan rata-rata 0,15. Hal tersebut menunjukkan bahwa rata-rata dari 220 perusahaan properti dan *real estate* yang digunakan sebagai sampel penelitian memiliki kemungkinan mengalami *financial distress* adalah relatif sedikit, dimana sebanyak 15% dari keseluruhan perusahaan properti dan *real estate* memiliki probabilitas untuk mengalami *financial distress*.

Komponen kedua yaitu kepemilikan institusional memiliki nilai minimum 0,00 adalah PT. Binakarya Jaya Abadi Tbk (BIKA) pada tahun 2015-2017, PT. Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk (RBMS) pada tahun 2017 dan PT. Pikko Land Development Tbk (RODA) pada tahun 2017. Nilai maksimum 4,05 adalah PT. Metropolitan Land Tbk (MTLA) pada tahun 2016. Nilai standar deviasi sebesar 0,33272 dengan rata-rata 0,6090. Hal tersebut menunjukkan bahwa porsi rata-rata saham yang dimiliki oleh institusi adalah relatif banyak yaitu sebesar 60,90% dari seluruh saham yang beredar.

Komponen ketiga yaitu kepemilikan asing memiliki nilai minimum 0 adalah perusahaan properti dan *real estate* yang tidak memiliki kepemilikan saham oleh pihak asing. Nilai maksimum 1 adalah perusahaan properti dan *real estate* yang memiliki kepemilikan saham oleh pihak asing. Nilai standar deviasi sebesar 0,498 dengan rata-rata 0,56. Hal tersebut menunjukkan bahwa porsi rata-rata saham yang dimiliki oleh pihak asing adalah sebesar 56% dari seluruh saham yang beredar.

Komponen keempat yaitu kepemilikan manajerial memiliki nilai minimum 0,00 adalah perusahaan properti dan *real estate* yang tidak memiliki kepemilikan saham oleh pihak dalam atau manajemen. Nilai maksimum 0,75 adalah PT. Binakarya Jaya Abadi Tbk (BIKA) pada tahun 2015. Nilai standar deviasi 0,12537 dengan nilai rata-rata

0,0364. Dalam tabel menunjukkan rata-rata kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak dalam atau manajemen sebesar 3,64% dari seluruh saham yang beredar. Hal ini berarti bahwa porsi rata-rata saham yang dimiliki oleh dewan komisaris, dewan direksi maupun karyawan relatif sedikit.

Komponen kelima yaitu kebijakan hutang yang disimbolkan dengan DER memiliki nilai minimum 0,30 adalah PT. Plaza Indonesia Realty Tbk (PLIN) pada tahun 2017 dan nilai maksimum 60,40 adalah PT. Laguna Cipta Griya Tbk (LCGP) pada tahun 2013. Nilai standar deviasi 6,12907 dengan rata-rata 3,4823. Hal tersebut menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang mengalami *financial distress* maupun tidak mengalami *financial distress* mendanai sebagian besar asetnya dari hutang, meskipun begitu ada juga perusahaan yang hanya sedikit menggunakan hutang sebagai sumber pendanaannya selama periode penelitian.

Komponen keenam yaitu likuiditas yang disimbolkan dengan CR memiliki nilai minimum 0,20 adalah PT. Bukit Darma Property Tbk (BKDP) pada tahun 2016 dan nilai maksimum 59,70 adalah PT. Laguna Cipta Griya Tbk (LCGP) pada tahun 2013. Nilai standar deviasi 5,51457 dengan rata-rata 3,3055. Hal tersebut menunjukkan bahwa tingkat likuiditas dari 220 sampel yang diteliti dapat dikatakan cukup baik.

Komponen ketujuh *sales growth* (SG) memiliki nilai minimum sebesar -0,90 adalah PT. Fortune Mate Indonesia Tbk (FMII) pada tahun 2017 dan nilai maksimum 8,40 adalah PT. Bukit Darma Property Tbk (BKDP) pada tahun 2014. Nilai standar deviasi sebesar 0,80538 dengan rata-rata sebesar 0,2005. Hal ini mengindikasikan bahwa berdasarkan hasil nilai rata-rata *sales growth*, menunjukkan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan yang masih tergolong rendah yaitu sebesar 20,05%.

Komponen kedelapan yaitu *return on asset* (ROA) memiliki nilai minimum sebesar -0,10 adalah PT. Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk (RBMS) pada tahun 2013 dan nilai maksimum 0,50 adalah PT. Danayasa Arthatama Tbk pada tahun 2013. Nilai standar deviasi sebesar 0,08137 dengan rata-rata sebesar 0,0595. Hal ini mengindikasikan bahwa rata-rata perusahaan sudah

efektif dalam pengelolaan asetnya.

### Uji Multikolinieritas

Berdasarkan tabel 2, setiap variabel memiliki nilai *tolerance* > 0,10 dan nilai VIF < 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel bebas dalam model regresi.

**Tabel 2 Hasil Uji Multikolinieritas**

Coefficients <sup>a</sup>			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	INS_OWN	,868	1,153
	FROWN	,906	1,104
	MAN_OWN	,791	1,265
	DER	,312	3,201
	CR	,310	3,228
	SG	,922	1,085
	ROA	,871	1,149

**Keterangan:** Tabel di atas merupakan hasil uji multikolinieritas semua variabel independen dengan tujuan untuk melihat apakah ada keterkaitan hubungan yang sempurna antara variabel-variabel independen.

Sumber: Hasil Olahan SPSS 20

### Hasil Analisis Regresi Logistik

#### Uji Model Fit (*Overall Model Fit*)

Pada tabel 3 ditunjukkan uji kelayakan dengan memperhatikan angka pada awal *-2 LogLikelihood (LL)*. Dari hasil perhitungan *-2 LogLikelihood* pada blok pertama (*block number* = 0) terlihat nilai *-2 LogLikelihood* sebesar 189,426. Kemudian hasil perhitungan nilai *-2 LogLikelihood* pada blok kedua (*block number* = 1) terlihat nilai *-2 LogLikelihood* sebesar 99,918 terjadi penurunan pada blok kedua (*block number* = 1) yang ditunjukkan pada tabel 3. Penilaian keseluruhan model regresi menggunakan nilai *-2 LogLikelihood* dimana jika terjadi penurunan pada blok kedua dibanding blok pertama maka dapat disimpulkan bahwa model regresi kedua menjadi lebih baik. Seperti yang ditunjukkan pada kedua tabel, pada blok pertama (*block number* = 0) nilai *-2 LogLikelihood* sebesar 189,426 dan pada blok kedua (*block number* = 1) nilai *-2 LogLikelihood* 99,918. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model layak atau model yang dihipotesiskan fit dengan data.

**Tabel 3 Model Fit Test**

Iteration History <sup>a,b,c</sup>	
Block Number = 0	Block Number = 1
-2 Log Likelihood	-2 Log Likelihood
189,426	99,918

Sumber: Hasil Olahan SPSS 20

**Cox dan Snell's R Square**

Nilai *Cox & Snell R Square* pada tabel 4 sebesar 0,334 hal ini berarti variabel yang terdapat dalam model logit ini mampu menjelaskan sebuah perusahaan mengalami *financial distress* atau tidak sebesar 33,4%. Sedangkan berdasarkan *Nagelkerke's R Square* besarnya 0,579 menunjukkan bahwa variabilitas variabel dependen yaitu *financial distress* dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel struktur kepemilikan, kebijakan hutang dan likuiditas sebesar 57,9% dan berarti ada faktor lain sebesar 42,1% ( $100\% - 57,9\% = 42,1\%$ ) dapat dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

**Tabel 4 Hasil Pengujian Cox and Snell's R Square dan Nagelkerke's R Square**

Model Summary			
Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	99,918 <sup>a</sup>	,334	,579

Sumber: Hasil Olahan SPSS 20

**Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test Goodness**

Berdasarkan tabel 5 menunjukkan hasil dari pengujian *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit* yang ditunjukkan dalam nilai *Chi-square* adalah 1,056 dengan signifikansi sebesar 0,998. Pada  $\alpha$  sebesar 0,05 maka dengan tingkat signifikansi sebesar 0,998 lebih besar dari nilai  $\alpha$  yang sebesar 5% dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  tidak ditolak (diterima). Hal ini berarti model yang dihipotesiskan layak atau cocok sehingga model mampu memprediksi nilai obeservasinya.

**Tabel 5 Hasil Pengujian Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit**

Hosmer and Lemeshow Test			
Step	Chi-square	Df	Sig.
1	1,056	8	,998

Sumber: Hasil Olahan SPSS 20

**Pengujian Hipotesis**

**Hasil Pengujian Hipotesis Pertama (H1a)**

Berdasarkan tabel 6 dapat dilihat bahwa variabel kepemilikan institusional (INS\_OWN) memiliki koefisien negatif sebesar -0,990 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,231 lebih besar dari 0,05 maka hipotesis pertama (H1a) tidak terdukung.

Koefisien regresi SG sebesar -0,494 menunjukkan bahwa apabila SG meningkat 1 satuan maka akan diikuti penurunan nilai *financial distress* sebesar -0,494. Koefisien regresi ROA sebesar -196,982 menunjukkan bahwa apabila ROA meningkat 1 satuan maka akan diikuti penurunan nilai *financial distress* sebesar -196,982. Nilai konstanta terlihat dalam tabel sebesar -0,443 menunjukkan bahwa apabila INS\_OWN, SG dan ROA konstan atau tetap maka rata-rata nilai *financial distress* sebesar -0,443. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

**Tabel 6 Hasil Pengujian Regresi Logistik Kepemilikan Institusional**

Variables in the Equation							
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup>	INS_OWN	-.990	,826	1,436	1	,231	,372
	SG	-.494	,481	1,053	1	,305	,610
	ROA	-196,982	29683,202	,000	1	,995	,000
	Constant	-.443	,482	,844	1	,358	,642

Sumber: Hasil Olahan SPSS 20

**Hasil Pengujian Hipotesis Pertama (H1b)**

Berdasarkan tabel 7 dapat dilihat bahwa variabel kepemilikan asing (FROWN) memiliki koefisien positif sebesar 0,922 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,058 lebih dari 0,05 maka hipotesis pertama (H1b) tidak terdukung.

Koefisien regresi SG sebesar -0,714 menunjukkan bahwa apabila SG meningkat 1 satuan maka akan diikuti penurunan nilai *financial distress* sebesar -0,714. Koefisien regresi ROA sebesar -198,197 menunjukkan bahwa apabila ROA meningkat 1 satuan maka akan diikuti penurunan nilai *financial distress* sebesar -198,197. Nilai konstanta terlihat dalam tabel sebesar -1,554 menunjukkan bahwa apabila FROWN, SG dan ROA konstan atau tetap maka rata-rata nilai *financial distress* sebesar -1,554. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

**Tabel 7. Hasil Pengujian Regresi Logistik Proporsi Kepemilikan Asing**

		Variables in the Equation					
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup>	FROWN	,922	,486	3,604	1	,058	2,514
	SG	-,714	,550	1,682	1	,195	,490
	ROA	-198,197	29337,152	,000	1	,995	,000
	Constant	-1,554	,400	15,096	1	,000	,211

Sumber: Hasil Olahan SPSS 20

### Hasil Pengujian Hipotesis Pertama (H1c)

Berdasarkan tabel 8 dapat dilihat bahwa variabel kepemilikan manajerial (MAN\_OWN) memiliki koefisien positif sebesar 1,224 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,342 lebih dari 0,05 maka hipotesis pertama (H1c) tidak terdukung.

Koefisien regresi SG sebesar -0,497 menunjukkan bahwa apabila SG meningkat 1 satuan maka akan diikuti penurunan nilai *financial distress* sebesar -0,497. Koefisien regresi ROA sebesar -197,109<sub>5</sub> menunjukkan bahwa apabila ROA meningkat 1 satuan maka akan diikuti penurunan nilai *financial distress* sebesar -197,109. Nilai konstanta terlihat dalam tabel sebesar -1,045 menunjukkan bahwa apabila MAN\_OWN, SG dan ROA konstan atau tetap maka rata-rata nilai *financial distress* sebesar -1,045. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Sehingga secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama (H1) tidak terdukung.

**Tabel 8 Hasil Pengujian Regresi Logistik Kepemilikan Manajerial**

		Variables in the Equation					
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup>	MAN_OWN	1,224	1,287	,904	1	,342	3,400
	SG	-,497	,485	1,049	1	,306	,608
	ROA	-197,109	29811,992	,000	1	,995	,000
	Constant	-1,045	,236	19,664	1	,000	,352

Sumber: Hasil Olahan SPSS 20

### Hasil Pengujian Hipotesis Kedua (H2)

Berdasarkan tabel 9 dapat dilihat bahwa variabel kebijakan hutang (DER) memiliki koefisien positif sebesar 0,099 dengan tingkat signifikansi sebesar

0,019 lebih dari 0,05 maka hipotesis kedua (H2) terdukung.

Koefisien regresi SG sebesar -0,343 menunjukkan bahwa apabila SG meningkat 1 satuan maka akan diikuti penurunan nilai *financial distress* sebesar -0,343. Koefisien regresi ROA sebesar -197,782 menunjukkan bahwa apabila ROA meningkat 1 satuan maka akan diikuti penurunan nilai *financial distress* sebesar -197,782. Nilai konstanta terlihat dalam tabel sebesar -1,041 menunjukkan bahwa apabila DER, SG dan ROA konstan atau tetap maka rata-rata nilai *financial distress* sebesar -1,041. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kebijakan hutang berpengaruh terhadap *financial distress*.

**Tabel 9. Hasil Pengujian Regresi Logistik Kebijakan Hutang**

		Variables in the Equation					
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup>	DER	,099	,042	5,474	1	,019	1,104
	SG	-,343	,441	,604	1	,437	,710
	ROA	-197,782	29623,455	,000	1	,995	,000
	Constant	-1,401	,283	24,514	1	,000	,246

Sumber: Hasil Olahan SPSS 20

### Hasil Pengujian Hipotesis Ketiga (H3)

Berdasarkan tabel 10 dapat dilihat bahwa variabel likuiditas (CR) memiliki tingkat signifikan sebesar 0,022 lebih kecil dari 0,05 namun pada nilai koefisien terdapat tanda positif yaitu sebesar 0,105.

**Tabel 10 Hasil Pengujian Regresi Logistik Likuiditas**

		Variables in the Equation					
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup>	CR	,105	,046	5,265	1	,022	1,111
	SG	-,343	,452	,576	1	,448	,709
	ROA	-196,850	29896,347	,000	1	,995	,000
	Constant	-1,437	,296	23,641	1	,000	,238

Sumber: Hasil Olahan SPSS 20

Koefisien regresi SG sebesar -0,343 menunjukkan bahwa apabila SG meningkat 1 satuan maka akan diikuti penurunan nilai *financial distress* sebesar -0,343. Koefisien regresi ROA sebesar -196,850 menunjukkan bahwa apabila ROA meningkat 1 satuan maka akan diikuti penurunan nilai *financial distress* sebesar -196,850. Nilai konstanta terlihat dalam tabel sebesar -1,437 menunjukkan bahwa apabila CR, SG dan ROA konstan atau tetap maka rata-rata nilai *financial distress* sebesar -1,437. Hal ini menyatakan

bahwa variabel likuiditas tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

## ANALISIS DATA

### **Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *financial distress* (H1a)**

Berdasarkan hasil uji statistik pada tabel 6 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Tidak signifikannya variabel kepemilikan institusional disebabkan oleh lebih dari 60% perseroan terbuka di seluruh dunia dimiliki oleh satu pemilik terkuat (pemegang saham terbesar) kecuali di Amerika, Inggris, dan Jepang.

Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa seberapa pun besarnya persentase kepemilikan institusional tidak dapat membuktikan adanya kemungkinan kondisi *financial distress*. Semakin besar kepemilikan institusional maka keadaan kondisi keuangan perusahaan semakin terpuruk, karena para institusi perusahaan kurang memiliki kemampuan dalam mengontrol kinerja manajer. Jika pengawasan yang dilakukan oleh institusi tidak efektif maka kemungkinan terjadinya *financial distress* tidak akan bisa dihindari.

Tsun dan Yin (2004) menyatakan lebih lanjut bahwa kepemilikan yang terpusat dapat menimbulkan kurangnya transparansi dalam penggunaan dana pada perusahaan serta keseimbangan yang tepat antara kepentingan-kepentingan yang ada, misalnya antara pemegang saham dengan pengelolaan manajemen perusahaan dan antara pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) dengan pemegang saham minoritas.

Perusahaan publik yang ada di Indonesia kepemilikannya cenderung terpusat dan tidak menyebar secara merata, sehingga perusahaan dengan struktur kepemilikan yang tidak menyebar secara merata menyebabkan pengendalian pemegang saham terhadap manajemen cenderung lemah. Dengan demikian pemegang saham tidak mempunyai kemampuan yang cukup untuk mengendalikan

manajemen sehingga manajemen mempunyai kemungkinan untuk mengambil keputusan yang menguntungkan dirinya sendiri.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bodroastuti (2009), (Putri & Merkusiwati, 2014) dan (Nora, 2016) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Hasil yang sama juga diperoleh pada penelitian Alfath (2016) yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Perusahaan publik yang ada di Indonesia kepemilikannya cenderung terpusat dan tidak menyebar secara merata, sehingga perusahaan dengan struktur kepemilikan yang tidak menyebar secara merata menyebabkan pengendalian pemegang saham terhadap manajemen cenderung lemah. Pemegang saham tidak mempunyai kemampuan yang cukup untuk mengendalikan manajemen sehingga manajemen mempunyai kemungkinan untuk mengambil keputusan yang menguntungkan dirinya sendiri.

### **Kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap *financial distress* (H1b)**

Berdasarkan hasil uji statistik pada tabel 7 menunjukkan bahwa kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Berdasarkan hasil penelitian ini diketahui bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *financial distress*. Partisipasi asing pada suatu perusahaan akan meningkatkan permintaan terhadap informasi keuangan. Hal ini karena, semakin banyak pihak yang membutuhkan informasi tentang perusahaan, perusahaan semakin dituntut untuk melakukan pengungkapan informasi. Di lain pihak, ada dorongan bagi manajemen untuk selektif dalam melakukan pengungkapan informasi karena pengungkapan informasi mengandung biaya. Manajemen hanya akan mengungkapkan informasi jika manfaat yang diperoleh dari pengungkapan melebihi biaya pengungkapan informasi tersebut. Semakin tinggi kepemilikan asing maka akan semakin tinggi tingkat konflik kepentingan karena keselarasan antara tujuan

perusahaan akan sulit dicapai dengan maksimal akibat adanya perbedaan prinsip dengan pihak kepemilikan asing.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rinaldi (2014) dan (Nurwaspo, 2015). Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Rohani *et al* (2013) dan Udin *et al* (2017) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham asing memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*. Perusahaan dengan kepemilikan asing biasanya adalah perusahaan yang kuat dengan pemantauan yang kuat dari manajer, yang mana perusahaan asing dapat memiliki akses mudah ke bagian teknis dan mempunyai kemampuan manajerial yang bagus, serta sumber daya yang unggul dibidang keuangan sehingga kemungkinan *financial distress* sangat kecil.

Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *financial distress* (H1c)

Berdasarkan hasil uji statistik pada tabel 8 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Penelitian yang dilakukan oleh Widyasaputri (2012), Tri Bodroastuti (2009), Cinantya (2015), dan Ratna Wardhani (2016) menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kondisi *financial distress*. Berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen (2016) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Semakin meningkat proporsi kepemilikan saham manajerial, maka semakin baik kinerja perusahaan. Teori ini didasarkan atas asumsi bahwa antara pemilik perusahaan dan manajemen (pengelola perusahaan) adalah terpisah, sehingga timbul peluang terjadinya konflik antara pemilik perusahaan dengan pengelola perusahaan (*agency conflict*). Tidak signifikannya kepemilikan manajerial terhadap *financial distress* disebabkan karena kondisi sehat atau tidaknya suatu perusahaan khususnya perusahaan publik yang ada di Indonesia bukan diakibatkan oleh besar kecilnya saham yang dimiliki dewan direksi dan dewan komisaris saja, tetapi lebih diakibatkan oleh kemampuan dewan direksi dalam

mengelola perusahaan. Di Indonesia, 66,9% perusahaan yang *go public* adalah perusahaan keluarga. Untuk perusahaan keluarga ada kecenderungan bahwa antara pemilik perusahaan dan manajemen (pengelola) adalah sama atau masih ada hubungan keluarga sehingga tidak bisa dipisahkan antara keputusan yang ditetapkan oleh pemilik perusahaan dengan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan.

Dari hasil penelitian ini diketahui bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh manajerial maka tidak dapat membuktikan bahwa kepemilikan manajerial perusahaan memiliki dampak yang lebih besar dalam menentukan keputusan saat perusahaan mengalami kondisi *financial distress*. Kepemilikan manajerial yang besar maupun kecil tidak dapat menutup kemungkinan bahwa perusahaan terdapat masalah keuangan sehingga perusahaan menjadi bangkrut (Widyasaputri, 2012).

### **Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap *financial distress* (H2)**

Berdasarkan hasil uji statistik pada tabel 9 menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Kebijakan hutang yang di ukur dengan *debt to equity ratio* (DER) menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban baik untuk jangka pendek maupun jangka panjang. Hasil penelitian ini mendukung teori, *debt to equity ratio* yang tinggi berarti memiliki banyak utang pada pihak luar. Ini berarti perusahaan tersebut memiliki resiko keuangan yang tinggi karena mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*). Hal ini disebabkan karena hutang yang terlalu tinggi sehingga perusahaan sulit melunasi hutang-hutangnya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* mempunyai pengaruh positif, yaitu semakin besar jumlah hutang terhadap ekuitas, maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan mengalami kondisi *financial distress*.

Melalui *debt to equity ratio* dapat diketahui apakah hutang dapat tertutupi oleh jumlah aset perusahaan. Oleh karena itu, jumlah total asset harus lebih besar dari jumlah total liabilities. Untuk bisa melunasi

hutang perusahaan tanpa harus mengorbankan terlalu banyak kepentingan pemilik modal, maka perusahaan tersebut harus memiliki *debt to equity ratio* yang rendah. Sebaliknya, apabila ternyata perusahaan memiliki *debt to equity ratio* yang tinggi, atau jumlah *current liabilities* lebih besar dari jumlah *current asset*, maka perusahaan tersebut dikhawatirkan akan kesulitan dalam membayar hutang-hutangnya. Hal ini yang dapat memicu terjadinya *financial distress* (Haq, 2013). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Masud (2011) dan Widati (2015).

### **Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress* (H3)**

Berdasarkan hasil uji statistik pada tabel 10 menunjukkan likuiditas tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Memprediksi terjadinya kondisi *financial distress* suatu perusahaan dapat menggunakan indikator *Current Ratio* (CR). Indikator CR signifikan yang berarti pengaruh *Current Ratio* terhadap *financial distress* signifikan. Koefisien *Current Ratio* bernilai positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin rendah kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya maka semakin besar kemungkinan terjadinya *financial distress*.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Oktita dan Agus (2013) serta Nora (2016) yang menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh pada *financial distress*. Hal ini membuktikan bahwa rasio likuiditas perusahaan yang semakin besar akan membuat perusahaan semakin dalam keadaan sehat dan semakin baik dalam hal pengelolaannya.

Berdasarkan teori, semakin tinggi nilai aktiva lancar dalam menutupi hutang jangka pendeknya, maka hal tersebut akan semakin baik bagi perusahaan, sehingga kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* akan semakin rendah.

Tidak signifikannya rasio likuiditas dimungkinkan perusahaan memiliki kewajiban lancar yang rendah dan lebih terkonsentrasi pada kewajiban jangka panjang, sehingga tidak mempengaruhi kondisi perusahaan. Hal ini dikarenakan modal yang dimiliki perusahaan *property* dan *real estate* untuk kegiatan operasionalnya berasal dari pinjaman jangka panjang

seperti pinjaman dari pihak ketiga yang artinya semakin tinggi pinjaman maka semakin tinggi tingkat bunga pinjaman yang diberikan, sehingga untuk menghindari tingkat bunga pinjaman yang semakin tinggi maka perusahaan akan lebih terkonsentrasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya. Serta besarnya nilai persediaan yang dimiliki oleh perusahaan properti dan *real estate*. Dikarenakan jenis usaha sektor properti dan *real estate* adalah penjualan dan penyewaan atas tanah dan bangunan, sehingga aktiva lancar pada sektor ini lebih didominasi oleh besarnya persediaan yang dimiliki. Jadi, semakin tinggi nilai persediaan, maka semakin besar pula nilai aktiva lancar yang dimiliki.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Almilia dan Kristijadi (2003) begitu juga Cinantya (2015) yang menunjukkan bahwa likuiditas yang diukur dengan *Current Ratio* berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Semakin besar rasio ini maka semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*. Likuiditas tidak memiliki pengaruh yang signifikan dalam memprediksi kondisi *financial distress* dikarenakan tidak adanya perbedaan yang berarti antara likuiditas perusahaan yang mengalami kondisi *financial distress* dan perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*.

### **Simpulan, Keterbatasan dan Saran**

Penelitian dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan, kebijakan hutang dan likuiditas terhadap *financial distress* perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2013-2017. Peneliti melakukan penarikan sampel dan terdapat 220 perusahaan yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel dalam penelitian ini. Berdasarkan hasil analisis dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

- a. Tidak terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap *financial distress*.
- b. Tidak terdapat pengaruh antara kepemilikan asing terhadap *financial distress*.
- c. Tidak terdapat pengaruh antara kepemilikan manajerial terhadap *financial distress*.

- d. Terdapat pengaruh antara kebijakan hutang terhadap *financial distress*.
- e. Tidak terdapat pengaruh antara likuiditas terhadap *financial distress*.

Pada penelitian ini peneliti menemukan beberapa keterbatasan yang kemungkinan berpengaruh pada hasil penelitian dan diharapkan dapat diperbaiki pada penelitian selanjutnya. Keterbatasan yang ditemukan pada penelitian ini yaitu:

- a. Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan properti dan *real estate*, sehingga hasil penelitian ini kurang dapat digeneralisasi pada kasus-kasus perusahaan lain yang memiliki karakteristik yang berbeda dengan perusahaan properti dan *real estate*.
- b. Periode laporan keuangan dan tahunan yang digunakan sebagai periode penelitian hanya 5 tahun yaitu 2013 sampai dengan 2017.
- c. Penelitian ini hanya menggunakan pengungkapan kepemilikan institusional, kepemilikan asing, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan likuiditas sebagai variabel independen. Padahal masih banyak lagi faktor lainnya yang mempengaruhi *financial distress* untuk dapat dijadikan variabel independen.

Salah satu cara yang umum dilakukan perusahaan untuk mendeteksi dan meminimalisir terjadinya kondisi *financial distress* adalah dengan mengawasi kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan analisis laporan keuangan. Analisis ini juga dilakukan untuk mengetahui kondisi dan perkembangan perusahaan serta meramalkan kelangsungan hidup perusahaan, sehingga ini dapat dijadikan acuan strategi dan perbaikan kinerja di masa yang akan datang.

Penelitian ini membahas tentang pengaruh struktur kepemilikan, kebijakan hutang dan likuiditas terhadap *financial distress*, di mana pada penelitian ini ketika perusahaan memiliki kepemilikan saham oleh institusional, pihak asing dan manajemen akan menentukan tingkat pengendalian terhadap manajemen perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan tidak dapat mempengaruhi

kondisi *financial distress*, dengan artian bahwa besarnya persentase kepemilikan saham oleh institusional, pihak asing dan manajemen tidak dapat mengurangi kondisi *financial distress*. Hal ini bisa terjadi dikarenakan pemegang saham tersebut tidak memiliki kompetensi keahlian dalam melakukan pengawasan dan pengendalian manajemen perusahaan agar tidak mempunyai kemungkinan untuk mengambil keputusan yang menguntungkan dirinya sendiri yang akan mengakibatkan terjadinya kondisi *financial distress*.

Dalam penelitian ini juga menunjukkan bahwa kebijakan hutang mempunyai pengaruh positif terhadap *financial distress*, yaitu semakin besar jumlah hutang terhadap ekuitas, maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan mengalami kondisi *financial distress*. Sementara tidak terdapat pengaruh antara likuiditas terhadap *financial distress*. Rasio likuiditas perusahaan yang semakin besar akan membuat perusahaan semakin dalam keadaan sehat dan semakin baik dalam hal pengelolaannya.

Berdasarkan hasil dari penelitian ini peneliti menyarankan agar penelitian selanjutnya dapat memperluas ruang lingkup penelitian yaitu dengan menambahkan sampel penelitian dan periode penelitian serta tidak hanya meneliti pada perusahaan properti dan *real estate* saja tetapi juga pada perusahaan di sektor lainnya. Selain itu, peneliti menyarankan untuk menggunakan metode pengujian selain yang digunakan pada penelitian ini agar mendapatkan hasil yang lebih baik.

Bagi peneliti yang ingin menguji topik penelitian ataupun metode seperti penelitian ini dapat menambah variabel lain seperti profitabilitas yang diukur dengan ROCE, ROA dan ROI. Penelitian selanjutnya juga dapat melakukan variasi seperti menggunakan proksi yang berbeda yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *financial distress* yang diukur dengan nilai EPS sehingga bisa diketahui proksi mana yang lebih tepat dalam mengukur pengaruh variabel terkait. Peneliti selanjutnya juga dapat mempertimbangkan kriteria sampel yang berkaitan dengan variabel penelitian.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abel Tasman, T. K. (2014). Prediksi Kesulitan Keuangan dan Kebangkrutan Perusahaan Sektor Properti dan *Real estate* dengan Pendekatan Analisis Multivariat Diskriminan. *Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang*.
- Agusti, P. C. (2013). Analisis Faktor yang mempengaruhi kemungkinan terjadinya Financial Distress. *Skripsi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang*.
- Alexander, H. B. (2015, 06 12). *kompas.com*. Diambil kembali dari kompas website: <http://properti.kompas.com/read/2015/06/12/083219221/Sektor.Proprieti.Makin.Terpuruk>
- Atmaja, L. S. (2008). *Teori & Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: ANDI Yogyakarta.
- Atmini, S. (2005). Manfaat Laba dan Arus Kas untuk memprediksi Kondisi Financial Distress pada Perusahaan Textile Mill Products dan Apparel And Other Textile Products yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *SNA VIII Solo*, 15 - 16 September, 460 - 474.
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis (dilengkapi aplikasi SPSS & Eviews)*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Campello, M., Giambona, E., Graham, J. R., & Campbell, R. H. (t.thn.). Access to Liquidity and Corporate Investment in Europe During a Financial Distress. *Review of Finance Vol. 16 (2)*, 323-346.
- Christie, A. A., & Zimmerman, J. L. (1991). Efficient vs. Opportunistic Choice of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *The Accounting Review*, 539-566.
- Cinantya, I. G., & Merkusiwati, N. K. (2015). Pengaruh Corporate Governance, Financial Indicator, dan Ukuran Perusahaan Pada Financial Distress. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 10.3*, 897-915.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, vol. 93, issue 6, 1155-1177.
- Dermawan, S. (2015). *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16, 1, 49-65.
- Elloumi, F., & Gueyie, J. (2001). CEO Compensation, IOS, and the Role of Corporate Governance. *Corporate Governance 1(2)*, 23-33.
- Emrinaldi, N. D. (2007). Analisis Pengaruh Praktek Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance) Terhadap Kesulitan Keuangan Perusahaan (Financial Distress: Suatu Kajian Empiris). *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 9 (1), pp: 84-108.
- Fatma, B. M., & Chichti, J. (2011). Interactions between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach. *Journal of Management Research*, 3, 1-34.
- Ghazali, I. (2012). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 20*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, H. I. (2012). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS 20 (Vol 6)*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2012). *Aplikasi Multivariate dengan Program IBM SPSS 20*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J. (2006). *Principal Managerial Finance (10 ed.)*. New York: Addison Wesley.
- Gujarati, D. N. (2012). *Dasar Dasar Ekonometrika*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hanafi, M. M. (2004). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Hartono, J. (2014). *Metodologi Penelitian Bisnis Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman (6 ed.)*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Hery, S. M. (2016). *Analisis Laporan Keuangan Integrated and Comprehensive Edition*.

- Jakarta: PT Gramedia Widiarsarana Indonesia.
- IAI. (2007). *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba 4.
- idx.co.id*. (t.thn.). Diambil kembali dari Bursa Efek Indonesia: <http://www.idx.co.id>
- Jaggi, B., & Gul, F. (1999). An Analysis of Joint Effects on Investment Opportunity Set, Free Cash Flows and Size on Corporate Debt Policy. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12, 371-381.
- Jao, R., & Pagalung, G. (2011). Corporate Governance, Ukuran Perusahaan dan Leverage Terhadap Manajemen Laba Perusahaan Manufaktur Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, Vol. 8, No. 1.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Kieso, Donald, E. W., Jerry, J. K., & Paul, D. (2007). *Pengantar Akuntansi*. Jakarta: Salemba Empat.
- McKnight, P. J., & Weir, C. (2009). Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 139-158.
- Nora, A. R. (2016). Pengaruh Financial Indicators, Ukuran Perusahaan dan Kepemilikan Institusional Terhadap Financial Distress. *Skripsi STIE PERBANAS Surabaya*.
- Nozari, A. (2016). The Impact of Financial Leverage on Agency Cost of Free Cash Flows in Listed Manufacturing Firms of Tehran Stock Exchange. *The Turkish Online Journal of Design, Art and Communication*, 2137-2144.
- Nurwaspodo, A. (2015). Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan Terhadap Financial Distress dengan Leverage sebagai Variabel Kontrol.
- Peraturan Presiden Republik Indonesia Nomor 39 Tahun 2014. (2014, April 23). *Tentang Daftar Bidang Usaha yang Tertutup dan Bidang Usaha yang Terbuka dengan Persyaratan di Bidang Penanaman Modal*. Jakarta, Jakarta: Presiden Republik Indonesia.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting Corporate Financial Distress: Reflection on Choice-Based Sample Bias. *Journal of Economic and Finance*. Vol. 26 No. 2, 184-199.
- Pujiati. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen dengan Likuiditas sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar Di BEI). *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta*.
- Pulic. (2000). VAIC™ – an Accounting Tool for IC Management. *Int. J. Technology Management*, 20, 704-712.
- Putri, N. W., & Merkusiwati, N. K. (2014). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, Likuiditas, Leverage, dan Ukuran Perusahaan pada Financial Distress. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 7.1*, 93-106.
- Richardson, S. (2006). Over Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159-189.
- Riyanto, B. (2001). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFPE.
- Rohtak. (2004). *Accounting Theory*. New Delhi: Excel Books PVT. LTD.
- Salehi, M., Lotfi, A., & Farhangdoust, S. (2017). The Effect of Financial Distress Costs on Ownership Structure and Debt Policy: An Application of Simultaneous Equations in Iran. *Journal of Management Development*.

- Santoso, B. (2009). *Property Crash*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Sari, N. D. (2017). Prediksi Financial Distress pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2011 - 2015. *Skripsi fakultas Ekonomi Universitas Andalas Padang*.
- Sarjono, H. (2006). Analisis Laporan Keuangan Sebagai Alat Prediksi Kemungkinan Kebangkrutan Dengan Model Diskriminan Altman ada Sepuluh Perusahaan Properti di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen, Universitas Bunda Muya, Jakarta*, 584.
- Sawir, A. (2005). *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Setyawati, P. A. (2014). Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Dividen, Struktur Aset dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Skripsi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52 (2): 737-783.
- Study, M. (2005). Knowledge Sharing & Nominations. Indonesia.
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 3-27.
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, 20 (3): 571-610.
- Supono, & Indriantoro. (2002). Metodologi Penelitian Bisnis.
- Udin, S., Khan, M. K., & Javid, A. Y. (2017). The Effects of Ownership Structure on Likelihood of Financial Distress: An Empirical Evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 16 Tahun 2009 Tentang Penetapan Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang Nomor 5 Tahun 2008 Tentang Perubahan Keempat Atas Undang-Undang Nomor 6 Tahun 1983 Tentang Ketentuan Umum Dan Tata Cara Perpajakan. (2009, Maret 25). Jakarta, Indonesia: Presiden Republik Indonesia.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 25 Tahun 2007 Tentang Penanaman Modal. (2007, April 26). Jakarta, Indonesia: Presiden Republik Indonesia.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 4 Tahun 1998. (1998, April 22). *Penetapan Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang Nomor 1 Tahun 1998 Tentang Perubahan Atas Undang-Undang Tentang Kepailitan Menjadi Undang-Undang*. Jakarta, Indonesia: Presiden Republik Indonesia.
- Wardhani, R. (2006). Mekanisme Corporate Governance dalam Perusahaan Yang Mengalami Permasalahan Keuangan (Financial Distressed Firm). *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Whitaker, B. R. (1999). The Early Stages of Financial Distress. *Journal of Economics and Finance*, Vol. 23 No. 2:123-133.
- Widyasaputri, E. (2012). Analisis Mekanisme Corporate Governance Pada Perusahaan yang Mengalami Financial Distress. *Accounting Analysis Journal*.
- Yadnyana, I. K., & Wati, N. W. (2010). Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Manufaktur yang Go Public. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 15, No. 1: 58-65.