



## Pengaruh tata kelola dan kinerja perusahaan terhadap *financial distress* pada perusahaan *consumer goods industry*

Hayyu Rachma Annisa<sup>1</sup>, Hidayati Nur Rochmah<sup>1</sup>, Wulandari Fitri Ekasari<sup>1</sup>  
<sup>1</sup>Universitas Airlangga, Jl. Airlangga No. 4-6, Surabaya, Jawa Timur, 60115, Indonesia

Diterima: 26 April 2022  
Direvisi: 27 Juni 2022  
Disetujui: 12 Juli 2022

Korespondensi:  
Hayyu Rachma Annisa  
[hayyu.rachma.annisa-2021@feb.unair.ac.id](mailto:hayyu.rachma.annisa-2021@feb.unair.ac.id)

DOI:  
<http://dx.doi.org/10.17977/um004v9i22022p096>

### Abstract

This study aims to determine the effect of corporate governance and performance on financial distress. This quantitative study collected data from 10 companies listed in the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2015 to 2019. Using multiple linear regression to analyse the data, the result of this study shows that managerial ownership, profitability, and liquidity have a negative effect on financial distress, but the institutional ownership, independent commissioner, director's size, and leverage have no effect on financial distress. This study has several limitations, including the inaccessibility of financial statements for a number of companies, incomplete availability of the variables for some companies, and the inability to generalize the results of this to other industrial companies. This study is expected to contribute to the development of theory and knowledge on the impact of corporate governance and company performance on the estimation of the financial distress of companies, especially those in the consumer goods industry.

**Keywords:** Financial Distress; Corporate Governance; Firm Performance

### Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh tata kelola dan kinerja perusahaan terhadap *financial distress*. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan 10 sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2019. Dengan menggunakan analisis regresi berganda, variabel kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap terjadinya *financial distress*, sedangkan kepemilikan institusional, proporsi dewan komisaris independen, jumlah dewan direksi, dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan antara lain tidak tersedianya laporan keuangan untuk beberapa perusahaan, tidak lengkapnya variabel pada beberapa perusahaan, dan hasil penelitian tidak yang dapat disamaratakan untuk perusahaan industri lainnya. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi sebagai sarana pengembangan teori dan ilmu pengetahuan tentang pengaruh tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan untuk memperkirakan *financial distress* terutama bagi perusahaan yang bergerak pada bidang industri barang konsumsi.

**Kata Kunci:** *Financial Distress*; Tata Kelola Perusahaan; Kinerja Perusahaan

## PENDAHULUAN

Perusahaan *consumer goods* merupakan sektor terbesar dalam perkembangan ekonomi nasional. Pertumbuhan perusahaan di sektor ini sangat memengaruhi pergerakan pasar saham (Pramudena, 2017). Sejumlah besar perusahaan di sektor *consumer goods* terutama bidang makanan dan minuman mengalami penurunan kinerja di tahun 2015.

Pergerakan bidang *Fast Moving Consumer Goods* (FMCG) Indonesia melambat sampai kuartal ketiga tahun 2015 yakni 7,4%. Secara gabungan, industri ini mengalami penurunan sebesar 4,6% (Pratiwi, 2015). Pertumbuhan menjadi 14,79% di tahun 2016 (Simamora, 2017), tetapi turun sebanyak 3,44% di tahun 2017 (Hartati, 2017). Penurunan ini terjadi kembali di tahun 2018 (Muamar, 2018) dan kondisi terburuk di tahun 2019 dengan koreksi yang cukup signifikan mencapai -19,31%. Beberapa perusahaan yang mengalami penurunan kinerja antara lain PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk (43,9%), PT Gudang Garam Tbk (36,08%), PT Unilever Indonesia (6,66%), dan PT Mayora Indah Tbk (17,18%) (Muamar, 2019). Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami fluktuasi dan kemudian turun hampir 20% di tahun 2019. Kondisi tersebut diperkirakan bahwa perusahaan dalam *consumer goods industry* juga mengalami penurunan kinerja yang mengindikasikan adanya risiko *financial distress* pada rentang tahun 2015-2019.

Implementasi tata kelola perusahaan menjadi faktor penentu keberlangsungan dan keberhasilan perusahaan (Murhadi, Tanugara, & Sutejo, 2018). Li *et al.* (2020) mengungkapkan bahwa pengelolaan perusahaan merupakan salah satu faktor penentu keberhasilan perusahaan. Perusahaan yang dikelola dengan baik dapat memaksimalkan peluang investasi dan kinerja sehingga perusahaan diharapkan tidak mengalami *financial distress*. Sebaliknya, pengelolaan yang buruk dapat meningkatkan terjadinya *financial distress* hingga kebangkrutan (Udin, Khan, & Javid, 2017). Kebangkrutan sangat dihindari oleh semua perusahaan sehingga diperlukan deteksi dini agar dapat bermanfaat bagi manajemen dan *shareholders* (Supriyanto & Darmawan, 2018).

*Financial distress* berfungsi untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan sehingga manajemen dapat meminimalisasi berbagai hal yang berpotensi menyebabkan kebangkrutan (Supriyanto & Darmawan, 2018). *Financial distress* mencerminkan keadaan perusahaan yang sedang tidak baik (Saputri & Asrori, 2019), seperti menurunnya kinerja keuangan perusahaan (Platt & Platt, 2002). *Financial distress* dapat terlihat seperti dari aspek pendapatan dimana perusahaan tidak mampu menghasilkan pendapatan yang wajar sehingga tidak mampu membayar kewajiban (Farooq, Qamar, & Haque, 2018). *Financial distress* bisa disebabkan oleh berbagai faktor. Yadiati (2017) menyebutkan beberapa faktor penyebab seperti pembiayaan operasional yang semakin tinggi, likuiditas yang semakin menurun, dan pendapatan yang sangat bergantung pada kondisi ekonomi. *Financial distress* juga dapat terjadi karena perusahaan mengalami kesulitan untuk membayar hutang yang sudah jatuh tempo (Dianova & Nahumury, 2019). Masalah internal seperti keuangan internal perusahaan maupun eksternal seperti tata kelola perusahaan juga bisa menyebabkan terjadinya *financial distress*.

Terdapat beberapa indikator untuk mengetahui terjadinya *financial distress* pada perusahaan dan tidak cukup hanya dengan menggunakan ukuran tata kelola perusahaan. Li *et al.* (2020) dan Chen, Chen, & Lien (2020) melaporkan bahwa *financial distress* dapat diprediksi dari kualitas tata kelola perusahaan yang disertai dengan pengukuran terhadap kondisi keuangan perusahaan. Variabel keuangan sebagai pengukur kinerja perusahaan bisa memberikan gambaran kondisi perusahaan (Setyaningsih & Gunarsih, 2018). Penilaian kinerja perusahaan merupakan dasar pengungkapan kondisi perusahaan yang sulit dipahami (Moch, Prihatni, & Buchdadi, 2019).

Penelitian ini dilandasi dengan dua teori. Teori pertama adalah teori keagenan (*agency theory*) yang digunakan untuk menggambarkan kerangka kerja yang menghubungkan pengambilan keputusan yang akan berdampak pada kondisi kesehatan perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan (Kristanti *et al.*, 2016). Melalui laporan keuangan, pihak eksternal dapat melihat rasio keuangan yang menggambarkan kondisi perusahaan. Teori keagenan menjelaskan adanya agen yang bisa bertindak di luar

kepentingan pemegang saham atau perusahaan karena adanya motif untuk memperkaya diri sendiri sehingga dibutuhkan beberapa pengendalian untuk menekan agen agar tidak bertindak di luar kepentingan perusahaan. Dalam penelitian ini, tata kelola perusahaan yang diukur dengan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, komisaris independen, dan dewan direksi diharapkan mampu mengurangi perilaku oportunistik manajemen atau agen sehingga mengurangi adanya risiko *financial distress* (Utama, Utama, & Amarullah, 2017).

Teori kedua adalah teori sinyal (*signaling theory*) yang digunakan untuk menjelaskan pengaruh kinerja perusahaan terhadap *financial distress*. Teori sinyal dapat membantu manajemen, pemilik perusahaan, dan pihak eksternal untuk meminimalisasi masalah keagenan dengan menyusun laporan keuangan yang berkualitas dan informatif (Restianti & Agustina, 2018). Teori sinyal menjelaskan tindakan yang dilakukan manajemen untuk memberikan petunjuk kepada investor tentang prospek suatu perusahaan (Krisnanda & Ratnadi, 2017). Teori sinyal dapat membantu perusahaan (agen), pemilik (prinsipal), dan pihak luar untuk mengurangi asimetri informasi dengan menghasilkan informasi laporan keuangan yang berkualitas atau terintegrasi (Sumani, 2020). Perusahaan yang sehat akan cenderung melakukan pengungkapan daripada perusahaan yang mengalami *financial distress* (Restianti & Agustina, 2018). Dalam penelitian ini, kinerja perusahaan diukur dengan profitabilitas, likuiditas, dan *leverage*.

Penelitian terdahulu yang menghubungkan *financial distress* dengan tata kelola dan (atau) kinerja perusahaan sudah beberapa kali dilakukan, tetapi hasil penelitian tidak konsisten. Penelitian Dianova & Nahumury (2019) menunjukkan bahwa likuiditas, *leverage*, pertumbuhan penjualan dan tata kelola perusahaan tidak memengaruhi *financial distress*. Namun, Setyaningsih & Gunarsih (2018) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *financial distress*, meskipun *current ratio*, *debt to equity ratio*, *debt to assets ratio*, dan *return on asset* tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Penelitian Pramudena (2017) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan manajerial berpengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*, sedangkan proporsi dewan komisaris dan jumlah direksi berpengaruh positif. Heniwati & Essen (2020) melaporkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif, *leverage* berpengaruh positif pada *financial distress*, tetapi likuiditas, pertumbuhan penjualan, kapasitas operasi, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dewan komisaris independen, dan dewan direksi sebagai mekanisme tata kelola perusahaan diharapkan dapat mengoptimalkan kinerja perusahaan sehingga mampu mengurangi risiko terjadinya *financial distress*. Kepemilikan saham oleh manajemen akan memaksa manajemen untuk memenuhi kepentingan pemegang saham (Li, Wang, & Deng, 2008). Kepemilikan institusional akan memotivasi keputusan manajemen menjadi lebih baik, bertanggung jawab, dan berpihak pada kepentingan pemegang saham, yang kemudian terdapat pengambilan keputusan yang merugikan perusahaan (Shahwan, 2015). Dewan komisaris independen berperan sebagai penanggung jawab pemantauan kualitas informasi laporan keuangan (Muda *et al.*, 2018). Dewan direksi memiliki tanggung jawab untuk memantau dan mengambil tindakan korektif jika terjadi penyimpangan (Allam, 2018).

Penelitian mengenai *financial distress* merupakan sesuatu yang penting untuk diketahui agar manajemen perusahaan mengetahui “sinyal” sebelum terjadi kebangkrutan. Penelitian sebelumnya yang membahas *financial distress* telah dilakukan dengan bermacam-macam variabel yang digunakan, tetapi masih sedikit yang menggabungkan ukuran tata kelola dan kinerja perusahaan. Tujuan penelitian ini adalah untuk

mendapatkan bukti empiris mengenai peran tata kelola dan kinerja perusahaan terhadap *financial distress* di sektor *consumer goods*.

Tata kelola perusahaan diukur dengan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dewan komisaris independen, dan dewan direksi. Kinerja perusahaan diukur dengan profitabilitas, likuiditas, dan *leverage*. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol yaitu ukuran dan umur perusahaan untuk mencegah hasil yang bias (Chen, Chen, & Lien, 2020). Ukuran perusahaan menunjukkan besarnya total aset yang dimiliki perusahaan. Total aset yang besar memberikan sinyal positif bagi kreditur karena perusahaan dianggap mampu melunasi kewajiban di masa depan, sehingga perusahaan dapat menghindari terjadinya *financial distress* (Santoso, Yulianeu, & Fathoni, 2018). Umur perusahaan menggambarkan lamanya waktu suatu perusahaan berdiri. Semakin tua perusahaan, maka risiko *financial distress* semakin kecil karena perusahaan yang telah lama berdiri memiliki banyak investor dan pangsa pasar yang luas (Astuti & Pamudji, 2015).

Penelitian ini berkontribusi untuk mengembangkan teori dan ilmu pengetahuan mengenai pengaruh tata kelola dan kinerja untuk memperkirakan *financial distress* perusahaan. Hasil penelitian ini dapat dijadikan informasi bagi pihak manajemen perusahaan bahwa “sinyal” kesulitan keuangan dapat diprediksi oleh tata kelola dan kinerja perusahaan, sehingga dapat mempercepat proses pengambilan keputusan ketika mendekati terjadinya *financial distress*.

Kepemilikan manajerial adalah kuantitas kepemilikan saham yang dimiliki manajemen atas total saham keseluruhan (Dianova & Nahumury, 2019). Kepemilikan saham oleh manajemen mampu mengoptimalkan kinerja perusahaan sehingga mengurangi risiko terjadi *financial distress* pada perusahaan (Pramudena, 2017). Dengan memiliki sejumlah saham, manajemen akan dipaksa memenuhi kepentingan pemegang saham (Li, Wang, & Deng, 2008). Menurut Witiastuti & Suryandari (2016), kepemilikan saham oleh manajer bisa mengakomodir posisi antara investor dan manajemen. Berdasarkan teori keagenan, manajemen disarankan untuk memiliki sejumlah risiko keuangan sebagai pemegang saham agar manajemen dapat bertindak sebaik mungkin yang tidak merugikan perusahaan dan dirinya sendiri (Witiastuti & Suryandari, 2016). Selain itu, jika manajemen memiliki kepemilikan bersama dalam perusahaan, upaya maksimalisasi kepentingan pemegang saham akan lebih terpantau dan terpenuhi (Pramudena, 2017). Penelitian Chen, Chen, & Lien (2020) dan Pramudena (2017) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress*. Kepemilikan saham oleh manajemen menandakan manajer dapat lebih baik dalam mengelola perusahaan untuk menghindari kesalahan pengambilan keputusan yang berdampak buruk bagi perusahaan. Hal tersebut berarti manajemen akan lebih cermat dalam mengelola perusahaan dengan adanya kepemilikan tersebut.

H<sub>1</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Kepemilikan institusional adalah jumlah kepemilikan pemegang saham institusional (Pramudena, 2017), seperti perusahaan asuransi, bank, atau perusahaan investasi lainnya. Kepemilikan saham oleh institusi akan meningkatkan kinerja perusahaan karena adanya pengawasan yang lebih ketat dan efektif oleh pihak institusional (Witiastuti & Suryandari, 2016). Berdasarkan perspektif teori keagenan, kepemilikan institusional dapat mengurangi divergensi kepentingan antara pemegang saham. Pengawasan yang dilakukan oleh pihak institusi akan memotivasi manajemen membuat keputusan yang lebih baik, bertanggung jawab, dan berpihak pada kepentingan pemegang saham sehingga dapat mencegah pembuatan keputusan yang merugikan perusahaan (Shahwan, 2015). Kondisi tersebut berarti semakin besar kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin kecil risiko terjadinya *financial distress* (Setyaningsih & Gunarsih, 2018). Penelitian Setyaningsih &

Gunarsih (2018) dan Li *et al.* (2020) mengemukakan bahwa kepemilikan institusional memengaruhi *financial distress* secara negatif. Hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional tidak sejalan dengan *financial distress*, sehingga semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kecil terjadinya *financial distress* pada perusahaan.

H: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Dewan komisaris disahkan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Menurut Dianova & Nahumury (2019), tata kelola perusahaan merupakan aspek terpenting untuk meningkatkan efisiensi, termasuk hubungan antara manajemen perusahaan, dewan komisaris, dan investor serta pemangku kepentingan lainnya. Komisaris independen muncul sebagai bagian dari dewan komisaris karena dewan komisaris belum mampu menjalankan fungsi pengawasan dengan baik dan independen. Berdasarkan teori keagenan, komisaris independen diharapkan dapat menciptakan iklim yang lebih objektif, independen, dan mampu menjaga stabilitas antara kepentingan pemegang saham mayoritas dan minoritas (Ibrahim, 2019). Dewan komisaris independen berperan sebagai penanggung jawab terkait pemantauan kualitas informasi laporan keuangan (Muda *et al.*, 2018). Kristanti *et al.* (2016) menyatakan komisaris independen memiliki fungsi untuk mengawasi direksi untuk menentukan kebijakan finansial sehingga mampu meminimalkan penggunaan dana yang bisa menyebabkan terjadinya kesulitan keuangan. Pada penelitian sebelumnya, proporsi komisaris independen berpengaruh negatif pada *financial distress* (Khairuddin, Mahsuni, & Afifudin, 2019). Berlandaskan pandangan teori agensi, fungsi komisaris independen perlu ada dalam suatu perusahaan karena berperan sebagai mediator dan regulator untuk meminimalkan dampak yang disebabkan oleh adanya berbagai kepentingan yang bukan untuk kepentingan para investor (Wibowo, 2010). Dengan demikian, fungsi komisaris independen pada perusahaan dapat meminimalkan terjadinya *financial distress* (Witiastuti & Suryandari, 2016).

H: Proporsi dewan komisaris independen berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Menurut Rehman & Mangla (2010), tata kelola perusahaan yang efisien harus memastikan akuntabilitas dewan direksi dan manajemen. Dewan direksi menjalankan kegiatan operasional manajerial dan perusahaan. Dewan direksi juga menentukan kebijakan dan strategi jangka pendek dan jangka panjang. Dewan direksi yang efektif harus mengarahkan dan mengendalikan perusahaan secara tepat dan mendesain mekanisme manajemen risiko untuk memastikan bahwa perusahaan tidak berisiko tinggi yang mengakibatkan tekanan finansial (Abdullah, 2006). Dewan direksi bertugas memantau dan mengambil tindakan korektif jika terjadi penyimpangan (Allam, 2018). Teori keagenan menunjukkan bahwa salah satu peran utama dewan direksi adalah untuk memantau atau mengontrol perilaku oportunistik manajemen dengan berpihak kepada kepentingan pemegang saham (Jia, 2019). Menurut Pramudena (2017), dewan direksi yang baik mampu mengawasi seluruh departemen perusahaan sehingga dapat memantau kemajuan dan kinerja perusahaan, dan menghindari ancaman *financial distress*. Hasil penelitian Khairuddin, Mahsuni, & Afifudin (2019) menunjukkan bahwa jumlah direksi berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hal tersebut berarti banyaknya jumlah direksi akan meminimalisasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dikarenakan jumlah yang besar mampu mengawasi seluruh departemen dalam suatu perusahaan sehingga kemajuan dan kinerja perusahaan dapat dipantau untuk menghindari ancaman *financial distress* (Pramudena, 2017).

H: Jumlah dewan direksi berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Profitabilitas adalah rasio kinerja keuangan yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (Susanti, Latifa, & Sunarsi, 2020). Menurut Saputri &

Asrori (2019), profitabilitas mencerminkan keuntungan perusahaan yang dapat dijadikan landasan untuk pengambilan keputusan. Profitabilitas merupakan informasi terpenting bagi investor sebagai dasar untuk menganalisis perkembangan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan (Heniwati & Essen, 2020). Jika profitabilitas perusahaan baik, maka kreditor, pemasok, dan investor juga akan menilai baik kinerja perusahaan (Sanchiani & Bernawati, 2020). Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas, maka semakin positif sinyal yang diberikan ke *shareholders* sehingga *shareholders* mendapatkan *return* yang positif dari investasi. Penelitian ini menggunakan *Return on Assets* (ROA) sebagai rasio profitabilitas. Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang baik akan dengan sengaja memberikan sinyal kepada pasar dalam bentuk laporan keuangan (Heniwati & Essen, 2020). Informasi yang terdapat dalam laporan keuangan dapat menjadi sinyal bagi pihak eksternal pengguna laporan dimana perusahaan dianggap mampu menilai keberlangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang (Sanchiani & Bernawati, 2020). Teori sinyal juga menyatakan bahwa perusahaan yang sehat dapat mengirimkan “*good news*” sehingga akan memengaruhi pihak manajemen dalam memberikan informasi (Ross, 1977). Penelitian Kristanti, Rahayu, & Huda (2016) juga melaporkan bahwa ROA memengaruhi *financial distress* secara negatif. Hal tersebut mengindikasikan bahwa tingginya ROA menunjukkan penggunaan sumber data secara optimal, sehingga mampu menghasilkan keuntungan yang maksimal dan juga meminimalisasi risiko *financial distress*.

H<sub>1</sub>: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Likuiditas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek yang telah jatuh tempo (Moch, Prihatni, & Buchdadi, 2019). Likuiditas menjadi salah satu bentuk pertanggungjawaban manajemen ke prinsipal (Saputri & Asrori, 2019). Likuiditas digunakan sebagai sarana untuk memeriksa status keuangan perusahaan yang berhubungan dengan pemenuhan hutang jangka pendek (Bucci, 2014). Likuiditas juga berkaitan dengan lamanya waktu persediaan menjadi kas. Kas merupakan aset lancar yang paling likuid dan dapat digunakan dengan cepat untuk membayar hutang. Dengan demikian, perusahaan yang dapat mendanai dan melunasi kewajiban jangka pendek tidak berpotensi mengalami *financial distress* (Dianova & Nahumury, 2019). Dalam teori sinyal, likuiditas yang tinggi mencerminkan kemampuan yang tinggi dalam melunasi hutang, sehingga ini merupakan sinyal positif yang menunjukkan bahwa perusahaan dalam keadaan sehat (Restianti & Agustina, 2018). Penelitian Moch, Prihatni, & Buchdadi (2019) dan Susanti, Latifa, & Sunarsi (2020) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek (Sumani, 2019). Untuk dapat memenuhi kewajiban tersebut, maka perusahaan harus memiliki alat bayar yaitu aset lancar yang berjumlah jauh lebih besar dari hutang yang harus dibayar (Dianova & Nahumury, 2019). Ketika perusahaan mampu mendanai dan melunasi kewajiban jangka pendek, maka potensi perusahaan mengalami *financial distress* akan semakin kecil. Sebaliknya, jika perusahaan tidak dapat melunasi kewajiban jangka pendek, maka semakin besar kemungkinan terjadinya *financial distress*.

H<sub>2</sub>: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

*Leverage* yang tinggi menunjukkan tingginya penggunaan hutang (Restianti & Agustina, 2018). Menurut Dianova & Nahumury (2019), *leverage* muncul dari aktivitas meminjam dana dari pihak ketiga dalam bentuk hutang. *Leverage* yang tinggi menunjukkan tingginya jumlah pinjaman yang digunakan untuk membiayai perusahaan, sehingga semakin tinggi *leverage* dalam suatu perusahaan, maka semakin tinggi risiko terjadinya *financial distress*. Sebaliknya, jika *leverage* semakin rendah maka indikasi

*financial distress* juga akan menurun (Kristanti, Rahayu, & Huda, 2016). Tanggung jawab perusahaan adalah memberikan informasi dalam bentuk tingkat *leverage* kepada pemangku kepentingan untuk pengambilan keputusan (Heniwati & Essen, 2020). Dalam teori sinyal, sinyal negatif ditangkap oleh investor dan pihak lain karena perusahaan memiliki intensitas pengeluaran yang tinggi akibat adanya hutang, sehingga investor akan mencari alternatif pengembalian investasinya (Sanchiani & Bernawati, 2020). Sinyal negatif tersebut menunjukkan kegagalan perusahaan dalam mengelola aset sehingga terdapat risiko *financial distress*. Hasil penelitian Murhadi, Tanugara, & Sutejo (2018) dan Heniwati & Essen (2020) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif dengan *financial distress*. Kondisi tersebut berarti semakin tinggi *leverage* maka semakin tinggi juga potensi perusahaan mengalami *distress*. *Leverage* yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tidak dapat mengelola hutang mereka secara efisien, sehingga meningkatkan terjadinya *financial distress*.

H: *Leverage* berpengaruh positif terhadap *financial distress*.

## METODE

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diambil dari laporan keuangan perusahaan *consumer goods* di BEI (*Indonesia Stock Exchange*, 2022) pada tahun 2015 hingga 2019. Perusahaan ini dipilih berdasarkan beberapa kriteria di Tabel 1.

Tabel 1. Populasi dan Kriteria Sampel

No.	Kriteria	2015	2016	2017	2018	2019	Total
1.	Perusahaan <i>Consumer Goods Industry</i> yang terdaftar di BEI periode 2015-2019.	41	41	41	41	41	205
2.	Perusahaan yang <i>delisting</i> di BEI selama periode 2015-2019.	0	0	0	0	0	0
3.	Perusahaan yang tidak tersedia laporan keuangannya.	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(10)
4.	Perusahaan tidak memiliki data lengkap terkait variabel yang telah ditentukan, seperti komponen Z-Score.	(25)	(25)	(25)	(25)	(25)	(125)
<b>Total Sampel Penelitian</b>		14	14	14	14	14	70

Regresi linier berganda digunakan untuk menganalisis data penelitian karena penelitian ini menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Variabel terikat dan independen dalam penelitian ini dideskripsikan dalam Tabel 2. Model regresi adalah sebagai berikut:

$$FD = \alpha - \beta_1 MOWN - \beta_2 INOWN - \beta_3 INDCOM - \beta_4 DIRSIZE - \beta_5 PROFIT - \beta_6 LIQUID + \beta_7 LEV + \beta_8 FSIZE + \beta_9 AGE + e \quad (1)$$

Tabel 2. Deskripsi Operasional Variabel

Nama Variabel	Proksi/ Indikator	Pengukuran
<i>Financial Distress</i>	FD	$Z - \text{Score} = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$ (Harlen, Topowijono, & Azizah, 2019). $X_1 = \text{Working Capital} / \text{Total Assets}$ $X_2 = \text{Retained Earnings} / \text{Total Assets}$ $X_3 = \text{Earnings before Interest and Taxes (EBIT)} / \text{Total Assets}$ $X_4 = \text{Market Value Equity} / \text{Book Value of Total Debt}$
Kepemilikan Manajerial	MOWN	$\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajemen}}{\text{Total saham}}$ (Murhadi et al., 2018).
Kepemilikan Institusional	INOWN	$\frac{\text{Jumlah saham institusi}}{\text{Total saham}}$ (Murhadi et al., 2018).
Proporsi Dewan Komisaris Independen	INDCOM	$\frac{\text{Jumlah komisaris independen}}{\text{Total komisaris dalam perusahaan}}$ (Murhadi et al., 2018).
Jumlah Dewan Direksi	DIRSIZE	Jumlah dewan direksi ditentukan dari jumlah anggota dewan direksi di perusahaan selama periode tertentu (Z. Li et al., 2020).
Profitabilitas	PROFIT	$\frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total aset}}$ (Yadiati, 2017)
Likuiditas	LIQUID	$\frac{\text{Aset lancar}}{\text{Kewajiban lancar}}$ (Dianova & Nahumury, 2019)
<i>Leverage</i>	LEV	$\frac{\text{Total kewajiban}}{\text{Total aset}}$ (Dianova & Nahumury, 2019)
Ukuran Perusahaan	FSIZE	logaritma natural ( $\ln$ ) dari total aset perusahaan (Murhadi et al., 2018).
Umur Perusahaan	AGE	Jumlah tahun sejak berdirinya perusahaan (Astuti & Pamudji, 2015).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada model *Z-score* (1993), jika *Z-Score* bernilai lebih dari 2,60 maka suatu perusahaan dapat dianggap sehat. Namun jika *Z-Score* lebih kecil dari 1,10 maka itu menunjukkan prediksi kebangkrutan. Nilai antara  $1,10 < Z\text{-Score} < 2,60$  menunjukkan potensi kebangkrutan atau *gray area*. Data penelitian menunjukkan bahwa dari 70 total perusahaan, terdapat 55 perusahaan yang sehat, sejumlah 5 perusahaan dalam kriteria *gray area*, dan sejumlah 10 perusahaan yang memiliki potensi kebangkrutan.

Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai rata-rata *financial distress* pada perusahaan *consumer goods industry* adalah sebesar 7,21. Hal tersebut berarti rata-rata perusahaan sampel berada dalam kondisi sehat. Kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa terdapat 9,3% manajer yang sekaligus menjadi pemilik saham. Rata-rata kepemilikan saham institusional adalah 56% yang diharapkan menjadi penekan pada kebijakan manajerial. Nilai rerata proporsi dewan komisaris independen dan dewan direksi yaitu 0,4088 dan 5,9857 yang diharapkan dapat meningkatkan pengawasan dan mencegah tindakan manajemen yang tidak transparan. Kinerja perusahaan yang diukur dengan profitabilitas, likuiditas, dan *leverage* masing-masing mempunyai nilai rerata 0,0537, 2,8097, dan 0,4824. Data tersebut menunjukkan bahwa perusahaan pada *consumer goods industry* lebih banyak menggunakan hutang daripada pendanaan internal karena tingkat *leverage* yang tergolong tinggi (48,2%).

Tabel 3. Hasil Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FD	10	-6,4888	33,9989	7,2132	7,0171
MOWN	10	0,0000	0,6828	0,0933	0,1714
INOWN	10	0,0445	0,9003	0,5677	0,2330
INDCOM	10	0,3333	0,6000	0,4088	0,0801
DIRSIZE	10	2,0000	18,0000	5,9857	3,2415
PROFIT	10	-0,1761	0,2745	0,0537	0,0816
LIQUID	10	0,7557	7,5780	2,8097	1,7864
LEV	10	-0,0488	3,8688	0,4824	0,4914
FSIZE	10	25,4940	32,2010	28,5744	1,9342
AGE	10	15,0000	66,0000	39,1429	13,4857
Valid N (listwise)	10				

Pengujian normalitas pada studi ini dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* yang menghasilkan nilai 0,200 yang berarti data berdistribusi dengan normal. Hasil pengujian multikolinieritas menunjukkan nilai pada seluruh variabel independen mempunyai *tolerance* > 0,1 dan nilai *VIF* < 10. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas pada seluruh variabel independen yang diteliti. Tabel 4 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial (MOWN) secara signifikan berpengaruh negatif pada *financial distress*, sehingga hipotesis diterima. Hasil ini mendukung penelitian Pramudena (2017). Hasil yang diperoleh sesuai dengan teori keagenan yang mengemukakan adanya mekanisme insentif mendorong manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan *stakeholders* atau pemegang saham (Li, Wang, & Deng, 2008). Kepemilikan manajerial merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh manajemen, dalam hal ini adalah direksi dan komisaris (Witiastuti & Suryandari, 2016). Kepemilikan saham oleh manajer membuat manajer lebih berhati-hati dalam mengelola perusahaan untuk menghindari kesalahan pengambilan keputusan yang berdampak buruk bagi perusahaan (Pramudena, 2017). Jika direktur dan komisaris memiliki kepemilikan bersama dalam perusahaan, upaya untuk memaksimalkan kepentingan pemegang saham akan terpantau dan terpenuhi secara efektif (Li, Wang, & Deng, 2008). Kepemilikan manajerial dalam perusahaan di *consumer goods industry* dapat menghindarkan perusahaan dari *financial distress*.

Tabel 4. Hasil Regresi Berganda

Variabel	Model Regresi			Kesimpulan
	B	t	p-value	
(constant)	15,693	1,403	0,166	
MOWN	-10,182	-2,762	0,008	- (signifikan)
INOWN	0,285	0,098	0,923	+ (tidak signifikan)
INDCOM	6,055	0,954	0,344	+ (tidak signifikan)
DIRSIZE	0,281	1,737	0,088	+ (tidak signifikan)
PROFIT	-58,876	-9,266	0,000	- (signifikan)
LIQUID	-1,249	-3,902	0,000	- (signifikan)
LEV	-1,517	-1,610	0,113	- (tidak signifikan)
FSIZE	-0,687	-1,960	0,055	- (tidak signifikan)
AGE	-0,159	-3,897	0,000	- (signifikan)
Rsquare (R <sup>2</sup> )		0,791		

Tabel 4 menunjukkan kepemilikan institusional (INOWN) tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress* sehingga hipotesis ditolak. Hasil tersebut mendukung penelitian Udin, Khan, & Javid (2017) dan Witiastuti & Suryandari (2016) yang menemukan hasil

yang sama. Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan teori keagenan yang mengemukakan bahwa kepemilikan institusional akan mengurangi divergensi kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan akibat adanya pengawasan institusional. Fungsi pengawasan yang dilakukan oleh pemilik institusional akan membuat perusahaan lebih efisien dalam penggunaan aset walaupun pengawasan oleh investor sebagai pemilik perusahaan dilakukan dari luar perusahaan (Setyaningsih & Gunarsih, 2018). Penelitian ini tidak berhasil membuktikan adanya pengaruh kepemilikan institusional terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress* pada perusahaan barang konsumsi. Hal ini terjadi karena kepemilikan institusional adalah kepemilikan mayoritas dan terpusat sehingga dapat menyebabkan kurangnya transparansi dalam penggunaan dana di perusahaan. Kepemilikan institusional sering hanya bersifat formalitas, sehingga pengawasan terhadap manajemen tidak dijalankan oleh institusi (Witiastuti & Suryandari, 2016). Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional belum mampu untuk menghindarkan perusahaan dari risiko kemungkinan terjadinya *financial distress* dalam perusahaan di *consumer goods industry*.

Proporsi dewan komisaris independen (INDCOM) juga tidak berpengaruh terhadap *financial distress* sehingga hipotesis ditolak. Hasil tersebut mendukung hasil studi Witiastuti & Suryandari (2016). Hasil yang diperoleh tidak sejalan dengan teori keagenan yang menjelaskan bahwa fungsi komisaris independen adalah memediasi dan meminimalisasi pengaruh berbagai kepentingan yang mengesampingkan kepentingan *shareholders* sehingga mendorong dan menciptakan keadilan untuk mengutamakan kepentingan investor minoritas dan *stakeholders* lainnya (Wibowo, 2010). Penelitian ini menemukan bahwa dalam perusahaan barang konsumsi, besar kecilnya proporsi dewan komisaris independen belum mampu meramalkan potensi *financial distress*. Hal ini dapat terjadi karena komisaris independen belum menjalankan tugasnya secara efektif, sehingga tidak bisa memengaruhi keputusan yang dibuat manajemen dan meminimalisir terjadinya *financial distress* (Witiastuti & Suryandari, 2016). Dengan demikian, kemungkinan keberadaan komisaris independen di perusahaan *consumer goods industry* hanya untuk memenuhi ketentuan yang berlaku di Indonesia.

Keberadaan dewan direksi (DIRSIZE) juga tidak berpengaruh terhadap *financial distress*, sehingga hipotesis ditolak. Hasil tersebut mendukung penelitian Juniarti (2013) dan Mauda & Serly (2021). Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori keagenan yang mengemukakan bahwa dewan direksi berperan mengawasi seluruh departemen dalam suatu perusahaan sehingga dapat memantau kemajuan dan kinerja perusahaan untuk menghindari ancaman *financial distress* (Pramudena, 2017). Dewan direksi juga berperan memantau dan mengontrol perilaku oportunistik manajer (Jia, 2019). Penelitian ini memberikan bukti bahwa dalam perusahaan barang konsumsi, besar kecilnya jumlah dewan direksi belum mampu meramalkan potensi *financial distress*. Hal ini dapat terjadi karena dewan direksi telah mengetahui kondisi perusahaan yang sebenarnya, tetapi keputusan yang diambil melalui RUPS tidak hanya mempertimbangkan keputusan direksi, tetapi juga pihak lain yang berkepentingan. Selain itu, terlalu banyaknya anggota dewan direksi yang mengawasi dan memantau kinerja setiap departemen dapat menimbulkan masalah komunikasi dan koordinasi. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa jumlah dewan direksi belum mampu menghindarkan perusahaan dari risiko terjadinya *financial distress* dalam perusahaan di *consumer goods industry*.

Profitabilitas (PROFIT) secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *financial distress*, sehingga hipotesis diterima. Hasil tersebut sejalan dengan Widarjo & Setiawan (2009) dan Sanchiani & Bernawati (2020) yang menggunakan sampel penelitian perusahaan manufaktur. Hasil ini mendukung teori sinyal di mana profitabilitas yang tinggi

menunjukkan semakin kecil resiko perusahaan untuk mengalami kesulitan keuangan (Restianti & Agustina, 2018). Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang baik akan dengan sengaja memberikan sinyal kepada pasar dalam bentuk laporan keuangan (Heniwati & Essen, 2020). Profitabilitas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menggunakan aset untuk berproduksi dengan baik dan pengelolaan aset perusahaan yang lebih efektif dan efisien sehingga menghasilkan keuntungan yang lebih baik dan penggunaan dana yang lebih optimal (Moch, Prihatni, & Buchdadi, 2019). Efektivitas penggunaan aset akan mengurangi biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan sehingga perusahaan memiliki kecukupan dana untuk menjalankan usaha (Widarjo & Setiawan, 2009). Sehubungan dengan itu, dapat disimpulkan bahwa peningkatan profitabilitas dalam perusahaan di *consumer goods industry* dapat mengurangi risiko kemungkinan *financial distress* dalam perusahaan.

Likuiditas (LIQUID) secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *financial distress* sehingga hipotesis diterima. Hasil tersebut sejalan dengan Moch, Prihatni, & Buchdadi (2019) dan Khairuddin, Mahsuni, & Afifudin (2019). Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk membayarkan kewajiban jangka pendek. Dengan demikian, semakin tinggi likuiditas maka kemampuan perusahaan melunasi kewajiban semakin tinggi yang berarti perusahaan tersebut dalam keadaan sehat (Restianti & Agustina, 2018).

Keberadaan LEV tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress* sehingga hipotesis ditolak. Hasil tersebut mendukung penelitian Dianova & Nahumury (2019) dan Setyaningsih & Gunarsih (2018). *Leverage* dapat menjadi sinyal mengenai kondisi keuangan perusahaan yang dikirimkan perusahaan ke investor (Restianti & Agustina, 2018). Saputri & Asrori (2019) mengemukakan bahwa tingginya tingkat *leverage* mengindikasikan besarnya sumber pendanaan perusahaan dari hutang yang jika pengelolannya tidak dilakukan dengan baik sehingga mengakibatkan terjadinya *financial distress*. Penelitian ini tidak dapat memberikan bukti bahwa *leverage* memengaruhi kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*. Tingginya *leverage* perusahaan bukan sebagai indikator bahwa perusahaan sedang menghadapi *financial distress*, begitu juga sebaliknya. Hal ini bisa disebabkan oleh tingginya total kewajiban perusahaan yang diikuti dengan tingginya total aset sehingga perusahaan mampu membayar kewajibannya dengan menggunakan aset.

## SIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*. Namun, kepemilikan institusional, proporsi dewan komisaris independen, jumlah dewan direksi, dan *leverage* tidak memiliki pengaruh terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress* pada perusahaan di *consumer goods industry* pada tahun 2015 hingga 2019. Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, antara lain laporan keuangan perusahaan tidak semuanya tersedia, variabel pada beberapa perusahaan tidak tersedia dengan lengkap, dan hasil penelitian tidak dapat digeneralisasikan ke perusahaan industri lainnya. Saran bagi peneliti selanjutnya adalah menambah variabel-variabel lain yang mampu memprediksi *financial distress* perusahaan, seperti keragaman *gender* direksi. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat menggunakan kombinasi rasio yang berbeda seperti pertumbuhan penjualan dan periode penelitian yang lebih lama untuk mengembangkan penelitian ini. Penelitian ini memberikan kontribusi sebagai sarana pengembangan teori dan ilmu pengetahuan mengenai pengaruh tata kelola perusahaan dan

kinerja perusahaan untuk memperkirakan *financial distress* perusahaan, terutama yang bergerak di bidang industri barang konsumsi. Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai tambahan informasi pihak manajerial perusahaan bahwa “sinyal” kesulitan keuangan dapat dipengaruhi oleh tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan, sehingga mempercepat proses pengambilan keputusan saat *financial distress* yang mungkin saja terjadi. Temuan dalam penelitian ini menjadi penting karena perusahaan di *consumer goods industry* dapat mempertimbangkan untuk menerapkan struktur tata kelola perusahaan yang baik. Misalnya, perusahaan dapat mempertimbangkan adanya keseimbangan dalam kepemilikan manajerial dan mengontrol kecukupan dana yang ada agar penggunaan dana lebih optimal.

#### DAFTAR RUJUKAN

- Abdullah, S. N. (2006). Board Structure and Ownership in Malaysia: The Case of Distressed Listed Companies. *Corporate Governance*, 6(5), 582-594. doi:10.1108/14720700610706072.
- Allam, B. S. (2018). The Impact of Board Characteristics and Ownership Identity on Agency Costs and Firm Performance: UK Evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(6), 1147-1176. doi:10.1108/CG-09-2016-0184.
- Astuti, P. & Pamudji, S. (2015). Analisis Pengaruh Opini Going Concern, Likuiditas, Solvabilitas, Arus Kas, Umur Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kemungkinan Financial Distress. *Diponegoro Journal of Accounting*. 142-152.
- Bucci, R. V. (2014). Financial Ratios. *Medicine and Business* (pp. 69-78). doi:10.1007/978-3-319-04060-8.
- Chen, C., Chen, C., & Lien, D. (2020). Financial Distress Prediction Model: The Effects of Corporate Governance Indicators. *Journal of Forecasting*, 39(8), 1238-1252. doi:10.1002/for.2684.
- Dianova, A. & Nahumury, J. (2019). Investigating the Effect of Liquidity, Leverage, Sales Growth, and Good Corporate Governance on Financial Distress. *Journal of Accounting and Strategic Finance*, 2(2), 143-156. doi:10.33005/jasf.v2i2.49.
- Farooq, U., Qamar, M. A. J., & Haque, A. (2018). A Three-Stage Dynamic Model of Financial Distress. *Managerial Finance*, 44(9), 1101-1116. doi:10.1108/MF-07-2017-0244.
- Gillani, S. M. A. H., Ramakrishnan, S., Raza, H., & Ahmad, H. (2018). Review of Corporate Governance Practices and Financial Distress Prediction. *International Journal of Engineering and Technology*, 7(4), 30-33. doi:10.14419/ijet.v7i4.28.22385.
- Harlen, Y. S., Topowijono, & Azizah, D. F. (2019). Analisis Penggunaan Model Altman (Z-Score) untuk Memprediksi Potensi Kebangkrutan (Studi Kasus pada Perusahaan Sub Sektor Pertambangan Minyak dan Gas Bumi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 66(1), 79-88.
- Heniwati, E. & Essen, E. (2020). Which Retail Firm Characteristics Impact on Financial Distress?. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 22(1), 40-46. doi:10.9744/jak.22.1.30-36.
- Ibrahim, R. (2019). Corporate Governance Effect on Financial Distress: Evidence from Indonesian Public Listed Companies. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 21(3), 415-422. doi:10.14414/jebav.v21i3.1626.

- Indonesia Stock Exchange. (2022). *Laporan Keuangan dan Tahunan*. Diakses dari <https://testing.idx.id/id-id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/>.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. doi:10.1177/0018726718812602.
- Jia, J. (2019). Does Risk Management Committee Gender Diversity Matter? A Financial Distress Perspective. *Managerial Auditing Journal*, 34(8), 1050-1072. doi:10.1108/MAJ-05-2018-1874.
- Juniarti. (2013). Good Corporate Governance and Predicting Financial Distress Using Logistic and Probit Regression Model. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(1), 43-50. doi:10.9744/jak.15.1.43-50.
- Khairuddin, F., Mahsuni, A. W., & Afifudin. (2019). Pengaruh Good Corporate Governance dan Rasio Likuiditas terhadap Financial Distress di Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI 2015-2018. *Jurnal Ilmiah Riset Akuntansi*, 8(1), 142-158.
- Krisnanda, I. G. W. & Ratnadi, N. M. D. (2017). Pengaruh Financial Distress, Umur Perusahaan, Audit Tenure, Kompetensi Dewan Komisaris pada Kecepatan Publikasi Laporan Keuangan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 20(3), 1933-1960.
- Kristanti, F. T., Effendi, N., Herwany, A., & Febrian, E. (2016). Does Corporate Governance Affect the Financial Distress of Indonesian Company? A Survival Analysis Using Cox Hazard Model with Time-Dependent Covariates. *Advanced Science Letters*, 22(12), 4326-4329. doi:10.1166/asl.2016.8138.
- Kristanti, F. T., Rahayu, S., & Huda, A. N. (2016). The Determinant of Financial Distress on Indonesian Family Firm. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 440-447. doi:10.1016/j.sbspro.2016.05.018.
- Li, H. X., Wang, Z. J., & Deng, X. L. (2008). Ownership, Independent Directors, Agency Costs and Financial Distress: Evidence from Chinese Listed Companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business Society*, 8(5), 622-636. doi:10.1108/14720700810913287.
- Li, Z., Crook, J., Andreeva, G., & Tang, Y. (2020). Predicting the Risk of Financial Distress using Corporate Governance Measures. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68. doi:10.1016/j.pacfin.2020.101334.
- Mauda, A. & Serly, V. (2021). Pengaruh Karakteristik Dewan Direksi terhadap Financial Distress Perusahaan BUMN di Indonesia Tahun 2015 - 2019. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 3(3), 567-582. doi:10.24036/jea.v3i3.427.
- Moch, R., Prihatni, R., & Buchdadi, A. D. (2019). The Effect of Liquidity, Profitability, and Solvability to the Financial Distress of Manucatured Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) Period of Year 2015-2017. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(6), 1-16.
- Muda, I., Maulana, W., Siregar, H. S., & Indra, N. (2018). The Analysis of Effects of Good Corporate Governance on Earnings Management in Indonesia with Panel Data Approach. *Iranian Economic Review*, 22(2), 599-625. doi:10.22059/ier.2018.66169.
- Murhadi, R. W., Tanugara, F., & Sutejo, B. S. (2018). The Influence of Good Corporate Governance (GCG) on Financial Distress. *Advances in Social, Education, and Humanities Research*, 186, 76-79. doi:10.2991/insyma-18.2018.19.
- Platt, H. D. & Platt, M. B. (2002). Predicting Corporate Financial Distress: Reflections on Choice-Based Sample Bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2), 184-199. doi:10.1007/bf02755985.

- Pramudena, S. M. (2017). The Impact of Good Corporate Governance on Financial Distress in the Consumer Goods Sector. *Journal of Finance and Banking Review*, 2(4), 46-55.
- Rehman, R. U. & Mangla, I. (2010). Corporate Governance and Performance of Financial Institutions in Pakistan: A Comparison between Conventional and Islamic Banks in Pakistan. *Pakistan Development Review*, 49(4), 461-475. doi:10.30541/v49i4iipp.461-475.
- Restianti, T. & Agustina, L. (2018). The Effect of Financial Ratios on Financial Distress Conditions in Sub Industrial Sector Company. *Accounting Analysis Journal*, 7(1), 25-33. doi:10.15294/aa.v5i3.18996.
- Rochmah, H. N. & Ardianto, A. (2020). Catering Dividend: Dividend Premium and Free Cash Flow on Dividend Policy. *Cogent Business and Management*, 7(1), 1-16. doi:10.1080/23311975.2020.1812927.
- Ross, S. A. (1977). Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. doi:10.2307/3003485.
- Sanchiani, D. & Bernawati, Y. (2020). Financial Performance, Firm Growth, and Financial Distress: Evidence from Textile and Garment Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *Hamdard Islamicus*, 43(2), 1318-1327.
- Santoso, G. A. P., Yulianeu, & Fathoni, A. (2018). Analysis of Effect of Good Corporate Governance, Financial Performance, and Firm Size on Financial Distress in Property and Real Estate Company Listed BEI 2012-2016. *Journal of Management*, 4(4), 1-10.
- Saputri, L. & Asrori. (2019). The Effect of Leverage, Liquidity, and Profitability on Financial Distress with the Effectiveness of the Audit Committee as a Moderating Variable. *Accounting Analysis Journal*, 8(1), 38-44. doi:10.15294/aa.v8i1.25887.
- Setyaningsih, T. & Gunarsih, T. (2018). The Effect of Financial Ratio and Corporate Governance Mechanisms on the Financial Distress in the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Applied Economics in Developing Countries*, 3(2), 59-66. doi:10.30871/jama.v2i1.727.
- Shahwan, T. M. (2015). The Effects of Corporate Governance on Financial Performance and Financial Distress: Evidence from Egypt. *Journal of Intellectual Capital*, 15(5), 641-662. doi:10.1108/CG-11-2014-0140.
- Sumani. (2019). The Structure of Good Corporate Governance and Financial Indicators as Predictor of Financial Distress in Mining Sector Company in Indonesia. *Research in Business and Management*, 6(1), 1-12. doi:10.5296/rbm.v6i1.13440.
- Sumani, S. (2020). Prediksi Financial Distress: Rasio Keuangan dan Sensitivitas Makroekonomi Perusahaan Sektor Primer. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi dan Keuangan)*, 3(3), 285-305. doi:10.24034/j25485024.y2019.v3.i2.4153.
- Supriyanto, J. & Darmawan, A. (2018). The Effect of Financial Ratio on Financial Distress in Predicting Bankruptcy. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 2(1), 110-120. doi:10.30871/jama.v2i1.727.
- Susanti, N., Latifa, I., & Sunarsi, D. (2020). The Effects of Profitability, Leverage, and Liquidity on Financial Distress on Retail Companies Listed on Indonesian Stock Exchange. *Jurnal Ilmiah Ilmu Administrasi Publik*, 10(1), 45-52. doi:10.26858/jiap.v10i1.13568.
- Udin, S., Khan, M. A., & Javid, A. Y. (2017). The Effects of Ownership Structure on Likelihood of Financial Distress: An Empirical Evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(4), 589-612. doi:10.1108/CG-03-2016-0067.

- Utama, C. A., Utama, S., & Amarullah, F. (2017). Corporate Governance and Ownership Structure: Indonesia Evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(2), 165-191. doi: 10.1108/CG-12-2015-0171.
- Wibowo, E. (2010). Implementasi Good Corporate Governance Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Kewirausahaan*, 10(2), 126-138.
- Widarjo, W., & Setiawan, D. (2009). Pengaruh Rasio Keuangan terhadap Kondisi Financial Distress Perusahaan Otomotif. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(2), 107-119. doi: 10.34208/jba.v11i2.174.
- Witiasuti, R. S. & Suryandari, D. (2016). The Influence of Good Corporate Governance Mechanism on the Possibility Financial Distress. *Review of Integrative Business & Economics*, 5(1), 118-127.
- Yadiati, W. (2017). The Influence of Profitability on Financial Distress: A Research on Agricultural Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 6(11), 233-237.