

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia

Juni 2007, Vol.4, No. 1, hal. 95-114

MEKANISME *CORPORATE GOVERNANCE* DALAM PERUSAHAAN YANG MENGALAMI PERMASALAHAN KEUANGAN

Ratna Wardhani

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia

ratnawardhani@yahoo.com

Abstract

Corporate Governance mechanisms are believed to have strong impact on the companies' performance. The implementation of Corporate Governance in one company might be different to the implementation of Corporate Governance in other company due to the characteristics of the company. This study examines the difference of Corporate Governance mechanisms in financially distressed firms and non financially distressed firms. Corporate Governance mechanisms examined in this study are board size, independency of board, institutional ownership and director ownership. The result of this study shows that board size has a significant negative impact on the probability of firm experienced financial distressed after controlling for firms asset and leverage. This result is also confirmed by test using lag one year. This study fails to document the evidence of the relationship of board independency and ownership structure with the probability of firm experienced financial distressed.

Keywords: *Corporate Governance, financial distress, board size, board independency, board turnover, ownership structure*

PENDAHULUAN

Corporate Governance (CG) merupakan tata kelola perusahaan yang menjelaskan hubungan antara berbagai partisipan dalam perusahaan yang menentukan arah dan kinerja perusahaan (Monks & Minow 2001). Isu mengenai CG ini mulai mengemuka, khususnya di Indonesia, setelah Indonesia mengalami masa krisis yang berkepanjangan sejak tahun 1998. Banyak pihak yang mengatakan lamanya proses perbaikan di Indonesia disebabkan oleh sangat lemahnya CG yang diterapkan dalam perusahaan di Indonesia. Sejak saat itu, baik pemerintah maupun investor mulai memberikan perhatian yang cukup signifikan dalam praktek CG.

Porter (1991) menyatakan bahwa alasan mengapa perusahaan sukses atau gagal mungkin lebih disebabkan oleh strategi yang diterapkan oleh perusahaan. Kesuksesan suatu perusahaan banyak ditentukan oleh karakteristik strategis dan manajerial perusahaan tersebut. Strategi tersebut diantaranya dapat juga mencakup strategi penerapan sistem *Good Corporate Governance* (GCG) dalam perusahaan. Struktur GCG dalam suatu perusahaan bisa jadi dapat menentukan sukses tidaknya suatu perusahaan.

Dalam suatu perusahaan, dewan memegang peranan yang sangat signifikan bahkan peran yang utama dalam penentuan strategi perusahaan tersebut. Indonesia merupakan negara yang menggunakan sistem *two tier*, di mana dewan terdiri dari dewan komisaris dan dewan direksi. Dewan komisaris merupakan pihak yang melakukan fungsi *monitoring* terhadap kinerja manajemen, sedangkan dewan direksi merupakan pihak yang melakukan fungsi operasional perusahaan sehari-hari. Sedangkan Amerika merupakan negara yang menganut sistem *one tier*, di mana dewan hanya terdiri dari *boards of directors*. Istilah dewan direksi (*boards of directors*) di Amerika lebih mengacu pada fungsi dari dewan komisaris di Indonesia yang mengemban fungsi *monitoring* terhadap manajemen, sedangkan istilah dewan direksi di Indonesia mengacu pada fungsi manajemen yang menjalankan fungsi manajerial dan operasional perusahaan sehari-hari di Amerika. Perbedaan konsep *one tier* di Amerika dan *two tier* di Indonesia ini memberikan implikasi pada interpretasi hasil penelitian yang berkaitan dengan CG dari penelitian yang dilakukan dalam konteks negara Amerika.

Struktur CG dalam suatu perusahaan akan sangat menentukan nilai perusahaan dan tingkat kesehatan perusahaan. Penelitian mengenai pengaruh dari dewan komisaris sebagai salah satu mekanisme CG terhadap kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya. Hambrick & D'Aveni (1992) meneliti mengenai pengaruh dari CEO yang dominan terhadap kebangkrutan perusahaan. Mereka membuktikan bahwa CEO yang dominan memiliki hubungan yang lebih besar dengan kebangkrutan perusahaan

dibandingkan dengan CEO yang lemah. Selain itu, Daily & Dalton (1994) meneliti mengenai adanya kemungkinan hubungan dari dua aspek struktur *governance*, komposisi *boards of directors* (BOD) dan struktur kepemimpinan dari BOD, sebagai faktor penjelas dari kebangkrutan suatu perusahaan. Penelitian mereka menyimpulkan bahwa memang terdapat hubungan yang signifikan antara komposisi BOD dan struktur kepemimpinan BOD tersebut dengan kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan. Sedangkan Chaganti, Mahajan & Sharma (1985) juga meneliti hubungan antara struktur CG (dalam penelitian ini adalah komposisi BOD) dengan kebangkrutan. Mereka mengatakan bahwa tidak ada bukti yang mendukung hubungan antara komposisi BOD dengan kebangkrutan.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk membandingkan bagaimana praktek CG dalam perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dengan perusahaan yang sehat secara keuangan. Penelitian ini akan meneliti struktur CG yang berkaitan dengan dewan, diantaranya adalah ukuran dewan komisaris, independensi dari komisaris, dan struktur kepemilikan perusahaan. Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi terhadap penelitian mengenai perusahaan yang mengalami tekanan keuangan dan bagaimana pengaruh variabel mekanisme CG dalam melihat pengaruh strategi implementasi CG terhadap kemungkinan perusahaan mengalami tekanan keuangan.

Penelitian ini akan terbagi menjadi lima bagian. Bagian pertama berisi pendahuluan yang akan membahas mengenai latar belakang, tujuan penelitian, dan ruang lingkupnya. Sedangkan bagian kedua adalah landasan teori dan pengembangan hipotesis yang akan membahas teori mengenai struktur CG yang berkaitan dengan dewan, diantaranya adalah ukuran dewan komisaris, independensi dari komisaris, dan struktur kepemilikan perusahaan. Pada bagian tiga akan dibahas mengenai metodologi penelitian yang berkaitan dengan pemilihan sampel, model empiris yang digunakan, operasionalisasi variabel, dan pengujian modelnya. Sedangkan pada bagian empat akan membahas mengenai hasil penelitian ini. Akhirnya, di bagian lima akan dibahas mengenai kesimpulan, keterbatasan, dan potensi bagi riset di masa mendatang.

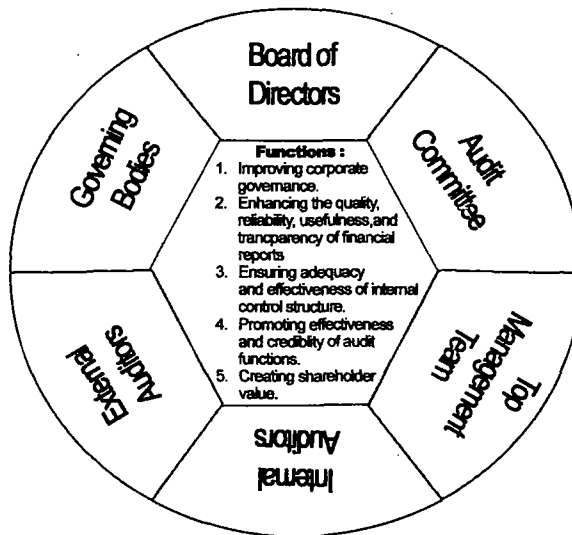
LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

CG biasanya mengacu pada sekumpulan mekanisme yang mempengaruhi keputusan yang akan diambil oleh manajer ketika ada pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian. Beberapa dari pengendalian ini terletak pada fungsi dari dewan direksi, pemegang saham institusional, dan pengendalian dari mekanisme pasar (Larcker et al. 2005). Blair (1995) mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai keseluruhan set aransemen legal, kebudayaan, dan institusional yang menentukan

apa yang dapat dilakukan oleh perusahaan publik, yang berkaitan dengan siapa yang mengendalikan, bagaimana pengendalian dilakukan, dan bagaimana risiko dan imbal hasil saham dari aktivitas-aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan tersebut dialokasikan (Darmawati 2003; dalam Siregar 2005).

Implementasi dari *Corporate Governance* dilakukan oleh seluruh pihak dalam perusahaan, dengan aktor utamanya adalah manajemen puncak perusahaan yang berwenang untuk menetapkan kebijakan perusahaan dan mengimplementasikan kebijakan tersebut. Pihak-pihak utama yang terkait dengan implementasi CG dan fungsi yang disumbangkan oleh pihak-pihak tersebut dapat dilihat pada gambar berikut ini:

Gambar 1
Corporate Governance dan Fungsinya



Sumber: Zabihollah Rezaee (2005), "Causes, consequences, and deterrence of financial statement fraud", *Critical Perspectives on Accounting* 16.

Pentingnya dewan dalam struktur CG memberikan intuisi bahwa dewan memiliki kekuatan untuk menentukan keberhasilan perusahaan. Salah satu ukuran keberhasilan perusahaan dapat dilihat dari kondisi keuangan yang dihadapinya. Keberadaan dan karakteristik dewan sebagai salah satu motor penggerak CG akan menentukan tingkat kesehatan keuangan perusahaan. Penelitian ini akan meneliti pengaruh dari struktur CG yang dilihat dari karakteristik dewan terhadap tingkat tekanan keuangan yang dihadapi oleh perusahaan. Struktur CG yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran dewan komisaris, independensi dari komisaris, dan struktur kepemilikan perusahaan.

Ukuran Dewan Komisaris

Dengan adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dengan manajer sebagai agennya, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen & Meckling 1976; Shleifer & Vishny 1997). Selain itu Mizruchi (1983) juga menjelaskan bahwa dewan merupakan pusat dari pengendalian dalam perusahaan, dan dewan ini merupakan penanggung jawab utama dalam tingkat kesehatan dan keberhasilan perusahaan secara jangka panjang (Louden 1982).

Salah satu fungsi utama dari anggota *board of directors* (di Indonesia merupakan fungsi dari komisaris, sehingga interpretasi dari *board of directors* dalam penelitian ini mengacu pada istilah komisaris) adalah melakukan *monitoring* terhadap kinerja direksi sebagai pihak yang mengelola operasional perusahaan. Pentingnya dewan komisaris tersebut kemudian menimbulkan pertanyaan baru, berapa banyak dewan yang dibutuhkan perusahaan? Apakah dengan semakin banyak dewan komisaris berarti perusahaan dapat meminimalisasi permasalahan agensi antara pemegang saham dengan direksi? Jumlah komisaris yang besar menguntungkan perusahaan dari sudut pandang *resources dependence* (Alexander, Fernell, Halporn 1993; Goodstein, Gautarn, Boeker 1994; Mintzberg 1983). Maksud dari pandangan *resources dependence* adalah bahwa perusahaan akan tergantung dengan komisarisnya untuk dapat mengelola sumber dayanya secara lebih baik. Pfeffer & Salancik (1978) juga menjelaskan bahwa semakin besar kebutuhan akan hubungan eksternal yang semakin efektif, maka kebutuhan akan komisaris dalam jumlah yang besar akan semakin tinggi.

Sedangkan kerugian dari jumlah dewan komisaris yang besar berkaitan dengan dua hal, yaitu: meningkatnya permasalahan dalam hal komunikasi dan koordinasi dengan semakin meningkatnya jumlah dewan komisaris dan turunnya kemampuan mereka untuk mengendalikan manajemen, sehingga menimbulkan permasalahan agensi yang muncul dari pemisahan antara manajemen dan kontrol (Jensen 1993; Yermack 1996). Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran dewan komisaris yang besar tidak bisa melakukan koordinasi, komunikasi, dan pengambilan keputusan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki dewan yang kecil sehingga nilai perusahaan yang memiliki dewan yang banyak lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki direksi lebih sedikit (Jensen 1993; Lipton and Lorsch 1992; Yermack 1996). Dalton et al. (1999) menyatakan adanya hubungan positif antara ukuran dewan dengan kinerja perusahaan. Sedangkan Eisenberg et al. (1998) menyatakan bahwa ada hubungan yang negatif antara ukuran dewan dengan kinerja perusahaan, dengan menggunakan sampel perusahaan di Finlandia.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya dapat disimpulkan bahwa dewan komisaris merupakan salah satu mekanisme yang sangat penting dalam CG, di mana keberadaannya menentukan kinerja perusahaan, khususnya kinerja keuangan. Namun demikian, bukti yang menyatakan efektivitas ukuran dewan masih berbaur. Efektivitas dalam menghasilkan kinerja akan berbeda bagi perusahaan yang sehat secara keuangan dibandingkan dengan perusahaan yang sedang dalam masalah keuangan. Karena penelitian sebelumnya menunjukkan adanya hubungan dua arah antara ukuran dewan komisaris dengan kondisi keuangan perusahaan, maka hipotesis yang dibentuk pada penelitian ini tidak memberikan apriori tertentu mengenai hubungan antar kedua variabel tersebut.

Dari penjelasan di atas maka dibentuklah hipotesis berikut ini:

H1: Ukuran dewan komisaris dalam suatu perusahaan berhubungan dengan tingkat kemungkinan perusahaan mengalami kondisi kesulitan keuangan.

Independensi Dewan Komisaris

Salah satu permasalahan dalam penerapan CG adalah adanya CEO yang memiliki kekuatan yang lebih besar dibandingkan dengan dewan komisaris. Padahal fungsi komisaris ini adalah untuk mengawasi kinerja dari direksi yang dipimpin oleh CEO tersebut. Efektivitas komisaris dalam menyeimbangkan kekuatan CEO tersebut sangat dipengaruhi oleh tingkat independensi dari dewan komisaris tersebut (Lorsch 1989; Mizruchi 1983; Zahra & Pearce 1989).

Penelitian mengenai dampak dari independensi komisaris terhadap kinerja perusahaan ternyata masih beragam. Ada penelitian yang menyatakan bahwa tingginya proporsi dewan luar berhubungan positif dengan kinerja perusahaan (Yermack 1996; Daily & Dalton 1993; Stream & Mizruchi 1993), bukan merupakan faktor dari kinerja perusahaan (Kesner & Johnson 1990), dan berhubungan negatif dengan kinerja (Baysinger, Kosnik & Turk 1991; Goodstein & Boeker 1991).

Konteks independensi ini menjadi semakin kompleks dalam perusahaan yang sedang mengalami kesulitan keuangan. Pfeffer & Salancik (1978) menyatakan bahwa dengan semakin meningkatnya tekanan dari lingkungan perusahaan maka kebutuhan akan dukungan dari luar juga semakin meningkat. Selain itu, Daily & Dalton (1994) menyatakan bahwa apabila ada resistensi dari CEO untuk menerapkan strategi yang agresif untuk mengatasi kinerja perusahaan yang terus menurun, maka adanya direksi dari luar akan mendorong pengambilan keputusan untuk melakukan perubahan. Hal ini disebabkan oleh kecenderungan bahwa semakin tinggi representasi dewan dalam (*insider board*) maka keterlibatan direksi dalam pengambilan keputusan yang strategis akan semakin rendah (Judge & Zeithaml 1992).

Karena penelitian sebelumnya menunjukkan bukti yang masih berbau mengenai hubungan antara independensi komisaris dengan kinerja keuangan perusahaan maka hipotesis yang dibentuk dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2: Proporsi komisaris independen berhubungan dengan kemungkinan perusahaan mengalami kondisi kesulitan keuangan.

Struktur Kepemilikan

Kemungkinan suatu perusahaan berada pada posisi tekanan keuangan juga banyak dipengaruhi oleh struktur kepemilikannya. Struktur kepemilikan tersebut menjelaskan komitmen dari pemiliknya untuk menyelamatkan perusahaan. Investor institusional dalam struktur kepemilikan perusahaan merupakan salah satu mekanisme alternatif dari *Corporate Governance*.¹ Tingginya kepemilikan oleh investor institusional akan mendorong aktivitas *monitoring* karena besarnya kekuatan *voting* mereka yang akan mempengaruhi kebijakan manajemen (Schleifer dan Vishny 1986). Dengan adanya kepemilikan saham oleh investor institusional yang tinggi ini maka pemegang saham institusional ini dapat menggantikan atau memperkuat fungsi *monitoring* dari dewan dalam perusahaan.

Penelitian Bushee (1998) dalam Siregar (2005) menyatakan bahwa investor institusional menjalankan peran *monitoring*-nya yang mendorong manajer untuk tidak melakukan tindakan yang merugikan dalam jangka panjang. Selain itu Mitra (2002), Koh (2003), dan Midaistuty dan Machfoedz (2003) menemukan bukti yang menyatakan adanya hubungan yang negatif antara kepemilikan institusional dengan manajemen laba. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran investor institusional akan membatasi manajer untuk melakukan pengelolaan laba dan investor institusional merupakan salah satu mekanisme *Corporate Governance* yang dapat menekan pengelolaan laba yang agresif dari perusahaan (Siregar 2005)

Penelitian yang dilakukan oleh Classens et al. (1996) mengenai struktur kepemilikan di Republik Ceko menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan lebih tinggi apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh lembaga keuangan yang disponsori oleh bank. Hal ini menjelaskan bahwa bank, sebagai pemilik perusahaan, akan menjalankan fungsi *monitoring*-nya dengan lebih baik dan investor percaya bahwa bank tidak akan melakukan ekspropriasi atas aset perusahaan. Selain itu, apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh perbankan maka apabila perusahaan tersebut menghadapi masalah keuangan maka perusahaan akan lebih mudah mendapatkan suntikan dana dari bank tersebut. Classens et al. (1999) menyatakan bahwa

¹ Investor institusional di sini merupakan institusi keuangan yang mencakup perusahaan asuransi, bank, dana pensiun dan perusahaan investasi (*investment banking*)

kepemilikan oleh bank akan menurunkan kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan.

Namun, apabila struktur kepemilikan perusahaan dimiliki oleh dewan direksi atau dewan komisarisnya maka dewan tersebut justru akan cenderung melakukan tindakan-tindakan ekspropriasi yang menguntungkannya secara pribadi. Oleh karena itu dengan kepemilikan perusahaan dimiliki oleh direksi semakin meningkat maka keputusan yang diambil oleh direksi akan lebih cenderung untuk menguntungkan dirinya dan secara keseluruhan akan merugikan perusahaan sehingga kemungkinan nilai perusahaan akan cenderung mengalami penurunan.

Di lain pihak kepemilikan oleh dewan direksi dan dewan komisaris akan menurunkan konflik agensi karena tidak adanya pemisahan antara pemilik dengan manajer sebagai agennya. Karena tidak adanya pemisahan tersebut maka direksi akan melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya dan juga menguntungkan perusahaan karena kepentingan direksi dan kepentingan perusahaan menjadi sejalan karena tidak adanya pemisahan kepentingan. Oleh karena itu maka keputusan yang diambil oleh direksi adalah keputusan yang memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga nilai perusahaan akan semakin meningkat dan kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan akan menurun.

Dari penjelasan di atas maka dibentuklah hipotesis berikut ini:

H3: Semakin kecil persentase kepemilikan oleh institusi keuangan, maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan mengalami kondisi kesulitan keuangan.

H4: Kepemilikan oleh dewan direksi dan dewan komisaris berhubungan dengan kemungkinan perusahaan mengalami kondisi kesulitan keuangan.

Selain struktur CG di atas, penelitian ini akan menggunakan variabel nilai total aset yang ditransformasi melalui proses logaritma dan variabel *leverage* (total hutang/total ekuitas) sebagai variabel pengendali dalam melakukan pengujian terhadap pengaruh mekanisme CG terhadap kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Nilai total aset merupakan proksi dari ukuran perusahaan, di mana ukuran perusahaan akan mempengaruhi kekuatan perusahaan dalam menghadapi kesulitan keuangan. Perusahaan besar pada umumnya memiliki fundamental keuangan yang lebih kuat dibandingkan perusahaan kecil sehingga tidak rentan terhadap guncangan keuangan. Sedangkan variabel *leverage* menjelaskan tingkat hutang yang dimiliki oleh perusahaan. Tingkat hutang ini akan mempengaruhi kesehatan keuangan perusahaan karena dengan semakin tingginya tingkat hutang yang dimiliki oleh perusahaan maka risiko perusahaan akan mengalami gagal bayar (*default*) akan semakin besar. Oleh karena itu tingkat hutang akan mempengaruhi kondisi kesehatan keuangan perusahaan.

METODOLOGI PENELITIAN

Metode Pemilihan Sampel

Untuk dapat menguji hipotesis di atas, maka penelitian ini mengambil sampel berpasangan (*matched-pairs sample*) antara perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dengan perusahaan yang sehat secara keuangan. Sampel tersebut diambil dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan periode laporan keuangan dari tahun 1999 sampai 2004. Penelitian ini menggunakan definisi *financial distressed* yang digunakan oleh Classens et al. (1999). Mereka mendefinisikan perusahaan yang berada dalam kesulitan keuangan sebagai perusahaan yang memiliki *interest coverage ratio* (rasio antara biaya bunga terhadap laba operasional) kurang dari satu.

Pengambilan sampel dilakukan dengan cara sebagai berikut:

1. Pengambilan sampel dari perusahaan publik yang memiliki rasio *interest coverage* kurang dari satu.
2. Pengambilan sampel dari perusahaan pasangannya yang rasio *interest coverage* tidak kurang dari satu dengan kriteria sebagai berikut:
 - *Industry*: perusahaan pasangan harus berada pada industri yang sama dengan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Pemasangan dilakukan dengan memilih perusahaan pengendali yang berada pada kode industri dua digit yang sama dengan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan.
 - *Firm size*: perusahaan pasangan yang dipilih memiliki ukuran perusahaan yang relatif sama dengan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Ukuran perusahaan dianggap sama apabila ukuran perusahaan pasangan tersebut berada pada $\pm 30\%$ dari total aset perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan.
 - *Time period*: perusahaan pasangan yang dipilih berada pada periode waktu yang sama dengan periode perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan.
3. Perusahaan yang tidak memiliki data laporan keuangan yang lengkap dikeluarkan dari sampel.

Model Penelitian

Variabel dependen dari penelitian ini merupakan variabel *binary*, yaitu apakah perusahaan tersebut mengalami kesulitan keuangan atau tidak. Oleh karena itu model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model Logit. Variabel independen yang digunakan dalam model ini adalah ukuran dewan komisaris, independensi dewan

(yang diproksi dengan proporsi komisaris independen), dan struktur kepemilikan (yang diukur dengan persentase kepemilikan bank dan/ atau lembaga keuangan dan persentase kepemilikan oleh direksi dan komisaris). Model ini menggunakan variabel ukuran perusahaan yang diproksi dengan Log rata-rata Total Aset dan *Leverage* sebagai variabel pengendali. Model yang akan digunakan adalah:

$$\begin{aligned} \ln(p/1-p) = \text{DISTRESSED}_t = & \beta_0 + \beta_1 \text{COM_SIZE}_t + \beta_2 \text{INDEP_COM}_t \\ & + \beta_3 \% \text{FIN_INS_OWN}_t + \beta_4 \% \text{BOARD_OWN}_t + \beta_5 \text{SIZE}_t \\ & + \beta_6 \text{LEV}_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Mekanisme CG dan kondisi keuangan suatu perusahaan kemungkinan tidak membuat perusahaan berada pada kesulitan keuangan pada periode yang bersangkutan secara langsung. Model dalam analisis tambahan yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan variabel independen dengan *lag* satu tahun. Hal ini dilakukan karena kondisi kesulitan keuangan yang dialami oleh perusahaan biasanya merupakan dampak dari kebijakan strategis pada periode sebelumnya, sehingga kebijakan strategis periode sebelumnya (periode t-1) akan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan di periode tertentu (periode t). Untuk menguji hal tersebut maka dalam pengujian analisis sensitivitas menggunakan variabel independen yang sama dengan model sebelumnya untuk tahun t-1 untuk memprediksi kondisi tekanan keuangan pada periode t (*lag* 1 tahun).

Operasionalisasi Variabel

Berikut ini adalah operasionalisasi variabel dari model di atas:

- DISTRESSED** : Nilai satu untuk perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan nilai 0 untuk lainnya.
Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan adalah perusahaan yang memiliki rasio operating profit/interest expense lebih kecil dari satu.
- COM_SIZE** : Ukuran (jumlah) dewan komisaris pada sebuah perusahaan di periode t, termasuk komisaris independen
- INDEP_COM** : Proporsi komisaris independen dibandingkan dengan total jumlah komisaris pada sebuah perusahaan di periode t. Jumlah komisaris independen didasarkan pada laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan dan/ atau laporan BEJ mengenai jumlah komisaris independen dalam tiap perusahaan.

- Laporan BEJ yang digunakan adalah laporan pada akhir tahun. Apabila dalam laporan keuangan maupun laporan BEJ tersebut tidak tercantum komisaris independen, maka jumlah komisaris independennya dianggap sama dengan nol.
- %FIN_INS_OWN** : Jumlah lembar saham yang dimiliki oleh investor institusional dibagi dengan total jumlah lembar saham yang beredar. Investor institusional mencakup bank, dana pensiun, perusahaan asuransi, dan lembaga keuangan lainnya.
- %BOARD_OWN** : Jumlah lembar saham yang dimiliki oleh komisaris terafiliasi (di luar komisaris independen) dan direksi dibagi dengan total jumlah lembar saham yang beredar.
- SIZE** : Logaritma natural dari rata-rata Total Aset. Rata-rata Total Aset adalah jumlah total aset periode t dan t+1 dibagi 2.
- LEV** : Total hutang jangka panjang dibagi dengan rata-rata total aset. Rata-rata Total Aset adalah jumlah total aset periode t dan t+1 dibagi 2.

ANALISIS HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Penelitian ini mengambil sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dengan laporan keuangan dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2004. Sampel yang diambil adalah perusahaan yang memiliki rasio laba usaha terhadap biaya bunga lebih kecil dari satu, dan perusahaan pasangannya yang memiliki rasio yang lebih besar dari satu dengan tingkat aset yang seukuran dan memiliki kode industri yang sama. Sampel yang diambil terdiri dari 51 perusahaan yang terdiri dari 120 *firm year*. Dari 120 *firm year* tersebut 61 *firm year* merupakan tahun perusahaan yang mengalami tekanan keuangan dan 59 *firm year* merupakan tahun perusahaan yang tidak mengalami tekanan keuangan. Jumlah tersebut tidak sama karena ada dua perusahaan yang tidak mengalami tekanan keuangan yang memiliki data tidak lengkap sehingga dikeluarkan dari sampel. Karakteristik dari sampel dapat dilihat dari Tabel 1 yang terdapat pada Lampiran.

Dari Tabel 1 tersebut dapat dilihat bahwa ukuran komisaris berkisar antara 2 hingga 10 orang dengan rata-rata 4 orang. Untuk perusahaan yang mengalami tekanan keuangan dan perusahaan yang tidak mengalami tekanan keuangan jumlah tersebut juga tidak jauh berbeda. Dalam komisaris tersebut, proporsi komisaris independen rata-rata sebesar 0.16 secara keseluruhan, 0.15 untuk perusahaan yang mengalami tekanan keuangan, dan 0.17 untuk perusahaan yang tidak mengalami

tekanan keuangan. Jumlah ini masih di bawah yang disyaratkan oleh Bapepam yaitu 33% (1 komisaris independen untuk total tiga orang komisaris). Hal ini mungkin disebabkan belum diharuskannya adanya komisaris independen pada tahun 1999 dan 2000 sehingga pada tahun tersebut perusahaan banyak yang tidak memiliki komisaris independen atau tidak mencantulkannya dalam laporan keuangan sehingga dianggap proporsi komisaris independennya sama dengan nol.

Analisis Hasil Model Logit

Pengujian pertama yang dilakukan dalam penelitian ini adalah pengujian dengan menggunakan model logit di mana akan dilihat hubungan kemungkinan perusahaan akan mengalami tekanan keuangan pada suatu periode dengan penerapan mekanisme CG pada periode yang sama dengan variabel ukuran perusahaan dan *leverage* sebagai variabel pengendali. Hasil pengujian pada model ini adalah sebagai berikut:

$$\ln(p/1-p) = \text{DISTRESSED}_i = -3.874 + .921\text{COM_SIZE}_i + -3.210\text{IN-DEP_COM}_i + .135\% \text{FIN_INS_OWN}_i + .156\% \text{BOARD_OWN}_i + -.721\text{SIZE}_i + 3.647\text{LEV}_i$$

Ringkasan dari hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 2 yang terdapat pada Lampiran

Berdasarkan hasil tersebut secara keseluruhan model dapat dilihat dari nilai Uji G, Uji Hosmer & Lemeshow, nilai R² dan Uji Wald. Uji G bertujuan untuk melihat pengujian koefisien regresi secara keseluruhan. Berdasarkan uji G dapat dilihat nilai -2 Log Likelihood mencapai 98.765. Nilai ini sangat besar dibandingkan dengan tabel X²_{df=n-k} (dengan alpha = 5%). Artinya adalah paling tidak ada salah satu *slope* yang signifikan secara statistik. Selain itu, pengujian model secara keseluruhan juga dapat dilihat dari *goodness of fit* dari model yang dapat dilihat dari nilai Hosmer & Lemeshow Test. Nilai probabilitas Hosmer & Lemeshow Test dari hasil di atas adalah sebesar 0,195, di mana nilai tersebut di atas 5%. Hal ini menunjukkan bahwa model tersebut dapat diterima. Dari *output* juga dapat dilihat bahwa nilai Cox & Snell R Square dan Nagelkerke R Square menunjukkan bahwa mekanisme CG dan variabel pengendali yang digunakan dalam pengujian ini dapat menjelaskan kemungkinan suatu perusahaan mengalami tekanan keuangan hingga 15.8% (Cox & Snell R Square) dan 21.9% (Nagelkerke R Square). Sedangkan berdasarkan Uji Wald, di mana uji ini merupakan pengujian signifikansi koefisien secara sendiri-sendiri, didapat bahwa koefisien β₁ (ukuran komisaris) dan koefisien variabel pengendali yaitu β₅ (Log rata-

rata total aset) dan β_6 (*Leverage*) adalah signifikan secara statistik (lebih kecil dari 10%). Dengan kata lain variabel independen tersebut memiliki pengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan berada pada kondisi tekanan keuangan.

Sedangkan nilai koefisien dari hasil pengujian tersebut menjelaskan bahwa apabila variabel lain dianggap konstan, maka setiap kenaikan satu orang komisaris dalam suatu perusahaan akan menurunkan kemungkinan perusahaan tersebut mengalami tekanan keuangan sebesar .398. Untuk ukuran komisaris pengujian di atas menghasilkan nilai yang signifikan dengan tanda negatif. Hal ini menunjukkan bahwa dengan semakin bertambahnya komisaris dalam suatu perusahaan maka fungsi *monitoring* terhadap kinerja direksi akan semakin dijalankan atau ditingkatkan seiring dengan semakin banyaknya komisaris yang melakukan pengawasan. Oleh sebab itu, dengan semakin meningkatnya fungsi *monitoring* yang dijalankan komisaris tersebut maka kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan akan semakin mengecil.

Variabel komisaris independen ternyata tidak signifikan dalam pengujian ini. Hal ini menunjukkan bahwa berapapun proporsi komisaris independen dalam suatu perusahaan, kemungkinan perusahaan tersebut mengalami tekanan keuangan adalah sama. Dengan kata lain proporsi komisaris independen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kemungkinan perusahaan berada pada kondisi tekanan keuangan. Penjelasan dari hasil ini adalah kemungkinan adanya komisaris independen dalam perusahaan yang diobservasi hanyalah bersifat formalitas untuk memenuhi regulasi saja. Sehingga keberadaan komisaris independen ini tidak untuk menjalankan fungsi *monitoring* yang baik dan tidak menggunakan independensinya untuk mengawasi kebijakan direksi. Selain itu nilai komisaris independen yang kurang signifikan ini mungkin disebabkan oleh belum diharuskannya pengangkatan komisaris independen sebelum tahun 2001, sehingga dalam observasi penelitian dari 1999 hingga 2001 perusahaan belum menetapkan adanya komisaris independen tersebut.

Dari sudut struktur kepemilikan penelitian ini menunjukkan bahwa berapapun persentase kepemilikan oleh institusi keuangan dalam suatu perusahaan, kemungkinan perusahaan tersebut mengalami tekanan keuangan adalah sama. Hal ini menunjukkan bahwa investor institusional sebagai pemilik tidak membantu perusahaan ketika perusahaan berada dalam kondisi tekanan keuangan. Kepemilikan oleh institusi keuangan pada awalnya dikatakan dapat mendukung perusahaan ketika perusahaan sedang berada dalam kesulitan keuangan dengan melakukan penyuntikan dana. Ternyata hal tersebut tidak dapat dibuktikan dalam penelitian ini.

Selain itu, berapapun persentase kepemilikan oleh direksi dan komisaris dalam suatu perusahaan, kemungkinan perusahaan tersebut mengalami tekanan keuangan adalah sama. Kepemilikan oleh direksi dan komisaris dapat dianggap akan memperburuk kondisi perusahaan karena apabila direksi menjadi pemilik

perusahaan maka akan terjadi kemungkinan ekspropriasi, dan di sisi lain kepemilikan oleh direksi dan komisaris akan menurunkan konflik agensi dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini juga tidak dapat dibuktikan dalam penelitian ini. Hasil ini kemungkinan disebabkan oleh kecilnya persentase kepemilikan oleh perbankan dan institusi keuangan lainnya dalam perusahaan sampel dan kepemilikan oleh direksi dan komisaris juga di batas oleh regulasi, sehingga nilai tersebut tidak signifikan. Hal yang tidak dapat diobservasi dalam penelitian ini adalah apabila kepemilikan direksi ataupun bank terhadap suatu perusahaan tidak secara langsung tetapi melalui perusahaan lainnya. Jadi ada kemungkinan seorang direksi atau bank memiliki perusahaan secara tidak langsung yaitu melalui perusahaan lainnya. Kepemilikan secara tidak langsung ini sulit diobservasi sehingga hal tersebut tidak diteliti dalam penelitian ini.

Untuk variabel pengendali yaitu ukuran perusahaan dan *leverage* menunjukkan nilai koefisien yang signifikan secara statistik. Berdasarkan hasil tersebut dapat dilihat bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka kemungkinan perusahaan mengalami tekanan keuangan akan semakin kecil. Sedangkan variabel *leverage* menunjukkan bahwa semakin besar tingkat hutang perusahaan maka kemungkinan perusahaan tersebut mengalami tekanan keuangan akan meningkat cukup besar.

Analisis Sensitivitas dengan Menggunakan *Lag* 1 Tahun

Model dalam analisis tambahan yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan variabel independen dengan *lag* satu tahun. Hasil pengujian pada model ini adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \ln(p/1-p) = \text{DISTRESSED}_i = & -2.874 + -1.475\text{COM_SIZE}_i + -1.651\text{IN-} \\ & \text{DEP_COM}_i + .024\%\text{FIN_INS_OWN}_i + .012\%\text{BOARD_} \\ & \text{OWN}_i + -.876\text{SIZE}_i + 3.532\text{LEV} \end{aligned}$$

Ringkasan dari hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 3 yang terdapat pada Lampiran.

Dari pengujian dengan model *lag* 1 tahun secara keseluruhan model tersebut dapat diterima dan paling tidak salah satu *slope* signifikan secara statistik. Sedangkan dari hasil pengujian di atas dapat dilihat bahwa mekanisme CG dan variabel pengendali yang digunakan dalam pengujian ini dapat menjelaskan kemungkinan suatu perusahaan mengalami tekanan keuangan hingga 12.4% (Cox & Snell R Square) dan 19.9% (Nagelkerke R Square). Nilai tersebut lebih kecil dari pengujian sebelumnya. Berarti kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan lebih

besar dijelaskan oleh mekanisme CG pada periode yang bersangkutan dibandingkan oleh periode sebelumnya. Untuk pengujian secara sendiri-sendiri didapat bahwa koefisien yang signifikan sama dengan pengujian sebelumnya yaitu β_1 (ukuran komisaris) dan koefisien variabel pengendali yaitu β_5 (Log Rata-rata Total Aset) dan β_6 (*Leverage*).

Variabel ukuran komisaris pada 1 tahun sebelumnya menunjukkan nilai yang signifikan dalam menentukan kemungkinan perusahaan mengalami tekanan keuangan. Konsisten dengan pengujian sebelumnya, hasil ini juga menunjukkan bahwa semakin besar jumlah komisaris pada periode sebelumnya juga akan menurunkan kemungkinan perusahaan mengalami kondisi tekanan keuangan. Hasil ini semakin mendukung kesimpulan bahwa dengan semakin besarnya jumlah komisaris maka fungsi *monitoring* yang dijalankan akan semakin meningkat, sehingga akan memperkecil kemungkinan pengambilan keputusan yang kurang tepat yang dilakukan oleh direksi. Dengan semakin baiknya fungsi *monitoring* tersebut maka perusahaan akan semakin terhindar dari kemungkinan kesulitan keuangan.

Berdasarkan pengujian dengan menggunakan nilai *lag* 1 tahun variabel yang berkaitan dengan mekanisme CG lainnya atau koefisien β_2 (Proporsi komisaris independen) β_3 (Kepemilikan oleh institusi keuangan) dan β_4 (Kepemilikan oleh dewan) tidak signifikan secara statistik. Hal ini menunjukkan bahwa berapapun proporsi komisaris independen, persentase kepemilikan oleh institusi keuangan, dan kepemilikan oleh dewan pada periode sebelumnya, maka kemungkinan perusahaan tersebut mengalami tekanan keuangan adalah sama. Sedangkan untuk variabel pengendali ukuran perusahaan dan *leverage* juga signifikan secara statistik dengan besaran yang tidak jauh berbeda dengan pengujian sebelumnya.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk melihat dampak dari ukuran komisaris, proporsi komisaris independen dan struktur kepemilikan sebagai bagian dari mekanisme *Corporate Governance* terhadap kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar jumlah komisaris dalam suatu perusahaan maka semakin rendah kemungkinan perusahaan mengalami kondisi tekanan keuangan. Hasil ini juga didukung oleh pengujian dengan menggunakan *lag* satu tahun. Berarti, jumlah komisaris akan memberikan dampak jangka pendek maupun dampak jangka panjang terhadap kondisi keuangan perusahaan. Dengan semakin banyak jumlah komisaris, maka fungsi *monitoring* terhadap kebijakan direksi dapat dijalankan dengan lebih baik, sehingga perusahaan akan terhindar dari kesulitan keuangan atau kemungkinan perusahaan mengalami

kesulitan keuangan akan semakin menurun. Sedangkan keberadaan komisaris independen justru tidak signifikan dalam penelitian ini, baik untuk pengujian pada periode yang sama ataupun untuk pengujian dengan menggunakan *lag* 1 tahun. Nilai komisaris independen yang kurang signifikan ini mungkin disebabkan oleh belum diharuskannya pengangkatan komisaris independen sebelum tahun 2001, sehingga dalam observasi penelitian dari 1999 hingga 2001 perusahaan belum menetapkan adanya komisaris independen tersebut.

Sedangkan variabel struktur kepemilikan yang direpresentasikan oleh kepemilikan oleh institusi keuangan dan kepemilikan oleh dewan menghasilkan nilai yang tidak signifikan baik untuk pengujian pada tahun yang sama maupun dengan menggunakan model *lag* 1 tahun. Dari hasil tersebut dapat dikatakan bahwa komitmen dari pemilik tidak mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan, kondisi keuangan perusahaan lebih ditentukan oleh keputusan yang diambil oleh pengelola perusahaan yaitu direksi dan komisaris.

Penelitian ini memberikan beberapa implikasi diantaranya adalah: (1) Penambahan jumlah komisaris akan menurunkan kemungkinan perusahaan mengalami kondisi kesulitan keuangan melalui fungsi *monitoring* yang lebih baik; (2) Komisaris independen seharusnya tidak hanya ditempatkan untuk memenuhi persyaratan regulasi saja, namun juga harus menjalankan fungsinya dengan baik sehingga kondisi keuangan perusahaan dapat lebih baik.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini diantaranya adalah: (1) Variabel pengendali yang digunakan dalam penelitian ini hanya rata-rata total aset dan *leverage*. Untuk mengembangkan penelitian ini penelitian selanjutnya mungkin dapat menambahkan variabel lain yang merupakan indikator keuangan yang dijadikan variabel pengendali; (2) Penelitian ini menggunakan periode penelitian dari 1999 hingga 2004, sedangkan mekanisme *Corporate Governance* baru mulai disyaratkan di Indonesia pada tahun 2001, sehingga banyak perusahaan yang belum menerapkan *Corporate Governance* pada tahun 1999 hingga 2000; (3) Penelitian ini juga hanya mengobservasi struktur kepemilikan yang bersifat langsung dan tidak dapat mengobservasi kepemilikan perusahaan yang bersifat tidak langsung. Untuk mengembangkan penelitian ini penelitian selanjutnya juga mungkin dapat membuat subsampel penelitian untuk observasi setelah tahun 2001 di mana perusahaan telah diwajibkan untuk menerapkan mekanisme *Corporate Governance* dan penelitian selanjutnya mungkin dapat mengobservasi kepemilikan oleh bank dan direksi ini baik secara langsung maupun secara tidak langsung.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, E. I. "Financial Ratio, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy." *The Journal of Finance*, September 23 (1968) : 589-609.
- Altman, E. I., Robert G. Haldeman, and P. Narayanan. "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporation." *Journal of Banking and Finance* Vol 1 (1977) : 29-54.
- Arsjah, Regina J. "Hubungan Corporate Governance, Nilai Perusahaan, dan Pengelolaan Laba di bursa Efek Jakarta." Disertasi, Universitas Indonesia, 2005.
- Bernstein, Ethan S. "All's Fair in Love, War & Bankruptcy?: Corporate Governance Implications of CEO Turnover in Financial Distress." *Harvard University Working Paper* : 1-33.
- Billger, S, and K.F. Hallock "Mass Layoff and CEO Turnover." *Industrial Relation* 44 no.3 (2005):463-489.
- Classens, Stijn., Simeon Djankov, and Leora Klapper. "Resolution of Corporate Distress in East Asia." *World Bank Policy Research Working Paper* June (1999) : 1-33.
- Daily, Catherine M., and Dan R. Dalton. "Corporate Governance and Bankrupt Firm: An Empirical Assessment." *Strategic Management Journal* October, Vol. 15 No.8 (1994):643-654.
- Daily, Catherine M., and Dan R. Dalton. "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure." *The Academy of Management Journal* December, Vol. 37 No. 6 (1994):1603-1617.
- Dalton, Dan R., and Catherine M. Dalton. "Spotlight on Corporate Governance." *Business Horizons Indiana University* 49 (2006): 91-95.
- Gillan, Stuart L., and John D. Martin. "Financial Engineering, Corporate Governance, and the Collapse of Enron." *Working Paper University of Delaware* (2002):1-36.
- Gilson, Stuart C., and Michael R. Vetsuypens. "CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis." *The Journal of Finance* June, Vol. 48 No.2 (1993): 425-458.
- Gujarati, Damodar N. *Basic Econometrics 4th ed*, McGraw Hill, 2003.
- Hambrick, D. C., and D'Aveni, R. A. "Large Corporate Failures as Downward Spirals." *Administrative Science Quarterly* 33 (1988): 1-23.
- Hambrick, D. C., and D'Aveni, R. A. "Top Team Deterioration as Part of the Downward Spiral of Large Corporate Bankruptcies." *Management Science* 38 (1992) : 1445-1466.
- Jensen, Michael, and Kevin Murphy. "Performance Pay and Top Management

- incentives." *Journal of Political Economy* 98 (1990) : 225-263.
- Jensen, Michael, and William Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3 (1976) : 305-360.
- Lemmon, Michael., and Karl Lins. "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis." *William Davidson Working Paper* April (2001) : 1-33.
- Lorsch, J.W. "Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Board." *Boston Harvard Business School Press* (1989)
- Mitton, Todd. "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis." *Journal of Financial Economics* Vol. 64 (2002) : 215-241.
- Mizruchi, M. S. "Who Control Whom? An Examination of the Relation between Management and boards of Directors in Large American Corporation." *Academy of Management Review* 8 (1983) : 426-435.
- Shleifer, Andrei., and Robert Vishny. "A Survey of Corporate Governance." *The Journal of Finance* June, Vol. 52 No.2 (1997) : 737-783.
- Siregar, Sylvia Veronica N.P. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management) dan Kekeliruan Penilaian Pasar." Disertasi Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia, 2005.
- Watts, R. dan J. Zimmerman. *Positive Accounting Theory*. NJ :Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1986.

LAMPIRAN

Tabel 1
Descriptive Statistics

	<i>All Sample</i>			<i>Financially Distressed Subsample</i>			<i>Non Financially Distressed Subsample</i>		
	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Mean</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Mean</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Mean</i>
COM_SIZE	2	10	4,06	2	10	3,75	2	9	4,37
INDEP_COM	,00	,50	,1594	,000	,500	,149	,00	,40	,1718
%FIN_INS_OWN	0	80	5,75	,000	79,510	5,775	0	31	5,73
%BOARD_OWN	,000	31,820	1,555	,000	31,820	1,705	,000	23,080	1,399
SIZE	7,348	9,954	8,864	7,348	9,954	8,863	7,590	9,942	8,865
LEV	,00	1,00	0,681	,00	1,00	0,897	,00	0,865	0,653
Valid N (listwise)	120			61			59		

Tabel 2
Output Model 1

Model Pengujian					
$\ln (p/1-p) = \text{DISTRESSED}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{COM_SIZE}_i + \beta_2 \text{INDEP_BOARD}_i + \beta_3 \% \text{FIN_INS_OWN}_i + \beta_4 \% \text{BOARD_OWN}_i + \beta_5 \text{SIZE}_i + \beta_6 \text{LEV}_i + \varepsilon_i$					
Dependen Variabel: 1 untuk perusahaan <i>financially distressed</i> 0 untuk lainnya					
Independen Variabel	Ekspektasi Tanda	Koefisien	Signifikansi	Exp (B)	
Constant	?	*** -3.874	.096	.020	
COM_SIZE	?	*** -.921	.067	.398	
INDEP_COM	?	-3.210	.173	.040	
%FIN_INS_OWN	-	.135	.246	1.144	
%BOARD_OWN	+	.156	.671	1.169	
SIZE	-	*** -.721	.085	.486	
LEV	+	** 3.647	.027	38.360	
Hosmer & Lemeshow Test		.195			
-2 Log Likelihood		98.765			
Cox & Snell R Square		.158			
Nagelkerke R Square		.219			

*Signifikan pada level 1%

**Signifikan pada level 5%

*** Signifikan pada level 10%

DISTRESSED: Nilai satu untuk perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan nilai 0 untuk lainnya. Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan adalah perusahaan yang memiliki rasio *operating profit/interest expense* lebih kecil dari satu. **COM_SIZE:** Ukuran (jumlah) dewan komisaris pada sebuah perusahaan di periode t, termasuk komisaris independen. **INDEP_COM:** Proporsi komisaris independen dibandingkan dengan total jumlah komisaris pada sebuah perusahaan di periode t. Jumlah komisaris independen didasarkan pada laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan. Apabila dalam laporan keuangan tersebut tidak tercantum komisaris independen, maka jumlah komisaris independennya dianggap sama dengan nol. **%FIN_INS_OWN:** Persentase kepemilikan oleh bank dan/atau lembaga keuangan. **%BOARD_OWN:** Persentase kepemilikan oleh dewan direksi dan dewan komisaris. **SIZE:** Transformasi Logaritma dari rata-rata Total Aset. **LEV:** Total hutang jangka panjang dibagi dengan rata-rata total aset.

Tabel 3
Output Model Sensitivitas dengan Lag 1 Tahun

Model Pengujian					
$\ln(p/1-p) = \text{DISTRESSED}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{COM_SIZE}_{t-1} + \beta_2 \text{INDEP_BOARD}_{t-1} + \beta_3 \% \text{FIN_INS_OWN}_{t-1} + \beta_4 \% \text{BOARD_OWN}_{t-1} + \beta_5 \text{SIZE}_{t-1} + \beta_6 \text{LEV}_{t-1} + \varepsilon_t$					
Dependen Variabel: 1 untuk perusahaan financially distressed 0 untuk lainnya					
Independen Variabel	Ekspektasi Tanda	Koefisien	Signifikansi	Exp (B)	
Constant	?	-2.874	.138	.056	
COM_SIZE	?	*** -1.475	.085	.228	
INDEP_COM	?	-1.651	.453	.192	
%FIN_INS_OWN	-	.024	.539	1.024	
%BOARD_OWN	+	.012	.347	1.012	
SIZE	-	*** -.876	.091	.416	
LEV	+	** 3.532	.013	34.192	
Hosmer & Lemeshow Test		.254			
-2 Log Likelihood		132.743			
Cox & Snell R Square		.124			
Nagelkerke R Square		.199			

*Signifikan pada level 1%

**Signifikan pada level 5%

*** Signifikan pada level 10%

DISTRESSED: Nilai satu untuk perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan nilai 0 untuk lainnya. Perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan adalah perusahaan yang memiliki rasio *operating profit/interest expense* lebih kecil dari satu. **COM_SIZE:** Ukuran (jumlah) dewan komisaris pada sebuah perusahaan di periode t, termasuk komisaris independen. **INDEP_COM:** Proporsi komisaris independen dibandingkan dengan total jumlah komisaris pada sebuah perusahaan di periode t. Jumlah komisaris independen didasarkan pada laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan. Apabila dalam laporan keuangan tersebut tidak tercantum komisaris independen, maka jumlah komisaris independennya dianggap sama dengan nol. **%FIN_INS_OWN:** Persentase kepemilikan oleh bank dan/atau lembaga keuangan. **%BOARD_OWN:** Persentase kepemilikan oleh dewan direksi dan dewan komisaris. **SIZE:** Transformasi Logaritma dari rata-rata Total Aset. **LEV:** Total hutang jangka panjang dibagi dengan rata-rata total aset.