

ANTESEDEN PROBABILITAS *FINANCIAL DISTRESS* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

Triani Pujiastuti
Yuharningsih

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Yogyakarta
Jl. SWK No.104 Lingkar Utara Condong Catur, 55283

Abstract

Based on theory and previous research, some factors which influenced probability of corporate financial distress were found. This research was done for testing the consistency of research result with different research period that would strengthen the related empirical research finding. The purpose of this research was to test the impact of profitability ratio (Return on Assets), working capital policy, capital structure, size, current ratio and firm age toward the probability of financial distress of manufacturing firms at Indonesian Stock Exchange. The method used in this research was purposive sampling, which was taking data with certain criteria. The criteria was that the companies or firms used were those which issued bond and were listed in Indonesian Stock Exchange between 2007 until 2012 and had data completion needed in this research. The research results using Logistic Regression were 1) test of profitability ratio, working capital policy ratio, capital structure, size, and firm age had significant influence to the probability of financial distress manufacturing firms in Indonesia, 2) partially only profitability ratio that had negative significant influence to the probability of financial distress manufacturing firms in Indonesia while working capital ratio, capital structure, size, and age firm did not have significant influence to financial distress manufacturing firms in Indonesia. This research produced prediction model of financial distress.

Key words: *capital structure, financial distress, firm age, firm size, profitability ratio, working capital*

Financial distress terjadi sebelum kebangkrutan. Model *financial distress* perlu untuk dikembangkan, karena dengan mengetahui kondisi *financial distress* perusahaan sejak dini diharapkan dapat dilakukan tindakan-tindakan untuk mengantisipasi kondisi yang mengarah pada kebangkrutan. Banyak sekali literatur yang menggambarkan model pre-

diksi kebangkrutan perusahaan, tetapi hanya sedikit penelitian yang berusaha untuk memprediksi *financial distress* suatu perusahaan. Hal ini dikarenakan sangat sulit mendefinisikan secara obyektif permulaan adanya *financial distress*. Rasio analisis tradisional berfokus pada profitabilitas, *solvency*, dan likuiditas. Perusahaan yang meng-

Korespondensi dengan Penulis:

Triani Pujiastuti: Telp./Fax. +62 274 486 733

E-mail: triani.pujiastuti@gmail.com

alami kerugian, tidak dapat membayar kewajiban atau tidak likuid mungkin memerlukan restrukturisasi. Untuk mengetahui adanya gejala kebangkrutan diperlukan suatu model untuk memprediksi *financial distress* untuk menghindari kerugian dalam nilai investasi.

Ketika sebuah perusahaan mengalami *financial distress*, perusahaan menghadapi dua masalah. Ini dapat diartikan sebagai kas jangka pendek pada neraca atau terlalu banyak utang pada sisi pasiva. Kedua hal ini sama menyebabkan arus kas yang tidak mencukupi untuk membayar kewajiban jangka pendek perusahaan. Hal ini mendorong perusahaan untuk melakukan negosiasi dengan kreditur mengenai kondisi terkait pembayaran kembali pinjamannya selama proses restrukturisasi kondisi *distress* perusahaan. Ketika mengalami *financial distress* perusahaan segera dihadapkan pada dilema yang sangat konfrontatif untuk menambah modal untuk biaya restrukturisasi (Hanafi & Mamdu, 2004).

Financial distress adalah proses yang kompleks dan rumit. Penelitian pada *financial distress* perusahaan secara relatif dibandingkan dengan pengetahuan tentang mekanisme dan proses perjalanan sebuah perusahaan. Kesulitan dalam pengukuran *financial distress* sering sekali mendorong untuk mengidentifikasi apakah faktor internal penyebab atau korban adanya *financial distress*.

Pengertian lain *financial distress* adalah kondisi ketika perusahaan tidak memiliki kapasitas dalam memenuhi segala kewajiban atau utangnya. Meningkatnya *Non-Performing Loan* (NPL) bank komersial dan tidak terdaftar pada perusahaan publik di Indonesia adalah jenis fenomena *financial distress* perusahaan. Kondisi *financial distress* dikelompokkan menjadi *solven* dan *insolven*, posisi kasnya minimum, dan mengalami ketidakmampuan membayar pinjaman kepada krediturnya. Dampaknya adalah perusahaan mengalami kerugian yang sangat besar.

Chiang & Ansell (2005) meneliti prediksi *financial distress* menggunakan lima teknik penilaian kredit, regresi logistik dengan sampel 491 perusahaan sehat dan 68 perusahaan retail yang *distress*, membandingkan tiga perusahaan retail di USA, Jepang, dan Eropa. Kelima penilaian kredit memiliki klasifikasi perusahaan yang mampu sebelum mengalami *financial distress* dengan akurasi 88%. Hasil ini mengindikasikan bahwa optimisasi adalah model terbaik. Penelitian serupa dilakukan pula oleh Zulkarnain (2009).

Penelitian ini menggunakan *multi log regression model* untuk menentukan faktor-faktor yg secara signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan yang terdaftar dalam pasar modal India. Metode *multi log regression model* membantu investor untuk membuat opini terkait saham yang diinvestasikan. Penelitian ini menggunakan 7 *financial ratio* seperti presentase perubahan *net sales*, *book value*, *PBIDT/sales*, *PEBV*, *OP*, dan *PECEPS* dapat dikelompokkan sampai 56,8% menjadi 3 kategori *good*, *average*, dan *poor*. Tingkat prediktor 58,8% adalah *good*, seperti matrik 3*3 dengan 9 sel dan 3 sel diagonal dan sisa 6 sel yg *misclassification*. Sehingga prediksi berdasar model ini di atas 33,33% dan dianggap akurat untuk saham di pasar modal India.

Jiming & Weiwei (2011) melakukan pengujian terhadap beberapa indikator non keuangan dalam memprediksi *financial distress* di China dengan sampel 50 perusahaan manufaktur di pasar modal Shenzhen dan Shanghai periode 2005-2007 dengan metode regresi logistik, dimana dua model prediksi *financial distress* dengan indikator keuangan dan gabungan antara indikator keuangan dan non keuangan. Hasil penelitian ini adalah model prediksi dengan indikator non keuangan dapat memperbaiki kemampuan perusahaan dalam memprediksi *financial distress* perusahaan namun validitas secara jangka panjang model gabungan indikator non keuangan dan keuangan lebih baik daripada model yang hanya menggunakan indikator keuangan saja. Sehingga jika dalam jangka

pendek jika krisis terjadi model yang lebih baik adalah yang lebih valid.

Janes (2003) menganalisis hubungan antara laporan akrual dan utang. *Financial distress* biasanya berdasarkan akrual yang tinggi. Dia menguji apakah laporan keuangan perusahaan menyediakan informasi yang berguna dalam memprediksi *financial distress* seperti yang direfleksikan dalam nilai keketatan utang. Pengujian hubungan antara akrual dan *financial distress* mengindikasikan bahwa laporan keuangan/akrual memberikan informasi dalam memprediksi *financial distress* dan hasil penelitian mengindikasikan bahwa peminjam tidak sepenuhnya mempertimbangkan hubungan itu.

Penelitian serupa dilakukan oleh Brahmana (2004) yang menguji dan menganalisis rasio keuangan perusahaan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi *financial distress* menggunakan data historis/sebelumnya dan membandingkannya dengan data saat ini. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur dan sampel penelitian adalah perusahaan yang *listed* dari Bursa Efek Jakarta dan semua yang *listed* periode 2000-2003. Metode statistik yang digunakan adalah regresi logistik. Secara keseluruhan, hasil penelitiannya adalah rasio keuangan yang tidak disesuaikan mempunyai peringkat lebih tinggi daripada rasio relatif industrinya dan dia menemukan 1% dari total sampel mengalami *financial distress*. Selain itu reputasi auditor juga memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap *financial distress*.

Almilia (2006) menganalisis perusahaan publik yang terdaftar di BEJ 2000-2001, sampel perusahaan 43 perusahaan dengan laba bersih dan nilai buku positif, 14 perusahaan dengan laba negatif dan masih *listed*, 24 perusahaan dengan laba dan nilai buku negatif. Model yang digunakan adalah menggunakan tiga model untuk menguji peran rasio keuangan dalam memprediksi *financial distress*. Hasilnya rasio keuangan seperti neraca, laporan laba rugi, dan arus kas adalah signifikan mempengaruhi *financial distress*.

Pranowo *et al.* (2010) juga menganalisis faktor yang mempengaruhi *financial distress* periode 2004-2008, hasilnya adalah bahwa perusahaan pertambangan mengalami *financial distress* lebih disebabkan oleh krisis keuangan global. Sedangkan perusahaan agribisnis merupakan perusahaan terbaik yang mampu memecahkan masalah *financial distress* global yang terjadi.

Almilia & Devi (2007) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur di Indonesia 2001-2005 dengan 119 perusahaan. Alat analisis yang digunakan adalah *logistic regression*. Temuannya adalah *growth* dan rasio likuiditas mempengaruhi peringkat obligasi, sedangkan rasio profitabilitas, *size*, jaminan, dan *maturity* tidak mempengaruhi peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Rahmad (2008) mencoba menganalisis faktor penentu *financial distress* perusahaan tahun 2001-2005, hasil temuannya menyatakan bahwa profitabilitas dan kebijakan modal kerja berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*. Jika profitabilitas besar maka laba perusahaan juga besar, sehingga kemampuan untuk membayar utang juga semakin besar. Dengan demikian profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Sedangkan struktur modal dan laba ditahan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Namun demikian penelitian ini masih penting untuk mengeksplor lebih jauh topik ini, dengan aspek yang berbeda dan variabel yang baru akan menambah bukti empiris terkait anteseden prediksi *financial distress* yang terjadi pada saat ini. Selain untuk uji konsistensi juga diharapkan memberikan bukti empiris yang lebih *robust*.

Alasan memasukkan *size* dan *leverage* sebagai determinan *financial distress* adalah karena *size* dianggap penentu *financial distress* karena semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kuat posisi keuangan perusahaan, sehingga dianggap lebih *solvable*. Namun sebaliknya semakin besar perusa-

haan maka utangnya juga semakin besar, sehingga probabilitas mengalami kesulitan membayar pinjaman juga semakin besar. *Leverage* perusahaan juga diprediksi meyebabkan *financial distress*, perusahaan dengan *leverage* tinggi maka semakin besar probabilitasnya untuk tidak sanggup melunasi segala utangnya.

Pada saat krisis beberapa tahun lalu, banyak perusahaan di Indonesia yang mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajibannya. Saat itu terjadi karena yang pertama, nilai tukar mata uang Indonesia yang mengalami depresiasi terhadap dollar Amerika, sehingga perusahaan yang memiliki pinjaman luar negeri jumlahnya semakin membesar, sedangkan pendapatan perusahaan tetap dalam mata uang Rupiah, hal inilah yang membuat mereka tidak mampu memenuhi kewajibannya. Selain itu, penyebab yang kedua adalah inflasi. Adanya kenaikan harga barang menyebabkan daya beli masyarakat menurun sehingga pendapatan perusahaan menurun, akibatnya mengalami krisis keuangan, yang sering disebut *financial distress*.

Penelitian ini, adalah mencoba menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *financial distress* dengan menggabungkan penelitian Janes (2003), Almilia (2006), Rahmad (2008), dan Pranowo *et al.* (2010), serta memasukkan variabel baru yang secara teori diprediksi meyebabkan *financial distress*, yaitu ukuran perusahaan (*size*) dan umur perusahaan (*age*). Sedangkan model analisis penelitian ini menggunakan *logistic regression* SPSS 15.

Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh secara serempak rasio profitabilitas, kebijakan modal kerja, struktur modal, *size*, *current ratio*, dan *age* terhadap probabilitas terjadinya *financial distress* perusahaan manufaktur di Indonesia. Serta untuk menganalisis pengaruh secara parsial rasio profitabilitas, kebijakan modal kerja, struktur modal, *size*, *current ratio*, dan *age* terhadap probabilitas terjadinya *financial distress* perusahaan manufaktur di Indonesia.

Financial Distress

Kondisi *financial distress* didefinisikan sebagai sebuah situasi dimana perusahaan tidak dapat memiliki kapasitas untuk memenuhi kewajiban atau tidak mampu melunasi segala utangnya kepada pihak ketiga. Adanya NPL bank komersial dan perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia menjadi indikator terjadinya *financial distress*. Menurut Pranowo *et al.* (2010), kondisi *financial distress* dikelompokkan berdasarkan mampu (*solvent*) dan tidak mampu memenuhi kewajiban (*insolvent*). Perusahaan yang mengalami *financial distress* adalah perusahaan yang selama beberapa tahun mengalami laba operasi bersih negatif dan dan selama lebih dari satu tahun tidak melakukan pembayaran dividen (Almilia, 2003).

Financial distress merupakan tahap sebelum perusahaan mengalami kebangkrutan, sehingga kondisi ini dapat digunakan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan. Jika kondisi keuangan tidak segera diselesaikan maka perusahaan akan mengalami kebangkrutan. Sehingga penting kiranya mengetahui determinan *financial distress* sebagai upaya lebih dini mengetahui kondisi pra kebangkrutan, dengan demikian segera bisa dilakukan langkah-langkah sebelum benar-benar mengalami kebangkrutan yang sesungguhnya (Platt & Platt, 2002, dalam Rahmad, 2008).

Peringkat Obligasi

Obligasi (*bond*) adalah kontrak jangka panjang dimana peminjam setuju untuk membayar bunga dan pokok pinjaman pada tanggal tertentu kepada pemegang obligasi tersebut. Investor banyak pilihan namun obligasi dikelompokkan menjadi obligasi pemerintah, obligasi perusahaan, obligasi pemerintah daerah, dan obligasi luar negeri. Peringkat obligasi dikatakan penting karena memiliki arti bagi investor maupun perusahaan karena peringkat obligasi adalah indikator dari risiko gagal bayar. Selain itu obligasi biasanya dibeli oleh investor

institusional dan banyak institusi hanya membeli obligasi yang layak investasi. Jadi jika obligasi sebuah perusahaan jatuh pada peringkat *triple B*, perusahaan akan mengalami kesulitan menjual obligasi baru karena kebanyakan potensi pembeli akan tidak diijinkan untuk membelinya (Brigham & Houston, 2006).

Sejak awal tahun 1990-an obligasi sudah diberi peringkat mutu yang mencerminkan kemungkinan untuk mengalami gagal bayar (*default*). Moody's menyebutkan bahwa obligasi *triple A* dan *double A* disebut sangat aman, *single A* dan *triple B* juga kuat untuk disebut layak investasi, sedangkan obligasi *double B* dikatakan lebih rendah. Begitu juga pasar obligasi di Indonesia juga sudah diberi peringkat mutu yang dilakukan oleh Pefindo (Brigham & Houston, 2006).

Hubungan antara Peringkat Obligasi dan *Financial distress*

Peringkat obligasi merupakan salah satu indikator risiko gagal bayar yang dialami oleh perusahaan dalam membayar pokok dan bunga obligasi (*default risk*). Berdasarkan peringkat obligasi, investor dapat mengetahui potensi gagal bayar perusahaan penerbit obligasi tersebut. Pemeringkatan obligasi di Indonesia dilakukan oleh Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo). PT. Pefindo merupakan lembaga pemeringkat di Indonesia yang memberikan penilaian obyektif, independen, dan terpercaya terhadap surat utang yang ditawarkan kepada masyarakat melalui peringkat obligasi/surat utang (Rahmad, 2008).

Lembaga pemeringkat obligasi di Indonesia adalah PT. Pefindo dan peringkat obligasi yang diberikan oleh Pefindo adalah sebagai berikut: (1) AAA, merupakan perusahaan dengan risiko investasi paling rendah, dimana berkemampuan paling baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban keuangannya; (2) AA, merupakan perusahaan dengan risiko investasi

sangat rendah dan berkemampuan sangat baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban keuangannya; (3) A, merupakan perusahaan dengan risiko investasi rendah dan berkemampuan baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban keuangannya; (4) BBB, merupakan perusahaan dengan risiko investasi cukup rendah dan berkemampuan cukup baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban keuangannya; (5) BB, memiliki kemampuan untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban keuangannya namun memiliki risiko cukup tinggi; (6) B, perusahaan dengan risiko investasi sangat tinggi dan berkemampuan terbatas untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban keuangannya; (7) CCC, menunjukkan perusahaan yang tidak mampu lagi melunasi utangnya; dan (8) D, menunjukkan kredit macet atau *default risk*.

Dalam penelitian ini kondisi *financial distress* diprosikan dengan *rating* obligasi. Perusahaan dikatakan mengalami *financial distress* apabila perusahaan yang menerbitkan obligasi mendapat peringkat D dari Pefindo yang berarti utang perusahaan macet atau usaha mengalami kegagalan (*default risk*). Sebaliknya perusahaan tidak dianggap mengalami *financial distress* jika perusahaan penerbit obligasi mendapat peringkat A, B, atau C mengacu pada hasil riset Rahmad (2008).

Penelitian Arun *et al.* (2012) menggunakan model *multi log regression* untuk menentukan faktor-faktor yang secara signifikan mempengaruhi kinerja perusahaan yang terdaftar dalam pasar modal India. Metode *multi logistic regresi* membantu investor untuk membuat opini terkait saham yg diinvestasikan. Penelitian ini menggunakan 7 *financial ratio* seperti presentase perubahan *net sales*, *book value*, *PBIDT/sales*, *PEBV*, *OP*, dan *PECEPS* dapat dikelompokkan sampai 56,8% menjadi 3 kategori *good*, *average*, dan *poor*. Tingkat prediktor adalah 58,8% adalah *good*, seperti matrik 3*3 dengan 9 sel dan 3 sel diagonal dan sisa 6 sel yg

misclassification. Sehingga prediksi berdasar model ini diatas 33,33%, dan dianggap akurat untuk saham di pasar modal India.

Jiming & Weiwei (2011) melakukan pengujian terhadap beberapa indikator non keuangan dalam memprediksi *financial distress* di China dengan sampel 50 perusahaan manufaktur di pasar modal Shenzhen dan Shanghai periode 2005-2007 dengan metode regresi logistik, dimana dua model prediksi *financial distress* dengan indikator keuangan dan gabungan antara indikator finansial dan non keuangan. Hasil penelitian ini adalah model prediksi dengan indikator non keuangan dapat memperbaiki kemampuan perusahaan dalam memprediksi *financial distress* perusahaan namun validitas secara jangka panjang model gabungan indikator non keuangan dan keuangan lebih baik daripada model yang hanya menggunakan indikator keuangan saja. Sehingga jika dalam jangka pendek terjadi krisis, model yang lebih baik adalah yang lebih valid.

Chiang & Ansell (2005) meneliti prediksi *financial distress* menggunakan lima teknik penilaian kredit, regresi logistik dengan sampel 491 perusahaan sehat dan 68 perusahaan retail yang *distress*, membandingkan tiga perusahaan retail di USA, Jepang, dan Eropa. Kelima penilaian kredit memiliki klasifikasi perusahaan yang mampu sebelum mengalami *financial distress* dengan akurasi 88%. Hasil ini mengindikasikan bahwa optimisasi adalah model terbaik.

Platt & Platt (2002) dalam Rahmad (2008) melakukan penelitian terhadap 24 perusahaan yang mengalami *financial distress* dan 62 perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*. Dengan menggunakan model logit, mereka berusaha untuk menentukan rasio keuangan yang paling dominan untuk memprediksi adanya *financial distress*. Temuan dari penelitian ini adalah variabel EBITDA/*sales*, *current assets/current liabilities*, dan *cash flow growth rate* memiliki hubungan negatif terhadap kemungkinan perusahaan akan mengalami

financial distress. Semakin besar rasio ini maka semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*. Variabel *net fixed assets/total assets*, *long-term debt/equity*, dan *notes payable/total assets* memiliki hubungan positif terhadap kemungkinan perusahaan akan mengalami *financial distress*. Semakin besar rasio ini maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*.

Rahmad (2008) mencoba menganalisis faktor penentu *financial distress* perusahaan tahun 2001-2005, hasil temuannya menyatakan bahwa profitabilitas dan kebijakan modal kerja berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*. Jika profitabilitas besar maka laba perusahaan juga besar, sehingga kemampuan untuk membayar utang juga semakin besar. Dengan demikian profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Sedangkan struktur modal dan laba ditahan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Gepp & Kumar (2008) meneliti model prediksi kegagalan bisnis yang akurat sangat berharga untuk sektor industri, terutama untuk industri keuangan dan pinjaman. Model yang populer dipakai adalah determinan dan *logic*. Dia mengenalkan model *survival* dan juga hibrida yang menggabungkan determinan/*logic* dengan *survival* tetapi secara empirik hasilnya belum baik. Sedangkan Adiana *et al.* (2008), mengembangkan tiga model, determinan, regresi *logistic*, dan *hazard model* dengan menggunakan 52 perusahaan *distress* dan non *distress*. Pada uji sampel diperoleh tingkat akurasi 94% tertinggi pada *hazard model* dibandingkan dengan yang lain, tetapi ketika seluruh sampel dimasukkan menghasilkan tingkat akurasi 84% dengan temuan yang berbeda. Pada variabel utang merupakan prediktor signifikan pada perusahaan yang mengalami *distress*, sedangkan pertumbuhan laba merupakan prediktor signifikan pada perusahaan non *distress*. Sementara Gepp & Kumar (2008) mengatakan bahwa *the cox model* mampu meng-

klasifikasi dan memprediksi kegagalan bisnis. Selain akurasi prediksi, *the cox model* menyediakan informasi lebih lanjut tentang proses kegagalan bisnis.

Andrade & Kaplan (1998) mempelajari 31 transaksi pada perusahaan dengan *leverage* tinggi, mendapatkan temuan bahwa dengan *leverage* tinggi akan menghasilkan nilai, tetapi secara langsung maupun tidak langsung akan menciptakan kesulitan keuangan sekitar 10% sampai 20% dari nilai perusahaan.

Almeida & Philippon (2000) melihat kesulitan keuangan perusahaan cenderung terjadi pada kondisi buruk dan probabilitas kegagalan berasal dari *spread* obligasi korporasi. PV dari biaya *distress* tergantung pada penilaian premi risiko yang disesuaikan, dan premi risiko *distress* dapat membantu mengapa perusahaan perlu menggunakan utang konservatif.

Fitzpatrick (2004) mengukur kondisi keuangan perusahaan melalui *Financial Score Condition (FSC)* dengan 3 variabel, *size*, *leverage*, dan standar deviasi dari aset perusahaan dengan model regresi probit. Periode penelitian dan jumlah perusahaan adalah 3689 (1988), 3910 (1993) dan 4777 (1998). Diperoleh hasil bukti empiris bahwa ada hubungan terbalik antara kinerja operasi selama *distress* dengan tingkat kegagalan.

HIPOTESIS

Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

- H₁: diduga rasio profitabilitas, kebijakan modal kerja, struktur modal, *size*, *current ratio*, dan *age* berpengaruh secara serempak terhadap probabilitas terjadinya *financial distress* perusahaan manufaktur di Indonesia.
- H₂: diduga rasio profitabilitas, kebijakan modal kerja, struktur modal, *size*, *current ratio*, dan *age* berpengaruh secara parsial terhadap

probabilitas terjadinya *financial distress* perusahaan manufaktur di Indonesia.

METODE

Penelitian ini mengambil data sekunder berupa laporan keuangan periode 2007-2012 yang dipublikasikan. Data laporan keuangan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Periodisasi data penelitian yang mencakup data periode tahun 2007-2012 dipandang cukup mewakili untuk memprediksi *financial distress*.

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang laporan keuangannya terdapat di publikasi BEI pada tahun 2007-2012. Sedangkan sampel dari penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yakni pengambilan sampel dengan kriteria tertentu. Kriteria tersebut adalah perusahaan yang menerbitkan obligasi dan *listing* di BEI antara 2007-2012, dan memiliki kelengkapan data yang diperlukan dalam penelitian.

Variabel dependen (Y) yang digunakan dalam penelitian ini adalah kondisi *financial distress*. Ukuran yang digunakan untuk menyatakan perusahaan mengalami *financial distress* adalah apabila perusahaan mendapat peringkat D dari Pefindo, yang berarti utang perusahaan macet atau mengalami kegagalan. Jika perusahaan mendapat peringkat D maka dinyatakan mengalami *financial distress* dan diberi nilai 1, dan apabila mendapat peringkat selain D dinyatakan sehat dan diberi nilai 0.

Variabel independen yang digunakan adalah: (1) profitabilitas (X_1), adalah rasio laba operasi terhadap penjualan bersih, yang dihitung dengan cara laba operasi dibagi dengan penjualan bersih; (2) kebijakan modal kerja (X_2), adalah rasio modal kerja terhadap total aktiva yang dihitung dengan cara modal kerja dibagi total aktiva. Dalam hal ini modal kerja adalah selisih aktiva lancar dan utang lancar; (3) struktur modal (X_3), adalah rasio total ekuitas terhadap total aktiva, yang dihitung de-

ngan cara total ekuitas dibagi dengan total aktiva; (4) *size* (X_4), adalah ukuran perusahaan yang dihitung dengan proksi logaritma natural dari total aktiva yang dimiliki perusahaan; (5) *current ratio* (X_5), adalah rasio aktiva dengan utang lancar, yang dihitung dengan cara membagi total aktiva lancar dibagi total utang lancar perusahaan; dan (6) *age* (X_6), adalah umur perusahaan yang dapat dilihat dari tahun berdirinya perusahaan, yang diprosikan dengan melakukan logaritma umur perusahaan.

Dalam penelitian ini menggunakan uji *kolmogorov-smirnov* dengan tingkat $\alpha = 5\%$. Apabila $P \text{ value} < \alpha$, maka data berdistribusi tidak normal, sedangkan jika $P \text{ value} > \alpha$, maka data distribusi normal (Gujarati, 2003).

Untuk menguji hipotesis pertama (H_1 dan H_2) digunakan *logistic regression*. *Logistic regression* sebenarnya sama dengan analisis regresi berganda hanya variabel terikat merupakan variabel *dummy* 0 dan 1. Model regresi logit yang akan digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut (Gozali, 2012):

$$\text{Status} = a + b(\text{Profit}) + c(\text{MK}) + d(\text{SM}) + e(\text{Size}) + f(\text{CR}) + g(\text{Age}) \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

Status : status perusahaan, dimana 0 untuk perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*; 1 untuk perusahaan yang mengalami *financial distress*

Profit : rasio profitabilitas

MK : modal kerja

SM : struktur modal

Size : ukuran perusahaan

CR : rasio likuiditas

Age : umur perusahaan

Untuk melihat *odds* atau probabilitas perusahaan melakukan pemecahan saham atau tidak melakukan pemecahan saham, dapat dicari dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Ln}[\text{odds}] = a + b_1(\text{Profit}) + b_2(\text{MK}) + b_3(\text{SM}) + b_4(\text{Size}) + b_5(\text{CR}) + b_6(\text{UMR}) \dots \dots \dots (2)$$

Atau

$$\text{Ln} \frac{P}{1-P} = b + b_1 (\text{Profit}) + b_2(\text{MK}) + b_3(\text{SM}) + b_4(\text{Size}) + b_5(\text{CR}) + b_6(\text{UMR}) \dots \dots \dots (3)$$

Dimana:

$$\text{odds} = \text{Ln} \frac{P}{1-P}$$

P adalah probabilitas perusahaan mengalami *financial distress* dengan variabel bebas rasio profitabilitas, kebijakan modal kerja, struktur modal, *size*, *current ratio* dan *age*. Model *log* dari *odds* pada persamaan (2) dapat ditransformasikan menjadi:

$$[\text{odds}] = e^{b+b_1(\text{PROFIT})+b_2(\text{MK})+b_3(\text{SM})+b_4(\text{Size})+b_5(\text{CR})+b_6(\text{UMR})} \dots \dots \dots (4)$$

Atau

$$\frac{P}{1-P} = e^{b+b_1(\text{Profit})+b_2(\text{MK})+b_3(\text{SM})+b_4(\text{Size})+b_5(\text{CR})+b_6(\text{UMR})} \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan:

e: bilangan eksponensial

b: konstanta

b_1 : koefisien regresi rasio *profit*

b_2 : koefisien regresi modal kerja

b_3 : koefisien regresi struktur modal

b_4 : koefisien regresi *size*

b_5 : koefisien regresi *current ratio*

b_6 : koefisien regresi umur perusahaan

Pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi dari ICMD dan data *bond rating* dari Pefindo tahun 2007-2012. Analisis data dari model dengan dukungan program SPSS for Windows. Hasil estimasi ini diharapkan mampu menjawab hipotesis yang diajukan dalam studi ini. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data

sekunder dari perusahaan yang telah tercatat di BEI periode 2007-2012.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dari perusahaan yang telah tercatat di BEI dan data *bond rating* dari Pefindo. Data semula periode 2008-2011. Pada periode 2008-2011 terdapat 393 perusahaan yang tercatat di BEI. Dari 393 perusahaan tersebut, sebanyak 250 perusahaan tidak membagi dividen secara konsisten selama 3 tahun, dan 101 perusahaan dikeluarkan dari sampel karena datanya tidak lengkap. Jadi jumlah sampel sebesar adalah 42 perusahaan. Jika selama 3 tahun menjadi 126 observasi, namun karena nilai *durbin watson* terlalu kecil, maka beberapa observasi yang memiliki residual yang ekstrem, dikeluarkan dari observasi, sehingga tinggal 99 observasi. Karena ada beberapa perusahaan yang tidak *listing* tahun 2011 maka observasi ditambah tahun 2007 dan 2012, sehingga jumlahnya 19 perusahaan dengan jumlah observasi akhir menjadi 114 observasi (n= 114). Hasil itulah yang selanjutnya akan digunakan untuk menganalisis hipotesis yang diajukan.

HASIL

Hasil Regresi Model Logit

Berdasarkan hasil olah data statistik SPSS model regresi logistik diperoleh hasil estimasi sebagai berikut:

Berdasarkan Tabel 1, untuk menilai ketepatan klasifikasi perusahaan yang sehat dan tidak sehat bisa dengan cara melihat besarnya persentase ketepatan prediksi (*percentage correct*). Pertama, menurut prediksi perusahaan yang kinerjanya sehat (kode 0) adalah 64 perusahaan, sedangkan hasil observasi menunjukkan ada 51 perusahaan sehingga ketepatan klasifikasi sebesar 79,7%. Kedua, menurut prediksi perusahaan yang mengalami *financial distress* (kode 1) sebesar 50 perusahaan, sedangkan hasil observasi hanya 27 perusahaan sehingga ketepatan klasifikasi sebesar 54%. Ketiga, secara keseluruhan ketepatan klasifikasi sebesar 68,4%.

Artinya, karena nilai prediksi sebesar 68,4% lebih besar dari 50% maka model yang dihasilkan memiliki kemampuan prediksi yang baik dalam

Tabel 1. Hasil Analisis Regresi Logistik

| Variabel | Coefficient | Std. Error | Wald | Sig. |
|----------------------------|-------------|------------|-------|-------|
| Profitabilitas | -4,732 | 1,941 | 5,946 | 0,015 |
| Modal Kerja | 0,000 | 0,000 | 0,041 | 0,840 |
| Struktur Modal | -0,867 | 0,556 | 2,430 | 0,119 |
| Ukuran Perusahaan | -0,038 | 0,084 | 0,202 | 0,653 |
| Likuiditas | -0,054 | 0,195 | 0,076 | 0,783 |
| Umur Perusahaan | 1,081 | 0,894 | 1,463 | 0,227 |
| Konstanta | -0,681 | 1,388 | 0,240 | 0,624 |
| <i>Nagelkerke R square</i> | 0,185 | | | |
| <i>Chi-square</i> | 11,567 | | | |
| Sig. | 0,172 | | | |
| <i>Percentage Correct</i> | | | | |
| Sehat | 79,7 | | | |
| <i>Distress</i> | 54,0 | | | |
| <i>Overall Percentage</i> | 68,4 | | | |

memprediksi probabilitas terjadinya *financial distress*.

Berdasarkan Tabel 1, model logit yang dihasilkan dalam penelitian ini adalah:

$$L_i = \ln(P_i/1-P_i) = -0,681 - 4,732X_1 + 0,000X_2 - 0,867X_3 - 0,038X_4 - 0,054X_5 + 1,081X_6$$

Uji Hipotesis

Pengujian Hipotesis Secara Serempak

Untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara serempak, maka digunakan uji *hosmer* dan *limeshow*. Hasil uji tersebut dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Uji Hosmer dan Lemeshow

| Step | Chi-square | Df | Sig. |
|------|------------|----|-------|
| 1 | 11,567 | 8 | 0,172 |

Nilai *test hosmer* dan *limeshow* sebesar 11,567 dan signifikan pada 0,172 oleh karena nilai signifikansi di atas 0,05 maka model dikatakan *fit* dan model dapat diterima, artinya secara bersama-sama rasio profitabilitas, kebijakan modal kerja, struktur modal, *size*, *current ratio*, dan *age* berpengaruh secara serempak terhadap probabilitas terjadinya *financial distress* perusahaan manufaktur di Indonesia.

Koefisien Determinasi (R square)

Berdasarkan Tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai koefisien determinasi *Nagelkerke* sebesar 0,185 atau sebesar 18,5%. Hasil ini menunjukkan bahwa variabilitas variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen sebesar 18,5% dan sisanya dipengaruhi oleh variabel di luar model.

Pengujian Hipotesis Secara Parsial

Untuk menguji hipotesis kedua pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial, digunakan uji signifikansi seperti Tabel 3.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil uji *wald* secara parsial, rasio profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. Hal ini berarti semakin besar rasio profitabilitas maka semakin kecil probabilitas terjadinya *financial distress* karena semakin besar kemampuan perusahaan menghasilkan laba, maka semakin meminimalkan risiko terjadinya kesulitan keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Rahmad (2008) dan Pranowo *et al.* (2010) yang menyatakan bahwa kondisi *financial distress* disebabkan oleh kondisi keuangan perusahaan namun tidak mendukung temuan Almilialia & Devi (2007).

Tabel 3. Uji Parsial

| Variabel | Coeficient | Nilai Wald | Probabilitas | Alpha (%) | Simpulan |
|-------------------|------------|------------|--------------|-----------|-------------|
| Profitabilitas | -4,732 | 5,946 | 0,015 | 5% | Ha diterima |
| Modal Kerja | 0,000 | 0,041 | 0,840 | 5% | Ha ditolak |
| Struktur Modal | -0,867 | 2,430 | 0,119 | 5% | Ha ditolak |
| Ukuran Perusahaan | -0,038 | 0,202 | 0,653 | 5% | Ha ditolak |
| Likuiditas | -0,054 | 0,076 | 0,783 | 5% | Ha ditolak |
| Umur Perusahaan | 1,081 | 1,463 | 0,227 | 5% | Ha ditolak |

Berdasarkan hasil uji *wald* secara parsial, kebijakan modal kerja tidak berpengaruh positif signifikan terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. Hal ini berarti semakin besar modal kerja yang diinvestasikan perusahaan maka semakin besar pula probabilitas terjadinya *financial distress* karena semakin besar alokasi pendanaan ke dalam modal kerja yang digunakan perusahaan, maka akan mengurangi besarnya dana yang seharusnya dapat digunakan untuk membayar utang. Namun tidak signifikannya pengaruh modal kerja ini karena kemungkinan sudah stabilnya kondisi keuangan perusahaan sampel sehingga tidak memengaruhi terjadinya *financial distress*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan temuan Rahmad (2008).

Berdasarkan hasil uji *wald* secara parsial, struktur modal tidak berpengaruh terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. Hal ini dikarenakan semakin membaiknya kondisi keuangan perusahaan pasca krisis moneter beberapa tahun silam sehingga pengelolaan utang sudah semakin baik, bahkan peringkat kredit juga cenderung bagus sehingga meskipun perusahaan banyak menggunakan utang namun tetap mampu membayar tepat waktu dan tidak mengarahkan perusahaan pada kondisi *financial distress*. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Rahmad (2008).

Berdasarkan hasil uji *wald* secara parsial, ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. Ukuran perusahaan dianggap penentu *financial distress* karena semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kuat posisi keuangan perusahaan, sehingga dianggap lebih *solvable*. Namun sebaliknya semakin besar perusahaan maka utangnya juga semakin besar, sehingga probabilitas mengalami kesulitan membayar pinjaman juga semakin besar. Tidak signifikannya ukuran perusahaan karena sudah semakin baiknya manajemen utang yang dijalankan perusahaan sehingga besar utang perusahaan tidak menyebabkan gagal bayar. Temuan ini selaras dengan penelitian Almilia & Devi (2007).

Berdasarkan hasil uji *wald* secara parsial, *current ratio* tidak berpengaruh terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. *Current ratio* dianggap penentu *financial distress* karena semakin besar rasio lancar perusahaan, maka semakin kecil kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar utang lancarnya. Namun tidak signifikannya variabel ini karena kemungkinan pembayaran utang diambilkan dari laba ditahan dan bukan dari rasio aktiva lancarnya. Temuan ini selaras dengan hasil Almilia & Devi (2007).

Berdasarkan hasil uji *wald* secara parsial, umur perusahaan tidak berpengaruh terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. Umur perusahaan dianggap penentu *financial distress* karena semakin tua usia perusahaan maka kemungkinan penggunaan utang juga semakin besar, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar utangnya. Namun tidak signifikannya variabel ini karena kemungkinan pembayaran utang diambilkan dari laba ditahan dan semakin baiknya manajemen pengelolaan utang perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil *regresi logistic model* diketahui bahwa *percentage correct* dalam hal ketepatan klasifikasi diperoleh ketepatan secara keseluruhan sebesar 68,4%. Hal ini menunjukkan bahwa model mempunyai kemampuan yang baik untuk memprediksi terjadinya probabilitas terjadinya *financial distress* pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Berdasarkan *Hosmer-Lemeshow test* model dapat dikatakan *fit* dan dapat diterima, sehingga secara serempak variabel rasio profitabilitas, kebijakan modal kerja, struktur modal, ukuran perusahaan, likuiditas, dan umur perusahaan berpengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Rasio profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap probabilitas terjadinya *financial distress* perusahaan manufaktur di Indonesia, rasio kebijakan modal kerja, struktur modal, ukuran perusahaan, dan umur perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap probabilitas terjadinya *financial distress* perusahaan di Indonesia.

Saran

Perusahaan sebaiknya lebih memperhatikan rasio profitabilitas karena faktor ini berpengaruh terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. Penelitian ini memiliki keterbatasan data perusahaan yang memiliki peringkat obligasi C dan D. Oleh karena itu dalam penelitian ini yang termasuk perusahaan dalam status *financial distress* tidak menggunakan klasifikasi peringkat obligasi C dan D, tetapi bagi perusahaan yang mengalami penurunan peringkat saja. Untuk kepentingan pengembangan ilmu pengetahuan, sebaiknya penelitian ini dilanjutkan dengan menggunakan *proxy* yang berbeda untuk menilai perusahaan yang termasuk dalam kondisi *financial distress* atau tidak, misalnya dengan melihat kondisi keuangannya. Dengan demikian diharapkan akan memperoleh hasil yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Adiana, N.H.A., Halim, A., Ahmad, H., & Rohani, M.R. 2008. Predicting Corporate Failure of Malaysia's Listed Companies: Comparing Multiple Discriminant Analysis, Logistic Regression, and the Hazard Model. *International Research Journal of Finance and Economics*, (5): 202–217.
- Almilia, L.A. 2003. Financial Ratios Analysis to Predict Financial Distress Condition in Manufacture Companies Which are Listed on Jakarta Stock Exchange. *Journal of STIE Perbanas Surabaya*.
- Almilia, L.S. 2006. Prediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Go-Publik dengan Menggunakan Analisis Multinomial Logit. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, XII(1) Maret.
- Almilia, L.S. & Devi, V. 2007. Faktor Faktor yang Memengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Proceeding Semnas Universitas Kristen Maranata Bandung*.
- Almeida, H. & Philippon, T. 2000. The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress. *The Stern School of Business New York University*, 62(6): 2557-2586.
- Andrade & Kaplan. 1998. How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. *Journal of Finance*, 53: 1443-1493.
- Arun, U. 2012. Forecasting Stock Performance in Indian Market Using Multinomial Logistic Regression. *Journal of Business Studies*, 3(3): 16-39.
- Brahmana. 2004. Identifying Financial Distress Condition in Indonesia Manufacture Industry. *Journal of Birmingham Business School University of Birmingham United Kingdom*.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. 2006. *Fundamentals of Financial of Management*. 10th Edition. South Western: Thomson.
- Chiang, H. & Ansell, J. 2005. Developing Financial Distress Prediction Models. *Journal of Management School and Economics University of Edinburgh*.
- Fitzpatrick. 2004. An Empirical Investigation of Dynamics of Financial Distress. *Dissertation*. Faculty of the Graduate School of the State University of New York.
- Gepp, A. & Kumar, K. 2008. The Role of Survival Analysis in Financial Distress. *International Research Journal of Finance and Economics*, 16.
- Gujarati. 2003. *Basic Econometrics*. Fourth Edition. USA: McGraw Hill.
- Gozali. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate Program IBM SPSS 20*. Edisi 6. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, M.M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE.
- Janes, T.D. 2003. Accrual, Financial Distress, and Debt Covenants. *Dissertation*. University of Michigan Business School.

Anteseden Probabilitas *Financial Distress* pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Triani Pujiastuti & Yuharningsih

- Jiming, L. & Weiwei, D. 2011. An Empirical Study on the Corporate Financial Distress Prediction Based on Logistic Model: Evidence from China's Manufacturing Industry. *International Journal of Digital Content Technology and its Applications*, 5(6).
- Pranowo, K., Achsani, A.N., Manurung, A.H., & Nuyartono, N. 2010. Determinant of Corporate Financial Distress in an Emerging Market Economy: Empirical Evidence from the Indonesian Stock Exchange 2004-2008. *International Research Journal of Finance and Economics*, 15(52).
- Rahmad, S. 2008. Faktor-Faktor yang Memengaruhi Financial Distress. *Jurnal Karisma*, 2(2).
- Zulkarnain. 2006. Prediction of Corporate Financial Distress: Evidence from Malaysian Listed Firms During the Asian Financial Crisis. *Journal of Faculty of Economics and Management University Putra Malaysia*.