

# Pengaruh Struktur Aset dan Struktur Modal terhadap *Financial Distress* dengan Tata Kelola Perusahaan sebagai Variabel Moderasi

Tedy Valens Silape\*<sup>1</sup>, Novie P. Sibilang<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Pascasarjana Magister Manajemen Universitas Klabat

---

## ARTICLE INFO



Jurnal Economic Resources

ISSN: 2620-6196

Vol. 8 Issue 1 (2025)

### Article history:

Received - 12 February 2025

Revised - 15 Maret 2025

Accepted - 07 July 2025

### Email Correspondence:

[novie@unklab.ac.id](mailto:novie@unklab.ac.id)

### Keywords:

*asset structure*

*capital structure*

*financial distress*

*corporate governance*

## ABSTRACT

Penelitian ini menganalisis pengaruh struktur aset dan struktur modal terhadap kesulitan keuangan perusahaan, dengan tata kelola perusahaan sebagai variabel moderasi. Penelitian ini berfokus pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2014 hingga 2019. Menggunakan analisis regresi berganda, hasil penelitian mendapati bahwa perusahaan yang tidak efisien dalam mengelola struktur aset akan lebih mungkin mengalami kesulitan keuangan, dan struktur modal memiliki pengaruh kuadratik (concave) signifikan terhadap kesulitan keuangan. Hasil penelitian juga mendapati bahwa tata kelola perusahaan berperan memoderasi pengaruh struktur aset dan struktur modal terhadap kesulitan keuangan. Temuan ini menunjukkan bahwa keterlibatan tata kelola perusahaan yang baik dapat mengurangi inefisiensi alokasi aset dan dapat mengoptimalkan struktur modal sehingga mengurangi terjadinya kesulitan keuangan perusahaan. Hasil penelitian belum mengklasifikasi perusahaan berdasarkan jenis industrinya.

---

## PENDAHULUAN

Ketika terjadi pandemi Covid-19 tahun 2019, hampir semua perusahaan di beberapa negara besar mengalami kesulitan untuk mencapai tujuan perusahaan yang telah ditetapkan sebelumnya. Perusahaan-perusahaan pada umumnya tidak siap dalam kondisi seperti itu.

Beberapa perusahaan yang tidak mengubah arah perusahaan mengalami masalah keuangan yang cukup sulit bahkan bisa terjadi kebangkrutan. Andrade dan Kaplan (1998) menyatakan bahwa *financial distress* merupakan suatu kondisi di mana perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang dapat berujung pada kebangkrutan. Perusahaan yang mengalami kondisi *financial distress* tentu saja berakibat tidak baik bagi perusahaan, karena

kondisi tersebut menunjukkan bahwa perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban finansialnya saat jatuh tempo.

Van Horne dan Wachowicz (2008) menyatakan bahwa kondisi *financial distress* dapat disebabkan oleh berbagai faktor, namun faktor utamanya adalah kinerja keuangan dari suatu perusahaan itu sendiri. Menurut Lizal (2002) terdapat tiga model penyebab utama *financial distress* antara lain yang pertama model *Neoclassical* di mana kebangkrutan disebabkan oleh kesalahan dalam alokasi aset. Model kedua yang disebut sebagai *financial model* di mana dalam alokasi aset perusahaan telah melakukannya dengan benar namun terjadi kesalahan dalam struktur modal yang menyebabkan kebangkrutan. Model yang ketiga *corporate governance model* di mana baik alokasi aset maupun struktur modal telah dilakukan dengan benar namun pengelolaan korporasi yang buruk menyebabkan terjadinya kebangkrutan. Faktor-faktor yang dapat mempengaruhi sensitivitas arus kas antara lain struktur aset dan struktur modal. Struktur aset mencerminkan seberapa besar aset tetap mendominasi kekayaan perusahaan (Delcours, 2007). Rajan dan Zingales (1995) menyatakan kebijakan terkait struktur modal dan struktur aset memainkan peran penting dalam menentukan kondisi suatu perusahaan baik itu bersifat jangka pendek maupun jangka panjang, karena struktur modal dan struktur aset tersebut terkait

dengan pembiayaan dan kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan.

Menurut Muigai (2013) bahwa *tangible asset* mempengaruhi kesulitan keuangan perusahaan dengan cara yang berbeda. Perusahaan yang mempertahankan sebagian besar investasi aset mereka dalam bentuk *tangible asset* kurang rentan mengalami *financial distress*. Kebijakan struktur modal itu sendiri merupakan kebijakan mengenai perpaduan dari berbagai bentuk pembiayaan yang digunakan oleh perusahaan untuk mendanai kegiatan operasinya (Fabozzi & Drake, 2009). Eldomiaty dan Ismail (2009) menyatakan bahwa struktur modal yang optimal merupakan suatu penentuan perpaduan yang cocok dari pemakaian dana jangka panjang yang dapat mengurangi biaya modal sehingga dapat mengoptimalkan nilai perusahaan.

Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki kesempatan dan peluang yang sama untuk bertumbuh dan berkembang, walaupun kecenderungan untuk bangkrut tetap ada, sehingga perusahaan-perusahaan tersebut berusaha untuk terus berada di lantai Bursa Efek Indonesia. Salah satu faktor yang diperhatikan Bursa Efek Indonesia adalah tata kelola perusahaan. Tata kelola perusahaan (*corporate governance*) merupakan suatu sistem yang dirancang untuk mengarahkan pengelolaan perusahaan secara profesional berdasarkan prinsip-prinsip transparansi, akuntabilitas, tanggung jawab, independen, kewajaran dan kesetaraan.

Penerapan komitmen tata kelola yang baik atau biasa disebut *good corporate governance* (GCG) terkandung pada misi perusahaan yaitu menciptakan daya saing untuk menarik investor dan emiten melalui pemberdayaan anggota bursa dan partisipan, penciptaan nilai tambah, efisiensi biaya serta penerapan *good governance*. Manfaat dari penerapan GCG dapat berdampak positif pada terciptanya akuntabilitas perusahaan, transaksi yang wajar dan independen, serta kehandalan dan peningkatan kualitas informasi kepada publik (Bursa Efek Indonesia, 2021).

Dari penjelasan di atas peneliti tertarik untuk melakukan penelitian mengenai pengaruh *asset structure* dan *capital structure* pada *financial distress* dengan *corporate governance* sebagai variabel moderasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

### *Asset Structure*

*Asset structure* adalah keputusan investasi jangka panjang yang melibatkan pengeluaran atau penggunaan dana yang cukup besar pada perusahaan. Perusahaan membutuhkan prosedur untuk menganalisis dan memilih investasi jangka panjangnya yang tepat yang dapat memaksimalkan profitabilitas perusahaan dengan mempertimbangkan resiko investasi yang ada. Penganggaran modal (*capital budgeting*) adalah istilah yang dipakai untuk proses mengevaluasi dan memilih investasi jangka panjang yang konsisten dengan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemilik (Gitman & Zutter, 2010).

Perusahaan biasanya melakukan berbagai investasi jangka panjang, tetapi yang paling umum adalah pada aset tetap, yang meliputi properti (tanah), pabrik, dan peralatan. Aset ini, sering disebut sebagai aset produktif, umumnya menjadi sumber untuk penghasilan dan nilai bagi perusahaan. Besarnya komposisi aset tetap yang produktif (*operating leverage*) yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi besarnya profit yang akan didapat perusahaan meskipun sebanding dengan resikonya. Sebuah perusahaan dengan lebih banyak aset produktif dapat memperoleh pengembalian rata-rata yang lebih tinggi dari pada perusahaan dengan aset produktif yang lebih rendah, meskipun pengembalian (*return*) pada perusahaan dengan aset produktif yang besar akan lebih fluktuatif (Gitman & Zutter, 2010). Teori neo-klasik menjelaskan bahwa *financial distress* diakibatkan oleh keadaan ketika alokasi aset tidak tepat. *Asset structure* biasanya bersifat spesifik pada jenis industri dan kebangkrutan adalah sarana re-alokasi aset. Dalam pendekatan neo-klasik, prosedur kebangkrutan adalah cara yang tak terelakkan untuk mengalokasikan sumber daya secara efisien (Lizal, 2002).

### *Capital Structure*

Sebagaimana perusahaan dapat mengontrol keputusan *operating leverage* (*fixed cost*), demikian juga perusahaan dapat mengontrol *financial leverage* untuk menentukan sumber pendanaan untuk *fixed asset* (*operating leverage*). Besaran *leverage* pada struktur modal (bauran antara hutang jangka panjang dan ekuitas) dapat secara signifikan mempengaruhi tingkat pengembalian (*return*) dan resiko. Semakin besar jumlah hutang jangka panjang semakin besar pula biaya bunga, dan biaya bunga ini harus tetap dibayarkan tanpa mempedulikan kinerja penjualan (Gitman & Zutter, 2010).

Karena *financial leverage* dapat memberi dampak besar bagi keberlangsungan perusahaan

(*going-concern*), maka manajemen harus dapat memahami bagaimana menganalisis dan mengevaluasi *leverage* ketika akan membuat keputusan struktur modal (Gitman & Zutter, 2010). Dalam hal memahami *financial leverage*, beberapa teori yang relevan dapat dipakai untuk menganalisis dan mengevaluasi keputusan *capital structure* antara lain teori pertukaran (*trade-off theory*) dan teori *Pecking order*.

### *Teori Pertukaran (Trade-off theory)*

Teori *trade-off* merupakan pengembangan dari teori Modigliani dan Miller (1958) yang dilakukan oleh Myers (1977). Teori ini menggambarkan bahwa struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan menyeimbangkan keuntungan atas penggunaan utang (*tax shield benefit of leverage*) dengan *cost of financial distress* dan *agency problem* (Megginson, 1997). Fakta bahwa beban bunga memberikan manfaat bagi perusahaan membuat biaya penggunaan utang sebagai sumber pendanaan menjadi lebih murah dibandingkan dengan saham sampai pada tingkat utang tertentu (Brigham & Houston, 2011). Semakin banyak sumber pendanaan dari hutang, maka semakin tinggi keuntungan pajak yang akan didapat perusahaan. Teori *Trade Off* menjelaskan adanya hubungan antara keuntungan pajak dan resiko kebangkrutan bilamana sumber pendanaan berasal dari utang. Seiring bertambahnya keuntungan pajak yang dihasilkan dari bertambahnya jumlah utang, bertambah pula resiko kebangkrutan yang dialami perusahaan dan sebaliknya (Brealey & Myers, 1991).

### *Pecking Order Theory*

Sumber pendanaan untuk *fixed asset* perusahaan berasal dari tiga sumber berbeda antara lain sumber pendanaan internal (laba yang ditahan) dan sumber pendanaan eksternal (obligasi dan saham). *Pecking-order theory* menjelaskan bahwa perusahaan lebih menyukai sumber pendanaan internal karena memiliki biaya pendanaan paling murah. Apabila pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan terlebih dahulu memilih untuk menerbitkan obligasi dengan pertimbangan adanya keuntungan pajak. Bilamana kebutuhan dana belum mencukupi maka pada akhirnya saham baru akan diterbitkan. Pendanaan dari saham merupakan pilihan terakhir dengan pertimbangan tidak adanya keuntungan pajak dan biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru. Penerbitan saham baru juga akan menurunkan harga saham lama dan dapat menjadi signal kabar buruk oleh pemodal (Myers & Majluf, 1984).

*Financial distress* dapat disebabkan oleh keputusan pemodal. Meskipun struktur aset perusahaan telah optimal, namun bilamana keputusan struktur modal buruk maka akan dapat menyebabkan munculnya masalah likuiditas. Dengan kata lain bahwa meskipun perusahaan layak dalam jangka panjang - dihasilkan oleh keputusan *asset structure* yang baik - , potensi kebangkrutan akan tinggi dalam jangka waktu pendek bilamana perusahaan mengalami kesulitan likuiditas-dihasilkan oleh keputusan *capital structure* yang buruk bangkrut (Lizal, 2002).

### *Corporate Governance*

*Forum for Corporate Governance in Indonesia* (2001), mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara para pemegang saham, pengurus (pengelola), pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan.

Mekanisme *corporate governance* bertujuan untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan, sehingga tidak terjadi konflik antara pihak agen dan principal yang berdampak pada penurunan *agency cost* (Bodroastuti, 2009). Praktek tata kelola perusahaan yang baik menghindarkan perusahaan dari kemungkinan terjadinya *financial distress* (Parker dkk., 2002). *Good Corporate Governance* berusaha menjaga keseimbangan di antara pencapaian tujuan ekonomi dan tujuan masyarakat. Alasan terakhir *financial distress* mungkin terjadi ketika perusahaan telah memiliki alokasi aset dan struktur modal yang tepat tetapi memiliki manajemen yang buruk. Inefisiensi kemudian mendorong perusahaan keluar dari pasar sebagai konsekuensi dari masalah yang belum terpecahkan dalam tata kelola perusahaan (Lizal, 2002).

Penelitian ini hanya mengevaluasi peran *corporate governance* sebagai variabel moderasi pada pengaruh *asset structure* dan *capital structure* terhadap *financial distress*, karena mekanisme *corporate governance* tidak secara langsung berkaitan dengan pilihan- pilihan investasi dan pendanaan yang dilakukan manajemen. Mekanisme *corporate governance* terbatas pada fungsi pengawasan dan pengendalian terhadap tindakan-tindakan oportunistik dewan direksi dan manajemen. Pengawasan dan pengendalian yang efektif dapat dilakukan dengan memaksimalkan implementasi *good corporate governance*.

### *Financial Distress*

Platt dan Platt (2002) menjelaskan *financial distress* sebagai tahap penurunan kondisi keuangan yang terjadi sebelum terjadinya kebangkrutan ataupun likuidasi. *Financial distress* dimulai dari ketidakmampuan dalam memenuhi kewajiban-kewajibannya, terutama kewajiban yang bersifat jangka pendek termasuk kewajiban likuiditas, dan juga termasuk kewajiban dalam kategori solvabilitas. Sementara Brigham dan Daves (2003) kesulitan keuangan terjadi atas serangkaian kesalahan, pengambilan keputusan yang kurang tepat dan kelemahan- kelemahan yang saling berhubungan yang dapat menyumbang secara langsung maupun tidak langsung kepada manajemen serta kurangnya upaya pengawasan kondisi keuangan perusahaan sehingga dalam penggunaannya kurang sesuai dengan apa yang dibutuhkan. Foster (1986) juga mendefinisikan *financial distress* sebagai masalah likuiditas yang parah yang tidak dapat diatasi tanpa melakukan perubahan ukuran yang besar terhadap operasi dan struktur perusahaan.

## **Pengembangan Hipotesis**

### *Pengaruh asset structure terhadap financial distress*

Menurut Devi dkk. (2017) perusahaan dengan struktur aktiva yang tinggi cenderung memilih menggunakan dana dari pihak luar atau hutang untuk mendanai kebutuhan modalnya. Sartono (2010) menyatakan struktur aset merupakan salah satu faktor penting pada *capital structure* atau keputusan pendanaan perusahaan, karena apabila perusahaan dihadapkan pada kondisi kesulitan keuangan dalam membayar hutangnya, aset-aset berwujud atau aset tetap yang dimiliki perusahaan dapat bertindak sebagai jaminan kepada pihak luar yang memberikan pinjaman. Sehingga Ariyani dkk. (2018) menjelaskan bahwa struktur aset digunakan perusahaan untuk menentukan seberapa besar komposisi penggunaan dana eksternal berupa hutang jangka panjang dalam struktur modalnya. Makin besar *fixed asset* yang dipunyai entitas maka makin besar pula hutang yang dapat diajukan perusahaan. Banyaknya aset tetap akan dijadikan dasar bagi kreditur untuk memberikan pinjaman.

Efisiensi investasi diukur sebagai penyimpangan dari investasi yang diharapkan dengan menggunakan model yang memprediksi investasi sebagai fungsi dari peluang pertumbuhan. Oleh karena itu, baik investasi berlebih (penyimpangan positif dari investasi yang diharapkan) dan investasi kurang (penyimpangan negatif dari investasi yang diharapkan) dianggap sebagai investasi yang tidak efisien (Biddle dkk., 2009; Chen dkk., 2011).

**H1: *Asset structure* berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* perusahaan.**

### *Pengaruh capital structure terhadap financial distress*

Struktur modal (*capital structure*) adalah bauran atau proporsi pembiayaan jangka panjang permanen perusahaan yang diwakili oleh utang, saham preferen dan ekuitas saham biasa (Van Horne & Wachowicz, 2017). Keputusan struktur modal merupakan campuran dari utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai usahanya (Brealey dkk., 2017) Menurut Rodoni dan Ali (2010) bahwa struktur modal adalah proporsi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan di mana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan. Dengan demikian maka struktur modal hanya merupakan sebagian saja dari struktur *financial*. Uttari dan Yadnya

(2018) menyatakan bahwa struktur modal merupakan proporsi atau perbandingan atas penggunaan modal asing (hutang jangka panjang) dengan modal sendiri.

Menurut Harahap (2015) rasio hutang atas modal atau *debt to equity ratio* menggambarkan sejauh mana modal pemilik dapat menutupi hutang-hutang kepada pihak luar (kreditur). Atas penggunaan hutang yang dilakukan perusahaan, maka perusahaan memiliki konsekuensi untuk menanggung beban secara tetap berupa cicilan hutang dan bunga (*leverage*). Struktur modal dapat diprosikan dengan *debt to equity ratio* (DER), dengan menghitung perbandingan antara total hutang hutang jangka panjang perusahaan dengan total modal sendiri perusahaan.

**H2: *Capital structure* berpengaruh secara kuadratik (*convex*) terhadap *financial distress* perusahaan.**

*Peran corporate governance memoderasi pengaruh asset structure dan capital structure terhadap financial distress*

Mekanisme tata kelola perusahaan yang baik berperan penting dalam keberlangsungan kegiatan operasi perusahaan sehingga dapat meningkatkan efisiensi perusahaan dan kepercayaan investor (Bodroastuti, 2009). Mekanisme *corporate governance* bertujuan untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan, sehingga tidak terjadi konflik antara pihak agen dan *principal* yang berdampak pada penurunan *agency cost* (Bodroastuti, 2009). Praktek tata kelola perusahaan yang baik menghindarkan perusahaan dari kemungkinan terjadinya *financial distress* (Parker dkk., 2002). Sjahputra (2002) menyimpulkan bahwa *Corporate Governance* adalah sistem yang mengatur, mengelola, dan mengawasi proses pengendalian usaha untuk menaikkan nilai saham, sekaligus sebagai bentuk perhatian kepada *stakeholders*, karyawan, kreditor, dan masyarakat sekitar. *Good Corporate Governance* berusaha menjaga keseimbangan diantara pencapaian tujuan ekonomi dan tujuan masyarakat.

Gilang dan Darsono (2019) menjelaskan bahwa *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) merupakan skor yang akan digunakan sebagai ukuran tentang penerapan *corporate governance* yang dilakukan oleh perusahaan, di mana merupakan total skor yang diberikan oleh *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG). Perbedaan skor CGPI mencerminkan perbedaan pelaksanaan *corporate governance* yang dilakukan oleh masing-masing perusahaan. Indikator *corporate governance* dalam penelitian ini menggunakan *corporate governance perception index* dari masing-masing perusahaan.

**H3 : *Corporate governance* berperan memoderasi pengaruh *asset structure* terhadap *financial distress* perusahaan.**

**H4 : *Corporate governance* berperan memoderasi pengaruh kuadratik *capital structure* terhadap *financial distress* perusahaan.**

## **METODOLOGI PENELITIAN**

### *Desain Penelitian*

Desain penelitian pada penelitian ini adalah penelitian kausal dengan menggunakan pendekatan kuantitatif. Penelitian model ini meneliti pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Menurut Sekaran dan Bougie (2016) penelitian kausal menguji apakah nilai satu variabel menyebabkan perubahan pada nilai variabel lain. Penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh *asset structure* dan *capital structure* terhadap *financial distress* dengan *corporate governance* sebagai variabel moderasi.

### *Populasi dan Sampel*

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia periode 2014-2019. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel didasarkan pada kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut:

- Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2019.
- Terdaftar pada pemeringkatan *corporate governance perception index* (CGPI) pada tahun 2014 sampai dengan 2019.
- Yelah diaudit dan dipublikasi di Bursa Efek Indonesia pada periode 2014-2019.

**Tabel 1**  
**Sampel Penelitian**

Keterangan	Jumlah Perusahaan						Jumlah Observasi
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Perusahaan yang terdaftar CGPI	23	30	34	38	35	29	189
Perusahaan yang terdaftar di BEI	20	20	20	20	20	20	120
Perusahaan yang tidak memiliki CGPI	(8)	(5)	(5)	(7)	(9)	(11)	(45)
Perusahaan yang memiliki CGPI	12	15	15	13	11	9	75
Sampel yang tidak memenuhi kriteria	0	(3)	(4)	(3)	(3)	(2)	(15)
Total sampel							60

#### *Pengukuran variables*

##### *Financial Distress*

Variabel *financial distress* diukur menggunakan *ABI Index* dari Liao dan Mehdiان (2016). Menurut Liao dan Mehdiان (2016) bahwa *ABI Index* merupakan metodologi sederhana untuk mengestimasi indeks kebangkrutan agregat untuk mengevaluasi posisi keuangan (*financial position*) dan mengukur *financial distress* perusahaan menggunakan rasio keuangan. Indeks ini memiliki beberapa keunggulan dibandingkan metodologi lainnya dalam mengukur *financial distress* perusahaan. *Pertama*, metodologi ini dapat mencegah dari batasan asumsi normalitas data. *Kedua*, efek multikolinearitas diantara rasio keuangan yang digunakan dapat dicegah karena menggunakan pendekatan non-parametrik dan tidak membutuhkan estimasi nilai koefisien. *Ketiga*, analisis sensitivitas masih dapat dimungkinkan dalam kerangka teknisnya.

*Financial distress* didapat dari  $1 - \text{ABI Index}$ , karena nilai positif tertinggi pada *ABI Index* (1.00) adalah perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*.

##### *Asset Structure*

Penelitian ini mengukur *asset structure* dari perspektif ketidak mampuan perusahaan mengelola aset (*inefficiency of asset allocation*). Pengukuran kesalahan dalam alokasi aset mengikuti model Biddle dkk. (2009) dan Chen dkk. (2011). *Investment inefficiency* diukur menggunakan besaran penyimpangan dari investasi yang diharapkan (*expected investment*). Pengukuran penyimpangan dari investasi yang diharapkan merupakan *error* dari model yang memprediksi investasi sebagai fungsi dari kesempatan pertumbuhan (model 1). Dengan demikian apakah *over investment* (deviasi positif dari *expected investment*) ataukah *under investment* (deviasi negatif dari *expected investment*) keduanya dianggap sebagai *inefficiency investment*. Pada model ini *expected investment* merupakan fungsi dari *revenue growth*.

$$\text{Invest}_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \text{RevGrowth}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

(1) di mana :

Invest : total investment (total fixed asset)

RevGrowth : persentasi perubahan *revenue* dari tahun t-1 ke tahun t  
E : penyimpangan dari investasi yang diharapkan

### *Capital Structure*

Teori *trade-off* dari Modigliani dan Miller (1958) menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan menyeimbangkan keuntungan atas penggunaan utang (*tax shield*) dengan *cost of financial distress*. Semakin banyak pendanaan investasi dari pemanfaatan utang, perusahaan akan mendapatkan *tax shield* yang lebih besar sehingga meningkatkan *cash flow* perusahaan. Penggunaan utang yang lebih besar untuk membiayai investasi akan meningkatkan profitabilitas perusahaan, maka *financial distress* perusahaan akan menurun. Penggunaan sumber pendanaan dari utang memiliki titik optimal. Bilamana rasio *capital structure* (*debt to equity ratio*) telah mencapai titik optimal maka *cost of financial distress* lebih besar dari keuntungan atas *tax shield*. Dengan demikian hubungan antara *capital structure* dengan *financial distress* bersifat non-liner (*convex*). Karena pengaruh *capital structure* terhadap *financial distress* bersifat non-liner, maka penelitian ini menggunakan 2 komponen *capital structure* dalam model. Yang pertama variabel *capital structure* dan yang kedua *capital structure* yang dikuadratkan.

### *Variable kontrol*

*Likuiditas*. Gitman dan Zutter (2015) menjelaskan likuiditas sebagai pengukur kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang jatuh tempo. Rasio likuiditas, menunjukkan bahwa dengan tingkat aktiva yang dimiliki perusahaan tersebut mampu untuk membayar hutang lancar, karena setiap perusahaan yang mampu untuk membayar hutang lancar dengan baik, maka semakin kecil kemungkinan perusahaan akan mengalami kondisi financial distress (Rismawanti dkk., 2017).

*Leverage*. Rasio utang terhadap aset (*debt-to-asset ratio*) adalah salah satu rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan memanfaatkan utang untuk membiayai aset. Perusahaan dengan Debt-to-Asset Ratio rasio utang tinggi dapat lebih rentan terhadap ketidakstabilan ekonomi.

*Rasio aktivitas* juga disebut sebagai rasio efisiensi atau rasio perputaran, untuk mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan berbagai asetnya (Van Horne & Wachowicz, 2019). Rasio aktivitas yang buruk atau menurun dapat mengindikasikan potensi masalah yang dapat mempengaruhi kesehatan keuangan perusahaan.

*Rasio profitabilitas*, dapat diartikan sebagai rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Jika rasio profitabilitas menurun atau negatif, ini dapat mengindikasikan masalah potensial yang dapat menyebabkan financial distress.

Secara ringkas definisi operasional dan pengukuran variabel dapat dilihat pada Tabel 2 di bawah ini.

**Tabel 2**  
**Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Proksi	Pengukuran
Variabel Dependen: <i>Financial Distress</i>	<i>Menggunakan ABI Index. Adapun financial ratio yang digunakan untuk menghitung ABI Index antara lain WCTA, RETA, EBTA, MVCE dan SATA</i>  <i>Financial Distress dihitung dengan rumus 1- ABI Index</i>	Financial Ratio pada ABI Index: $WCTA = \frac{\text{Working Capital}}{\text{Total Asset RETA}}$ $= \frac{\text{Retained Earning}}{\text{Total Asset}}$ $EBTA = \frac{\text{Earning before Interest \& tax}}{\text{Total Asset MVCE}}$ $= \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Book Value of Total Debt}}$ $SATA = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Sales}}$
Variabel Independen: Asset Structure	<i>Investment inefficiency</i>	$\text{Invest}_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 \text{RevGrowth}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$ Invest : total investment RevGrowth : revenue growth $\epsilon$ : investment inefficiency
Capital Structure	<i>Debt to Equity CGI</i>	$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$
Variabel Moderasi: Corporate Governance	<i>Current Ratio Debt to Total Asset</i> <i>Total Asset turnover</i>	$CGP = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$
Variabel Kontrol: Rasio Likuiditas	<i>Return On Asset</i>	$DTA = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$
Rasio Leverage	Rasio	$TATO = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$
Rasio Aktivitas	Rasio	$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$
Rasio Profitabilitas		

*Prosedur Pengumpulan Data*

Data penelitian diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia berupa laporan keuangan tahunan perusahaan yang telah diaudit dan dari berbagai sumber untuk mendukung penelitian ini.

### Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda untuk menganalisis pengaruh *asset structure* dan *capital structure* terhadap *financial distress* dengan *corporate governance* sebagai variabel moderasi. Analisis regresi berganda digunakan untuk mengetahui hubungan dua atau lebih variabel independen dengan satu variabel dependen dan dapat pula digunakan untuk memprediksi nilai variabel dependen jika nilai variabel independen diketahui (Ananda & Fadhli, 2018). Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh, kekuatan hubungan dan arah hubungan antara variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Adapun model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis 1 dan 3 adalah sebagai berikut:

$$FD_{it} = \alpha_1 + \beta_1 AS_{it} + \beta_2 AS_{it} * CG_{it} + \beta_3 LIKUID_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 AKTIV_{it} + \beta_6 PROFIT_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

Keterangan :

FD	= <i>Financial distress</i>
AS	= <i>Asset Structure</i>
CG	= <i>Corporate Governance</i>
LIKUID	= Likuiditas
LEV	= <i>Leverage</i>
AKTIV	= Aktivitas
PROFIT	= Profitabilitas

Model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis 2 adalah sebagai berikut:

$$FD_{it} = \alpha_2 + \gamma_1 CS_{it} + \gamma_2 CSSQ_{it} + \gamma_3 LIKUID_{it} + \gamma_4 LEV_{it} + \gamma_5 AKTIV_{it} + \gamma_6 PROFIT_{it} + \varepsilon \quad (3)$$

Keterangan :

FD	= <i>Financial distress</i>
CS	= <i>Capital Structure</i>
CSSQ	= <i>Capital Structure Square</i>
LIKUID	= Likuiditas
LEV	= <i>Leverage</i>
AKTIV	= Aktivitas
PROFIT	= Profitabilitas

Model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis 4 adalah sebagai berikut:

$$FD_{it} = \alpha_3 + \delta_1 CS_{it} * CG_{it} + \delta_2 CSSQ_{it} * CG_{it} + \delta_3 LIKUID_{it} + \delta_4 LEV_{it} + \delta_5 AKTIV_{it} + \delta_6 PROFIT_{it} + \varepsilon \quad (4)$$

Keterangan :

FD	= <i>Financial distress</i>
CS	= <i>Capital Structure</i>
CSSQ	= <i>Capital Structure Square</i>
CG	= <i>Corporate Governance</i>
LIKUID	= Likuiditas
LEV	= <i>Leverage</i>
AKTIV	= Aktivitas
PROFIT	= Profitabilitas

Uji asumsi klasik telah dilakukan untuk menilai apakah model regresi yang dipakai mengalami masalah-masalah pada asumsi klasik. Hasil pengujian didapati tidak ada pelanggaran pada semua asumsi yang berlaku.

## Hasil dan Pembahasan

### *Analisis Deskriptif*

**Table 1 Descriptive Statistics**

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FD	60	.02000	.78000	.44867	.19685
AS	60	.02	4.82	.6272	.76353
CS	60	-6.40537	11.39583	3.99909	3.72438
CSSQ	60	.17	129.87	29.6326	33.81222
CG	60	.69720	.94940	.86630	.054138
AS*CG	60	.02	4.40	.5499	.70109
CS*CG	60	-4.47	10.13	3.5691	3.20739
CSSQ*CG	60	.14	114.52	25.9903	29.69887
LIKUID	60	.22288	2.59322	1.31283	.50373
LEV	60	.29409	1.92278	.76363	.31005
AKTIF	60	.00042	.88555	.28889	.29503
PROFIT	60	-.54869	.20783	.01797	.09808
Valid N (listwise)	60				

Sumber: Hasil olah SPSS

Tabel 1 menunjukkan variable *Financial distress* memiliki nilai terendah 0.02000 (least distressed) sampai nilai tertinggi 0.78000 (most distressed) dengan nilai rata-rata 0.44867 dan standar deviasinya relative rendah sebesar 0.19685. Angka rata-rata mendekati angka tengah dari Index ABI.

Nilai terendah dari *asset structure* diperoleh 0.02 (least inefficiency) sedangkan nilai tertinggi *asset structure* 4.82 dan nilai standar deviasinya adalah 0.76353 (most inefficiency).

Variabel *capital structure* yang diukur dengan rasio *total debt to total equity* menunjukkan nilai rata-rata 3.99909 dengan nilai terendah dari *capital structure* diperoleh - 6.40537 (ekuitas negatif) sedangkan nilai tertinggi *capital structure* diperoleh 11.39583 dan nilai standar deviasinya adalah 3.72438. Terlihat ada perusahaan yang total hutang lebih besar dari aset menghasilkan ratio negatif.

Variabel *corporate governance* (CG) yang diukur menggunakan *corporate governance perception index* menunjukkan nilai rata-rata 0.86630 atau 86,63%. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan masuk dalam kategori pemeringkatan sangat terpercaya. Nilai terendah dari *corporate governance* diperoleh 0.69720 sedangkan nilai tertinggi dari *corporate governance* diperoleh 0.94940 dan nilai standar deviasinya adalah 0.054138.

Tabel 1 juga menunjukkan ketika variable struktur aset (ineffisiensi dalam mengelola aset) di interksikan dengan tatakelola perusahaan didapati terjadi penurunan tingkat ineffisiensi dari 4.82 menjadi 4.4 mengindikasikan tatakelola dapat menurunkan tingkat ineffisiensi.

### *Pengujian Hipotesis* *Pengujian Hipotesis 1 dan 3*

Tabel 2 memperlihatkan *asset structure* memiliki koefisien positif sebesar 2.722 dengan tingkat signifikansi p-value  $0.000 < 0.05$ , mengindikasikan bahwa pengalokasian aset yang tidak efisien secara signifikan akan meningkatkan *financial distress*.

**Table 2**

## Result of Hypotheses Test

Variable	Prediction Sign	Coefficient		Notes
		Without Moderating Variables	With Moderating Variables	
AS	+		2.722***	H1 is supported by the data
AS*CG	-		-2.972***	H3 is supported by the data
LEV	LIKUID	+/-	-.009	
	AKTIF	+/-	-.003	
	PROFIT	+/-	-.584***	
	Constant	+/-	-.266	
	F-Statistic		.563***	
Adjusted R-Squared			43.022***	
			.810	

Dependent Variable: Financial distress

\*Significant in level 0.1

\*\*Significant in level 0.05

\*\*\* Significant in level

0.01 Sumber: Hasil pengolahan SPSS

Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *asset structure* berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Hal ini menunjukkan bahwa *inefficiency* alokasi aset secara parsial memberi pengaruh positif signifikan terhadap *financial distress*. Hasil ini mendapati bahwa perusahaan yang tidak efisien dalam mengelola aset akan cenderung mengalami kemungkinan terjadinya *financial distress*. Alokasi aset lebih kepada pemilihan investasi dan mencegah perusahaan dari *inefficiency investment* sehingga tidak terjadi *over investment* atau *under investment* yang akan meningkatkan potensi terjadinya *financial distress*. Alokasi asetnya yang tepat dapat memberikan peluang bagi perusahaan untuk mendapatkan *return* sehingga menurunkan kemungkinan terjadinya *financial distress*.

Hasil penelitian ini sejalan dengan *neoclassical model* yang dikemukakan oleh Lizal (2002) bahwa *financial distress* diakibatkan pertama oleh keadaan ketika alokasi aset tidak tepat. Hasil ini juga sejalan dengan penelitian yang dikemukakan Akmalia (2020) pada sektor aneka industri periode 2014-2017, mendapati bahwa *asset structure* berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*.

*Asset structure* yang diinteraksi dengan variabel *corporate governance* diperoleh nilai koefisien negatif sebesar -2.972 pada tingkat signifikansi  $p\text{-value } 0.000 < 0.05$ , maka dapat disimpulkan bahwa variabel *corporate governance* memberi pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*. Terbukti bahwa penerapan *corporate governance* yang baik secara efektif dapat menurunkan *financial distress* pada perusahaan-perusahaan yang kurang efektif dalam mengelola aset.

Variabel aktivitas memiliki nilai koefisien negatif sebesar -0.584 dengan tingkat signifikansi  $p\text{-value } 0.000 < 0.05$ , maka dapat disimpulkan bahwa variabel aktivitas memberi pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*. Artinya bahwa perusahaan yang efektif menggunakan asetnya secara efisien dalam menghasilkan penjualan dan memaksimalkan keuntungan, maka semakin kecil kemungkinan perusahaan akan mengalami kondisi *financial distress*. Variabel profitabilitas memiliki nilai koefisien negatif sebesar -0.266 dengan tingkat signifikansi  $p\text{-value } 0.165 > 0.05$ , maka dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas secara parsial tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

### Pengujian Hipotesis 2

Hasil uji regresi pada Tabel 3 menunjukkan koefisien variabel *capital structure* sebesar -

0.017 signifikan pada level alfa 5% dan koefisien variabel *capital structure* kuadrat sebesar 0.003 signifikan pada level alfa 1% menunjukkan *capital structure* memberi pengaruh non-linear (convex) pada *financial distress*.

**Table 3**  
**Result of Hypotheses Test**

Variable	Prediction Sign	Coefficient		Notes
		Without Moderating Variables	With Moderating Variables	
CS	-	-.017***		H2 is supported by the data
CSSQ	+	.003***		H2 is supported by the data
LIKUID	+/-	-.111***		
LEV	+/-		-.082	
AKTIF	+/-	-.305***		
PROFIT	+/-	-.017***		
Constant		.733***		
F-Statistic		39.365***		
Adjusted R-Squared		.795		

*Dependent Variable: Financial distress*

\*Significant in level 0.1

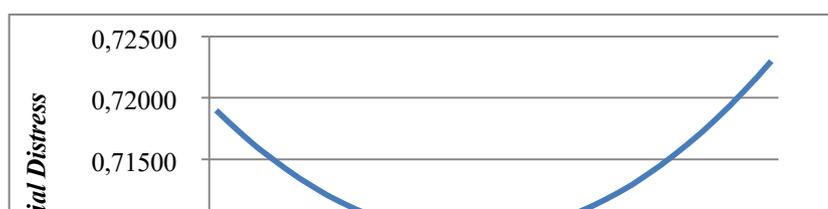
\*\*Significant in level 0.05

\*\*\* Significant in level

0.01 Sumber: Hasil pengolahan SPSS

Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *capital structure* berpengaruh secara kuadratik non-linear (*convex*) terhadap *financial distress* terbukti. Hasil penelitian ini mendapati bahwa *capital structure* memberi pengaruh negatif terhadap *financial distress* dengan bertambahnya profitabilitas perusahaan dan keuntungan dari pemanfaatan utang (*tax shield*) sepanjang benefit ini masih lebih besar dari *cost of debt* nya (*solvency/bankruptcy*). Penambahan benefit dari hutang ini berbanding terbalik dengan *cost of debt* nya. Kurva *convex* memiliki titik optimal, ketika mencapai titik optimal arah kurva akan berbalik. Ketika jumlah hutang melewati batas titik optimalnya keadaan akan berbalik dimana penambahan hutang akan menyebabkan *cost-of-debt* nya akan lebih besar dari benefitnya. Hal ini terlihat lebih jelas pada Grafik 1. Penelitian ini mendapati titik optimal rasionya *debt- to-equity* adalah sebesar 2.8.

**Grafik 1**  
**Pengaruh Capital Structure Pada Financial Distress**



Sumber: Hasil pengolahan SPSS

Seperti penjelasan pada teori *trade-off* yang dikemukakan oleh Megginson (1997) bahwa struktur modal yang optimal dapat ditentukan dengan menyeimbangkan keuntungan atas penggunaan utang (*tax shield benefit of leverage*) dengan *cost of financial distress*. Semakin banyak sumber pendanaan dari hutang, maka semakin tinggi keuntungan pajak yang akan didapat perusahaan. Meskipun teori ini juga menjelaskan bahwa meningkatkan hutang akan meningkatkan pula resiko kebangkrutan yang dialami perusahaan (Brealey & Myers, 1991). Semakin bertambah struktur utang maka akan menguntungkan perusahaan, karena *profit* bertambah menyebabkan *financial distress* menurun. Dengan demikian perusahaan-perusahaan yang baik dalam mengelola *capital structure* nya akan memanfaatkan utangsampai pada titik tertentu (titik optimalnya) sehingga pemanfaatan utang ini akan memberikan tambahan *profit* bagi perusahaan. Dengan bertambahnya *profit* bagi perusahaan akan menyebabkan *financial distress* menurun.

Dengan demikian *financial model* yang dikemukakan oleh Lizal (2002) terbukti dalam penelitian ini di mana perusahaan yang telah melakukan alokasi aset yang baik masih berpotensi mengalami *financial distress* bilamana terjadi kesalahan dalam kebijakan struktur modal.

Hasil penelitian ini konsisten dengan Fadhilah dan Nurdin (2020) yang meneliti pada sektor industri retail periode 2017-201 mengendapat bahwa variabel *capital structure* berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress* dan juga Mardiah dan Amin(2022) yang meneliti pada sektor BUMN periode 2018-2020 yang mengendapat bahwa variabel struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*.

#### *Pengujian Hipotesis 4*

Tabel 4 menunjukkan koefisien *capital structure* saat diinteraksi dengan *corporate governance* diperoleh nilai sebesar -0.027 dengan tingkat signifikansi *p-value* < 0.05 dan koefisien variabel *capital structure* kuadrat diinteraksi dengan *corporate governance* bernilai 0.004 dengan tingkat signifikansi *p-value* 0.000 < 0.05. Dapat disimpulkan bahwa variabel *corporate governance* memoderasi hubungan antara *capital structure* dengan *financial distress*.

**Table 4**  
**Result of Hypotheses Test**

VARIABLE	Prediction Sign	COEFFICIENT		NOTES
		Without Moderating Variables	With Moderating Variables	
CS*CG	-		.751**	H4 IS SUPPORTED BY THE DATA
CSSQ*CG	+		-.027***	
LIKUID	+/-		.004**	
LEV	+/-		-.109	
AKTIF	+/-		-.074***	



Sumber: Hasil pengolahan SPSS

Hasil penelitian ini sejalan dengan *corporate governance model* yang dikemukakan oleh Lizal (2002) di mana perusahaan yang telah melakukan alokasi aset maupun struktur modal yang benar masih berpotensi mengalami financial distress bilamana tatakelola perusahaan pada tingkat yang buruk.

Menurut Lizal (2002) keadaan financial distress atau inefisiensi ini akan mendorong perusahaan keluar dari pasar sebagai konsekuensi dari masalah yang belum terpecahkan dalam asalah tata kelola perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Parker dkk. (2002) yang mendapati bahwa praktek tata kelola perusahaan yang baik menghindarkan perusahaan dari kemungkinan terjadinya *financial failure*.

Beberapa penelitian serupa diantaranya Paramastri dan Hadiprajitno (2017) mendapati tata kelola perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap terjadinya kesulitan keuangan. Dan juga Huang dan Zhao (2008) mendapati bahwa *corporate governance* berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress* perusahaan. Rimawati dan Darsono (2017) mendapati variabel *corporate governance* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress* dan Darmawan (2017) mendapati bahwa variabel *corporate governance* berpengaruh negatif signifikan secara statistik terhadap *financial distress*.

## Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah *asset structure* dan *capital structure* berpengaruh terhadap *financial distress* dan menganalisis apakah *corporate governance* dapat memoderasi pengaruh *asset structure* dan *capital structure* terhadap *financial distress* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan 2014-2019.

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi berganda untuk mengukur pengaruh *asset structure* dan *capital structure* terhadap *financial distress* dan peran moderasi *corporate governance*. Untuk mengukur *financial distress*, penelitian ini menggunakan *ABI Index*. Penelitian ini mendapati bahwa:

1. *Inefficiency* alokasi aset memberi pengaruh positif signifikan terhadap *financial distress*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang tidak efisien dalam mengelola aset sehingga terjadi over atau under investment akan cenderung mengalami *financial distress*. Hasil ini konsisten dengan teori *neoclasical model* yang dikemukakan oleh Lizal (2002) bahwa *financial distress* diakibatkan pertama oleh keadaan ketika alokasi aset tidak dilakukan secara tepat.
2. Pengaruh *capital structure* terhadap *financial distress* bersifat kuadrat nonlinier (*convex*). Hasil penelitian ini mendapati bahwa penambahan hutang akan memberikan keuntungan bagi perusahaan dalam bentuk penambahan profitabilitas dan keuntungan *tax shield* selama benefit ini masih lebih besar dari *cost of debt* nya (*solvency/bankruptcy*) sampai mencapai titik optimal jumlah hutang. Ketika jumlah hutang telah melewati batas optimalnya maka perusahaan akan cenderung mengalami *financial distress*. Dengan demikian financial model yang dikemukakan oleh Lizal (2002) terbukti dalam penelitian ini di mana perusahaan yang telah melakukan alokasi aset yang baik masih berpotensi mengalami financial distress bilamana terjadi kesalahan dalam kebijakan struktur modal.
3. *Corporate governance* berperan memoderasi pengaruh *asset structure* terhadap *financial distress*. Penerapan *corporate governance* yang baik secara efektif dapat menurunkan financial distress pada perusahaan-perusahaan yang kurang efektif dalam mengelola aset.
4. *Corporate governance* berperan memoderasi pengaruh kuadrat *capital structure* terhadap *financial distress*. Dengan adanya pengaruh moderasi dari *corporate governance* terhadap *capital structure* maka titik optimal pada *debt to equity ratio* bertambah dari 2.8 ke 3.4. Dengan

demikian perusahaan bisa menambah utang untuk mendapatkan tambahan keuntungan karena sistem *corporate governance* bisa mengontrolnya.

5. Hasil penelitian ini sejalan dengan *corporate governance model* yang dikemukakan oleh Lizal (2002) di mana perusahaan yang telah melakukan alokasi aset maupun struktur modal yang benar masih berpotensi mengalami financial distress bilamana tatakelola perusahaan pada tingkat yang buruk.

## Referensi :

- Afriyeni, E. (2012). Model prediksi financial distress perusahaan. *Polibisnis*, 4(2), 1-10.
- Akmalia, A. (2020). Pengaruh struktur modal, struktur aset dan profitabilitas terhadap terjadinya financial distress, studi pada perusahaan manufaktur sektor aneka industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017. *Business Management Analysis Journal (BMAJ)*, 1(1), 1-21.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Ananda, R., & Fadhli, M. (2018). *Statistik pendidikan: teori dan praktik dalam pendidikan*. Widya Puspita.
- Andrade, G., & Kaplan, S. N. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *The Journal of Finance*, 53(5), 1443-1493.
- Ariyani, H. F., Pangestuti, I. R. D., & Raharjo, S. T. (2018). The effect of asser structure, profitability, company size, and company growth on capital structure, the study of manufacturing companies listed on the IDX for the period 2013-2017. *Jurnal Bisnis dan Strategi*, 2(2), 123-136.
- Asnawi, S. K., & Wijaya, C. (2005). *Riset keuangan: pengujian pengujian empiris. Edisi Pertama*. Gramedia Pustaka Utama.
- Audina, B. P., & Sufyati. (2018). Pengaruh financial leverage, struktur modal dan total asset growth terhadap financial distress pada perusahaan subsektor pulp dan kertas yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Oikonomia: Jurnal Ilmu Manajemen*, 14(1), 76-90.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2/3), 112-131.
- Bodroastuti, T. (2009). Pengaruh struktur corporate governance terhadap financial distress. *Jurnal Ilmiah Aset*, 11(2), 170-182.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1991). *Principles of corporate finance. 4th edition*. McGraw Hill Inc.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2017). *Principles of corporate finance. 12th edition*. McGraw-Hill Education.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2003). *Intermediate financial management*. Thompson South Western.
- Brigham, E. F., & Gapenski, L. C. (1997). *Financial management: theory and practice. Eight Edition*. The Dryden Press.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-dasar manajemen keuangan. Edisi 11*. Erlangga.
- Bursa Efek Indonesia. (2021). *Pedoman tata kelola perusahaan*. <https://www.idx.co.id/tentang-bei/tata-kelola-perusahaan>.
- Chen, F., Hope, K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of

- private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86 (4), 1255- 1288.
- Claessens, S., Djankov, S., & Klapper, L. (2003). Resolution of corporate distress in East Asia. *Journal of Empirical Finance*, 10(1), 199-216.
- Corporate Governance Perception Index. (2010). *Laporan hasil riset dan pemeringkatan corporate governance index: good corporate governance dalam perspektif etika*. The Indonesian Institute for Corporate Governance.
- Corporate Governance Perception Index. (2014). *Laporan hasil riset dan pemeringkatan corporate governance index: good corporate governance dalam perspektif penciptaan nilai*. The Indonesian Institute for Corporate Governance.
- Darmawan, S. (2017). Analisis pengaruh corporate governance, variabel ekonomi makro terhadap financial distress dengan variabel kontrol ukuran perusahaan dan jenis kepemilikan. *Efektif Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 7(1), 100-122.
- Darmawan. (2020). *Dasar-dasar memahami rasio dan laporan keuangan*. UNY Press.
- Delcours, N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economics. *International Review of Economics and Finance*, 16(3), 400-415.
- Devi, N. M .N . C., Sulindawati, N. G. E., & Wahyuni, M. A. (2017). Pengaruh struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas dan kepemilikan manajerial terhadap struktur modal perusahaan, studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*, 7(1),1- 12.
- Eldomyaty, T. I., & Ismail, M. A. (2009). Modeling capital structure decisions in a transition market: empirical analysis of firms in Egypt. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(3), 211-233.
- Embong, Z., & Rad, S. S. E. (2018). Decision usefulness of financial information: the role of audit and IFRS. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 15(1), 59-76.
- Fabozzi, F. J., & Drake, P. P. (2009). *Finance: capital markets, financial management, and investment management (Vol. 178)*. John Wiley & Sons.
- Fachrudin, K. A. (2008). *Kesulitan keuangan perusahaan dan personal*. USU Press.
- Fadhilah, S. N., & Nurdin. (2020). Pengaruh financial leverage, struktur modal, dan total asset terhadap financial distress. *Prosiding Manajemen*, 6(2), 865-871.
- Fadilla, F., & Dillak, V. J. (2019). Pengaruh struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas terhadap financial distress, studi pada perusahaan manufaktur food and beverage yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017. *E-Proceeding of Management*, 6(2), 3610-3617.
- Fahmi, I. (2012). *Analisis laporan keuangan*. Alfabeta.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia. (2001). *Corporate governance. Seri tatakelola perusahaan (corporate governance). Jilid I (Edisi ke-3)*. Citra Graha.
- Foster, G. (1986). *Financial statement analysis. 2nd edition*. Prentice Hall Int. Inc.
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Gilang, M., & Darsono. (2019). Analisis pengaruh corporate governance perception index, ukuran perusahaan dan leverage terhadap financial distress, studi empiris pada perusahaan peserta CGPI yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016. *Diponegoro Journal of Accounting*, 8(2), 1-10.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2010). *Principles of managerial finance. 13th edition*. Prentice Hall.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of managerial finance. 14th edition. Global Edition*. Pearson Education Limited.
- Hamdani. (2016). *Good corporate governance: tinjauan etika dalam praktik bisnis*. Mitra Wacana Media.
- Hanafi, M. M., & Halim, A. (2016). *Analisis laporan keuangan. Edisi Kelima*. UPP STIM YKPN.
- Harahap, S. S. (2015). *Analisa kritis atas laporan keuangan*. Raja Grafindo Persada.
- Hery. (2016). *Analisis laporan keuangan: integrated and comprehensive edition*. Grasindo.
- Hidayat, W. W. (2018). *Dasar-dasar analisa laporan keuangan*. Uwais Inspirasi Indonesia.
- Huang, H. & Zhao, J. (2008). Relationship between corporate governance and financial distress: an empirical study of distressed companies in China. *International Journal of Management*, 25(4), 654-664.
- Iramani, R. (2007). Ownership structure and industry relative ratios as predictor variable in the financial distress model. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 1(1), 1-13.
- Jakarta Stock Industrial Classification. (2020). *Sahamok.net*. Retrieved from <https://www.sahamok.net/jasica-jakarta-stock-industrial-classification>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Joni., & Lina. (2010). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(2), 82-97.
- Kaiser, U. (2001). Moving in and out of financial distress: evidence for newly founded services sector firms. *Centre for European Economic Research, New Discussion Paper*, No 01- 09.
- Kasmir. (2015). *Analisis laporan keuangan*. Raja Grafindo Persada.
- Kasmir. (2016). *Analisis laporan keuangan*. Rajawali.
- Keown, A. J. (2008). *Manajemen keuangan. Edisi 10*. Macanan Jaya Cemerlang.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. (2006). *Pedoman umum good corporate governance Indonesia*. KKNKG. [https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/indonesia\\_cg\\_2006\\_id.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/indonesia_cg_2006_id.pdf).
- Kordestani, G., Biglari, V., & Bakhtiari, M. (2011). Ability of combinations of cash flow components to predict financial distress. *Verslas: Teorija Ir Praktika*, 12(3), 277-285.
- Kuncoro, M. (2009). *Metode riset untuk bisnis dan ekonomi. Edisi 3*. Erlangga.
- Lennox, C. (1999). Identifying failing companies: a reevaluation of the logit, probit and DA approaches. *Journal of Economics and Business*, 51, 347-364.
- Liao, Q., & Mehdian, S. (2016). Measuring financial distress and predicting corporate bankruptcy: an index approach. *Review of Economic and Business Studies*, 9(1), 33- 51.
- Lízal, L. (2002). Determinants of financial distress: what drives bankruptcy in a transition economy? the Czech Republic case. *William Davidson Working Paper Number 451*.

- Mardiah, V. A., & Amin, M. N. (2022). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, struktur modal dan sales growth terhadap financial distress, studi empiris pada perusahaan BUMN periode 2018-2020. *Jurnal Ekonomi Trisakti*, 2(2), 1765-1774.
- Mardiyanto, H. (2009). *Inti sari manajemen keuangan*. Grasindo. Martono, S. U., & Harjito, A. (2003). *Manajemen keuangan*. Ekonisia.
- Maulidina, D. (2014). Faktor-faktor yang mempengaruhi financial distress pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, 14(3), 89-106.
- Megginson, W. L. (1997). *Corporate finance theory*. University of Georgia: Addison Wesley.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Muigai, R. G. (2013). Effect of capital structure on financial distress of non-financial companies listed In Nairobi securities exchange, 1-48.
- Munawir, S. (2010). *Analisis laporan keuangan. Edisi keempat*. Liberty.
- Murhadi, W. R. (2015). *Analisis laporan keuangan: proyeksi dan valuasi saham*. Salemba Empat.
- Myers, S. C. (1977). The determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Ogawa, K. (2003). Financial distress and corporate investment: the Japanese case in the 90s. *Institute of Social and Economic Research, Discussion Paper Series no. 584*.
- Paramastri, W. W., & Hadiprajitno, P. B. (2017). Pengaruh mekanisme tata kelola perusahaan terhadap financial distress, studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2014-2015. *Diponegoro Journal of Accounting*, 6(4), 1-13.
- Parker, S., Peters, G. F., & Turetsky, H. F. (2002). Corporate governance and corporate failure: a survival analysis. *Corporate governance: The International Journal of Business in Society*, 2(2), 4-12.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting financial distress. *Journal of Financial Service Professionals*, 56(3), 12-15.
- Prihadi, T. (2008). *Deteksi cepat kondisi keuangan: 7 analisis rasio keuangan*. PPM.
- Purwohandoko., Asandimitra, N., Isbanah, Y., & Kautsar, A. (2014). *Dasar-dasar manajemen keuangan: teori, aplikasi, dan kasus*. Unesa University Press.
- Radjab, E., & Jam'an, A. (2017). *Metode penelitian bisnis*. Lembaga Perpustakaan & Penerbitan Universitas Muhammadiyah.
- Rahmawati, T., & Handriyana, Y. (2018). Corporate governance to prevent financial distress evidence from corporate governance perception index of Indonesian companies. *Indonesian Journal of Business and Economics*, 1(1), 74-91.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421- 1460.
- Rimawati, I., & Darsono. (2017). Pengaruh tata kelola perusahaan, biaya agensi manajerial dan leverage terhadap financial distress. *Diponegoro Journal of Accounting*, 6(3), 1- 12.

- Rismawanti, R., Sukarmanto, E., & Nurhayati. (2017). Pengaruh likuiditas, sales growth, dan leverage dalam memprediksi kondisi financial distress. *Prosiding Akuntansi*, 3(1), 1- 7.
- Riyanto, B. (2001). *Dasar-dasar pembelanjaan perusahaan*. BPFE. Riyanto, B. (2011). *Dasar-dasar pembelanjaan perusahaan*. BPFE.
- Rodoni, A., & Ali, H. (2010). *Manajemen keuangan modern*. Mitra Wacana Media.
- Rudianto. (2012). *Pengantar akuntansi, konsep dan teknik penyusunan laporan keuangan*. Erlangga.
- Saleh, A., & Sudiyatno, B. (2013). Pengaruh rasio keuangan untuk memprediksi probabilitas kebangkrutan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Dinamika Akuntansi: Keuangan dan Perbankan*, 2(1), 82-91.
- Sartono, A. (2010). *Manajemen keuangan: teori dan aplikasi*. BPFE.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research methods for business: a skill-building approach. 7th edition*. John Wiley & Sons.
- Sjahputra, I. T., & Tunggal, A. W. (2002). *Membangun good corporate governance (GCG)*. Harvarindo.
- Subramanyam, K. R. (2018). *Analisis laporan keuangan. Edisi 11 Buku 1*. Salemba Empat.
- Subramanyam, K. R. (2019). *Analisis laporan keuangan. Edisi 11 Buku 2*. Salemba Empat.
- Sudana, I. M. (2011). *Manajemen keuangan perusahaan: teori dan praktik*. Erlangga.
- Sugiyono. (2013). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif dan R & D*. Alfabeta.
- Sulindawati, N. L. G. E., Yuniarta, G. A., & Musmini, L. S. (2014). *Intermediate accounting*. Graha Ilmu.
- Tjager, I., Alijoyo, F. A., Djemat, H. R., & Soembodo, B. (2003). *Corporate governance: tantangan dan kesempatan bagi bisnis Indonesia*. Prenhallindo.
- Tunggal, A. W. (2013). *Internal audit dan corporate governance*. Harvarindo.
- Uğurlu, M., & Aksoy, H. (2006). Prediction of corporate financial distress in an emerging market: the case of Turkey. *Cross Cultural Management: An International Journal*, 13(4), 277-295.
- Uttari, I. A. S., & Yadnya, I. P. (2018). Pengaruh likuiditas dan struktur modal terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan, studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 7(6), 2942-2970.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Prinsip-prinsip manajemen keuangan*. Salemba Empat.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2017). *Prinsip-prinsip manajemen keuangan. Edisi 13. Buku 2*. Salemba Empat.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2019). *Prinsip-prinsip manajemen keuangan. Edisi 13. Buku 1*. Salemba Empat.