

Pengaruh Struktur *Corporate Governance* terhadap *Financial Distress*

The Influence of Corporate Governance Structure to Financial Distress

TRI BODROASTUTI

**Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Widya Manggala
Jl. Sriwijaya No. 32 & 36 Semarang 50242
Tel. 024.8311982, e-mail tribodro@telkom.net**

Diterima 23 Mei 2009, Disetujui 7 Juli 2009

Abstract : Theoretically, the better the corporate governance structure of the company, the better the company's performance it gets, so avoided from financial distress. The first objective of this research was to examine the most influence variables of corporate governance structure on financial distress. The second objective was to confirm the past research. A hypothesis showed that corporate governance structure influenced financial distress. The variables as proxy for corporate governance structure used in this research were the number of board of directors, the number of commissioner, public ownership, the number of board of director out, institutional ownership, and directors ownership. The samples consisted of 19 companies listed in Indonesia Stock Exchange or by using 95 observations during 2003 until 2007 periods. Moreover, it is chosen by purposive sampling. The analysis was started with descriptive statistic. The statistic method which was used to test the research hypothesis was logistic regression. Two log likelihood, Cox and Snell R Square, and Hosmer and Lemeshow test, used to examine goodness of fit model. The analysis showed that two log likelihood test, Cox and Snell R Squared test, and Hosmes Lemeshow test denoted which used in this research have goodness of fit. The result of research showed that variables of corporate governance structure that influenced financial distress were the number of board of directors and the number of commissioner, while the others not influenced.

Keywords : corporate governance, logistic regression, financial distress, the number of board of directors, the number of commissioner.

PENDAHULUAN

Corporate Governance merupakan tata kelola perusahaan yang menjelaskan hubungan antara berbagai partisipan dalam perusahaan yang menentukan arah dan kinerja perusahaan (Monks dan Minow, 2001). Krisis berkepanjangan yang melanda Indonesia sejak tahun 1998 menimbulkan berbagai dampak negatif, antara lain lemahnya penerapan *Corporate Governance* (CG). Sebagaimana dikemukakan Baird (2000) bahwa salah satu akar penyebab timbulnya krisis ekonomi di Indonesia dan juga di berbagai negara Asia lainnya adalah buruknya pelaksanaan *corporate governance* di hampir semua perusahaan yang ada, baik perusahaan yang dimiliki pemerintah (BUMN) maupun yang dimiliki oleh swasta.

Husnan (2001) sependapat dengan Baird (2000), bahwa masalah *corporate governance* menjadi menarik perhatian karena kelemahan penerapan *corporate governance* merupakan penyebab utama timbulnya krisis di beberapa negara Asia. Akibat dari kelemahan tersebut perekonomian negara yang terkena krisis pada tahun 1997 dan 1998 semakin memburuk. Bahkan di Inggris pada akhir dasawarsa 1980an masalah *corporate governance* menjadi perhatian publik sebagai akibat publikasi masalah-masalah korporat, seperti masalah *creative accounting*, kebangkrutan perusahaan dalam skala besar, penyalahgunaan dana *stokeholders* oleh manajer, terbatasnya peran auditor, tidak jelasnya kaitan antara kompensasi eksekutif dengan kinerja perusahaan, serta merger dan akuisisi yang merugikan perekonomian secara keseluruhan (Keasey dan Wreight, 1997).

Kaen (2003) menyatakan bahwa *corporate governance* pada dasarnya menyangkut masalah siapa (*who*) yang seharusnya mengendalikan jalannya kegiatan korporasi dan mengapa (*why*) harus dilakukan pengendalian terhadap jalannya korporasi. Yang dimaksud dengan “siapa” adalah para pemegang saham, sedangkan ”mengapa” adalah karena adanya hubungan antara pemegang saham dengan berbagai pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan.

Daily dan Dalton (1994) meneliti mengenai adanya kemungkinan hubungan dari dua aspek struktur *governance*, yaitu komposisi direksi dan struktur kepemimpinan dari direksi sebagai faktor penjelas dari kebangkrutan suatu perusahaan. Hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara komposisi direksi dan struktur kepemimpinan direksi dengan kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan. Penelitian yang dilakukan oleh Hambrick dan D’Aveni (1992) menemukan bahwa terdapat penurunan potensi kebangkrutan pada perusahaan yang memiliki anggota dewan direksi yang berasal dari luar perusahaan.

Dalton et al. (1999) dan Wardhani (2006) menyatakan dalam hasil penelitiannya bahwa terdapat pengaruh negatif ukuran dewan komisaris terhadap *financial distress*. Sebaliknya hasil penelitian Nasution dan Setiawan (2007) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif ukuran dewan komisaris terhadap *financial distress*. Wardhani (2006) dalam hasil penelitiannya menyatakan bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Di sisi lain, Nur DP (2007) menghasilkan temuan yang berlawanan, bahwa ukuran dewan direksi berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Hasil penelitian Masruddin (2007) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*, sedangkan hasil penelitian Nur DP (2007) menyebutkan sebaliknya, yaitu bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional signifikan terhadap *financial distress*.

La Porta, Lopez-de-Silanes dan Shleifer (1998), Claessens, Djankov dan Lang (2000) serta Faccio dan Lang (2002) telah menemukan bukti bahwa lebih dari 60 persen dari perseroan terbuka di seluruh dunia dimiliki oleh satu pemilik terkuat (pemegang saham terbesar) kecuali di Amerika, Inggris, dan Jepang. Agar dapat disebut sebagai pemilik yang terbesar, setidaknya harus menguasai 20 persen hak suara (Tsun dan Yin, 2004).

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

untuk mentransfer kekayaan perusahaan ke dalam saku mereka sendiri, seperti yang dinyatakan oleh La Porta et al. (1998) dan Johnson et al. (2000). Penurunan pada nilai perusahaan selanjutnya akan memperbesar kemungkinan terjadinya *financial distress*.

Apabila *corporate governance* perusahaan berhubungan dengan kemungkinan terjadinya *financial distress*, maka penyertaan variabel-variabel *corporate governance* ke dalam sistem peringatan dini (*early warning*) atau model prediksi terhadap *financial distress* akan lebih baik daripada hanya didasarkan atas variabel-variabel akuntansi saja. Informasi akuntansi seringkali mengalami proses *window dressing* sebagai bagian dari manajemen pendapatan, sedangkan struktur *corporate governance* lebih mendekati kondisi yang sebenarnya (Tsun dan Yin, 2004). Di banyak negara, perseroan-perseroan terbuka diharuskan untuk melaporkan perubahan-perubahan yang penting dalam struktur kepemilikan dan susunan direksi setiap bulan. Jadi *financial distress* lebih bisa diprediksi apabila informasi akuntansi dilengkapi dengan variabel-variabel *corporate governance*.

Atas dasar *research gap* dari hasil penelitian sebelumnya, maka penelitian ini akan meneliti kembali pengaruh struktur *corporate governance* terhadap *financial distress* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2003–2007. Struktur *corporate governance* dalam penelitian ini diukur berdasarkan jumlah dewan direksi, jumlah dewan komisaris, kepemilikan publik, jumlah direksi keluar, kepemilikan institusional, dan kepemilikan oleh direksi dan manajerial.

METODE

Agency Theory. Menurut *agency theory*, adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan konflik. Terjadinya *agency conflict* disebabkan pihak-pihak yang terkait yaitu *principal* (yang memberi kontrak atau pemegang saham) dan agen (yang menerima kontrak dan mengelola dana *principal*) mempunyai kepentingan yang saling bertentangan. Apabila agen dan *principal* berupaya memaksimalkan utilitasnya masing-masing, serta memiliki keinginan dan motivasi yang berbeda, maka agen (manajemen) tidak selalu bertindak sesuai keinginan *principal* (Jensen dan Meckling, 1976).

Agency conflict dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh adanya kontrol yang mereka miliki.

Pandangan teori keagenan bahwa terdapat pemisahan antara pihak agen dan *principal* yang mengakibatkan munculnya potensi konflik dapat mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Dengan demikian diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat mensejajarkan perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak. 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*.

Corporate Governance. Struktur *corporate governance* adalah suatu kerangka dalam organisasi yang mengatur bagaimana berbagai prinsip *corporate governance* dapat dijalankan dan dikendalikan. Struktur *corporate governance* harus didesain agar dapat mendukung berjalannya aktivitas organisasi perusahaan secara bertanggung jawab dan terkendali. Hal yang paling penting di dalam struktur *corporate governance* adalah masalah pengendalian

sehingga perlu adanya pemisahan yang tegas antara "pihak yang mengambil keputusan" (*decision making*) dan "pihak yang mengawasi keputusan tersebut" (*decision control*). Dengan demikian struktur *corporate governance* harus dapat mendukung tata kelola perusahaan berdasarkan empat pilar yang melandasi sebagaimana hasil pengembangan *Organization for Economic Corporation and Development (OECD)* (Maksum, 2005).

Secara teoritik, praktek *corporate governance* yang baik dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan cara meningkatkan kinerja keuangan dan mengurangi resiko yang mungkin dilakukan oleh dewan dengan keputusan yang menguntungkan diri sendiri. Secara umum *corporate governance* timbul sebagai upaya untuk mengendalikan perilaku manajemen yang mementingkan diri sendiri dengan menciptakan mekanisme dan alat kontrol untuk memungkinkan terciptanya sistem pembagian keuntungan dan kekayaan yang seimbang bagi *stakeholders* sehingga dapat menciptakan efisiensi serta meningkatkan kepercayaan investor.

Jumlah Dewan Direksi. Dewan direksi dalam suatu perusahaan akan menentukan kebijakan atau strategi yang akan diambil baik jangka pendek maupun jangka panjang. Jensen (1993) mencatat bahwa ukuran dewan direksi yang banyak dapat memonitor proses pelaporan keuangan dengan lebih efektif dibandingkan ukuran dewan direksi yang sedikit. Lebih lanjut Jensen (1993) menyatakan bahwa dari rata-rata ukuran dewan direksi untuk perusahaan yang tetap sehat, memang lebih besar dibandingkan ukuran dewan direksi dari perusahaan yang mengalami *financial distress*. Hal ini berarti bahwa monitoring kinerja perusahaan untuk perusahaan yang tetap sehat, lebih baik dibandingkan perusahaan yang mengalami *financial distress*. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara jumlah dewan dengan kondisi keuangan perusahaan.

Hasil penelitian Masruddin (2007) dan Nur DP (2007) menjelaskan bahwa ukuran dewan direksi berhubungan negatif dengan kemungkinan suatu perusahaan akan mengalami tekanan keuangan. Hal ini berarti bahwa semakin besar jumlah direksi yang dimiliki oleh suatu perusahaan maka kemungkinan perusahaan akan mengalami tekanan keuangan akan semakin kecil. Keadaan ini sejalan dengan penelitian Darmawati (2004) yang menjelaskan bahwa jumlah dewan direksi yang sesuai dengan besarnya perusahaan akan lebih efektif dalam monitoring kinerja perusahaan dan terciptanya *network* dengan pihak luar perusahaan. Pengaruh jumlah dewan direksi terhadap *financial distress* menjadi hipotesis pertama dalam penelitian ini.

Hal 1 : Jumlah dewan direksi berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Jumlah Dewan Komisaris. Peran dewan komisaris dalam suatu perusahaan lebih ditekankan pada fungsi monitoring implementasi kebijakan direksi. Peran komisaris ini diharapkan akan meminimalisir permasalahan agensi yang timbul antara dewan direksi dengan pemegang saham. Menurut Moenaf (2000), konsep dewan komisaris berasal dari tanggung jawab pengaturan suatu badan usaha yang dimiliki oleh kelompok orang berbeda dengan pengelola. Pengaturan (*governance*) merupakan fungsi yang dilakukan dewan komisaris. Bukti empiris mendukung prediksi bahwa kemampuan dewan komisaris untuk mengawasi merupakan fungsi positif dari proporsi dan independensi dewan komisaris eksternal (Weibach, 1988).

Hasil penelitian Wardhani (2006) menyatakan bahwa jumlah dewan komisaris berpengaruh signifikan terhadap kesulitan keuangan perusahaan, di mana pengaruh tersebut bertanda negatif. Artinya bahwa dengan bertambah banyak dewan komisaris, maka akan menurunkan kemungkinan perusahaan mengalami tekanan keuangan. Pengaruh jumlah dewan komisaris terhadap *financial distress* menjadi hipotesis kedua dalam penelitian ini.

Ha2 : Jumlah dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Kepemilikan Publik. Sesuai dengan prinsip transparansi, disebutkan bahwa pemegang saham harus diberi kesempatan untuk berperan dalam pengambilan keputusan atas perubahan mendasar dalam perusahaan dan dapat memperoleh informasi yang benar, akurat, dan tepat waktu mengenai perusahaan (Keputusan Menteri Negara BUMN, 2002).

Hasil penelitian Masruddin (2007) menyatakan bahwa variabel kepemilikan publik berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Publik yang dimaksudkan dalam penelitian tersebut berupa pribadi atau suatu institusi, di mana keberadaannya menuntut untuk diberikan informasi kinerja perusahaan yang jujur, jelas, dan tepat waktu. Pengaruh kepemilikan publik terhadap *financial distress* menjadi hipotesis ketiga dalam penelitian ini.

Ha3 : Kepemilikan publik berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Jumlah Direksi Keluar. Gilson (1989) menyatakan bahwa perusahaan yang beroperasi dalam kondisi kebangkrutan akan memiliki tekanan yang sangat tinggi bagi manajemennya sehingga menghasilkan perbedaan yang signifikan dalam hal tingkat *turnover* manajemen antara perusahaan yang melakukan reorganisasi karena kebangkrutan dengan perusahaan yang melakukan restrukturisasi bukan karena kebangkrutan.

Penelitian yang dilakukan oleh Billger & Hallack (2005) menyatakan bahwa perusahaan yang berada dalam permasalahan keuangan akan melakukan pemecatan termasuk pemecatan terhadap CEO-nya. Sedangkan Gilson (1989) menyatakan bahwa perusahaan yang beroperasi dalam kondisi kebangkrutan akan memiliki tekanan yang sangat tinggi bagi manajemennya sehingga menghasilkan perbedaan yang signifikan dalam hal tingkat *turnover* manajemen antara perusahaan yang melakukan reorganisasi karena kebangkrutan dengan perusahaan yang melakukan restrukturisasi bukan karena kebangkrutan.

Hasil penelitian Ratna Wardhani (2006), menyatakan bahwa dengan keluarnya direksi dari jajaran dewan direksi maka perusahaan akan kehilangan keahlian direksi dan *networking* yang dimilikinya sehingga kinerjanya justru akan menurun dan kemungkinan perusahaan mengalami tekanan keuangan akan meningkat. Direksi keluar dalam penelitian ini merupakan pergantian direksi dalam arti jumlah direksi yang keluar, tidak termasuk pergantian posisi direksi. Pengaruh jumlah direksi keluar terhadap *financial distress* menjadi hipotesis keempat dalam penelitian ini.

Ha4 : Terdapat pengaruh yang positif jumlah direksi keluar terhadap *financial distress*.

Kepemilikan Institusional. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan, sehingga potensi kesulitan keuangan dapat diminimalkan karena perusahaan dengan kepemilikan institusional yang lebih besar (lebih dari 5 persen) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen.

Kepemilikan institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Hal ini disebabkan karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen sehingga dengan kepemilikan institusional biaya agensi dapat diminimalkan.

Hasil penelitian Crutchley (1999) dan Nur DP (2007) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kesulitan keuangan perusahaan. Hal ini berarti bahwa peningkatan kepemilikan institusional dalam perusahaan akan mendorong semakin kecilnya potensi kesulitan keuangan. Keadaan tersebut disebabkan semakin besar kepemilikan institusional akan semakin besar monitor yang dilakukan terhadap perusahaan yang pada

akhirnya akan mampu mendorong semakin kecilnya potensi kesulitan keuangan yang mungkin terjadi didalam perusahaan. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *financial distress* menjadi hipotesis kelima dalam penelitian ini.

Ha5 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

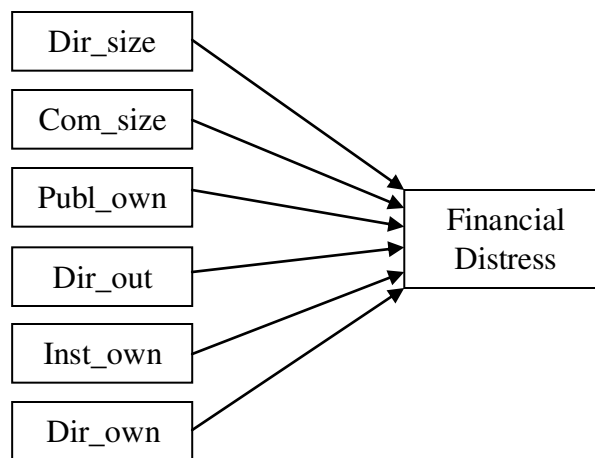
Kepemilikan Direksi dan Komisaris. Kemungkinan suatu perusahaan berada pada posisi tekanan keuangan sangat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan tersebut. Struktur kepemilikan menjelaskan komitmen pemilik untuk menyelamatkan perusahaan. Teori agensi yang dikemukakan oleh Jensen (1993) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris dapat membantu penyatuan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Teori tersebut berarti bahwa semakin meningkat proporsi kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris, maka semakin baik kinerja perusahaan sehingga kemungkinan perusahaan mengalami tekanan keuangan semakin kecil. Teori Jensen didasarkan atas asumsi bahwa antara pemilik perusahaan dan manajemen (pengelola perusahaan) adalah terpisah, sehingga timbul peluang terjadinya konflik antara pemilik perusahaan dengan pengelola perusahaan (*agency conflict*).

Hasil penelitian Nur DP (2007) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kondisi keuangan perusahaan, di mana pengaruh tersebut bertanda negatif. Dalam penelitian tersebut disebutkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial akan mampu mendorong turunnya potensi terjadinya kesulitan keuangan. Keadaan tersebut disebabkan karena peningkatan kepemilikan manajerial akan mampu menyatukan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Pengaruh kepemilikan direksi dan komisaris menjadi hipotesis yang keenam dalam penelitian ini.

Ha6 : Kepemilikan dewan direksi dan dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Kerangka Pemikiran Teoritis. Kerangka pemikiran teoritis yang mengilustrasikan keterkaitan antar variabel adalah sebagaimana gambar berikut :

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : kajian penulis (2009)

Variabel Penelitian. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metoda *causal explanatory*, yaitu menjelaskan hubungan kausal antara variabel-variabel penelitian melalui pengujian hipotesis. Data yang digunakan adalah data sekunder selama tahun 2003 – 2007, yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) dan Indonesia Stock Exchange (IDX).

Variabel dependen adalah *financial distress* yang merupakan variabel dikotomi (*dichotomous dependent variables*). *Financial distress* didefinisikan sebagai perusahaan yang memiliki laba per lembar saham (*earning per share*) negatif (Elloumi dan Gueyie, 2001). Dalam penelitian ini variabel dependen disajikan dalam bentuk variabel dummy dengan ukuran binomial, yaitu nilai satu (1) apabila perusahaan memiliki *earning per share* (EPS) negatif dan nol (0) apabila perusahaan memiliki *earning per share* (EPS) positif. Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur *corporate governance* yang diukur berdasarkan enam variabel bebas, yaitu jumlah dewan direksi, jumlah dewan komisaris, kepemilikan publik, jumlah direksi keluar, kepemilikan institusional, dan kepemilikan oleh direksi.

Populasi dan Sampel. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT. Bursa Efek Indonesia (PT. BEI). Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* atau sampel bertujuan dengan kriteria tertentu. Kriteria penarikan sampel yang diterapkan adalah :

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2003 - 2007.
2. Semua perusahaan manufaktur kecuali perusahaan perbankan dan perusahaan asuransi.
3. Perusahaan yang memiliki data laporan keuangan untuk periode yang berakhir 31 Desember 2003-2007 dan data pendukung lain yang lengkap.

Metode Analisis. Metoda analisis yang digunakan adalah *Logit Regression Model*. Menurut Maddala (1991) model *logit regression* tepat digunakan untuk kasus penyampelan dari dua populasi, yaitu perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan dan perusahaan yang tidak mengalami kesulitan keuangan. Secara lengkap model tersebut dirumuskan sebagai berikut :

$$\ln(p/1-p) = \text{DISTRESSED}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{DIR_SIZE} + \beta_2 \text{COM_SIZE} + \beta_3 \text{PUBL_OWN} + \beta_4 \text{DIR_OUT} + \beta_5 \text{INST_OWN} + \beta_6 \text{DIR_OWN} + \varepsilon_i$$

Pengujian hipotesis dilakukan dengan membandingkan hasil uji nilai signifikan t (Sig t) dengan alpha. Adapun kriterianya adalah jika nilai sig > alpha (0.05) maka Ho diterima, jika nilai sig < alpha (0.05) maka Ho ditolak.

Praktek *corporate governance* dan kondisi keuangan suatu perusahaan kemungkinan tidak membuat perusahaan berada pada kesulitan keuangan pada periode yang bersangkutan secara langsung. Model dalam penelitian ini menggunakan variabel independen dengan lag satu tahun. Hal ini dilakukan karena kondisi kesulitan keuangan yang dialami oleh perusahaan merupakan dampak dari kebijakan strategis pada periode sebelumnya sehingga kebijakan strategis sebelumnya (periode t-1) akan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan di periode tertentu (periode t).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data Deskriptif. Dari populasi sejumlah 152 perusahaan manufaktur, diperoleh 19 perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria untuk digunakan sebagai sampel. Dari proses

pengumpulan data, didapatkan jumlah observasi yang diperoleh sebesar 95 observasi. Tabel 1 berikut ini menampilkan *descriptive statistics* dari data yang akan digunakan dalam analisis.

Tabel 1
Descriptive Statistics

	All Sample			Financially Distressed Subsample			Non Financially Distressed Subsample		
	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean
<u>Dir_Size</u>	2	12	4,17	2	5	3,33	2	12	4,5
<u>Com_Size</u>	2	7	3,33	2	7	3,41	2	6	3,29
<u>Publ_Own</u>	6,3	86,52	30,09	6,3	39,44	28,08	6,3	86,52	30,88
<u>Dir_Out</u>	0	5	0,25	0	2	0,26	0	5	0,25
<u>Inst_Own</u>	12,93	92,43	61,50	43,11	88,13	64,68	12,93	92,43	60,24
<u>Dir_Own</u>	0,02	25,78	6,80	0,03	15,37	5,41	0,02	25,78	5,95
<u>Valid N (listwise)</u>	95			27			68		

Sumber : data sekunder diolah, 2009

Dari tabel di atas terlihat bahwa rata-rata jumlah dewan direksi, persentase kepemilikan publik, dan persentase saham yang dimiliki direksi dan komisaris pada perusahaan yang mengalami *financial distress* lebih kecil apabila dibandingkan dengan rata-rata pada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*. Hal ini berbeda dengan Jumlah dewan komisaris, Jumlah direksi yang keluar, serta persentase kepemilikan institusi. Pada perusahaan yang mengalami *financial distress* ternyata jumlah dewan komisaris, jumlah direksi yang keluar, serta persentase kepemilikan institusi memiliki rata-rata yang lebih tinggi apabila dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mengalami *financial distress*.

Uji Statistik Logistic Regression. Hasil uji statistik *Logit regression* ditunjukkan pada tabel 2 berikut :

Tabel 2
Uji Statistic Logit Regression

Independent Variable	Koefisien	Signifikansi	Eks (B)
Constant	0.825	0.837	2.282
DIR_SIZE	-1.614	0.000	0.199
COM_SIZE	0.645	0.027	1.906
PUBL_OWN	0.234	0.954	1.264
DIR_OUT	0.675	0.248	1.963
INST_OWN	3.425	0.373	30.734
DIR_OWN	-4.118	0.469	0.016
- 2 Log Likelihood		113.408	
Cox and Snell R Squared		0.259	
Hosmer and Lemeshow (Chi Squared)		5.587	
Nagelkerke R Square		0.371	

Sumber : data sekunder diolah, 2009

Uji Likelihood. Hasil perhitungan yang dilakukan oleh SPSS diperoleh nilai -2 Log Likelihood sebesar 113.408. Nilai ini sangat besar dibandingkan dengan tabel $\chi^2_{df, n-1}$ (dengan $\alpha = 5\%$) = $\chi^2_{df (95-1) = 113,145}$, dan angka tersebut menunjukkan angka yang tidak signifikan pada $\alpha 5\%$. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa model dengan konstanta saja fit dengan data. Apabila dilihat model dengan konstanta dan enam variabel bebas, nilai -2Log Likelihood juga menghasilkan angka yang sama yaitu sebesar 113,145 atau memiliki distribusi χ^2 dengan $df (n-k) = (95-7) = 88$ sebesar 101,879, dimana angka ini menunjukkan angka yang tidak signifikan pada $\alpha 5\%$. Dengan demikian dikatakan bahwa model dengan konstanta dan enam variabel bebas fit dengan data.

Cox and Snell R Square. Hasil perhitungan yang dilakukan SPSS diperoleh nilai Cox and Snell R Square sebesar 0.259 dan nilai Nagelkerke R Square sebesar 0.371. Hal ini berarti bahwa model yang digunakan mampu menjelaskan perubahan yang terjadi pada variabel penelitian sebanyak 37,1%, sedangkan 62,9% dijelaskan oleh variabel lain.

Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit. Alat uji ini digunakan untuk menguji bahwa data empiris sesuai dengan model atau tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit. Berdasarkan pada hasil perhitungan yang dilakukan oleh SPSS diperoleh nilai sebesar 5,584 dimana nilai tersebut jauh di atas 5%. Hal ini menunjukkan bahwa model tersebut fit atau model yang digunakan mampu memprediksi nilai observasinya.

Tabel klasifikasi 2 x 2. Berdasarkan pada hasil output SPSS di lampiran dapat dijelaskan bahwa, menurut prediksi perusahaan manufaktur yang tidak mengalami *financial distress* (kode 0) adalah 68 perusahaan sedangkan hasil observasi hanya 61 perusahaan, jadi ketepatan klasifikasi 89.7%. Prediksi perusahaan manufaktur yang mengalami *financial distress* (kode 1) ada 27 perusahaan, sedangkan hasil observasi hanya 11, jadi ketepatan klasifikasi 40.7%. Secara keseluruhan ketepatan klasifikasi adalah sebesar 75.8%.

Pengujian Hipotesis. Hasil pengujian hipotesis masing-masing variabel ditunjukkan pada tabel 3 berikut :

Tabel 3
Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Variabel Independen	Ekspektasi Tanda	Sig	Keputusan
Ha1	Jumlah dewan direksi	-	0.000*	Signifikan
Ha2	Jumlah dewan Komisaris	-	0.027*	Signifikan
Ha3	Kepemilikan publik	-	0.954	Tidak Signifikan
Ha4	Jumlah direksi keluar	+	0.248	Tidak Signifikan
Ha5	Kepemilikan Institusional	-	0.373	Tidak Signifikan
Ha6	Kepemilikan direksi	-	0.469	Tidak Signifikan

Sumber : Hasil analisis

* Signifikan pada level 5%

Hipotesis 1 (H1). Hasil pengujian terhadap Jumlah dewan direksi menghasilkan nilai yang signifikan dengan tanda negatif, yang berarti semakin besar jumlah dewan direksi yang dimiliki oleh suatu perusahaan maka kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* semakin kecil. Hasil ini mendukung hipotesis yang telah dikemukakan di awal, serta konsisten dengan hasil penelitian Darmawati (2004), Masruddin (2007), dan Nur DP (2007) yang menyatakan bahwa ukuran dewan direksi signifikan dengan kemungkinan terjadinya *financial distress* dimana pengaruhnya bertanda negatif. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki jumlah direksi yang besar, kemungkinan mengalami *financial distress* lebih kecil. Keadaan ini dimungkinkan bahwa jumlah direksi yang kecil tidak mampu menjalankan perusahaan dengan optimal sedangkan jumlah dewan direksi yang besar memberikan manfaat yang besar bagi perusahaan karena terciptanya *network* dengan pihak luar dalam menjamin ketersediaan sumber daya, seperti yang dinyatakan Darmawati (2004). Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Jensen (1993) yang mencatat bahwa ukuran dewan direksi yang besar dapat memonitor proses pelaporan keuangan dengan lebih efektif dibandingkan ukuran dewan direksi yang kecil.

Hipotesis 2 (H2). Hasil pengujian jumlah dewan komisaris menghasilkan nilai yang signifikan pada tingkat alpha 5% namun memiliki tanda positif, dimana hasil ini berlawanan arah dengan hipotesis yang diajukan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki jumlah dewan komisaris yang lebih besar justru kemungkinan mengalami *financial distress* semakin besar, yang berarti fungsi monitoring yang dijalankan dalam perusahaan relatif lebih lemah. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Jensen (1993), Lipton dan Lorsch (1992), Yermak (1996), serta Nasution dan Setiawan (2007) yang menyatakan ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Keadaan ini juga didukung atau sejalan dengan hasil penelitian Tabalujan (2001) yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia, pembentukan dewan komisaris terbatas hanya untuk memenuhi aturan pendirian sebuah perusahaan yang *go public*, dalam prakteknya dewan komisaris tidak bekerja secara optimal sesuai dengan peran yang seharusnya dilaksanakan.

Hipotesis 3 (H3). Kepemilikan publik ternyata tidak signifikan dalam pengujian ini, atau dengan kata lain kepemilikan publik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *financial distress*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Masruddin (2007) yang menyatakan bahwa keberadaan publik menuntut untuk diberikannya informasi kinerja perusahaan yang jujur, jelas dan tepat waktu sehingga kepemilikan publik berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Gunarsih (2003) didalam penelitiannya mengatakan bahwa pola kepemilikan saham perusahaan publik di Indonesia cenderung terpusat pada beberapa orang tertentu dan tidak menyebar secara merata.

Atas dasar hasil penelitian Gunarsih (2003), dapat dikatakan bahwa karena pola kepemilikan saham perusahaan publik di Indonesia yang cenderung tidak merata, hal ini mengakibatkan pengendalian pemegang saham terhadap manajemen cenderung lemah, karena tidak meratanya hak suara dari masing-masing pemegang saham sehingga RUPS tidak mempunyai wewenang untuk mengendalikan manajemen apalagi terlibat dalam pengelolaan perusahaan. Keberadaan RUPS yang bukan sebagai pengelola, dan hanya memberikan hak suara dalam periode tertentu saja, memberi dampak terhadap ketidaktahuan RUPS dalam segala kejadian perusahaan sehari-hari sehingga kepemilikan publik menjadi tidak signifikan terhadap *financial distress*.

Hipotesis 4 (H4). Jumlah direksi yang keluar memberikan hasil yang tidak signifikan terhadap *financial distress*. Hasil temuan ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Wardhani (2006) yang menyatakan bahwa dengan adanya direksi yang keluar maka perusahaan akan kehilangan keahlian direksi dan *networking* yang dimiliki dari direksi sehingga kinerja perusahaan justru akan menurun dan kemungkinan perusahaan berada dalam kondisi *financial distress* meningkat. Tidak signifikannya jumlah direksi keluar terhadap *financial distress* disebabkan karena kondisi sehat tidaknya suatu perusahaan bukan diakibatkan oleh banyak tidaknya direksi yang keluar, namun lebih diakibatkan oleh hal-hal lain, seperti profesionalisme, pengalaman yang memadai, dan kemampuan untuk menjalankan power yang dimiliki direksi dalam mengelola perusahaan, seperti yang dinyatakan oleh Tjager dkk. (2003 : 177) dan Chariri (2006).

Hipotesis 5 (H5). Kepemilikan institusional ternyata tidak signifikan dalam penelitian ini. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitiannya Crutchley (1999) dan Nur DP (2007) dan teori yang dikemukakan di depan. Seperti yang telah dikemukakan di telaah pustaka bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan sehingga akan dapat mengurangi *agency cost*. Adanya kontrol ini akan membuat manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan kebangkrutan perusahaan (Crutchley, et al, 1999). Dengan demikian kepemilikan institusional yang diharapkan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen sehingga biaya agensi dapat diminimalkan, tidak dapat dibuktikan dalam penelitian ini.

La Porta, Lopez-de-Silanes dan Shleifer (1998), Claessens, Djankov dan Lang (2000) serta Faccio dan Lang (2002), telah menemukan bukti bahwa lebih dari 60% dari perseroan terbuka di seluruh dunia dimiliki oleh satu pemilik terkuat (pemegang saham terbesar) kecuali di Amerika, Inggris, dan Jepang. Tsun dan Yin (2004) menyatakan lebih lanjut bahwa kepemilikan yang terpusat dapat menimbulkan kurangnya transparansi dalam penggunaan dana pada perusahaan serta keseimbangan yang tepat antara kepentingan-kepentingan yang ada, misalnya antara pemegang saham dengan pengelolaan manajemen perusahaan dan antara pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) dengan pemegang saham minoritas. Perusahaan publik yang ada di Indonesia kepemilikannya cenderung terpusat dan tidak menyebar secara merata (Gunarsih, 2003), sehingga perusahaan dengan struktur kepemilikan yang tidak menyebar secara merata menyebabkan pengendalian pemegang saham terhadap manajemen cenderung lemah. Dengan demikian pemegang saham tidak mempunyai kemampuan yang cukup untuk mengendalikan manajemen sehingga manajemen mempunyai kemungkinan untuk mengambil keputusan yang menguntungkan dirinya sendiri (Gunarsih, 2003).

Hipotesis 6 (H6). Kepemilikan oleh direksi dan komisaris dalam penelitian ini menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hasil temuan ini tidak konsisten dengan teori agensi yang dikemukakan oleh Jensen (1993), yang menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer, semakin meningkat proporsi kepemilikan saham manajerial, maka semakin baik kinerja perusahaan. Teori Jensen didasarkan atas asumsi bahwa antara pemilik perusahaan dan manajemen (pengelola perusahaan) adalah terpisah, sehingga timbul peluang terjadinya konflik antara pemilik perusahaan dengan pengelola perusahaan (*agency conflict*).

Tidak signifikannya kepemilikan oleh direksi dan komisaris terhadap *financial distress* disebabkan karena kondisi sehat tidaknya suatu perusahaan khususnya perusahaan publik yang

ada di Indonesia bukan diakibatkan oleh besar kecilnya saham yang dimiliki dewan direksi dan dewan komisaris saja, tetapi lebih diakibatkan oleh kemampuan dewan direksi dalam mengelola perusahaan seperti yang dinyatakan oleh Tjager dkk. (2003 : 177) . Di Indonesia, 66,9% perusahaan yang *go public* adalah perusahaan keluarga (Classen, Djankov dan Lang, 2000). Untuk perusahaan keluarga ada kecenderungan bahwa antara pemilik perusahaan dan manajemen (pengelola perusahaan) adalah sama atau masih ada hubungan keluarga sehingga tidak bisa dipisahkan antara keputusan yang ditetapkan oleh pemilik perusahaan dengan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan.

SIMPULAN

Jumlah dewan direksi berpengaruh positif secara signifikan terhadap *financial distress*. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Darmawati (2004), Masrudin (2007) dan Nur DP (2007) yang menyatakan bahwa ukuran dewan direksi signifikan dengan kemungkinan perusahaan berada dalam kondisi *financial distress*. Keadaan tersebut memberikan arti bahwa jumlah dewan direksi yang besar memberikan manfaat yang besar bagi perusahaan karena terciptanya *network* dengan pihak luar dalam menjamin ketersediaan sumber daya, seperti yang diungkapkan Darmawati (2004).

Jumlah dewan komisaris berpengaruh positif secara signifikan terhadap *financial distress*, tetapi memiliki arah yang berlawanan dengan hipotesis yang diajukan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Jensen (1993), Lipton dan Lorsch (1992), Yermak (1996) serta Nasution dan Setiawan (2007) yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Keadaan tersebut memberikan arti bahwa jumlah dewan komisaris yang besar justru mempertinggi kemungkinan perusahaan berada pada kondisi *financial distress*. Hal ini dimungkinkan karena dengan jumlah dewan komisaris yang lebih besar justru menjadi tidak efektif dalam menjalankan fungsi monitoringnya sehingga kinerja direksi justru menurun, yang berakibat pada meningkatnya kemungkinan perusahaan mengalami kondisi *financial distress*.

Apabila perusahaan sedang mengalami *financial distress* maka lebih baik kalau perusahaan memperbesar jumlah dewan direksinya sesuai dengan ukuran perusahaan, seperti yang dinyatakan Darmawati (2004) karena jumlah dewan direksi yang besar menguntungkan perusahaan dari sudut pandang *resources dependence* (Alexander, Fernell, Halporn, 1993; Goodstein, Gautarn, Boeker, 1994; Mintzber, 1983). Maksud dari pandangan *resources dependence* adalah bahwa perusahaan akan tergantung dengan dewan direksinya sesuai dengan fungsi manajerialnya untuk dapat mengelola sumber dayanya secara lebih baik. Hal ini sesuai dengan pernyataan Pfeffer dan Salancik (1978) bahwa semakin besar kebutuhan akan hubungan eksternal yang semakin efektif, maka kebutuhan akan dewan dalam jumlah yang besar akan semakin tinggi.

Penelitian mendatang disarankan menggunakan variabel struktur *corporate governance* yang lebih beragam, seperti komite audit, komisaris independen, partisipasi pendiri, sekretaris perusahaan, serta rasio dewan direksi yang dipegang pemegang saham terbesar. Sebaiknya penelitian mendatang menggunakan indikator lain dalam mengukur *financial distress*, seperti nilai buku ekuitas, laba operasi, arus kas, return saham, likuiditas, dan lain-lain. Selain menggunakan data sekunder, perlu juga dipertimbangkan penggunaan data primer dengan mengirimkan kuesioner tentang keberadaan, independensi, dan aktivitas dari komite audit. Dengan demikian dapat diketahui praktek *good corporate governance* yang dijalankan

perusahaan yang diharapkan akan lebih bisa menggambarkan pengaruh struktur *corporate governance* terhadap *financial distress*.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, Ei. 1993. *Corporate Financial Distress – A Complete Guide to Predicting Avoiding and Dealing with Bankruptcy*. New York : John Willey.
- Arifin, Zaenal. 2003. Pengaruh Corporate Governance terhadap Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Pada Saat Pengumuman Earnings. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. pp. 614-624.
- Baldwin, C. dan Scott M. 2001. *The Resolution Of Claims In Financial Distress : The Case Of Messey Ferguson*. Accounting Horizon, Vol.3 No.1.
- Baird, M. 2000. *The Proper Governance of Companies Will Become as Crucial to the World Economy as the Proper Governing of Countries*. Paper.
- Black, B., Jang, H., dan Kim, W. 2003. *Does Corporate Governance Affect Firm Value?* Working Paper.
- Chtourou, S. M., Bedard, J., dan Courteau, L. 2001. *Corporate Governance and Earning Management*. Working Paper, April.
- Classens, S, Djankov, S and Klapper. 1999. *Resolution of Corporate Distress : Evidence from East Asia's Financial Crisis*. The Annual World Bank Group-Brooking. New York : Institution Conference Palisades.
- Classens, S., Djankov, S. dan Lang.L.H. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation. *Journal of Finance Economics*, Vol.58.
- Crutchley, Claire., et al. 1999. Agency Problem and The Simultaneity of Finacial Decision Making The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 8 No. 2, pp. 177-197.
- Chariri, Anis. 2006. *The Dynamics of Financial Reporting Practice in an Indonesian Company-A Reflection of Javanese Views on an Ethical Social Relationship*. Disertasi PhD. Australia : School of Accounting and Finance, University of Wollongong.
- Darmawati, Deni. 2004. Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi VII*.
- Daily, Catherine M., dan R. Dalton. 1994. Bankruptcy and Corporate Governance and Bankrupt Firm: An Empirical Assessment. *Strategic Management Journal*. October, Vol. 15 No. 8, pp. 643-654.
- Elloumi dan Gueyie. 2001. *Financial Distress and Corporate Governance : An Empirical Analysis*, MCB University Press.
- Nur DP, Emrinaldi. 2007. Analisis Pengaruh Praktek Tata Kelola Perusahaan terhadap Kesulitan Keuangan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 9 No. 1, pp. 88-102.
- Hambrick, D., dan D'Aveni, R. A. 1992. Top Team Deterioration as Part of the Downward Spiral of Large Corporate Bankruptcies. *Management Science*. Vol. 38. pp. 1445-1446.
- Ghozali, Imam. 2006. *Analisis Multivariate Lanjutan Dengan Program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Husnan, Suad. 2001. Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*, Vol. 1, No.1.
- Jensen, Michael C. 1993. The Modern, Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control System. *Journal of Finance Economics*, Vol. 48, pp. 831-880.
- Jensen, Michael C, dan W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.

- Kaen, Fred R. 2003. *A Blueprint for Corporate Governance: Strategy, Accountability, and the Preservation of Shareholder Value*. New York : American Management Assosiation.
- Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara Nomor : KEP-117/M-MBU/2002.
- La Porta,R. Lopez-de-Silanes, dan F.Shleifer, A. 1998. Corporate Ownership Around The World. *Journal of Finance*, Vol.54.
- Maksum, Azhar. 2005. *Tinjauan Atas Good Corporate Governance di Indonesia*. Makalah disampaikan pada Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar Tetap. Medan : Universitas Sumatra Utara.
- Masruddin, 2007. Pengaruh Corporate Governance terhadap Financial Distress. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. XI, No.2, pp. 236-247.
- Nasser dan Aryati. 2000. Model Analisis Camel untuk Memprediksi Financial Distress pada Sektor Perbankan yang Go Public. *Jurnal Akuntansi Indonesia*. Vol. 4 No. 2.
- Ohlson, James A. 1980. Financial Ratios and Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, Spring.
- Puspa Midiastuty, Pratana dan Machfoedz, Mas'ud. 2003. Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba. *Simposium Nasional Akuntansi VI*.
- Regar, Moenaf. 2000. *Dewan Komisaris Peranannya Sebagai Organ Perseroan*. Jakarta : Bumi Aksara.
- Sakai, H., dan Asoka, H. 2003. *The Japanese Corporate Governance System and Firm Performance : Toward Sustainable Growth*. Working Paper. Research Center for Policy and Economy Mitsubishi Research Institute, Inc.
- Siallagan H., dan Machfoedz, Mas'ud. *Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan*. Simposium Nasional Akuntansi IX.
- Sudarma, Made. 2005. *Struktur Kepemilikan, Biaya Agensi dan Good Corporate Governance sebagai Sarana Peningkatan Nilai Perusahaan Publik*. Makalah disampaikan pada Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar Tetap. Malang : Universitas Brawijaya.
- Syakhroza, Akhmad. 2004. Model Komisaris untuk Efektivitas GCG di Indonesia. *Majalah Usahawan Indonesia*. Mei.
- Tabalujan, B. 2002. Family Capitalism And Corporate Governance of Family Controlled Listed Companies in Indonesia. *The University of New South Wales Law Journal*, Vol. 25 No. 2, pp. 486-514.
- Tjager, I.N., et al. 2003. *Corporate Governance : Tantangan dan Kesempatan bagi Komunitas Bisnis Indonesia, Serial Mastering Good Corporate Governance*. Jakarta : Prenhanllindo.
- Tri, Gunarsih. 2003. *Pengaruh Struktur Kepemilikan dalam Corporate Governance dan Strategi Diversifikasi terhadap Kinerja Perusahaan*. Disertasi Doktor. Yogyakarta : Universitas Gajah Mada.
- Tsun-Siou, L. dan Yin Hua Yeh. 2004. Corporate Governance and Financial Distress; Evidence from Taiwan, *Corporate Governance : An International Review*, Vol. 12, No 3, pp.378-388.
- Wardhani, Ratna. 2006. Mekanisme Corporate Governance Dalam Perusahaan Yang Mengalami Permasalahan Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi IX*.
- Weibach, M. 1988. Outside Director and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*. Vol. 20.

