

FINANCIAL DISTRESS DI BUMN INDONESIA DAN FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI

Aries Widya Gunawan

arieswidya71@gmail.com

Aminullah Assagaf

Nur Sayidah

Alvy Mulyaningtyas

Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi & Bisnis, Universitas Dr. Soetomo

ABSTRACT

This study aims to examine the factors that influence financial distress in State-owned enterprises (SOEs). The factors identified include managerial compensation, working capital, investment growth, and operating cash flow. The researchers measure financial distress by Z-score. The researchers measure managerial compensation by calculating the amount of directors' salary and allowances, Working capital by ratio between the number of current assets and short-term liabilities; Investment growth by the ratio between the current year's investment and the previous year. Operating cash flow is the difference between cash inflows and outflows from operating activities. Leverage as a control variable is a comparison between total debt and total equity. The researchers selected the sample with a purposive sampling method. The result is that researchers obtained a sample of 19 BUMN. Research data for the period 2014-2017 were analyzed using multiple linear regression analysis. The results show that the variable working capital and leverage influence financial distress. Managerial compensation, investment growth, and operating cash flow do not affect financial distress.

Key words: managerial compensation; working capital; investment growth; cash flow operations; financial distress.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi *financial distress* di Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Faktor-faktor yang diidentifikasi mencakup kompensasi manajerial, modal kerja, pertumbuhan investasi, dan arus kas operasi. Pengukuran *financial distress* dilakukan dengan Z-score. Peneliti mengukur kompensasi manajerial dengan menghitung jumlah gaji dan tunjangan direksi. Modal kerja diukur melalui rasio antara jumlah asset lancar dengan liabilitas jangka pendek. Pertumbuhan investasi dihitung dari rasio antara investasi tahun berjalan dengan tahun sebelumnya. Arus kas operasi adalah selisih arus kas masuk dan keluar dari aktivitas operasi. Leverage sebagai variable control diperoleh dari perbandingan antara total hutang dan total ekuitas. Peneliti menyeleksi sampel dengan metode purposive sampling. Hasilnya peneliti memperoleh sampel sebanyak 19 BUMN. Data penelitian untuk periode tahun 2014-2017 dianalisis dengan menggunakan analisis regresi linier berganda. Hasilnya menunjukkan bahwa variabel modal kerja dan *leverage* mempunyai pengaruh terhadap *financial distress*. Kompensasi manajerial, pertumbuhan investasi, dan arus kas operasi tidak mempunyai pengaruh terhadap *financial distress*.

Kata kunci: *financial distress*; kompensasi manajerial; modal kerja; pertumbuhan investasi; arus kas operasi

PENDAHULUAN

Fenomena kesulitan keuangan atau *financial distress* yang terjadi pada BUMN

sampai saat ini merupakan tema yang menarik untuk dikaji. *Financial distress* merupakan suatu keadaan yang dapat dialami

oleh berbagai perusahaan baik itu perusahaan dengan skala besar atau pun perusahaan dengan skala kecil dari berbagai sektor industri. Kesulitan keuangan yang mengancam operasional BUMN menjadi hal yang sangat penting karena perusahaan ini menyerap pendanaan pemerintah. BUMN seharusnya sehat dan memiliki kemampuan keuangan secara mandiri bahkan berpeluang membantu keuangan negara sebagaimana yang terjadi dinegara lain. Fenomena ini merupakan *research gap* yang penting untuk dianalisa. Faktor-faktor yang terkait dengan kesulitan keuangan BUMN diuji dalam penelitian ini untuk memberi masukan kepada pemerintah dalam membuat kebijakan dalam mengatasi kesulitan keuangan yang dihadapi BUMN.

Penelitian BUMN secara spesifik sektor ketenagalistrikan, yaitu Perusahaan Listrik Negara (PLN) telah dilakukan Assagaf (2014). Hasil penelitian menunjukkan bahwa optimalisasi pengelolaan PLN perlu dilakukan serangkaian kebijakan yang didukung oleh pemerintah melalui kementerian terkait untuk melakukan kebijakan secara terpadu. Variabel yang digunakan pada penelitian fokus pada faktor kompensasi manajerial, *modal kerja*, dan pertumbuhan investasi, *leverage*, dan *cash flow operation* yang terkait dengan kesulitan keuangan BUMN atau *financial distress* yang perlu dikaji atau dianalisis secara komprehensif, sehingga dapat memberi masukan atau rekomendasi terhadap permasalahan yang dihadapi BUMN.

Salah satu indikator keberhasilan bagi perusahaan dalam mencapai orientasinya ditentukan oleh kinerja dan profesionalisme karyawan atau pegawainya. Hal ini dikarenakan adanya motivasi dalam meningkatkan kinerja perusahaan dengan pemberian kompensasi yang cukup memuaskan. Studi yang mengkaji mengenai *distress status* terhadap kompensasi yaitu penelitian yang dilakukan oleh Abdullah (2006). Perusahaan dalam keadaan *financial distress* akan membayar total remunerasi

lebih rendah dibandingkan perusahaan dalam keadaan sehat. Pemberian kompensasi pada perusahaan yang mengalami keadaan keuangan tidak baik, atau dikatakan *distress*, akan berbeda dengan perusahaan dengan kondisi keuangan yang baik atau *non-distress*. Ketika perusahaan dalam keadaan *financial distress*, kondisi keuangan dalam perusahaan sedang mengalami penurunan serta perusahaan akan mengalami kesulitan dalam melakukan pembayaran utang. Kondisi tersebut bertentangan dengan Njuguna (2016), yang menyebutkan bahwa pemberian kompensasi yang besar pada perusahaan yang sehat akan membuat kinerja direksi meningkat, ketika keadaan perusahaan dalam kondisi *non-financial distress*. Kondisi keuangan perusahaan yang sedang dalam keadaan normal akan meningkat dari biasanya. Hal tersebut akan berdampak pula pada besarnya pemberian kompensasi direksi.

Kondisi *Financial distress* dapat diukur dengan skor yang ditemukan oleh Altman yang dikenal dengan Z-Score. Analisis Z-Score adalah metode untuk memprediksi keberlangsungan hidup suatu perusahaan dengan mengkombinasikan beberapa rasio keuangan yang umum dan pemberian bobot yang berbeda satu dengan lainnya (Rudianto, 2013; Sartono (2010). Model Altman (2000) telah dilengkapi titik cut off untuk menentukan klasifikasi kebangkrutan. Altman menggunakan lima rasio keuangan yang diperuntukkan bagi perusahaan *go public* salah satunya adalah *Modal kerja* terhadap Total Aktiva.

Capital Expenditure atau pertumbuhan investasi juga diduga mempunyai pengaruh terhadap struktur modal karena berkaitan dengan adanya penggunaan dana perusahaan untuk membiayai keperluan perusahaan dalam jangka panjang. Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*. Pertumbuhan (*growth*) adalah seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi

untuk industri yang sama, Machfoedz (2007). Secara umum, semakin meningkat produktivitas perusahaan, maka pertumbuhan perusahaan juga diharapkan meningkat dari waktu ke waktu. Pertumbuhan karena pengaruh dari iklim dan situasi usaha local, jika infrastruktur dan iklim usaha mendukung usaha tersebut, maka pertumbuhan perusahaan akan terlihat baik dari waktu ke waktu.

Analisis *leverage* diperlukan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar utang (jangka pendek dan jangka panjang). Apabila suatu perusahaan pembiayaannya lebih banyak menggunakan utang, hal ini beresiko akan terjadi kesulitan pembayaran di masa yang akan datang akibat utang lebih besar dari aset yang dimiliki. Jika keadaan ini tidak dapat diatasi dengan baik, potensi terjadinya *financial distress* pun semakin besar. Salah satu rasio yang dipakai dalam mengukur *leverage* adalah *total liabilities to total asset*, Almilia dan Kritijadi (2003).

Cash flow from operating juga diduga mempengaruhi variabel dependent *financial distress*. Untuk menguji konsistensi hasil perhitungan koefisien regresi hubungan antara variabel tersebut, maka digunakan persamaan regresi yang menunjukkan pengaruh langsung variabel independent terhadap *financial distress* pada BUMN. Hasil analisis komprehensif yang melibatkan berbagai kelompok variabel yang disebutkan diatas, memotivasi peneliti untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi *financial distress* dengan menggunakan variabel independen kompensasi manajerial, modal kerja, pertumbuhan investasi, *leverage* dan *cash flow operation*.

TINJAUAN TEORETIS

Financial Distress

Kondisi *financial distress* perusahaan didefinisikan sebagai kondisi dimana hasil operasi perusahaan tidak cukup untuk memenuhi kewajiban perusahaan (*Insolvency*). Menurut Emery *et al.* (2004) *insolvency* dapat

dibedakan dalam dua kategori, yaitu *Technical Insolvency* dan *Bankruptcy Insolvency* (Suroso, 2006). *Technical Insolvency*, bersifat sementara dan munculnya karena perusahaan kekurangan kas untuk memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendek. *Bankruptcy Insolvency*, bersifat lebih serius dan munculnya ketika total nilai hutang melebihi nilai total aset perusahaan atau nilai ekuitas perusahaan negatif.

Banyak faktor yang dapat menyebabkan perusahaan menghadapi *financial distress* yaitu antara lain kenaikan biaya operasi, ekspansi berlebihan, ketinggalan teknologi, kondisi persaingan, kondisi ekonomi, kelemahan manajemen perusahaan dan penurunan aktifitas perdagangan industri, Wruck (1990). Pada umumnya kondisi *financial distress* yang ringan disebabkan akibat dari kelemahan manajemen dalam siklus operasional. Menurut Joseph dan Mensah (2014), ada dua jenis kebangkrutan, yaitu:

- a. *Economic distress*, berarti perusahaan kehilangan uang atau pendapatan sehingga tidak mampu menutup biaya sendiri karena tingkat laba yang lebih kecil dari biaya modal atau nilai sekarang dan arus kas perusahaan lebih kecil dari kewajiban. Kegagalan terjadi bila arus kas perusahaan sebenarnya jauh dibawah arus kas yang diharapkan atau tingkat pendapatan atas biaya historis dan investasinya lebih kecil dari pada biaya modal perusahaan yang dikeluarkan untuk sebuah investasi.
- b. *Financial distress*, berarti kesulitan dana untuk menutup kewajiban perusahaan atau likuidasi yang diawali dengan kesulitan ringan sampai pada kesulitan yang lebih serius, yaitu jika hutang lebih besar dibandingkan dengan aset. Definisi dari *financial distress* tidak dapat dirumuskan dengan akurat akan tetapi merupakan suatu keadaan kesulitan dari tingkat ringan sampai berat.

Indikator awal yang menunjukkan apakah suatu perusahaan mengalami *financial*

distress antara lain ditandai dengan adanya pemberhentian tenaga kerja atau hilangnya pembayaran deviden, serta arus kas yang lebih kecil daripada kewajiban jangka panjang, atau jika selama dua tahun mengalami laba bersih operasi negatif dan selama lebih dari satu tahun tidak melakukan pembayaran deviden.

Penelitian *financial distress* sebelumnya telah dilakukan oleh Weston dan Copeland (1997) dalam Mastuti, F. *et al.* (2012), kebangkrutan adalah sebagai suatu kegagalan yang terjadi dalam perusahaan tersebut dapat dibedakan sebagai berikut:

- a. Kegagalan Ekonomi (*Economic Distressed*) Kegagalan dalam arti ekonomis bahwa pendapatan perusahaan tidak mampu lagi menutup biayanya, yang berarti bahwa tingkat labanya lebih kecil daripada biaya modalnya. Definisi yang berkaitan adalah bahwa nilai sekarang dari arus kas perusahaan itu lebih kecil dari kewajibannya.
- b. Kegagalan Keuangan (*Financial Distressed*) Insolvensi memiliki dua bentuk yakni Default teknis yang terjadi bila suatu perusahaan gagal memenuhi salah satu atau lebih kondisi didalam ketentuan hutangnya, seperti rasio aktiva lancar dengan hutang lancar yang ditetapkan, serta kegagalan keuangan atau ketidakmampuan teknik (*technical insolvency*) yang terjadi apabila perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya pada waktu yang telah ditentukan walaupun harta totalnya melebihi hutangnya.

Selanjutnya Altman Z-Score dalam Mastuti, F. *et al.* (2012) menggunakan metode prediksi kebangkrutan yang dikenal dengan metode Altman Z-Score yang telah dilengkapi titik *cut off* untuk menentukan klasifikasi kebangkrutan. Altman menggunakan lima rasio keuangan yang diperuntukkan bagi perusahaan go public yaitu Modal Kerja terhadap Total Aktiva, Laba Ditahan terhadap Total Aktiva, EBIT terhadap Total Aktiva, Nilai Pasar Ekuitas ter-

hadap Total Hutang, dan Penjualan terhadap Total Aktiva. Financial distress yang diukur berdasarkan nilai Z-Score dari Altman (1983 dan pengembangannya tahun 1984) *Altman Model* tahun 1983 menggunakan dasar perhitungan nilai Z-score:

$$Z_i = 1,2 X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

Dimana: X₁: (Aktiva lancar - utang lancar) atau Total Aset, X₂: Laba yang ditahan atau Total Aset, X₃: Laba sebelum bunga dan pajak atau Total Aset, X₄: Nilai pasar saham biasa da preferen/Nilai buku total utang, X₅: Penjualan atau Total Aset.

Kompensasi Manajerial dan Financial Distress

Kebijakan Kompensasi eksekutif pada dasarnya merupakan bentuk kontrak keagenan antara pemegang saham (*principal*) dengan manajemen perusahaan (*agent*). Kebijakan penentuan kompensasi eksekutif merupakan salah satu cara yang dapat dilakukan dalam rangka mendorong peningkatan kinerja. Manajemen bertanggung jawab untuk mengoptimalkan keuntungan para pemilik atau pemegang saham, dan sebagai imbalannya manajemen akan memperoleh kompensasi sesuai dengan kontrak. Pemilik perusahaan mengharapkan manajemen dapat meningkatkan kinerja dengan kebijakan pemberian kompensasi yang tepat, Santi dan Puji (2014).

Sistem kompensasi juga berpotensi sebagai salah satu sarana terpenting dalam membentuk perilaku dan mempengaruhi kinerja Sutrisno (2003). Namun demikian banyak organisasi mengabaikan potensi tersebut dengan suatu persepsi bahwa "kompensasi tidak lebih sekadar sebuah *cost* yang harus diminimisasi". Tanpa disadari beberapa organisasi yang mengabaikan potensi penting dan berpersepsi keliru telah menempatkan sistem tersebut justru sebagai sarana meningkatkan perilaku yang tidak produktif atau *counter productive*. Akibatnya muncul sejumlah persoalan-personal misalnya *low employee motivation, poor job performance, high turn over, irresponsible beha-*

viour dan bahkan *employee dishonesty* yang diyakini berakar dari sistem kompensasi yang tidak proporsional. Pengaturan kompensasi merupakan faktor penting untuk menarik dan mempertahankan tenaga kerja. Kompensasi dapat berbentuk finansial maupun non-finansial.

Menurut Kosnik (1990) kinerja dewan direksi dalam perusahaan yang mengalami *financial distress* akan lebih tinggi daripada perusahaan yang sehat. Direksi cenderung menaikkan nilai perusahaan agar mereka tidak terkena dampak buruk dari penurunan nilai perusahaan. Akan tetapi, kompensasi manajerial yang diberikan pada perusahaan yang mengalami *financial distress* lebih kecil daripada perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* atau perusahaan sehat. Abdullah (2006) menyebutkan bahwa perusahaan dalam keadaan *financial distress* akan membayar kompensasi manajerial lebih rendah dibandingkan perusahaan dalam keadaan sehat. Kondisi tersebut bertentangan dengan Ruparelia dan Njuguna (2016) yang menyebutkan bahwa pemberian kompensasi manajerial yang besar pada perusahaan yang sehat akan membuat kinerja direksi meningkat. Berlainan dengan penelitian Barkema dan Gomez-Mejia (1998) menyatakan bahwa selama enam dekade melakukan penelitian, mereka gagal untuk membuktikan adanya hubungan antara kinerja perusahaan dengan kompensasi manajemen tingkat atas. Penelitian yang dilakukan oleh Cordeiro *et al.* (2000) dan Firth *et al.* (1999) juga membuktikan tidak terdapat hubungan antara penghargaan kepada direksi dan kinerja ekonomi perusahaan. Berdasarkan peranan kompensasi manajerial tersebut maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H₁ : Kompensasi Manajerial (KM) berpengaruh terhadap *financial distress* BUMN yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah.

Working Capital dan Financial Distress

Working Capital digunakan untuk mengukur besarnya modal kerja yang diperlu-

kan oleh perusahaan dalam menjalankan operasinya. *Working Capital* merupakan selisih antara aktiva lancar dengan kewajiban jangka pendek. Perusahaan yang mempunyai jumlah *Working Capital* yang besar menunjukkan keuangan perusahaan sehat. Perusahaan mempunyai cukup aktiva lancar untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang digunakan untuk biaya operasional. Indikator yang dapat digunakan untuk mendeteksi adanya masalah pada tingkat *Working Capital* perusahaan adalah indikator-indikator internal seperti ketidakcukupan kas, utang dagang membengkak, dan beberapa indikator lainnya. Besar kecilnya *Working Capital* menunjukkan perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang tingkat *financial distress* yang terjadi. Hasil penelitian Minda (2013) dan Irma (2010) menunjukkan bahwa rasio WC atau TA berpengaruh terhadap tingkat kebangkrutan atau prediksi kondisi *financial distress*. Hal tersebut menunjukkan bahwa dengan semakin meningkatnya nilai WC atau TA menandakan makin besarnya tingkat proteksi kewajiban jangka pendek, dan semakin besar kepastian bahwa utang jangka pendek akan dilunasi dengan tepat waktu yang artinya perusahaan dapat mengelola kewajibannya dengan baik dan dampaknya perusahaan tidak mengalami *financial distress*. Berdasarkan uraian di atas, maka peneliti menyusun hipotesis:

H₂ : *Working Capital* berpengaruh terhadap *financial distress* BUMN yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah

Pertumbuhan Investasi (Pertumbuhan Capital Expenditure) dan Financial Distress

Capital Expenditure erat kaitannya dengan *agency theory* yang berhubungan dengan kepentingan pemegang saham sebagai principal dan tanggung jawab manajemen perusahaan sebagai agent. Tanggung jawab manajemen perusahaan terutama dalam keputusan investasi atau *capital expenditure* untuk meningkatnya kapasitas operasi yang dapat mempengaruhi kondisi arus kas

operasi dan berdampak terhadap *financial distress* BUMN. Bila variabel *capital expenditure* memerlukan dana investasi maka dampaknya terhadap kondisi keuangan untuk membiayai investasi dan mengembalikan dana tersebut sebagai cicilan utang ke pihak perbankan. Dan bila kemampuan menghasilkan *cash flow from operating* yang relatif kecil atau negatif karena masih memerlukan subsidi, maka kesulitan keuangan semakin menekan BUMN. Oleh sebab itu manajemen *capital expenditure* tidak hanya menonjolkan aspek externalitas (*social benefit dan social cost*) tetapi juga memperhatikan aspek finansial yang memperhitungkan keseimbangan *cash flow* operasi. Variabel *capital expenditure* telah digunakan pada penelitian sebelumnya oleh Kordestani dan Biglari (2011) dalam menganalisis kondisi keuangan perusahaan. Berdasarkan peranan variabel *capital expenditure* tersebut yang dalam penelitian ini diproksikan dengan pertumbuhan aset, maka penelitian ini mengajukan hipotesis H_3 berikut ini.

H_3 : Pertumbuhan Investasi berpengaruh terhadap *financial distress* BUMN yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah

Cash Flow Operation dan Financial Distress

Kas menggambarkan daya beli dan dapat ditransfer segera dalam perekonomian pasar kepada setiap individu dan organisasi dalam memperoleh barang dan jasa yang sangat diperlukan Wahyuningtyas (2010). Informasi arus kas dibutuhkan pihak kreditor untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam pembayaran hutangnya. Apabila arus kas suatu perusahaan jumlahnya besar, maka pihak kreditor mendapatkan keyakinan pengembalian atas kredit yang diberikan, begitu juga sebaliknya apabila arus kas perusahaan tersebut bernilai kecil maka kreditor bisa kurang yakin atas kemampuan perusahaan dalam membayar hutang. Dengan demikian arus kas juga dapat digunakan sebagai indikator oleh pihak luar dalam menganalisa kondisi ke-

uangan perusahaan tersebut. Laporan Arus kas merupakan bagian yang tidak terpisahkan dengan laporan keuangan lainnya, maka penggunaannya secara bersama-sama akan memberikan hasil yang lebih tepat untuk mengevaluasi sumber dan penggunaan kas dalam kegiatan di perusahaan

Salah satu penyebab *financial distress* adalah kesulitan arus kas. Kesulitan arus kas, disebabkan oleh tidak seimbangannya antara penerimaan yang bersumber dari penjualan dengan pengeluaran untuk pembelian dan terjadinya kesalahan pengelolaan arus kas oleh manajemen dalam pembiayaan operasional perusahaan sehingga arus kas perusahaan berada pada kondisi defisit. Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa jika perusahaan memiliki aliran penerimaan kas tinggi maka perusahaan tersebut dikatakan sehat, sebaliknya jika perusahaan memiliki aliran penerimaan kas yang rendah bahkan lebih rendah dari aliran kas keluarnya maka perusahaan tersebut tidak sehat atau sedang mengalami *financial distress* bahkan mengalami kebangkrutan. Dari penjelasan diatas hipotesis yang diajukan penelitian ini adalah:

H_4 : *Cash Flow Operation* berpengaruh terhadap *financial distress* BUMN yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah Terhadap *Financial Distress*.

Leverage dan Financial Distress

Rasio *leverage* menunjukkan kemampuan suatu entitas untuk melunasi hutang lancar maupun hutang jangka panjangnya atau rasio yang digunakan untuk menilai sejauh mana suatu entitas dibiayai dengan menggunakan hutang Wiagustini (2010). Apabila suatu perusahaan pembiayaannya lebih banyak menggunakan hutang, hal ini berisiko akan terjadi kesulitan pembayaran di masa yang akan datang akibat hutang lebih besar dari aset yang dimiliki. Ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi hutangnya pada kreditor saat jatuh tempo dapat menyebabkan *financial distress* Sari

dan Putri (2016). Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kristanti *et al.*, (2016), Sari dan Putri (2016), Antikasari (2017), Dewi dan Dana (2017) serta Kariani dan Budiasih (2017) yang menyatakan bahwa rasio *leverage* berpengaruh pada *financial distress*.

Sementara itu, penelitian yang dilakukan Widhiari dan Merkusiwati (2015), Sopian dan Putri (2017), dan Eminingtyas dan Nita (2017) menunjukkan bahwa rasio *leverage* tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Berdasarkan uraian diatas hipotesis dalam penelitian ini:

H₅: *Leverage* berpengaruh terhadap *financial distress* BUMN yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah

METODE PENELITIAN

Sampel

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah berdasarkan kriteria yaitu hanya BUMN yang menerima pendanaan dari pemerintah melalui anggaran pendapatan dan belanja negara atau APBN dalam bentuk subsidi dan atau tambahan penyertaan modal pemerintah dan laporan keuangannya sudah dipublikasikan pada tahun 2014-2017. Terdapat 19 BUMN yang menerima pendanaan dari APBN, dan menerima tambahan penyertaan modal pemerintah atau PMP dan laporan keuangannya sudah dipublikasikan pada tahun 2014-2017 yang ditetapkan sebagai sampel pada penelitian ini.

Variabel dan Pengukurannya

1. Variabel dependen yang digunakan untuk menganalisis penelitian ini adalah *financial distress* yang diukur dengan menggunakan metode *multiple discriminant analysis* (MDA) dari Altman yang sering disebut dengan *Z-score*. Skor ini adalah adalah nilai yang ditentukan dari lima rasio keuangan yang masing-masing dikalikan dengan bobot tertentu.
2. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah, variabel

kompensasi manajerial, *modal kerja*, dan pertumbuhan investasi,

3. Variabel intervening yang digunakan adalah *cash flow operating*, dan variabel control *leverage*.

Financial Distress

Peneliti mengukur *financial distress* dengan *Z-score* yang ditemukan oleh Altman. Rumus adalah:

$$Z_i = 1,2 X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

Dimana:

X₁: (Aktiva lancar-utang lancar) atau Total Aset

X₂: Laba yang ditahan atau Total Aset

X₃: Laba sebelum bunga dan pajak atau Total Aset

X₄: Nilai pasar saham biasa dan preferen atau Nilai buku total utang

X₅: Penjualan atau Total Aset.

Kompensasi Manajerial

Pengukuran variabel kompensasi manajerial diproksikan menggunakan kompensasi yang diberikan oleh perusahaan kepada dewan direksi dengan jumlah dari gaji, insentif, tunjangan remunerasi, THR, dan bonus atau tantiem yang diformulasikan sebagai berikut:

$$X_1 \Delta KM = \frac{\text{Kompensasi (t)} - \text{Kompensasi (t-1)}}{\text{Kompensasi (t-1)}}$$

Modal kerja

Modal kerja yaitu selisih antara aset lancar dengan utang lancar yang menggambarkan modal kerja bersih yang dimiliki perusahaan. Semakin nilai modal kerja ini, maka semakin terjamin kelancaran operasional perusahaan baik dalam membiayai kebutuhan usaha maupun menyelesaikan kewajiban utang yang jatuh tempo. Pengukuran *Modal kerja* (X₂) dilakukan berdasarkan perhitungan yang digunakan pada penelitian Altman (1984), yaitu:

$$X_2 WC = \frac{\text{Aset lancar (t)} - \text{Utang lancar (t)}}{\text{Aset tetap (t)}}$$

Pertumbuhan Investasi

Sebagai variabel independent yang menunjukkan besarnya pengeluaran investasi

suatu periode tertentu atau dikenal dengan pengeluaran *expenditure* satu periode atau satu tahun. Variabel independent pertumbuhan investasi (X_3), diukur dengan menggunakan formula sebagaimana pada penelitian Chen *et al.* (2010), yaitu:

$$X3\Delta CAPEX = \frac{\text{Aset tetap}(t) - \text{Aset tetap}(t - 1)}{\text{Aset tetap}(t - 1)}$$

Variabel Arus Kas Operasi

Variabel arus kas operasi dihitung dari pertumbuhannya dan disimbolkan dengan $X_4\Delta CFO$. Arus kas operasi sebagai variabel independen menggambarkan jumlah aliran kas yang berasal dari kegiatan operasional perusahaan dalam suatu periode tertentu, misalnya satu tahun. Pengukurannya dilakukan berdasarkan hasil perhitungan yang dilaporkan melalui laporan keuangan pada akhir tahun sebagaimana digunakan pada penelitian Chen *et al.* (2010), dengan perhitungan:

$$X4\Delta CFO = \frac{CFO(t) - CFO(t - 1)}{CFO(t - 1)}$$

Variabel Leverage

Tingkat *leverage* (X_5Lev), yaitu variabel kontrol yang menunjukkan perbandingan antara jumlah utang dengan jumlah aset yang dimiliki perusahaan, diukur dengan menggunakan formula sebagaimana digunakan pada penelitian Chen *et al.* (2010), yaitu:

$$X5Lev(t - 1) = \frac{\text{TotalDebt}(t - 1)}{\text{TotalAsset}(t - 1)}$$

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder diperoleh dari laporan keuangan yang diunduh dari *websites* masing-masing perusahaan yang secara resmi dipublikasi setelah diaudit oleh kantor akuntan publik.

Analisis Data

Penelitian ini menggunakan teknik analisis statistik yaitu regresi linear berganda,

yang akan digunakan untuk menguji hipotesis. Sebelum pengujian regresi dilakukan, peneliti melakukan pengujian asumsi klasik yaitu uji normalitas data, autokorelasi, multikolinieritas dan heterokedastisitas. Model regresi tersebut akan menguji signifikansi pengaruh secara simultan melalui uji t. Rumus regresi linier dinyatakan sebagai rumus berikut:

$$FD = a + b_1KM + b_2WC + b_3CAPEX + b_4CFO + b_5Lev + e$$

Dimana:

FD = *Financial Distress*

KM: = *Kompensasi Manajerial*

WC = *Modal Kerja (Working Capital)*

CAPEX = *Pengeluaran Investasi (Capital Expenditure)*

CFO = *Arus Kas Operasi (Cash Flow Operation)*

Lev = *Leverage*

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan sampel berupa 19 BUMN yang memperoleh dana subsidi atau *Public Service Obligation* (PSO) dan yang akan mendapatkan *Penyertaan Modal Negara* atau PMN untuk data laporan keuangan yang diambil tahun 2014 tahun 2017. Jumlah sampel yang diteliti diambil sebanyak 55 laporan keuangan dari 19 BUMN yang dipublikasikan dari tahun 2014 hingga tahun 2017, namun setelah dilakukan uji statistik klasik, terdapat data yang outlier sehingga tersisa sebanyak 43 laporan keuangan.

Statistik Deskriptif

Tabel 1 berikut menunjukkan statistik deskriptif dari data yang digunakan dalam penelitian ini. Statistik deskriptif yang digambarkan di Tabel 1 tersebut menunjukkan struktur data dari variabel *financial distress* (FD), kinerja manajerial (KM), modal kerja (WC), pertumbuhan investasi (CAPEX), arus kas operasi (CFO) dan *leverage*. Data variabel dependen *financial distress* mempunyai distribusi data mulai nilai minimum 0,5802 sampai dengan nilai maksi-

mum 2,6128 dengan nilai rata-rata 1,5809 dan standar penyimpangan dari nilai rata-rata sebesar 0,5230. Skor maksimum *financial distress* sebesar 2,6128 menunjukkan bahwa semua BUMN yang menjadi sampel penelitian ini tidak satupun yang dapat diklasifikasikan sebagai perusahaan sehat. Ber-

dasarkan skor skor Z, perusahaan dikatakan sehat apabila nilai skor Z > 2,99 dan mempunyai potensi bangkrut jika skor Z < 1,81. Skor Z antara 1,81 sampai 2,99 diklasifikasikan sebagai perusahaan pada *grey area*, yaitu kurang sehat, tapi tidak berpotensi bangkrut.

Tabel 1
Statistik Diskriptif Data Penelitian

	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FD	2.0325	0.5802	2.6128	1.5809	0.5230
KM	3.2095	-0.8652	2.3443	.305701	0.4787
WC	0.8607	-0.1058	0.7549	.205255	0.2264
CAPEX	8.3474	-0.7965	7.5509	0.742720	1.5118
CFO	0.5706	0.2540	0.8246	0.552271	0.1694
Lev	9.0585	-5.9688	3.0898	-0.4830	1.7798234

Sumber: Output SPSS (2019)

Rata-rata skor *financial distress* sebesar 1,5809 menunjukkan bahwa BUMN yang menjadi sampel penelitian ini rata-rata mengalami kesulitan keuangan.

Standard deviasi sebesar 0,5230 berarti fluktuasi penyimpangan dari nilai rata-rata yang relatif rendah. Selanjutnya, variabel independen Kompensasi Manajerial atau KM, mempunyai nilai minimum -0,8652 dan maksimum 2,3443. Kompensasi manajerial mengalami penurunan paling banyak sebesar 86,52% dan mengalami kenaikan yang terbesar sebanyak 234%. Rata-rata Kompensasi Manajerial mengalami kenaikan sebesar 30,57%. Kemudian variabel independen *Working Capital* atau WC mengalami penurunan paling banyak sebesar 10,58% dan mengalami kenaikan yang terbesar sebanyak 75,49%. Rata-rata *working Capital* mengalami kenaikan sebesar 20,52%.

Variabel Capital Expenditure (Pengeluaran Investasi) atau CAPEX mengalami penurunan paling banyak sebesar 79,65% dan mengalami kenaikan yang terbesar sebanyak 755%. Rata-rata *Capital Expenditure* mengalami kenaikan sebesar 74,27%. Variabel *Cash Flow Operation* atau CFO

mengalami kenaikan paling kecil sebesar 25,4% dan mengalami kenaikan yang terbesar sebanyak 82,46%. Rata-rata *Cash Flow Operation* mengalami kenaikan sebesar 55,22%.

Variabel Leverage atau Lev mengalami penurunan paling tinggi sebesar 59,68% dan mengalami kenaikan yang terbesar sebanyak 82,46%. Rata-rata Leverage mengalami kenaikan sebesar 308,9%.

Hasil Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum melakukan uji hipotesis, peneliti menguji asumsi klasik dari data penelitian.

Pengujian Normalitas Data

Salah satu cara yang digunakan untuk pengujian normalitas data adalah menggunakan Kolmogorov-Smirnov Test. Tabel 2 yang menunjukkan bahwa distribusi data adalah normal. Uji normalitas data dengan signifikansi Kolmogorov Smirnov menunjukkan hasil signifikansi 200%. Nilai ini diatas nilai batas kritis 5%, maka dapat disimpulkan bahwa distribusi data berada dalam kondisi normal.

Tabel 2
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.36960335
Most Extreme Differences	Absolute	.078
	Positive	.078
	Negative	-.053
Test Statistic		.078
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{c,d}

Sumber: Output SPSS (2019)

Pengujian Autokorelasi

Uji Autokorelasi untuk melihat apakah terjadi korelasi antara suatu periode t dengan periode sebelumnya ($t - 1$). Secara sederhana adalah bahwa analisis regresi adalah untuk melihat pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat, jadi

tidak boleh ada korelasi antara observasi dengan data observasi sebelumnya. Salah satu pengujian autokorelasi yang digunakan adalah model Durbin-Waston (d). Hasil pengujian Durbin-Waston dengan tingkat kepercayaan 95% (tingkat signifikansi 5%) dari data penelitian diperoleh:

Tabel 3
Model Durbin-Watson

1	1.368 ^a
a. Predictors: (Constant), LAG_YDIST, X3INV, X5CFO, X1COMP, X2WC, X4LEV	
b. Dependent Variable: YDIST	

Sumber: Output SPSS (2019)

Dengan $K = 6$, $N = 43$ dan $d = 1,368$, diperoleh nilai tabel $dL=1.2148$, $dU= 1.8413$, maka didapat $4-dU= 4-1,8413 = 2.1587$, $4-dL = 4-1,2148 = 2,7852$, dan $4-dW = 4-1,368 = 2,632$, sehingga $dL (1,2148) < d (1,368) < dU (1,8413)$ atau $4-dU (2,1587) < 4-dW (2,632) < 4-dL (2,7852)$.

Dari hasil perhitungan Durbin Waston tersebut menunjukkan hasil pada area yang tidak dapat diambil kesimpulan atau No Decision, namun peneliti tetap melanjutkan pada uji regresi.

Pengujian Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas adalah untuk melihat ada atau tidaknya korelasi yang tinggi antara variabel-variabel bebas dalam suatu model regresi linear berganda. Jika ada korelasi yang tinggi di antara variabel-

variabel bebasnya, maka hubungan antara variabel bebas terhadap variabel terikatnya menjadi terganggu. Uji statistik yang sering dipergunakan untuk menguji gangguan multikolinieritas adalah dengan melihat nilai tolerance dan variance inflation factor (VIF), selain itu juga dengan korelasi pearson antara variabel-variabel bebas. Multikolinieritas dapat diuji dengan menghitung korelasi berpasangan antar variabel bebas. Jika korelasi antar variabel bebas nilai toleransi lebih kecil dari $< 0,10$ atau $VIF > 10$ menunjukkan adanya multikolinieritas. Hasil pengujian multikolinieritas dengan menghitung korelasi Pearson berpasangan antar variabel bebas dapat dilihat pada Tabel 4 berikut. Nilai Tolerance dari Uji Multikolinieritas menunjukkan nilai Tolerance $> 0,10$ untuk semua variabel inde-

penden, sedangkan nilai variance inflation factor (VIF) menunjukkan nilai < 10 dimana semua variabel independen menunjukkan nilai VIF < 10, sehingga hasil uji Multi-

kolinieritas menunjukkan tidak adanya multikolinieritas pada masing masing variabel independen.

Tabel 4
Pengujian Multikolinieritas dengan nilai Tolerance dan VIF

	Koefisien					Collinearity Statistic	
	Unstandardized Coeff		Standardized Coeff	t	Sig	Tolerance	VIF
	B	Std.Err	Beta				
Konstan	2.541	.246		10.332	.000		
KM	-.079	.104	-.071	-.763	.449	.955	1.047
WC	1.339	.263	.503	5.098	.000	.846	1.182
CAPEX	-.054	.050	-.102	-1.081	.285	.929	1.077
CFO	.004	.006	.063	.676	.503	.963	1.038
Lev	-2.035	.387	-.514	-5.261	.000	.863	1.158

Sumber: Output SPSS (2019)

Pengujian Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas adalah untuk melihat apakah terdapat ketidaksamaan varians dari residual satu ke pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang memenuhi persyaratan adalah di mana terdapat kesamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap atau disebut homoskedastisitas.

Deteksi heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan *metode scatter plot* dengan memplotkan nilai ZPRED (nilai prediksi) dengan SRESID (nilai residualnya). Model yang baik didapatkan jika tidak terdapat pola tertentu pada grafik, seperti mengumpul di tengah, menyempit kemudian melebar atau sebaliknya melebar kemudian menyempit. Uji statistik yang dapat digunakan adalah uji Glejser, uji Park atau uji White. Beberapa alternatif solusi jika model menyalahi asumsi heteroskedastisitas adalah dengan mentransformasikan ke dalam bentuk logaritma, yang hanya dapat dilakukan jika semua data bernilai positif. Atau dapat juga dilakukan dengan membagi semua variabel dengan variabel yang mengalami gangguan heteroskedastisitas.

Uji statistik yang dipergunakan untuk menguji gangguan Heteroskedastisitas ada-

lah dengan uji Glejser pada variabel independennya. Uji Glejser Uji Glejser dilakukan dengan cara meregresikan antara variabel independen dengan nilai absolut residualnya. Jika nilai signifikansi antara variabel independen dengan absolut residual lebih dari 0,05 maka tidak terjadi masalah heteroskedastisitas.

Hasil pengujian Heteroskedastisitas dengan metode uji Glejser dapat dilihat pada Tabel 5. Dari output dapat diketahui bahwa nilai signifikansi semua variabel independen adalah lebih dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah heteroskedastisitas pada model regresi yang akan dianalisis.

Analisis Data dan Pembahasan

Peneliti menggunakan SPSS untuk melakukan pengujian hipotesis. Hasil analisis data adalah sebagai berikut pada Tabel 6. Berdasarkan hasil uji F, diperoleh tingkat signifikansi model regresi sebesar 0,00. Artinya secara bersama-sama variabel dalam penelitian ini membentuk model linier berganda dengan variabel dependen *Financial Distress*. Semua *variable independent* yaitu *Kompensasi Manajerial*, *Working Capital*, *Capital Expenditure*, *Cash Flow Operation* dan

Leverage secara bersama-sama mempengaruhi variable *Financial Distress*. Pengaruh dan signifikansi masing-masing variable secara

parsial ditunjukkan dengan Tabel 7. Berdasarkan Tabel 7, maka pengujian hipotesis dapat dijelaskan sebagai berikut.

Tabel 5
Pengujian Heteroskedastisitas dengan Uji Glesjer

	Koefisien				
	Unstandardized Coeff		Standardized Coeff		
	B	Std.Err	Beta	t	Sig
Konstan	.548	.146		3.761	.000
KM	-.080	.061	-.187	-1.300	.200
WC	-.019	.156	-.018	-.120	.905
CAPEX	-.015	.030	-.073	-.502	.618
CFO	.005	.003	.192	1.343	.186
Lev	-.295	.229	-.195	-1.288	.204

Sumber: Output SPSS (2019)

Tabel 6
Hasil Uji F (ANOVA)

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	7.817	6	1.303	12.659	.000 ^b
Residual	3.602	35	.103		
Total	11.419	41			

a. Dependent Variable: FD

b. Predictors: (Constant), KM,WC,CAPEX, CFO,Lev

Sumber: Output SPSS (2019)

Tabel 7
Hasil Uji t

	Koefisien				
	Unstandardized Coeff		Standardized Coeff		
	B	Std.Err	Beta	t	Sig
Konstan	1.302	.312		4.170	.000
KM	-.027	.111	-.024	-.240	.812
WC	.774	.249	.332	3.109	.004
CAPEX	-.026	.035	-.074	-.726	.472
CFO	-.007	.029	-.025	-.255	.800
Lev	-1.094	.341	-.349	-3.210	.003

Sumber: Output SPSS (2019)

Pengujian Hipotesis
Pengujian Hipotesis untuk Variabel Independen Kompensasi Manajerial

Uji regresi dengan variabel dependen *Financial Distress* dan variabel independen Kompensasi Manajerial, menunjukkan ting-

kat signifikansi yang lebih besar dari 5%, yaitu sebesar 0,812 atau 81,2%, artinya bahwa Variabel Kompensasi Manajemen secara partial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *Financial Distress*. Jadi hipotesa 1 yang menyatakan bahwa Kom-

pensasi Manajerial (KM) berpengaruh langsung terhadap *financial distress* BUMN (Y) yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah ditolak. Hal ini juga didukung oleh penelitian terdahulu terkait pengaruh Variabel Kompensasi Manajerial terhadap *Financial Distress*, penelitian Butar Butar (2011) menunjukkan bahwa kompensasi eksekutif tidak berpengaruh pada resiko kebangkrutan perusahaan manufaktur yang ada di BEI. Pada perusahaan di Indonesia kenaikan dan penurunan atau besar kecilnya Kompensasi Manajerial sangat dipengaruhi dari tingkat profitabilitas perusahaan, bila tingkat profitabilitasnya menurun maka Kompensasi Manajerial akan ikut menyesuaikan kondisinya, sehingga tidak mempengaruhi terjadinya tingkat kebangkrutan perusahaan.

Kenaikan atau perubahan kompensasi bagi manajer terbukti tidak mempengaruhi *financial distress*, bila dilihat dari sisi tingkat kebutuhan bagi manajer, pencapaian posisi menjadi seorang manajer merupakan pencapaian pada tingkat kebutuhan tertentu, semakin tinggi seseorang menduduki jabatan, baginya merupakan kebanggaan dalam pencapaian daripada nilai uang tersebut (Teori Hirarki Kebutuhan Abraham Maslow).

Pengujian Hipotesis untuk Variabel Independen *Working Capital* (Modal Kerja)

Uji regresi dengan variabel independen *Working Capital* terhadap variabel dependen *Financial Distress*, menunjukkan signifikansi secara statistik pada tingkat 5%, dimana Variabel Modal kerja memiliki derajat pengaruh secara partial dengan tingkat signifikansi yang rendah, yaitu sebesar 0,004 atau 0,4%, artinya bahwa Variabel Modal kerja secara partial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Financial Distress*.

Jadi hipotesis 2 yang menyatakan *Working Capital* (WC) berpengaruh langsung terhadap *financial distress* BUMN yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah adalah diterima. Hal ini juga didukung oleh beberapa penelitian terdahulu

terkait pengaruh Variabel *Modal kerja* terhadap *Financial Distress*, penelitian Vira Eneng Asia (Universitas Djuanda Bogor, 2015) menunjukkan bahwa Modal kerja memiliki pengaruh signifikan pada resiko prediksi kebangkrutan pada perusahaan industri makanan yang ada di BEI tahun 2009-2011 dan penelitian Vina Novi Arsita dan Rivai Abdullah (Perbanas, 2018) mengukur tingkat signifikansi Modal kerja yang memiliki pengaruh signifikan terhadap potensi kebangkrutan Bank Umum Swasta Nasional Devisa di BEI 2014-2017. *Net modal kerja* menurut konsep kualitatif adalah sebagian dari aktiva lancar yang benar-benar dapat digunakan untuk membiayai operasi perusahaan tanpa mengganggu likuiditasnya, bilamana terdapat kekurangan dalam pemenuhan aktiva lancar, maka akan mengganggu perputaran operasional perusahaan sehingga timbul permasalahan finansialnya.

Pengujian Hipotesis untuk Variabel Independen *Capital Expenditure* (Pertumbuhan Investasi)

Uji regresi dengan menggunakan variabel independen Pertumbuhan Investasi dan variabel dependen *Financial Distress*, menunjukkan signifikansi secara statistik pada tingkat 5%, maka variabel Pertumbuhan Investasi menunjukkan pengaruh signifikansi secara partial pada tingkat 0,472 atau 47,2% di atas level signifikansi 5%, artinya bahwa Variabel Pertumbuhan Investasi secara partial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Financial Distress*. Jadi hipotesis 3 yang menyatakan Pertumbuhan Investasi (PI) berpengaruh langsung terhadap *financial distress* BUMN (Y) yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah adalah ditolak.

Penelitian sebelumnya dilakukan oleh Alfi Rista Nora (2016) yang menganalisa ukuran perusahaan, yang merupakan jumlah aset yang dimiliki, tidak memiliki pengaruh terhadap *Financial Distress*. Perusahaan dalam melakukan investasi atau melakukan pengeluaran modal tentunya

akan melihat kondisi laba ditahan, apabila kondisi laba ditahan tinggi, maka perusahaan dapat melakukan investasi penambahan aset, namun bila terjadi kerugian atau penurunan laba ditahan, maka pengeluaran untuk investasi tidak akan dilakukan, sehingga dapat mengurangi resiko *Financial Distress*.

Pengujian Hipotesis untuk Variabel Independen Cash Flow Operation

Uji regresi dengan variabel dependen *Financial Distress* dan variabel independen *Cash Flow Operations*, tidak menunjukkan signifikansi secara statistik pada tingkat 5%, bahwa Variabel *Cash Flow Operations* memiliki derajat pengaruh secara partial dengan tingkat signifikansi yang tinggi yaitu sebesar 0,800 atau 80%, artinya bahwa Variabel *Cash Flow Operations* secara partial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *Financial Distress*. Jadi pada hipotesa 5 yang menyatakan *Cash Flow Operation* berpengaruh langsung terhadap *financial distress* BUMN (Y) yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah Terhadap *Financial Distress* adalah ditolak.

Hal ini sejalan dengan penelitian Bagus (2013), penelitian Puji Astuti dan Sugeng Pamudji (2015) yang mengungkapkan bahwa Arus Kas Operasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Financial Distress* dan penelitian Verani, et al. (2017) mengungkapkan bahwa Arus Kas Operasi tidak berpengaruh terhadap *Financial Distress*. Sesuai teori sinyal yang digunakan untuk memberikan sinyal positif maupun negatif kepada pengguna laporan keuangan salah satunya kreditor. Jumlah arus kas operasi yang baik menunjukkan bahwa perusahaan telah menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi entitas, membayar deviden dan melakukan investasi baru tanpa bantuan sumber pendanaan dari luar, sehingga kreditor akan menerima sinyal positif tersebut yang menunjukkan bahwa perusahaan tidak berpotensi mengalami *financial distress*.

Pengujian Hipotesis untuk Variabel Independen Leverage

Pada uji regresi menggunakan variabel independen *Leverage* terhadap variabel dependen *Financial Distress*, menunjukkan signifikansi secara statistik pada tingkat 5%, maka variabel *Leverage* menunjukkan pengaruh signifikansi secara partial pada tingkat rendah, yaitu 0,003 atau 0,3% di bawah level signifikansi 5%, artinya bahwa Variabel *Leverage* secara partial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Financial Distress*. Jadi pada hipotesa 4 yang menyatakan *Leverage* (Lev) berpengaruh langsung terhadap *financial distress* BUMN (Y) yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah adalah diterima. Sedangkan *Leverage* merupakan tingkat solvabilitas perusahaan tidak mempengaruhi terhadap *financial distress*.

Penelitian Mesisti Utami (2015) dan Roro Joffani et al. (2017) yang meneliti mengenai pengaruh leverage pada *financial distress*, menjelaskan bahwa variabel leverage berpengaruh signifikan terjadinya *financial distress*, hasil pengukuran leverage yang tinggi menunjukkan semakin banyaknya pendanaan dengan utang, semakin besar kegiatan perusahaan yang dibiayai oleh utang semakin besar pula kemungkinan terjadinya kondisi *financial distress*, akibat semakin besar kewajiban perusahaan untuk membayar utang tersebut.

Koefisien Determinasi

Hasil penghitungan terhadap nilai koefisien determinasi atau R² diperoleh angka sebesar 0,614. Artinya variasi perubahan Variabel *Financial Distress* dapat dijelaskan oleh semua variabel independen (*Kompensasi Manajerial, Modal kerja, Pertumbuhan Investasi, Leverage, dan Cash Flow Operation*) pada tingkat 61,4%, sisanya 38,6% dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan dalam model. Kemampuan menjelaskan variabel independen yang dimasukkan dalam model atas perubahan *Financial Distress*, lebih besar dari variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Tabel 8
Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.784 ^a	.614	.575	54.1816827

a. Predictors: (Constant), KM, WC, CAPEX, CFO, Lev

Sumber: Output SPSS (2019)

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui, menganalisis pengaruh kompensasi manajerial, modal kerja, pertumbuhan investasi, dan *cash flow operation* secara parsial dan bersama-sama terhadap *financial distress* pada perusahaan BUMN yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah tahun 2014-2017.

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan, peneliti dapat membuat beberapa kesimpulan. *Pertama*, variabel kompensasi manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Financial Distress* di BUMN yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah tahun 2014-2017. Temuan ini menunjukkan bahwa kompensasi yang diterima oleh direksi baik itu gaji, tunjangan maupun bonus di BUMN tidak memperhitungkan kinerja keuangan perusahaan. *Kedua*, variabel modal kerja mempunyai pengaruh positif terhadap *Financial Distress*. Di BUMN modal kerja sebagian diperoleh dari subsidi pemerintah. Semakin tinggi modal kerja menunjukkan subsidi yang semakin tinggi dan itu menandakan BUMN secara keuangan semakin tinggi kesulitan keuangannya. *Ketiga*, pertumbuhan investasi tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *financial distress*. BUMN merupakan perusahaan yang menerima penugasan dari pemerintah untuk memberikan pelayanan public. Rencana investasinya didasarkan pada kebutuhan masyarakat dan bukan pada kondisi keuangan dan peluang investasi. *Keempat*, arus kas operasi tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress*. Di BUMN yang menerima subsidi pemerintah, arus kas

operasi ditutupi oleh subsidi. Oleh karena itu arus kas operasi tidak mempengaruhi tinggi rendahnya tingkat kesulitan keuangan. Kelima, *Leverage* memiliki pengaruh terhadap *Financial Distress* pada perusahaan BUMN yang menerima dana subsidi dan tambahan modal pemerintah. BUMN yang memiliki hutang besar harus membayar bunga dalam jumlah besar, sehingga ini mempengaruhi kondisi keuangannya.

Saran

Berdasarkan simpulan tersebut, maka penulis memberikan saran bagi manajemen dan pemerintah sebagai pemegang saham. Manajemen perusahaan dapat mengantisipasi kondisi *financial distress* dengan mengontrol rasio likuiditas dan *leverage* perusahaan seperti dengan pengukuran *debt ratio*. Salah satu caranya dengan menghindari pengadaan aset yang didanai oleh hutang. Pemerintah sebagai pemegang saham, sebaiknya selalu melakukan pengawasan terhadap perusahaan-perusahaan BUMN yang masih disubsidi dan yang masih dilakukan penyertaan modal, ketergantungan terhadap dana dari pemerintah dapat membuat perusahaan BUMN tersebut kurang bersaing dalam meningkatkan laba perusahaan dan cenderung berada dalam kondisi *financial distress*.

Keterbatasan penelitian

Penelitian ini menggunakan sampel yang terbatas yaitu BUMN yang menerima subsidi pemerintah atau penyertaan modal. Penelitian selanjutnya dapat memperluas sampel dengan memasukkan BUMN yang tidak menerima subsidi maupun penyertaan modal pemerintah serta melakukan uji

beda untuk kedua kelompok sampel. Peneliti tidak memasukkan jumlah subsidi sebagai variabel independent. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel subsidi untuk mengetahui pengaruhnya terhadap *financial distress*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, S. N. 2006. Directors' Remuneration, Firm's Performance and Corporate Governance in Malaysia among Distressed Companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 6(2): 162-174.
- Agus, S. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. BPFE. Yogyakarta.
- Alfi, R. N. 2016. Pengaruh Financial Indicators, Ukuran Perusahaan dan Kepemilikan Institusional terhadap Financial Distress (Studi Empiris pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di BEI). *Skripsi*. Perbanas.
- Almilia, K. 2003. Analisis Rasio Keuangan untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEJ. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia* 7(2).
- Antikasari, T. W. 2017. Memprediksi Financial Distress dengan Binary Logit Regression Perusahaan Telekomunikasi. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan* 2(21): 265-275.
- Assagaf, A. 2014. The Financial Management PLN - Today and the Future. *International Journal of Business and Management Invention ISSN (Online)* 3(7): 2319 - 8028.
- Bagus, R. 2013. Pengaruh Efisiensi Operasi, Arus Kas Operasi, Dan Pertumbuhan Perusahaan Dalam Memprediksi Financial Distress Pada Perusahaan Aneka Industri Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2011. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Padang.
- Barkema, H. G and L. R. Gomes-Mejia. 1998. Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework. *Academy of Management Journal* 41(2).
- Baysinger, B., Kosnik, R. D., dan Turk, T. A. 1991. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal* 34: 205-214.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., dan Shevlin, T. 2010. Are family firms more tax aggressive than non-family firms ? \$. *Journal of Financial Economics* 95(1): 41-61. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.02.003>
- Chenchehene, J. and Kingsford, M. 2014. Corporate Survival: Analysis of Financial Distress and Corporate Turnaround of the UK Retail Industry. *International Journal of Liberal Arts and Social Science* 2(9): 18-34.
- Cordeiro, J., R. Veliyath, and E. J. Erasmus. 2000. An Empirical Investigation of the Determinants of Outside Director Compensation. *Corporate Governance* 8 (3): 268-279.
- Daniel, B. B. 2011. Pengaruh Kompensasi Eksekutif dan Manajemen Laba terhadap Risiko Kebangkrutan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Sumatera Utara.
- Dewi, N. K. U. G., dan Dana, M. 2017. Variabel Penentu Financial Distress pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud* 6(11): 5834-5858.
- Firda, M., Muhammad S., Devi, F. A. 2012. Altman Z-Score Sebagai Salah Satu Metode Dalam Menganalisis Estimasi Kebangkrutan Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Plastik dan Kemasan yang Terdaftar (Listing) di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2010 sampai dengan 2012). *Jurnal Administrasi Bisnis, Fakultas Ilmu Administrasi*. Universitas Brawijaya. Malang.
- Firth, M., M. Tam, and M. Tang. 1999. *The Determinants of Top Management Pay*. *Omega* 27(6): 617-635.

- Indriyati, I. T. 2010. Analisis Laporan Keuangan dan Z-Score Altman untuk memprediksi tingkat kebangkrutan Perusahaan Properti di BEI 2006-2008. *Skripsi*. Universitas Sebelas Maret. Surakarta.
- Kariani, N. P. K., dan Budiasih, I. G. A. N., 2017. Firm Size sebagai Pemoderasi Pengaruh Likuiditas, Leverage, dan Operating Capacity pada Financial Distress. *E-Jurnal Akuntansi, Universitas Udayana* 20(3): 2187-2216.
- Kordestani, G., Biglari, V., dan Bakhtiar, M., 2011. Ability of Combinations of Cash Flow Components to Predict Financial Distress. *Journal Business: Theory and Practice* 12(3): 278.
- Kristanti, F. T., Rahayu, S., dan Huda, A. N., 2016, *The Determinant of Financial Distress on Indonesian Family Firm. Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219: 440-447. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.018>
- Machfoedz, M. 2007. *Pengantar Bisnis Modern*. C. V Andi Offset. Yogyakarta.
- Minda, D. 2013. *Pengaruh Rasio Keuangan Dengan Model Altman Z-Szore dan Arus Kas Operasi Terhadap Kondisi Financial Distress Perusahaan*. Fakultas Ekonomi Universitas Komputer Indonesia, Bandung.
- Mesisti, U. 2015, Pengaruh Aktivitas, Leverage, dan Pertumbuhan Perusahaan dalam memprediksi *Financial Distress*. *Skripsi*. Universitas Negeri Padang.
- Puji, A., Sugeng, P. 2015. Analisis Pengaruh Opini Going Concern, Likuiditas, Solvabilitas, Arus Kas, Umur Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kemungkinan Financial Distress. *Journal of Accounting* 4(1). Universitas Diponegoro. Semarang.
- Rudianto. 2013. *Akuntansi Manajemen Informasi Untuk Pengambilan Keputusan Strategis*, Erlangga. Jakarta.
- Ruparelia, R. and A. Njuguna. 2016. Relationship between Board Remuneration and Financial Performance in the Kenyan Financial Services Industry. *International Journal of Financial Research* 7(2): 247-255.
- Roro, J. T. D., Khairunnisa., Dewa P. K. M. 2017. Analisis Pengaruh Likuiditas, Leverage, dan Operating Capacity terhadap Financial Distress Perusahaan Pertambangan (Studi Pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2015). *Jurnal Management* 4(3): 2648. Universitas Telkom.
- Santi, P. dan Puji, H. 2014. Kompensasi Eksekutif dan Kinerja Operasional Perbankan Indonesia. *Diponegoro University Journal of Accounting*. 03 Nomor 02. (Online).
- Sari, N. L. K. M., dan Putri, I. G. A. M. A. D. 2016. Kemampuan Profitabilitas Memoderasi Pengaruh Likuiditas dan Leverage terhadap Financial Distress. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana* 10(5): 3419-3448.
- Sopian, D. R., dan Putri, W. 2017. Pengaruh Rasio Keuangan dan Ukuran Perusahaan terhadap Financial Distress (Studi Empiris pada Perusahaan Food and Beverage di Bursa Efek Indonesia). *Competitive Jurnal Akuntansi Dan Keuangan* 1(2): 1-13.
- Sutrisno. 2002. *Studi Manajemen Laba (Earnings Management) Evaluasi Pandangan Profesi Akuntansi, Pembentukan dan Motivasinya*, KOMPAK, No. 5, Mei.
- Suroso. 2006. *Investasi Pada Saham Perusahaan Yang Menghadapi Financial Distress*. Usahawan No. 2, Tahun XXXV.
- Wahyuningtyas, F. 2010. Penggunaan Laba dan Arus Kas untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress (studi kasus pada perusahaan bukan bank yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2005-2008). *Skripsi*. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Wiagustini, Ni luh Putu. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Denpasar. Udayana University Press.
- Widhiari, N. L. M. A., dan Merkusiwati, N. K. L. A. 2015. Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Operating Capacity, dan

- Sales Growth terhadap Financial Distress. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 11(2): 456-469. <https://doi.org>
- Wruck, Karen H. 1990. Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics* 27(2): 419-444.
- Vira, E. A., Irwan, Ch. 2015. Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Prediksi Kebangkrutan (ALTMAN Z-SCORE) Industri Makanan dan Minuman Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2011. *Jurnal Visionida* 1(1). Universitas Djuanda. Bogor.
- Vina, N. A., Rivai, A. 2018. Analisis Potensi Kebangkrutan Bank Umum Swasta Nasional Devisa Yang Terdaftar di BEI 2014-2017. *Perbanas Review* 3(2) Desember 2018.
- Verani, C., Derry, P., Elyzabeth, I. M. 2017. Analisis Rasio Keuangan untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2015). *Jurnal Akuntansi Maranatha* 9(2): 137-145.