

**PENGARUH *FIRM SIZE, LEVERAGE* DAN *HUMAN CAPITAL*
TERHADAP *COSTS OF FINANCIAL DISTRESS* (STUDI KASUS
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERDAFTAR DI BURSA
EFEK INDONESIA PERIODE 2010-2014)**

Neng Meli Octaviani

**Prodi Manajemen
STIE Sutaatmadja, Subang
meliocaviani27@gmail.com**

Abstract

The study aims to examine the factors that affected the costs of financial distress. The factor was used as predictors in this study were firm size, leverage, and human capital. The indicators used to measure the costs of financial distress were sales growth sector and companies. This study was performed on manufacturing companies listed on this Indonesia Stock Exchange in the period 2010 to 2014. Sampling of the population conducted by the method of purposive sampling, samples qualified study categories as many as 107 companies. The analytical tool in the study was E-Views 8.1 program. A regression model used to perform a test of hypothesis was a regression of data panel. The results showed the human capital and leverage significant and negative effect against the costs of financial distress, while the firm size had no effect against the costs of financial distress. This implies that any costs incurred by the company would be optimal for productive enterprises could use these costs.

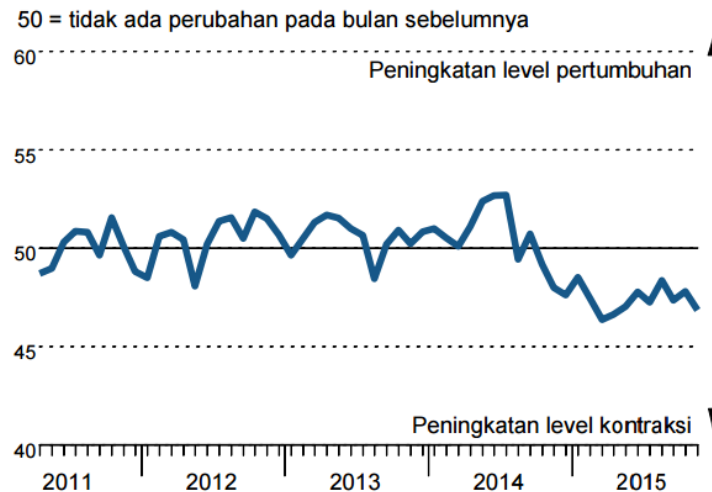
Keywords: Costs Of Financial Distress, Firm Size, Leverage, Human Capital

Pendahuluan

Gejolak ekonomi dunia yang terjadi menekan laju perekonomian Indonesia sehingga membuat perlambatan. Ketidakpastian ekonomi yang terjadi pada tahun 2015 jelas berbeda dengan krisis yang pernah terjadi di 1998 dan 2008 sehingga menjadi sulit membaca apa yang tengah terjadi dengan kondisi ekonomi sekarang ini (MetroTVnews.com, 2015). Sepanjang tahun 2015 ekonomi global telah mempengaruhi perekonomian Indonesia, seperti merosotnya kurs rupiah dan turunnya harga saham. Puncaknya Kurs rupiah mencapai angka Rp. 14.729/USD pada 29 september 2015 (www.indonesia-investments.com). Berdasarkan data yang dirilis oleh HSBC pada april 2015 *Purchasing Manager Index* (PMI) industri manufaktur Indonesia anjlok di sepanjang kuartal I tahun 2015. Indeks PMI ini pada dasarnya mengukur pertumbuhan kinerja industri manufaktur dengan angka 50 menunjukkan ekspansi. Rilis data PMI manufaktur Indonesia pada bulan Maret 2015 berada di posisi 46,4, artinya kinerja industri manufaktur Indonesia masih dalam kondisi kontraksi (Jakarta *Future Exchange*,

www.bbj.co.id). Penurunan terus dirasakan selama bulan November 2015, tercatat penurunan 46,9 di bulan November, dari 47,8 di bulan Oktober (Nikkei Rilis Pers Markit, Desember 2015).

Pengaruh Firm Size, Leverage Dan Human Capital Terhadap Costs Of Financial Distress (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014)



Gambar 1.5
PMI (Purchasing Manager Index) Manufaktur Indonesia
Sumber : Nikkei Rilis Pers Markit, Desember 2015

Melihat kondisi ekonomi seperti yang telah diuraikan diatas, maka menurut Liana dan Sutrisno (2014) apabila manajemen tidak mampu mengelola dengan baik maka bayangan penurunan kinerja keuangan bahkan bahaya kebangkrutan senantiasa akan dihadapi perusahaan. Sebelum kebangkrutan terjadi pada perusahaan, biasanya gejala yang pertama adalah perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau yang disebut dengan *financial distress*, hal ini sesuai dengan Platt dan Platt (2002) dalam Budiarso (2012) dimana *financial distress* didefinisikan sebagai tahap penurunan kondisi keuangan yang terjadi sebelum terjadinya kebangkrutan ataupun likuidasi.

Terjadinya *financial distress* pada perusahaan akan mengakibatkan terjadinya penurunan nilai perusahaan, yang pada gilirannya juga akan menyebabkan terjadinya penurunan kemakmuran pemilik. Kenaikan atau penurunan nilai perusahaan ini akan tercermin pada naik turunnya harga saham (fama, 1978; wright dan ferris 1997; dan walker, 2000 dalam Budilaksono, 2013). *Financial distress* adalah keadaan dimana tiga faktor sebagai berikut terpenuhi yaitu negatif EBITDA, negatif EBIT dan negatif *net income*. Masih kurang jelas saat dimulainya atau berakhirnya *financial distress* (Budiarso, 2012).

Ketika perusahaan tidak dapat lagi memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo atau dalam kondisi *financial distress* atau pun dalam kondisi kemungkinan terjadinya *financial distress* maka ada biaya yang ditanggung oleh setiap perusahaan

(Beaver, 1966 dalam Pindado dan Rodrigus 2005). Biaya yang ditanggung dalam kondisi tersebut dapat disebut dengan *cost financial distress* (CFD) / biaya kesulitan keuangan merupakan biaya yang diderita oleh perusahaan sebagai akibat melemahnya posisi finansial (Elali, 2008 dalam Bulot. dkk, 2014) atau gangguan bisnis (Opler, 2003 dalam Bulot. dkk, 2014), sedangkan menurut Pindado dan Rodrigus (2005) adalah besarnya biaya yang ditanggung oleh perusahaan dalam kasus *financial distress*.

Costs of financial distress merupakan biaya yang di tanggung oleh perusahaan ketika kemungkinan terjadinya *financial distress* (*ex ante*) atau pun pada saat terjadi *financial distress* (*ex post*) (Ehrhardt dan Brigham, 2011). Menurut Kim (1978) dalam Pindado dan Rodrigus (2005) *Cost of financial distress* (CFD), dibagi menjadi dua yaitu biaya langsung dan tidak langsung. Biaya langsung kesulitan keuangan (*direct financial distress costs*) adalah biaya yang dikeluarkan sehubungan dengan kesulitan keuangan (Fachrudin, 2008), seperti *fee* pengacara, *fee* akuntan, *fee* pengadilan, waktu manajemen (NetTel Africa, 2005). Biaya tidak langsung kesulitan keuangan (*indirect financial distress costs*) merupakan biaya yang berhubungan dengan kesulitan keuangan dapat jadi yang bersifat *opportunity costs* (Altman dan Hotchikis, 2006). Biaya ini umumnya tidak langsung keluar dalam bentuk kas (Fachrudin, 2008) dan dapat diukur dengan melihat perubahan dalam kinerja operasi atau perubahan dalam nilai perusahaan (Scherr, 1983; Branch, 2002; dan Cutler, 1989 dalam Bulot .et al 2014).

Kettler dan Scholes (1970) menyatakan bahwa semakin besar nilai yang dihasilkan suatu perusahaan, yang tercermin dari nilai aset yang dimilikinya, maka akan mempengaruhi prospek perusahaan di masa depan. Perusahaan yang memiliki total aset yang besar akan mudah melakukan diversifikasi dan cenderung lebih kecil mengalami kebangkrutan (Rajan dan Zingales, 1995 dalam Supriyanto dan Falikhatun, 2008). Ukuran perusahaan merupakan ukuran atas besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Sunarto dan Budi, 2009), ukuran perusahaan dapat menggambarkan seberapa besar jumlah aset yang dimiliki perusahaan, karena semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut (Fuad, 2013)

Dalam pendekatan Modigliani dan Miler (Husnan dan Pudjiastuti, 2004) pendanaan salah satunya dengan hutang dimana hutang akan menguntungkan karena hutang akan mengurangi pajak. Namun disisi lain, hutang yang terlalu tinggi salah satunya memungkinkan munculnya biaya kebangkrutan yang cukup tinggi sebagai akibat tingginya tingkat *leverage*. Menurut Pindado dan Rodrigues (2005) kerugian utama perusahaan yang mempunyai tingkat hutang yang lebih tinggi adalah peningkatan resiko kesulitan keuangan, dan akhirnya likuidasi. Selain itu, menurut Brigham dan Gapenski (1997) dalam Fachrudin (2008) mengatakan semakin besar pembiayaan dari hutang dan semakin besar beban bunga tetap, maka semakin besar probabilitas bahwa penurunan *earning* akan mengarah pada kesulitan keuangan, karena itu semakin tinggi *probabilitas* biaya kesulitan keuangan akan dikenakan.

Dengan demikian tingkat *leverage* menjadi salah satu prediktor yang dapat meningkatkan *costs of financial distress* dalam perusahaan sebagai akibat dari penggunaan *leverage* yang ekstrim. Sejalan dengan pendapat Ke (2015) sebuah

perusahaan dengan *leverage* yang lebih tinggi cenderung memberikan lebih tinggi kompensasi karyawan karena ketika perusahaan menghadapi kepailitan, karyawan akan mengambil risiko *human capital* yang sangat besar. Upah yang lebih tinggi dapat mengkompensasikan karyawan melalui beberapa biaya. Dengan kata lain, perusahaan akan memutuskan untuk tidak meningkatkan *leverage* melampaui titik dimana manfaat pajak *marginal* utang diimbangi oleh biaya tenaga kerja tambahan terkait dengan tingkat yang lebih tinggi dari utang (Berk et al, 2010).

Dalam penelitian Graham dan Kim (2015) menemukan bahwa perkiraan biaya tambahan kompensasi kerugian upah berbasis kepailitan adalah sekitar 1,14% sampai 1,97% dari nilai perusahaan. Sejahtera pekerja dapat mengantisipasi potensi kerugian upahnya karena kesulitan keuangan dan meminta kompensasi tambahan sebelum kebangkrutan sebenarnya terjadi, pendekatan ini mungkin untuk memberikan perkiraan yang wajar untuk *ex-ante indirect costs of distress* yang terkait dengan kerugian *human capital* (Graham dan Qiu, 2013). *Human capital* yang diukur dengan upah tenaga kerja, hal ini sejalan dengan kondisi saat ini di Indonesia. Munculnya peraturan baru yang dikeluarkan sebagai paket kebijakan jilid IV mengenai kebijakan upah yang diatur dalam PP No. 78 Tahun 2015 dimana penetapan upah minimum regional dikaitkan dengan inflasi dan GDP, bukan lagi dihitung berdasarkan indek Kebutuhan Hidup Layak (KHL) yang di duga akan merujuk perusahaan pada kondisi *financial distress* sebagai akibat adanya peningkatan upah.

Beberapa penelitian sebelumnya yang berkaitan *cost financial distress* yaitu penelitian yang dilakukan oleh Reimund.dkk (2003) *leverage* berpengaruh positif terhadap *cost financial distress*. Selain itu, Pindado dan Rodrigeus (2005) dimana *leverage* memiliki pengaruh signifikan dan negatif sedangkan *firm size* memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap *costs of financial distress*. Disisi lain, dalam penelitian Wijantini (2007) di Indonesia dimana hasil penelitian menunjukkan bahwa *firm size* dan *leverage* memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap *costs of financial distress* selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Bullo (2014) dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *firm size* memiliki pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap *costs of financial distress* sedangkan tingkat *leverage* tidak berpengaruh terhadap *costs of financial distress*.

Selain itu, penelitian dengan menggunakan variabel *human capital* yang dikaitkan dengan *costs of financial distress* masih relatif sedikit. Penelitian yang dilakukan oleh Berk.et al (2010) dan Ke (2015) di perusahaan Amerika dimana *human capital* tidak berpengaruh terhadap *costs of financial distress*. Hal ini membuktikan bahwa variabel *human capital* dapat diteliti lebih lanjut pada perusahaan Indonesia khususnya manufaktur. Dengan melihat penelitian terdahulu, dimana setiap hasil penelitian variabel yang digunakan dalam penelitian masih belum konklusif dan dapat dilakukan penelitian lebih lanjut dengan unit analisis yang berbeda. Dalam penelitian ini pengukuran variabel *costs of financial distress* dan *leverage* mengadopsi dari penelitian Pindado dan Rodrigues (2005) yang diukur melalui pertumbuhan penjualan, dan *leverage* diukur berdasarkan rasio utang perusahaan dan sektor.

Penggunaan variabel *human capital* dengan biaya upah, hal ini disesuaikan dengan pergerakan ilmu manajemen sudah bergerak kearah teknologi dimana semua orang tidak hanya diukur berdasarkan absensi didalam kantor tetapi mereka juga bisa bekerja di rumah, *online*, dan semua itu masuk dalam komponen gaji (*Filsafat Management*). Selain itu, di Indonesia sendiri penelitian mengenai *costs of financial distress* masih relatif terbatas, maka dari itu penelitian ini dilakukan untuk membuktikan apakah *costs of financial distress* yang terjadi di negara-negara seperti Inggris, German dan Amerika Serikat ikut dirasakan di perusahaan Indonesia.

Penelitian ini akan dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, hal ini didasarkan pada *Purchasing Manager Indek* (PMI) manufaktur Indonesia yang menggambarkan terjadinya penurunan kinerja. Disamping itu, periode penelitian sendiri diambil dari tahun 2010 sampai 2014. Periode penelitian ini diambil untuk melihat sejauh mana kondisi keuangan pasca krisis tahun 2008 dan kemungkinan terjadinya kisis keuangan selama tahun 2010 sampai 2014. Maka berdasarkan uraian latar belakang tersebut maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh *firm size*, *leverage* dan *human capital* terhadap *costs of financial distress*.

Tinjauan Literatur Dan Pengembangan Hipotesis

Biaya kesulitan keuangan memainkan peran penting ketika membahas dampak reputasi. Secara khusus, itu ditunjukkan bahwa perusahaan dapat memilih untuk menerima untuk mengurangi kewajiban saat ini perusahaan finansial tertekan ketika biaya melikuidasi perusahaan sangat tinggi, dan ingin membiarkan perusahaan dilikuidasi dan memperoleh reputasi untuk ketangguhan terhadap perusahaan-perusahaan finansial bermasalah ketika biaya rendah (Ozkan, 1999).

Costs of financial distress merupakan biaya yang ditimbulkan pada suatu perusahaan dalam *probability financial distress* atau pada saat *financial distress* (Altman dan Hotchkiss, 2006). Pada bagian ini akan dibahas mengenai *costs of financial distress* serta pengukuran dan jenisnya. Dalam penelitian ini mengukur biaya kesulitan keuangan dengan kinerja, dimana kinerja ini menggunakan biaya tidak langsung kesulitan keuangan/ *Indirect cost financial distress* dengan membandingkan kinerja penjualan perusahaan dengan industri. Menurut Pindado dan Rodrigues (2005) Variabel penjualan untuk mengevaluasi biaya kesulitan keuangan karena variabel ini terpengaruhi oleh karekteristik kelembagaan dari nilai pasar atau pendapatan, hal ini sejalan dengan penelitian Opler dan Titman (1994) dalam Pindado dan Rodrigues (2005) dimana dengan membandingkan tingkat pertumbuhan penjualan dengan tingkat pertumbuhan penjualan di sektornya.

Faktor - faktor yang mempengaruhi *costs of financial distress* yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Firm size

Salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aktiva dari perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu ukuran perusahaan yang besar mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total asset yang kecil (Basuki: 2006).

Perusahaan berukuran kecil mempunyai masalah lebih banyak terkait persetujuan modal dikarenakan *asymmetric* information antara pihak internal dan eksternal. Pengelolaan perusahaan besar ketika masa *financial distress* mungkin berbiaya sejak adanya organisasi internal yang lebih kompleks saat masa-masa sulit. Ukuran perusahaan lebih besar memungkinkan timbulnya konflik lebih besar pada peningkatan jumlah kreditor dalam rangka resolusi *financial distress* (Bulut et al, 2014).

Beberapa hasil penelitian yang mendukung hipotesis ini adalah hasil penelitian yang dilakukan oleh Wijantini (2007), Bulot dkk (2014), dimana hasil penelitiannya menunjukkan *firm size* berpengaruh positif terhadap *cost of financial distress*, sedangkan dalam penelitian Pereire (2004) dan Pindado dan Rodrigus (2005) menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap *cost of financial distress*. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu yang masih konklusif, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian adalah sebagai berikut :

Hipotesis 1 : *Firm Size* berpengaruh signifikan terhadap *costs of financial distress*

Leverage

Dalam penelitian Kasmir (2012), hasil pengukuran *leverage* yang tinggi menunjukkan semakin banyaknya pendanaan dengan utang dan menurut Jiming dan Wei Wei (2011) dalam Meilinda (2012), semakin besar kegiatan perusahaan yang dibiayai oleh utang semakin besar pula kemungkinan terjadinya kondisi *financial distress*, sebagai akibat semakin besar kewajiban perusahaan untuk membayar utang tersebut. Selain itu, menurut Oplar dan Titman (1994) dalam Wijantini (2007) mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang tinggi cenderung kehilangan pasar dan mengalami laba operasi yang lebih rendah di bandingkan dengan pesaingnya maka secara tidak langsung menunjukkan pengaruh positif *leverage* terhadap hilangnya pasar saham yang digunakan sebagai salah satu pengukuran *cost financial distress*. Namun disisi lain menurut Pindado dan Rodrigues (2005), Jensen (1989) dan Wruck (1990) mengungkapkan bahwa dalam penggunaan *leverage* sebagai struktur modal tidak selalu berkonotasi positif yang hanya akan meningkatkan *costs of financial distress*, tapi *leverage* memiliki manfaat bagi perusahaan bahkan dapat mengurangi *costs of financial distress*. Maka hipotesis untuk variabel *Leverage* adalah sebagai berikut :

Hipotesis 2 : *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap *costs financial distress*

Human Capital

Titman (1984) dan Berk, et all (2010) mengembangkan model yang biaya modal manusia yang terkait dengan kesulitan keuangan dapat menjadi cukup besar untuk menjadi alasan yang khas untuk perusahaan untuk masalah utang. Menurut Berk, et all (2010) perusahaan yang berinvestasi pada karyawan dan selama fase kebangkrutan akan menimbulkan kerugian investasi dimana hal ini diabaikan oleh keuangan maneger. Kerugian ini dihitung dalam biaya tidak langsung kebangkrutan. Masih dikutip dalam Berk, et all (2010) dimana semakin besar investasi *human capital* semakin besar biaya kebangkrutan perusahaan seperti itu dari keputusan-keputusan yang mengarah ke kebangkrutan.

Menurut Ke (2015) ada implikasi bahwa tingkat hutang yang lebih tinggi sama halnya dengan probabilitas yang lebih tinggi dari kebangkrutan dan karyawan tidak dapat memastikan semua risiko *human capital* nya. Biaya yang ditanggung oleh karyawan karena kebangkrutan secara signifikan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan dalam suasana dimana karyawan memiliki perusahaan modal manusia yang spesifik (Tahir dan Fraz, 2015).

Selain itu, menurut Pindado dan Rodrigeus (2005) kebijakan pekerjaan juga diperlakukan sebagai variabel reaksi, tetapi penggunaannya sebagai cara untuk menghadapi krisis keuangan akan menjadi lebih bergantung pada konteks kelembagaan karena undang-undang Ketenagakerjaan negara tertentu memaksakan pembatasan serius pengurangan pekerjaan bahkan dalam kasus kesulitan keuangan. Beberapa hasil penelitian Ofek (1993) menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan *human capital* terhadap *costs of financial distress*, selain itu hasil penelitian Ke (2015) menunjukkan *human capital* berpengaruh terhadap *costs of financial distress*, disisi lain hasil penelitian yang dilakukan oleh Tahir dan Fraz (2015) menunjukkan terdapat pengaruh yang signifikan dan negatif *human capital* pada industri dalam kebangkrutan. Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu yang menunjukkan hasil yang konklusif maka, *hipotesis* yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 3 : *Human capital* berpengaruh signifikan terhadap *costs of financial distress*.

Pengaruh *Firm Size*, *Leverage* dan *Human Capital* Terhadap *Costs Of Financial Distress* Secara Simultan

Costs of financial distress merupakan biaya yang ditimbulkan pada suatu perusahaan dalam *probability financial distress* atau pada saat *financial distress* (Altman dan Hotchkiss, 2006). Berdasarkan penelitian terdahulu menemukan bahwa *costs of financial distress* dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu *firm size*, *leverage* dan *human capital*. Dalam penelitian ini akan menguji pengaruh faktor-faktor *firm size*, *leverage* dan *human capital* terhadap *Costs of financial distress* secara simultan.

Hipotesis 4 : *Firm Size, Leverage* dan *Human Capital* Terhadap *Costs Of Financial Distress* Secara Simultan

Metodologi Penelitian

Populasi Dan Sample

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini merupakan seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang terdiri dari 142 perusahaan. dalam penelitian ini teknik pengumpulan data yang digunakan adalah *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, dari 142 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang memenuhi kualifikasi sebanyak 107 perusahaan.

Definisi Dan Pengukuran Operasional Variabel

Mengacu pada permasalahan yang ada dalam penelitian ini, maka variabel-variabel akan diteliti adalah terdiri dari variabel independen dan dependen. Adapun kedua variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

a. Variabel Independen (X)

Variabel ini sering disebut sebagai variable stimulus, prediktor, antecedent. Dalam bahasa Indonesia sering disebut sebagai variabel bebas. Variabel bebas adalah variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen (terikat) (Sugiyono, 2014). Pada penelitian ini menggunakan variabel independen sebagai berikut :

a) *Firm Size* (X1)

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atas besarnya aset yang dimiliki perusahaan sehingga perusahaan besar umumnya mempunyai total aktiva yang besar pula (Sunarto, 2009).

b) *Leverage* (X2)

Leverage adalah sejauh mana sekuritas pendapatan tetap (utang dan pilihan *Stock*) digunakan dalam struktur modal perusahaan (Brigham dan Ehrhardt (2011)

c) *Human Capital* (X3)

Human capital adalah saham yang berupa pengetahuan individu, kemampuan dan keterampilan yang secara ekonomis dapat digunakan (semua karakteristik dari seorang karyawan yang dapat menaikkan gajinya) (Kwon, 2009).

d) Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen sering disebut dengan variabel output, kriteria, konsekuen. Dalam bahasa Indonesia sering disebut sebagai variabel terikat. Variabel terikat merupakan variabel yang dipengaruhi atau menjadi akibat, karena adanya variabel bebas (Sugiyono, 2014). Dalam penelitian ini, yang menjadi variabel dependen adalah *costs of financial distress*.

Costs of financial distress merupakan biaya yang diderita oleh perusahaan sebagai akibat melemahnya posisi financial (Elali, 2008 dalam Bulot. dkk, 2014) atau gangguan bisnis (Opler, 2003 dalam Bulot. dkk, 2014). Pertumbuhan dan penurunan penjualan dalam perusahaan dapat menggambarkan kinerja perusahaan, hal ini didasarkan pada penelitian yang dilakukan oleh Altman (1984) yang mengungkapkan bahwa *costs of financial distress* terjadi pada kinerja yang negatif sebagai akibat dari penjualan yang.

Tabel 1.1
Operasional Variabel

| Variabel | Pengukuran |
|--|---|
| <i>Cost Of Financial Distress</i> (Y) | $CFD = \left[\frac{(Sales_{it} - Sales_{it-1})}{Sales_{it}} \right]_{sector} - \left[\frac{(Sales_{it} - Sales_{it-1})}{Sales_{it}} \right]_{firm}$ |
| <i>Firm Size</i> (X ₁) | $SIZE_{it} = \text{Log total asset}$ |
| <i>Leverage</i> (X ₂) | Dimana, $LEV_{it} = D_{it} - D_{itsec}$ $D_{it} = \frac{MVLTD_{it}}{MVLTD_{it} + MVE_{it}}$ |
| <i>Human Capital</i> (X ₃) | $LnHC_{it} = \ln Wages_{it}$ |

Teknik Dan Model Analisis Data

Untuk mendapatkan nilai estimasi dalam penelitian, maka dilakukan analisis regresi. Teknik analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu analisis regresi data panel. Dalam analisis regresi data panel terdapat beberapa alternatif model yang dapat digunakan untuk mengestimasi data panel yaitu *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model*, dan *Random Effect Model*.

Dalam menentukan model yang paling tepat untuk mengestimasi regresi data panel maka dapat dilakukan dengan pemilihan model. Menurut Widarjono (2013) terdapat tiga cara, yang pertama uji statistik Chow /F tests digunakan untuk memilih antara metode *Common Effect* atau *Fixed Effect*, kedua *Langrange Multiplier* (LM) Test digunakan untuk memilih antara *common effect* atau *random effect*, dan uji yang terakhir adalah *hausman test* untuk memilih antara *fixed effect* atau *random effect*.

Adapun model regresi yang di formulasikan sebagai berikut :

$$CFD_{it} = \beta_0 + SIZE_{it} + LEV_{it} + \ln HC_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dimana,

CFD_{it} = *Costs Of Financial Distress*

$SIZE_{it}$ = *Firm Size*

LEV_{it} = *Leverage*

$\ln HC_{it} = \text{Human Capital}$

ε_{it} = error

β_0 = konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = koefisien

Untuk melakukan uji asumsi klasik dalam analisis regresi data panel dapat disesuaikan dengan model yang dihasilkan dari pemilihan model. Ketika model yang terbaik menggunakan pendekatan *ordinary least squares* (OLS) (*common effect dan fixed effect*) maka uji yang dilakukan hanya uji heterokedastisitas, uji autokorelasi dan uji normalitas. Akan tetapi apabila model yang digunakan termasuk pada pendekatan GLS (*Generalized Least square*) maka tidak perlu melakukan uji asumsi klasik. Ketika pendekatan OLS terkena uji asumsi klasik sehingga menjadi bias maka dapat dilakukan transformasi menjadi model GLS.

Hasil Dan Pembahasan

Dalam penelitian ini terdapat beberapa tahapan dalam menjelaskan hasil penelitian, untuk menggambarkan setiap variabel akan di jelaskan dalam analisis deskriptif. Tahap selanjutnya melakukan pembuatan model menggunakan analisis regresi panel, setelah diperoleh model maka ditentukan model terbaik berdasarkan tiga uji pemilihan model. Kemudian dilakukan uji asumsi klasik untuk manguji kelayakan model regresi yang diteliti terdiri dari tiga jenis, yakni uji Normalitas, uji Heteroskedastisitas, dan uji Autokorelasi. Setelah memenuhi uji asumsi klasik maka dilakukan penarikan kesimpulan dengan menguji hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini.

Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan suatu data penelitian, berdasarkan output EViews statistik deskriptif meliputi observations, mean, median, maximum, Standar deviasi, probablilitas dan Jarque bera statistik deskriptif ditunjukkan oleh tabel 1.2 dibawah ini

Tabel 1.2
Statistik Deskriptif

| | Costs Of Financial Distress | Firm Size | Leverage | Human Capital |
|---------------------|------------------------------------|------------------|-----------------|----------------------|
| Observations | 535 | 535 | 535 | 535 |
| Mean | 0.032 | 12.20 | 0.009 | 11.035 |
| Median | 0.005 | 12.13 | 0.001 | 10.997 |
| Maximum | 2.965 | 14.37 | 0.857 | 13.162 |
| Minimum | -0.759 | 10.03 | -0.816 | 8.6314 |
| Std Deviasi | 0.258 | 0.712 | 0.231 | 0.7026 |
| Jarque Bera | 473 | 8.297 | 100.41 | 5.0106 |

| | Costs Of Financial Distress | Firm Size | Leverage | Human Capital |
|---------------------|------------------------------------|------------------|-----------------|----------------------|
| Probabilitas | 0.000 | 0.016 | 0.000 | 0.0817 |

Tabel deskriptif di atas menjelaskan bahwa jumlah observasi dalam penelitian sebanyak 535, dengan tiga variabel independent dan satu variabel dependen. Variabel *costs of financial distress* (CFD) yang merupakan variabel dependen, hasil analisis deskriptif dari variabel CFD menunjukkan bahwa dari 535 observasi nilai CFD nilai terbesar sebesar 2.965000 yaitu pada perusahaan Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk (KBRI) ditahun 2013 yang merupakan perusahaan dari sub sektor pulp dan kertas bagian sektor industri dan kimia sedangkan nilai CFD terkecil variabel ini sebesar -0.759000 pada perusahaan Siwani Makmur Tbk yang merupakan sub sektor plastik dan kemasan dari sektor dasar dan kimia ditahun 2014. Standar deviasi atau sebaran data sebesar 0.258173, *Jarque bera* dari variabel CFD 47256.84 lebih besar dari 5.99 (df 2 dengan alpha 5%) atau nilai probabilitas 0.000 (lebih kecil dari 5%) maka variabel *costs of financial distress* memiliki data yang tidak normal.

Variabel *firm size* memiliki nilai *maximum* sebesar 14.37300 pada perusahaan Astra International Tbk termasuk sub sektor otomotif dan komponen yang merupakan aneka industri di tahun 2014. Nilai minimum variabel *firm size* sebesar 10.02500 pada perusahaan Alam Karya Unggul Tbk di sub sektor plastik dan kemasan pada sektor dasar dan kimia pada tahun 2012. Standar deviasi 0.711988 dengan nilai *jarque bera* dan probabilitas nya masing-masing 8.296788 dan 0.015790 artinya variabel ini tidak berdistribusi normal.

Variabel *leverage* memiliki nilai *maximum* sebesar 0.857000 pada perusahaan Primarindo Asia Infrastructure Tbk termasuk sub sektor alas kaki yang merupakan aneka industri di tahun 2014. Nilai minimum variabel *leverage* sebesar -0.816000 pada perusahaan Sat Nusa Persada Tbk di sub elektronika pada sektor aneka industri. Standar deviasi 0.231126 dengan nilai *jarque bera* dan probabilitas nya masing-masing 100.4173 dan 0.00000 artinya variabel ini tidak berdistribusi normal.

Variabel *human capital* memiliki nilai *maximum* sebesar 13.16152 pada perusahaan Astra International Tbk termasuk sub sektor otomotif dan komponen yang merupakan aneka industri di tahun 2014. Nilai minimum variabel *human capital* sebesar 8.631468 pada perusahaan Alam Karya Unggul Tbk di sub sektor plastik dan kemasan pada sektor dasar dan kimia di tahun 2014. Standar deviasi 0.702553 dengan nilai *jarque bera* dan probabilitas nya masing-masing 5.010607 dan 0.081651 artinya variabel ini berdistribusi normal.

Analisis Regresi Data Panel

Dalam analisis regresi data panel terdiri dari beberapa tahapan yaitu pemilihan *common effect model*, *fixed effect model*, dan *random effect model*. Kemudian dilakukan uji pemilihan model terbaik yaitu *chow test*, *Langrange Multiplier test* dan Hausman

test. Dalam penelitian ini berdasarkan uji pemilihan terbaik maka terpilih model *Common effect* yang akan dijadikan sebagai bahan untuk menguji hipotesis. Namun sebelum dilakukan uji hipotesis, model regresi akan diuji kualitas data melalui uji asumsi klasik. Berdasarkan uji asumsi klasik yang telah dilakukan, model regresi terkena heterokedastisitas sehingga harus dilakukan transformasi agar model tidak mengandung unsur bias. Berdasarkan hasil *treatment* maka model regresi yang akan digunakan untuk melakukan uji hipotesis yang diinterpretasikan dalam tabel 1.3.

Tabel 1.3
Model regresi GLS weights

| Variabel | Coef | Std.Erro r | t-Statistic | Prob. |
|----------------------------|--------|--------------------|-------------|--------|
| Size | 0.004 | 0.008 | 0.044 | 0.965 |
| Leverage | -0.037 | 0.023 | -1.584 | 0.114 |
| Human Capital | -0.020 | 0.010 | -2.114 | 0.035 |
| C | 0.237 | 0.054 | 4.374 | 0.000 |
| <i>Weighted Statistics</i> | | | | |
| R-squared | 0.038 | Mean dependent var | | 0.0271 |
| Adjusted R-Squared | 0.032 | S.D. dependent var | | 0.243 |
| S.E. of regression | 0.240 | Sum squared resid | | 30.65 |
| F-statistic | 6.909 | Durbin-Watson stat | | 1.897 |
| Prob(F-statistic) | 0.0001 | | | |

Model dari hasil regresi GLS *Weight* diatas merupakan model yang telah dilakukan perbaikan heterokedastisitas, sehingga model dapat memenuhi uji asumsi klasik artinya model bersifat BLUE. Dengan demikian, model GLS *weight* merupakan model yang digunakan dalam penelitian ini untuk menginterpretasikan uji hipotesis dan penarikan kesimpulan.

Pengujian Hipotesis

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui seberapa besar variabel dependen (Y) atau *costs of financial distress* dipengaruhi oleh variabel independennya (X) yakni *firm size*, *leverage* dan *human capital*.

Uji Signifikansi Simultan (F-test)

Berdasarkan uji signifikansi simultan diketahui bahwa probablitas sebesar 0,0001, artinya probablitas < signifikansi atau $0,0001 < 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak. Sehingga variabel Independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, artinya variabel independen yang terdiri dari *firm size*, *leverage* dan *human capital* secara simultan (bersama-sama) mempengaruhi variabel dependen yakni *costs of financial distress*.

Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasarkan nilai *Adjusted R Square* adalah sebesar 0,032131, hal ini menunjukkan bahwa 3,21% *costs of financial distress* pada perusahaan manufaktur dipengaruhi oleh variabel independen *firm size*, *leverage* dan *human capital* sedangkan 96,79% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti. Berdasarkan penelitian terdahulu variabel lain yang mempengaruhi *costs of financial distress*, seperti dalam penelitian Pindado dan Rodrigues (2005) yaitu kebijakan investasi, kebijakan tenaga kerja, *holding liquid asset*, dan *Tobin's q*. Dalam penelitian Bullot et al (2014) terdapat variabel *intangible asset*, selain itu dalam penelitian Wijantini (2007) menggunakan prediktor pinjaman bank, dan jumlah kreditor.

Uji Signifikansi Parsial (t-test)

Adapun uji signifikansi parsial dalam penelitian ini adalah sebagai berikut

Tabel 1.4
Uji Signifikansi Parsial (t-test)

| Variabel Dependen : COSTS OF FINANCIAL DISTRESS | | | | |
|---|-----------|----------|------------------|---------------------|
| Variabel | Koefisien | Prob. | Keterangan | Keputusan Hipotesis |
| Firm Size | 0.000367 | 0.9649 | Tidak Signifikan | Ditolak |
| Leverage | -0.036698 | 0.1137** | Signifikan | Diterima |
| Human capital | -0.020438 | 0.0350* | Signifikan | Diterima |
| ** = Signifikan pada level 5% | | | | |
| * = Signifikan pada level 10% | | | | |

Dari tabel diatas, maka dapat diinterpretasikan dalam model persamaan matematik analisis regresi data panel dalam penelitian ini sebagai berikut :

$$CFD_{it} = 0,2365 + 0,000367 SIZE_{it} - 0,036698 LEV_{it} - 0,020438 INHC_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dimana CFD_{it} mewakili *Cost Of Financial Distress* yang diukur melalui tingkat pertumbuhan penjualan industri dan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan, LEV_{it} adalah tingkat *leverage* perusahaan sesuai dengan industrinya, $SIZE_{it}$ adalah logaritma total aset perusahaan, dan $INHC_{it}$ merupakan *human capital* yang diukur melalui logaritma gaji tenaga kerja, sedang ε_{it} adalah nilai error. Maka, berdasarkan uji signifikansi parsial diatas, maka penarikan hipotesis dapat disimpulkan secara parsial sebagai berikut :

- Hipotesis pertama (H_1), variabel *firm size* tidak berpengaruh terhadap *costs of financial distress* yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas yang lebih besar dari

alpha (α) 5% ($0,9649 > 0,05$). Sehingga H_0 diterima, artinya nilai tersebut menyimpulkan bahwa hipotesis yang diajukan sebelumnya ditolak, yaitu suatu variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.

- b. Hipotesis kedua (H_2), variabel *leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap *costs of financial distress*, dengan nilai probabilitas sebesar 0,11137 yang dibulatkan menjadi 0,01 artinya variabel *leverage* signifikan pada dari alpha (α) 10% ($0,01 \leq 0,01$). Dengan demikian H_0 ditolak maka H_a diterima, maka hal ini mengindikasikan bahwa variabel *leverage* berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap *costs of financial distress*
- c. Hipotesis ketiga (H_3), variabel *human capital* berpengaruh secara signifikan terhadap *costs of financial distress*, pada alpha (α) 5% ($0,0350 < 0,05$). Dengan demikian H_0 ditolak maka H_a diterima, maka hal ini mengindikasikan bahwa variabel *leverage* berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap *costs of financial distress*.

Pengaruh Firm Size Terhadap Costs Of Financial Distress

Pengujian hipotesis diatas menunjukkan bahwa hipotesis pertama (H_1) dtolak dan H_0 diterima, dengan kata lain variabel *firm size* tidak berpengaruh terhadap *costs of financial distress*. Hal ini mengindikasikan bahwa seberapa besar dan kecilnya ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *cost of financial distress*. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari Pereira (2001), namun sesuai dengan penelitian Korteweg (2007) dan Andrade dan Kaplan (1998).

Ketidaksesuaian penelitian dengan penelitian sebelumnya diduga karena perbedaan dari sampel yang diteliti serta komponen aset yang digunakan. Hal ini terjadi karena diduga perusahaan diindustri manufaktur memiliki ukuran perusahaan yang besar, dan memiliki potensi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, perusahaan besar memiliki peluang besar untuk mendapatkan modal sehingga tidak memiliki kesulitan dalam keuangannya.

Fakta ini mengindikasikan bahwa kapabilitas *firm size* dalam menghadapi potensi *financial distress* tidak mempengaruhi *costs of financial distress*. Diduga rata-rata perusahaan manufaktur memiliki *firm size* yang tinggi menurut Basuki (2006) ketika perusahaan memiliki total aset yang tinggi maka perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, maka ketika terjadi *financial distress* pada perusahaan aktivanya dapat dijadikan jaminan untuk memenuhi kewajibannya.

Pengaruh Leverage Terhadap Costs Of Financial Distress

Secara statistik variabel *leverage* berpengaruh dan negatif terhadap *costs of financial distress*, hal ini dapat dilihat dari hasil uji parsial yang menyatakan diterimanya H_2

sebagai hasil hipotesis. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Pindado dan Rodrigues (2005), Wruck (1990) dan Ofek (1993) dimana *leverage* berpengaruh negatif terhadap *costs of financial distress*.

Hasil penelitian mengimplikasikan bahwa *leverage* yang diukur melalui *leverage* perusahaan yang dibandingkan dengan *leverage* sektor berpengaruh secara negatif terhadap *costs of financial distress*. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar *leverage* perusahaan (penggunaan hutang perusahaan) dibandingkan dengan *leverage* sektornya (rata-rata hutang sektor perusahaan) akan menurunkan *costs of financial distress*, sebaliknya *leverage* perusahaan yang kecil dibandingkan sektornya maka akan meningkatkan *costs of financial distress*.

Meskipun secara umum peningkatan *leverage* akan meningkatkan *costs of financial distress* sebagaimana yang ditunjukkan dalam *trend* hubungan antara *leverage* dan *costs of financial distress* diatas, serta beberapa penelitian sebelumnya Oplar dan Titman (1994) dan Andrade dan Kaplan (1998). Kendati demikian, menurut beberapa ahli penggunaan hutang dalam struktur modal lebih baik dibandingkan dengan modal sendiri selama penggunaan utang sesuai proporsinya dan digunakan untuk profitabilitas perusahaan, karena keuntungan utang sendiri dapat meningkatkan nilai perusahaan *serta tax shield* karena biaya bunga mengurangi porsi laba yang dikenakan pajak. Adapun menurut (Keown dkk 2000) penggunaan hutang dalam perusahaan maksimum 30% sampai 40% dari total kapitalisasi, artinya selama masih batas normal dari ketentuan proporsi utang dalam struktur modal maka utang dapat bermanfaat.

Dengan demikian, rata-rata perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian (2010-2014) memiliki kemampuan untuk membayar semua kewajibannya tetapnya, karena potensi dari biaya kesulitan keuangan perusahaan yang menurun. Hasilnya juga menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang tidak mengadopsi struktur modal yang konservatif. Penelitian ini mempunyai implikasi bahwa perusahaan diindustri manufaktur merupakan perusahaan yang memiliki manajemen utang relatif baik sehingga dapat menghasilkan pendapatan yang dapat membayar kewajiban tetapnya.

Pengaruh *Human Capital* Terhadap *Costs Of Financial Distress*

Dalam uji hipotesis menunjukkan bahwa H3 diterima, artinya *human capital* berpengaruh terhadap *costs of financial distress*. Secara statistik hasil menggambarkan bahwa variabel *human capital* berpengaruh negatif terhadap *costs of financial distress* artinya semakin besar nilai *human capital* maka *costs of financial distress* akan berkurang. Hasil penelitian ini bertentangan dengan beberapa penelitian terdahulu yang dilakukan Ofek (1993), Perotti and Spier (1993), dan Berk (2010) yang menyatakan bahwa *human capital* berpengaruh positif terhadap *costs of financial distress*.

Hasil penelitian ini mengimplikasikan bahwa peningkatan biaya gaji yang merupakan indikator dari *human capital* dalam perusahaan di manufaktur selama periode penelitian menyebabkan *costs of financial distress* pada perusahaan tersebut

menjadi menurun, hal ini diduga peningkatan biaya gaji sejalan dengan peningkatan produktivitas kinerja dari karyawan. Selain itu, dimungkinkan bahwa biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk karyawan dianggap sebagai penambahan aset bagi perusahaan. Hasil ini sejalan dengan teori *human resources* dimana manusia dianggap sebagai aset perusahaan bukan sebagai beban perusahaan, karena manusia menghasilkan *output* yang akan meningkatkan nilai sebuah perusahaan yang dihasilkan dari kinerja manusia itu sendiri selama manusia itu bisa produktif.

Apabila hasil ini dikaitkan dengan kebijakan pemerintah mengenai perubahan kebijakan penetapan upah di Indonesia maka peneliti berpendapat hal tersebut tidak akan menjadi masalah jika upah peningkatan upah mengikuti inflasi dan GDP. Peningkatan upah menjadi hal positif, selama *output* yang dihasilkan oleh tenaga kerja lebih besar dari biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan atau selama tenaga kerja masih bisa produktif. Apabila hal tersebut bisa dipertahankan maka *costs of financial distress* bisa diatasi.

Pengaruh *Firm Size*, *Leverage* dan *Human Capital* terhadap *Costs Of financial Distress* Secara Simultan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan *firm size*, *leverage* dan *human capital* berpengaruh terhadap *costs of financial distress*, hal ini ditunjukkan dari hasil uji signifikansi F, dimana probabilitas < signifikansi atau $0,0001 < 0.05$ maka dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak. Sehingga Variabel Independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, artinya variabel independen yang terdiri dari *firm size*, *leverage* dan *human capital* secara simultan (bersama-sama) mempengaruhi variabel dependen yakni *costs of financial distress*.

Kesimpulan

Hasil perhitungan statistik menghasilkan temuan baru terkait tingkat pengaruh yang diberikan oleh *firm size*, *leverage* dan *human capital* terhadap *costs of financial distress*. Hal ini didasarkan pada hasil regresi yang telah dilakukan yaitu Hasil statistik secara parsial menunjukkan bahwa variabel *leverage* dan *human capital* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *costs of financial distress*, sedangkan variabel *firm size* tidak berpengaruh terhadap *costs of financial distress* selama periode penelitian ditahun 2010 sampai 2014. Disamping itu, berdasarkan uji signifikansi simultan (*F test*) menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel independen yang diwakili oleh *firm size*, *leverage* dan *human capital* berpengaruh terhadap variabel dependen yang diwakili oleh *costs of financial distress*.

Pada akhirnya, penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu hanya meneliti beberapa variabel-variabel yang dapat mempengaruhi *costs of financial distress*, diharapkan penelitian selanjutnya dapat menggunakan preditor lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, E. 1984. *A Further Empirical Investigation Of Bankruptcy Costs*. Journal Of Finance, September, Pp. 1067-89
- Altman, Edward I Dan Hotchkiss. 2006. *Corporate Financial Distress And Bankruptcy: Predict And Avoid Bankruptcy, Analyze And Invest In Distressed Debt*. 3rd. Wiley Finance : North America
- Andrade, Gregor And Kaplan Steven N Kaplan.1997. *How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence From Highly Leveraged Transactions That Became Distressed*. Nber Working Paper No. 6145
- Aouaki, N Dan Heijer. 2009 *Financial Distress: A Measure Of Financial Distress Between Publicly-Traded And Privately-Held Firms In The Eu During Times Of Economic Crisis*. The Journal Internasional
- Berk, Jonathan, Stanton Richard And Zechner Josef. 2010.*Human Capital, Bankruptcy And Capital Structure. The Journal Of Finance Vol. Lxv, No. 3*
- Budiarso, Novi S.2012. *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Liquiditas Dan Leverage Terhadap Financial Distres*.
- Budilaksono, Agung. 2013. *Faktor- Faktor Yang Mempengaruhi Financial Distress (Kesulitan Keuangan) Perusahaan*. Sekolah Tinggi Akuntansi Negara
- Bulot, Norhisam, Dkk. 2014. *The Size And Determinant Of Indirect Financial Distress Costs*. Journal On Business Review (Gbr) Vol 3 No 4
- Ehrhardt, Michael C Dan Brigham, Eugene. 2011. *Financial Management : Theory And Practise*. South-Western Cengage
- Fachrudin, Khaira Amalia. 2008. *Kesulitan Keuangan Perusahaan Dan Personal : Sebab Akibat Prediksi Tata Kelola Peluang Survive Antisipasi Rekomendasi Dzikir*. Medan : Usu Press
- Fuad, Dian Sastriana. 2013. *Pengaruh Cosrporate Governance Dan Firm Size Terhadap Perusahaan Yang Mengalami Kesulitan Keuangan (Financial Distress)*. Diponogoro Journal Of Accounting Vol 2 No 3, Hal 1-10 Issn (Online) 2337-3806
- Graham, Jhon R, Kim Hyunseob, Si Li And Jiaping Qiu. 2013. *Human Capital Loss In Corporate Bankruptcy*. Journal International
- Graham, Jhon R, Kim Hyunseob, Si Li And Jiaping Qiu. 2015. *The Labor Impact Of Corporate Bankruptcy*. Journal International
- Husnan, Suad Dan Pudjiastuti. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 6. Upp Stim Ykpn : Yogyakarta
- Keown, Arthur J, David F. Scott, Jr, Jhon D. Martin And J. William Petty. 2000. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Buku 2*. Jakarta : Salemba Empat
- Kettler, Beaver, W., P. And M. Scholes. 1970. *The Association Between Market-Determined And Accountingdetermined Risk Measures*, The Accounting Review, October, Pp. 654-682.
- Korteweg, Arthur, 2007. *Cost Of Financial Distress Across Industries*. Www.Ssrn.Com
- Liana, Deny Dan Sutrisno. 2014. *Analisis Rasio Keuangan Untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur*. Jurnal Studi Manajemen Dan Bisnis Vol 1 No 2 Universitas Islam Indonesia..
- Nettel Africa, 2005. *Network For Capacity Building And Knowledge Exchange In Itc Policy, Regulation, And Application*.

- Nikkei, Market. 2015 Pmi™ Manufaktur Indonesia
- Ofek, Eli. 1993. *Capital Structure And Firm Response To Poor Performance*. Journal Of Financial Economic No 3
- Opler, Tim C And Titman, Sheridan. 1994. *Financial Distress Corporate Performance*. The Journal Of Finance Vol 49 Issue 3
- Pereira, Raynolde. 2001. *Taxes, Endogenous Financial Distress Costs, And The Choice Between Private And Public Debt*. The University Of Arizonart.
- Pindado Julo., L. Rodrigues, 2005. *Determinants Of Financial Distress Costs*. Swiss Society For Financial Market Research : Volume 19. Number 4. (Pp. 343–359)
- Plat And Plat. 2002. *Predicting Corporate Financial Distress: Reflections On Choice-Based Sample Bas*. *J Econ Finan*. Journal Of Economics And Finance
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Bisnis*. Alfabeta. Bandung.
- Sunarto Dan Budi, Agus Prasetyo. 2009. Pengaruh Leverage, Ukuran Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas. Vol 6 Edisi 1 Hal 86 - 103
- Supriyanto, Eko Dan Falikhatun. 2008. *Pengaruh tangibility, Pertumbuhan Penjualan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Keuangan*. Jurnal Bisnis Dan Akuntansi, 10(1), Pp: 13-22.
- Tahir, Talal and Fraz Ahmad. 2015. *Human Capital, Capital Structure, Employe Pay : empirical Evidance From Pakistan*. Global Journal Of Management and Business Research Vol 15
- Widarjono, Agus. 2013. *Ekonometrika : Pengantar Dan Aplikasinya*. Yogyakarta: Upp Stim Ykpn
- Wijantini. 2014. *The Indirect Costs Of Financial Distress In Indonesia*. Gadjah Mada International Journal Of Business May-August 2007, Vol. 9, No. 2, Pp. 157–186
- Wruck, K. 1990. *Financial Distress, Reorganization, And Organizational Efficiency*. "Journal Of Financial Economics, Vol. 27, H. 419-444.
- Www.Indonesia-Investments.Com
- Www.Metrotvnews.Com
- Jakarta Future Exchange, Wwww.Bbj.Co.Id