



PERAN FINANCIAL DISTRESS MEMEDIASI KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP RETURN SAHAM

Indah Roikhatul Jannah [✉], Moh. Khoiruddin

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:
Diterima Juli 2017
Disetujui Juli 2017
Dipublikasikan September 2017

Keywords:
Altman Z-Score; Financial distress; Kepemilikan Institusional; Kepemilikan Manajerial; Return Saham

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mendeskripsikan dan menganalisis pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial terhadap return saham melalui financial distress. Sampel penelitian sebanyak 282 observasi yang terdiri dari 84 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2015 dan pengamatan melalui metode purposive sampling. Teknik analisa yang digunakan yaitu analisis linier berganda dan analisis jalur (path analysis). Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *financial distress*. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap return saham. Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap return saham. *Financial distress* tidak berpengaruh terhadap return saham. *Financial distress* memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap return saham. *Financial distress* tidak memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap return saham.

Abstract

This study aims to describe and analyze the influence of institutional ownership, managerial ownership of stock return through financial distress. The sample is as many as 282 data which consist of 84 manufacturing companies listed in Indonesian Stock Exchange in the 2012-2015 period and observation through purposive sampling method. Analytical techniques used are multiple linear analysis and path analysis. The results show that institutional ownership affects financial distress. Managerial ownership has no effect on financial distress. Institutional ownership has no effect on stock return. Managerial ownership effect on stock return. Financial distress has no effect on stock return. Financial distress mediates the influence of institutional ownership on stock returns. Financial distress does not mediate the effect of managerial ownership on stock returns.

PENDAHULUAN

Tujuan didirikannya suatu perusahaan adalah memperoleh laba yang tinggi untuk jangka panjang serta memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan akan berusaha memaksimumkan kekayaan pemegang saham dengan melakukan aktivitas yang dapat meningkatkan harga saham (Ross dkk., 2003). Harga saham yang tinggi akan menarik investor untuk berinvestasi, karena investor menganggap perusahaan tersebut akan memberikan *return* saham yang tinggi.

Investor yang melakukan investasi tentunya memiliki tujuan untuk mendapatkan *return* yang tinggi pada masa yang akan datang. Sebelum melakukan investasi, investor harus mengetahui terlebih dahulu kinerja keuangan perusahaan yang dapat dilihat dari laporan keuangan. Laporan keuangan merupakan suatu gambaran mengenai kondisi perusahaan, karena didalam laporan keuangan tedapat informasi-informasi yang dibutuhkan oleh pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan (Liana & Sutrisno, 2014)

Laporan keuangan dapat digunakan sebagai alat untuk memprediksi kondisi perusahaan di masa yang akan datang. Setiap perusahaan harus mewaspada adanya potensi kebangkrutan, oleh karena itu perusahaan harus sedini mungkin melakukan analisis yang menyangkut kebangkrutan perusahaan terutama analisis laporan keuangan (Ririanty, 2015). Analisis prediksi kebangkrutan digunakan untuk dapat mengetahui tanda-tanda awal kesulitan keuangan (*financial distress*). *Financial distress* merupakan kondisi dimana keuangan perusahaan dalam keadaan tidak sehat atau krisis (Hapsari, 2012). *Financial distress* terjadi sebelum kebangkrutan. Kesehatan suatu perusahaan melalui analisis laporan akan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menjalankan usahanya, distribusi aktivanya, keefektifan penggunaan aktivanya, hasil usaha atau pendapatan yang telah dicapai, beban-beban tetap yang harus dibayar, serta potensi kebangkrutan yang akan dialami (Nurcahyono & Sudarma, 2014). Bagi pihak eksternal perusahaan, prediksi kebangkrutan bisa digunakan sebagai landasan dalam pengambilan keputusan dalam berinvestasi.

Salah satu metode analisis kebangkrutan yang digunakan yaitu Model Altman *Z-Score*. Model Altman *Z-Score* merupakan salah satu model diskriminan yang berasal dari Amerika yang kemudian merumuskan rasio-rasio financial terbaik dalam memprediksi kebangkrutan (Ririanty, 2015). Pada tahun 1968 Altman menemukan mo-

del *financial distress* yang pertama. Kemudian Altman melakukan revisi sampai dua kali yaitu pada tahun 1983 dan 1995. Pada tahun 1995 Altman memodifikasi modelnya supaya dapat diterapkan pada semua perusahaan seperti manufaktur, non manufaktur dan perusahaan emiten di negara berkembang (Rahayu dkk., 2016).

Faktor yang dapat mempengaruhi kondisi perusahaan di masa yang akan datang salah satunya yaitu Struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) (Hastuti, 2014). Sejalan dengan upaya meningkatkan harga saham perusahaan serta menekan terjadinya *financial distress*, perusahaan dihadapkan pada masalah konflik keagenan. Proporsi kepemilikan saham merupakan faktor yang dapat menimbulkan konflik antara pemilik dengan manajemen (Maftukhah, 2013). Menurut Jensen dan Meckling (1976) konflik keagenan terjadi ketika proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan.

Menurut Masdupi (2005) ada tiga cara untuk mengurangi masalah keagenan. Pertama, dengan meningkatkan *insider ownership*. Kedua, dengan pendekatan pengawasan eksternal yang dilakukan melalui penggunaan hutang. Ketiga, *institutional investor* sebagai *monitoring agent*.

Insider ownership atau kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham didalam suatu perusahaan dimana saham dimiliki oleh pihak insider. Anita dan Yulianto (2016) menyatakan bahwa manajer diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Dengan menyertakan manajemen sebagai pemilik, maka manajer akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, karena konsekuensi setiap pengambilan keputusan manajemen juga ikut menanggung kerugian.

Kepemilikan institusional adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga. Investor institusi dapat melakukan pengawasan dengan ketat agar manajer dapat meningkatkan kinerja keuangan yang akan berdampak pada nilai perusahaan.

Penelitian tentang kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan *financial distress* terhadap *return* saham telah banyak dilakukan oleh peneliti sebelumnya. Penelitian yang dilakukan oleh Othman dkk. (2010) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap tingkat pengembalian saham. Othman dkk. (2010) menyatakan bahwa hasil itu bisa

terjadi karena presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi yang dijadikan sampel relatif kecil. Namun, hasil penelitian yang dilakukan oleh Murwaningsari (2012) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Penelitian Murwaningsari sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) serta Rahayu dan Faisal (2005). Moghaddam dkk. (2014) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil itu berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Islamiya (2016). Dari hasil penelitian Islamiya (2016) menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Hasil yang tidak konsisten juga ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Malik dkk. (2013) yang menunjukkan bahwa *financial distress* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Sedangkan Purnomo (2014) menyatakan bahwa tingkat prediksi *financial distress* berpengaruh secara signifikan terhadap imbal hasil saham, dimana secara rata-rata berada di posisi grey area. Ayuningtyas (2013) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Hasil ini berbeda dengan temuan yang dilakukan oleh Hadi (2014) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Triwahyuningtyas dan Muhamram (2012) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap terjadinya *financial distress* sedangkan Mayangsari (2015) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Berdasarkan *Research gap* penelitian terdahulu penulis termotivasi untuk meneliti pengaruh kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial terhadap *return* saham dengan *financial distress* sebagai variabel *intervening* pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2012-2015.

Pengembangan Hipotesis

Teori agensi mendasarkan hubungan kontak antara pemilik (*principal*) dan manajer (*agent*) sulit tercipta karena adanya kepentingan yang saling bertentangan (*conflict of interest*). Hubungan keagenan terjadi ketika satu lebih individu yang disebut sebagai prinsipal menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut sebagai agen untuk melakukan sejumlah jasa dan melegasikan kewenangan untuk membuat keputusan pada agen tersebut (Wiranata & Nugrahanti, 2013).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan institusional merupakan salah satu alat

yang dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Penelitian mengungkapkan bahwa Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka semakin besar pula kekuatan suara dan dorongan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Jika presentase kepemilikan institusional tinggi maka akan membuat semakin tingginya pengawasan yang dilakukan serta menurunnya biaya keagenan yang dikeluarkan. Dengan pengawasan yang ketat maka kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*) pada perusahaan akan semakin kecil. Hal ini disebabkan karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen sehingga dengan kepemilikan institusional biaya agensi dapat diminimalkan. Berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan Hipotesis sebagai berikut:

H1 : Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *financial distress*.

Teori sinyal menjelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan oleh manajer untuk mengurangi asimetri informasi (Hendrianto, 2012). *Signaling Theory* mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan.

Manajemen tidak akan berpikir seperti stakeholders apabila mereka tidak menjadi stakeholder (Fadhilah & Syafruddin, 2013). Penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Adanya kepemilikan manajerial pada suatu perusahaan bertujuan agar pihak manajer lebih berhati-hati dalam pengambilan keputusan dikarenakan mereka juga akan menanggung risiko atas keputusan tersebut. Dengan kata lain jika proporsi kepemilikan manajemen itu besar maka pihak manajemen akan lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham termasuk dirinya sendiri. Sehingga akan menekan kemungkinan terjadinya *financial distress*. Berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan Hipotesis sebagai berikut:

H2: Kepemilikan Manajerial Berpengaruh terhadap *Financial Distress*.

Analisis kebangkrutan terhadap suatu perusahaan bertujuan untuk mengantisipasi terjadinya risiko kebangkrutan, sehingga perusahaan mampu menentukan kebijakan yang akan dilakukan. Jika perusahaan terindikasi mengalami *financial distress* maka dapat mengakibatkan perusahaan mempunyai prospek keuntungan yang

kurang baik.

Ardian dan Khoiruddin (2014) menyatakan bahwa sesuai dengan analisis fundamental, jika suatu perusahaan berpotensi mengalami kebangkrutan maka akan berpengaruh terhadap harga saham dan *return*. Purnomo (2014) menemukan bahwa risiko kebangkrutan terbukti memiliki hubungan yang signifikan terhadap variabel imbal hasil (*return*) saham pada perusahaan sektor pertambangan. Perusahaan dengan risiko kebangkrutan yang rendah maka akan menghasilkan *return* yang tinggi, dan sebaliknya jika risiko kebangkrutan perusahaan tinggi maka menghasilkan *return* yang tinggi. Dari sini dapat terlihat bahwa secara teori perusahaan yang terdeteksi mengalami *financial distress* akan memberikan *return* yang rendah. Berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan Hipotesis sebagai berikut:

H3: *Financial distress* Berpengaruh terhadap *return* saham.

Slovín dan Sushka (1993), menunjukkan bahwa nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif. Pihak institusional dapat melakukan pengawasan yang ketat terhadap kebijakan manajemen sehingga kinerja perusahaan juga akan terkontrol. Jika kinerja perusahaan baik maka akan berdampak positif pada perusahaan. Perusahaan yang menghasilkan laba tinggi dan stabil akan mendapatkan respon positif dari investor, dan investor bersedia membayar sahamnya dengan harga yang lebih tinggi. *Return* saham akan naik seiring dengan meningkatnya harga saham (Sudiyatno & Suharmanto, 2011)

Novian (2014) mengemukakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *return* saham yang menunjukkan koefisien regresi berpengaruh positif dengan tingkat signifikansi artinya kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Ajiwanto dan Herawati (2013) menemukan hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hal ini disebabkan karena investor institusi dapat mengendalikan manajemen secara efektif sehingga mampu membatasi sifat oportunistik oleh manajer. Berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan Hipotesis sebagai berikut:

H4: Kepemilikan Institusional Berpengaruh terhadap *Return* Saham.

Teori Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan dapat menyetarakan

kepentingan pemegang saham sehingga dapat meningkatkan kinerja manajemen. Kepemilikan saham oleh pihak insider akan memotivasi pihak manajer untuk fokus pada kinerja dan nilai perusahaan. Anita dan Yulianto (2016) menyatakan bahwa manajer diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer, diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan para principal karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja. Besar kecilnya jumlah kepemilikan saham manajerial dalam perusahaan dapat mengindikasikan adanya kesamaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham (Novian, 2016). Berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan Hipotesis sebagai berikut:

H5: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *return* saham.

Masdipi (2005) mengemukakan bahwa investor institusi akan mendorong pengawasan yang optimal terhadap kinerja manajer. Pengawasan yang ketat, akan memotivasi manajer agar bekerja lebih baik dan menghalangi perilaku oportunistik manajer. Kinerja perusahaan yang baik akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham yang tinggi. Selain itu, tingginya pengawasan yang dilakukan oleh investor institusi akan mengurangi biaya keagenan, sehingga kemungkinan terjadinya kondisi *financial distress* akan semakin kecil.

Berdasarkan penjelasan diatas, maka dapat dirumuskan Hipotesis sebagai berikut:

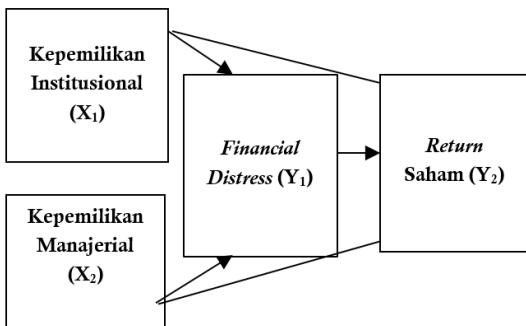
H6 : Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *return* saham melalui *financial distress*.

Masdipi (2005) mengemukakan bahwa dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dapat mengurangi masalah keagenan. Hal ini bertujuan untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham. Investor manajerial selain berperan sebagai manajer juga berperan sebagai pemilik perusahaan. Manajer akan lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham termasuk dirinya sendiri dengan cara meningkatkan kinerjanya.

Tingginya kepemilikan manajerial pada perusahaan diharapkan mampu memberikan motivasi terhadap manajer agar bekerja lebih giat untuk kepentingan pemegang saham. Kinerja perusahaan yang baik akan memberikan keuntungan bagi pemegang saham serta mengurangi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*). Berdasarkan penjelasan diatas, maka da-

pat dirumuskan Hipotesis sebagai berikut:
H7 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *return* saham melalui *financial distress*.

Adapun kerangka berpikir dapat dilihat pada bagan di bawah ini:



Gambar 1. Kerangka Berpikir

METODE

Jenis dan Desain Penelitian

Jenis penelitian yang dilakukan adalah penelitian kuantitatif. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu berupa data *panel* untuk semua variabel. Objek yang digunakan yaitu seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2015.

Populasi, Sampel dan Teknik Sampling

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2012-2015. Sampel penelitian ini dipilih dari seluruh populasi yang diambil berdasarkan teknik *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: 1) Sampel termasuk perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. 2) Sampel menerbitkan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit terhitung dari tahun 2012-2015. 3) Sampel merupakan perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh kepemilikan insider (manajerial) dan kepemilikan institusional mulai periode 2012- 2015) Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan yang lengkap mengenai variabel dalam penelitian ini untuk periode 2012-2015.

VARIABEL PENELITIAN

Variabel Dependenn

Return Saham

Menurut Jogiyanto (2014) *return* saham dapat didefinisikan sebagai hasil yang akan diperoleh dari kegiatan investasi saham yang berupa *yield* (dalam bentuk dividen) dan *capital gain/loss*. *Return* saham dapat dihitung dengan rumus (Jo-

giyanto, 2014):

$$Ri.t = \frac{Pi.t - Pi.t-1}{Pi.t-1}$$

Keterangan :

Ri.t : *Return* Saham i pada waktu t

Pi.t : Harga Saham i pada periode t

Pi.t-1 : Harga Saham i pada periode t-1

Variabel Independen

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain. Pengukuran variabel kepemilikan institusional dan kepemilikan oleh blockholder dibagi dengan jumlah keseluruhan saham yang beredar dikalikan 100%.

$$INST = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Murwaningsari, 2012). Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh eksekutif/direktur pada akhir tahun, yang dihitung sebagai jumlah saham manajemen dibagi total saham yang beredar dikalikan 100%.

$$INST = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Variabel Intervening

Financial Distress (Altman Z-Score)

Variabel intervening atau mediasi dalam penelitian ini adalah *financial distress* dengan menggunakan model Altman Z-Score modifikasi 1995 yang dihitung dengan rumus:

$$Z = 6.56X1 + 3.26X2 + 6.72X3 + 1.05X4$$

Keterangan:

Z = *financial distress*

X1 = *working capital/total asset*

X2 = *retained earnings / total asset*

X3 = *earning before interest and taxes/total asset*

X4 = *book value of equity/total liabilities*

METODE PENGUMPULAN DAN ANALISIS DATA

Metode pengumpulan yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan

metode riset kepustakaan dan dokumentasi. Metode analisis yang digunakan adalah analisis deskriptif, uji asumsi klasik, uji *goodness of fit*, analisis jalur dan Uji *sobel test* dengan menggunakan *ewviews 9*. Setelah melakukan analisis deskriptif, model akan diuji asumsi klasik secara bertahap mulai dari normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Setelah semua uji asumsi klasik terpenuhi, maka dilanjutkan dengan uji *goodness of fit*.

Pengujian Hipotesis menggunakan analisis jalur (*path analysis*) untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan *financial distress* yang diperaksikan dengan model Altman *Z-Score* dan *return* saham secara langsung. Selanjutnya untuk mengetahui pengaruh *financial distress* terhadap *return* saham. Kemudian yang terakhir untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial terhadap *return* saham melalui *financial distress*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sebelum melakukan pengujian hipotesis, dilakukan pengujian asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik dilakukan 2 kali, pertama, *financial distress* sebagai variabel Y_1 . Kedua, *return* saham sebagai Y_2 .

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Penelitian ini menggunakan uji *Histogram-Normality Test* dalam melakukan uji normalitas. Dengan melihat nilai probability yang dibandingkan dengan significance level 5%. Apabila nilai probability > 0.05 maka dapat di-*asumsikan* residual terdistribusi normal terpenuhi, sebaliknya apabila nilai probability < 0.05 dapat *diasumsikan* residual tidak terdistribusi normal (Ghozali & Ratmono, 2013).

Ada dua hasil uji *Histogram-Normality Test* untuk dua persamaan regresi. Hasil Uji model 1 menunjukkan bahwa nilai *Jarque-Bera* sebesar 1.327458 dan nilai Probabilitas sebesar 0.514928. Nilai probabilitas menunjukkan lebih dari 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa residual terdistribusi normal. Hasil Uji model 2 menunjukkan nilai *Jarque-Bera* sebesar 1.28495 dengan nilai probabilitas sebesar 0.524795, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi *diasumsikan* residual terdistribusi normal terpenuhi, karena nilai probabilitas lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05.

Uji Multikolinieritas

Ada atau tidaknya multikolinearitas di dalam model regresi dapat diketahui dengan melihat nilai korelasi antar variabel independen. Hasil uji multikolinieritas pada penelitian ini menunjukkan bahwa nilai korelasi antara variabel kepemilikan institusional dengan kepemilikan manajerial sebesar -0.380111. kepemilikan institusional dengan *financial distress* sebesar 0.193806. serta kepemilikan manajerial dengan *financial distress* sebesar -0.038264. Hasil uji matrik korelasi antar variabel menunjukkan bahwa nilai korelasi variabel independen kurang dari 0.80, maka tidak terjadi multikolinieritas.

Uji Heterokedastisitas

Penelitian ini menggunakan uji statistik *Glejser* dengan ketentuan signifikansi level 5%, apabila nilai probability $> \text{significance level } 5\%$ maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terindikasi adanya heteroskedastisitas. Terdapat 2 hasil Uji *Glejser* untuk persamaan dua regresi, yaitu:

Hasil Uji *Glejser* 1 menunjukkan nilai probabilitas setiap variabel indepeden lebih besar dari significance level 5% yaitu kepemilikan institusional sebesar 0.3697, kepemilikan manajerial sebesar 0.9248, dan *financial distress* sebesar 0.3301. Hasil Uji *Glejser* 2 menunjukkan nilai probabilitas setiap variabel indepeden lebih besar dari significance level 5% yaitu kepemilikan institusional sebesar 0.1660 dan kepemilikan manajerial sebesar 0.4000.

Hal tersebut menunjukkan bahwa setiap model regresi dalam penelitian ini terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Ada atau tidaknya autokorelasi dapat diketahui dengan melakukan pengujian terhadap nilai *Durbin-Watson* (DW) yang akan dibandingkan dengan nilai pada tabel DW dengan nilai significance level 5%, dengan ketentuan apabila $d_U < DW < 4-d_U$ maka tidak terjadi autokorelasi pada model regresi tersebut (Ghozali, 2016). Terdapat 2 hasil Uji untuk persamaan dua regresi, yaitu:

Hasil persamaan 1 menunjukkan nilai *Durbin-Watson* sebesar 1.929947, d_L sebesar 1.78970 dan d_U sebesar 2.18154. Berdasarkan nilai tersebut kemudian dapat diketahui bahwa $4-d_U = 2.18154$. Berdasarkan ketentuan ($1.81846 < 1.929947 < 2.18154$), nilai *Durbin-Watson* terletak di antara d_U dan $4-d_U$ maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi

Hasil persamaan 2 menunjukkan nilai *Durbin-Watson* sebesar 0.839271, dL sebesar 1.79690, dU sebesar 1.81123. diketahui 4-dU, berdasarkan ketentuan ($1.81846 < 1.929947 < 2.18154$), nilai *Durbin-Watson* lebih kecil dari nilai dU maka dapat disimpulkan bahwa model regresi terdapat autokorelasi. Untuk mengatasi masalah autokorelasi yaitu dengan metode *cochrane-oreutt*. Setelah dilakukan oleh uji *cochrane-oreutt* multikolinieritas dapat teratasi dengan bukti nilai *Durbin-Watson* 1.938671. Berdasarkan ketentuan ($1.81123 < 1.938671 < 2.18877$), maka autokorelasi terobati.

Uji Goodness of Fit Suatu Model

Koefisien Determinasi (R^2) dan *Adjusted R²*

Model persamaan 1 menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0.346230 mempunyai arti variabel dependen (*financial distress*) dapat dijelaskan model regresi sebesar 34.62 % dan sisanya sebesar 65.38 % dijelaskan oleh faktor lain di luar model yang digunakan.

Model persamaan 2 menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0.028548 mempunyai arti variabel dependen (*return saham*) dapat dijelaskan model regresi sebesar 2.85 % dan sisanya sebesar 97.15 % dijelaskan oleh faktor lain di luar model yang digunakan.

Uji Hipotesis

Tabel 3. Analisis Regresi X_1 , X_2 terhadap Y_1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-.648204	.451804	-1.434701	.1525
KINST	2.233270	.573902	3.891376	.0001
KMAN	1.177175	1.065138	1.105186	.2700
SIGMASQ	5.065759	.359021	14.10992	.0000
R-squared	.355537	Mean dependent var		.473670
Adjusted R-squared	.346230	S.D. dependent var		2.808630
S.E. of regression	2.270947	Akaike info criterion		4.497308
Sum squared resid	1428.544	Schwarz criterion		4.561880
F-statistic	38.20376	<i>Durbin-Watson</i> stat		1.938671
Dependent Variable: ALTMAN				

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap *Financial Distress*

Hasil analisis regresi pada penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap *financial distress* yang ditunjukkan pada tabel 3 nilai probabilitas t hitung dari kepemilikan institusional sebesar 0.0001 yang lebih kecil diandingkan dengan signifikansi α

Uji Statistik F

Tabel 1. Ringkasan *F-Statistic* dan Prob. (*F-Statistic*)
Model 1

<i>F-Statistic</i>	5.665223
Prob. (<i>F-Statistic</i>)	0.003875

Pada tabel 10 di atas dapat dilihat nilai *F-Statistic* sebesar 5.665223 dengan probabilitas 0.003875. Nilai tersebut mempunyai arti bahwa probabilitas < significance level 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa koefisien regresi kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan *financial distress* tidak sama dengan 0 atau ketiga variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen, yaitu *return saham*.

Tabel 2. Ringkasan *F-Statistic* dan Prob. (*F-Statistic*)
Model 2

<i>F-Statistic</i>	3.752542
Prob. (<i>F-Statistic</i>)	0.011430

Pada Tabel 2 dapat dilihat nilai *F-Statistic* sebesar 3.752542 dengan probabilitas 0.011430, maka dapat disimpulkan kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *financial distress* secara simultan.

0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap *financial distress*, maka Ha1 diterima.

Pada penelitian ini perhitungan *financial distress* dihitung dengan menggunakan model Altman *Z-Score* sehingga apabila nilai *Z-Score* naik, maka kondisi perusahaan dalam keadaan

yang sehat atau *financial distress* turun. Jadi, jika kepemilikan institusional meningkat, maka nilai Altman Z-Score juga meningkat (*financial distress* turun). Semakin besar kepemilikan institusional maka juga akan meningkatkan tingkat pengawasan terhadap kinerja manajemen secara optimal, sehingga investor institusi dapat membantu untuk menurunkan biaya keagenan yang dikeluarkan perusahaan yang berdampak pada kemungkinan perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan atau *financial distress* akan semakin kecil.

Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Nur (2007) Munthe (2008), Tri wahyuningtyas dan Muhamam (2012) menge-mukakan bahwa *institutional ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress*. Secara teoritis, hasil ini sesuai dengan apa yang dikemukakan oleh Masdupi (2005) bahwa kepemilikan institusional merupakan salah satu cara untuk mengatasi masalah keagenan. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajer sehingga mengurangi perilaku oportunistik manajer. Semakin besar kepemilikan oleh investor institusi maka kemungkinan perusahaan dalam kondisi tidak sehat semakin kecil.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan dari hasil analisis regresi tabel 3 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Pengujian Hipotesis menunjukkan nilai signifikansi sebesar nilai probabilitas sebesar 0.27 yang lebih besar dari α 0.05, maka H02 diterima.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wardhani (2007), Bodroastuti (2009) Ayuningtyas (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan insider tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress*. Hal tersebut dikarenakan persentase kepemilikan saham oleh insider secara umum proporsi kepemilikannya dalam jumlah yang kecil baik pada perusahaan yang *delisted* maupun perusahaan *non-delisted*. Menurut Wardhani (2007) dikatakan bahwa komitmen dari pemilik tidak mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan, kondisi keuangan perusahaan bisa saja ditentukan oleh faktor lain seperti keputusan yang diambil oleh direksi ataupun komisaris. Namun, hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976). Jensen dan Meckling (1976) mengasumsikan kepemilikan manajerial dapat mengurangi biaya agensi. Karena dengan adanya investor manajemen dapat membantu untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Selain menjadi manajer, investor manajerial juga berperan sebagai pemilik perusahaan, sehingga manajer akan bertanggungjawab terhadap kelangsungan perusahaan dan akan menjalankan perusahaan dengan baik.

Menurut Shleifer dan Vishny (1997) dan Morck dkk. (1988) manajer atau pemegang saham yang sifatnya mengendalikan perusahaan dapat melakukan tindakan-tindakan yang memaksimalkan kepentingan pribadi namun mengarah pada kebijakan perusahaan, contohnya dengan memberikan gaji yang berlebih kepada diri sendiri atau menjadikan pihak keluarga dalam posisi manajerial dibandingkan calon karyawan lain yang lebih mumpuni.

Tabel 4. Analisis Regresi X1, X2, dan X3 terhadap Y2

Variable	Dependent Variable: <i>RETURN</i>			
	Method: Least Squares			
C	-.149093	.044930	-3.318380	.0010
KINST	.142457	.075930	1.876170	.0617
KMAN	.411914	.129400	3.183257	.0016
ALTMAN	.003161	.006328	.499511	.6178
R-squared	.038919	Mean dependent var		-.042872
Adjusted R-squared	.028548	S.D. dependent var		.296325
S.E. of regression	.292065	Akaike info criterion		.390399
Sum squared resid	23.71388	Schwarz criterion		.442058
Log likelihood	-51.04629	Hannan-Quinn criter.		.411115
F-statistic	3.752542	Durbin-Watson stat		1.929947
Prob(F-statistic)	.011430			

Pengaruh *Financial Distress* terhadap *Return Saham*

Berdasarkan tabel 4 dapat diketahui nilai t hitung sebesar 0.6178 yang lebih besar jika dibandingkan dengan nilai α 0.05 maka variabel *financial distress* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil ini menolak Hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa *financial distress* berpengaruh terhadap *return* saham (H03 diterima).

Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Utama dan Lumodang (2009) dimana semakin perusahaan berisiko tinggi maka imbal hasil saham akan tinggi pula. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Opler dan Titman (1994), Asquith, Gertner, dan Shafstein (1994) Dichev (1998) yang menunjukkan bahwa *bankruptcy risk* tidak dikompensasi dengan imbal hasil yang tinggi. Penelitian yang dilakukan Dichev (1998) dari rentang waktu 1981 sampai dengan 1995 menyimpulkan bahwa perusahaan dengan risiko kepailitan yang tinggi memberikan imbal hasil rendah sejak tahun 1980. Dichev (1998) berargumentasi bahwa pasar tidak menyeraf informasi *financial distressed* perusahaan sehingga *systematic risk* perusahaan rendah dan pada akhirnya memberikan subsequent *return* yang rendah pula.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap *Return Saham*

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *return* saham. Namun, hasil uji regresi menunjukkan hasil yang berbeda, pengujian Hipotesis menunjukkan nilai probabilitas t hitung sebesar 0.0617 yang lebih besar jika dibandingkan dengan tingkat signifikansi α 0.05 sehingga kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *return* saham dan menolak Hipotesis empat (H04 diterima).

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Islamiya (2016). Menurut Islamiya (2016) adanya kepemilikan institusional oleh perusahaan-perusahaan investasi sebenarnya akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal pada kinerja perusahaan. Namun, apabila investor institusi tidak puas dengan kinerja yang dilakukan oleh manajer, maka mereka tidak segan untuk menjual sahamnya ke pasar. Hasil yang tidak signifikan ini disebabkan karena proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari seratus persen sehingga manajer cenderung ber-tindak untuk mengejar kepentingannya sendiri,

dan bukan memaksimalkan nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional juga hanya berfokus pada laba saat ini, sehingga jika laba saat ini tidak memberikan keuntungan yang baik oleh pihak institusional maka pihak institusional akan menarik sahamnya dari perusahaan dan mengakibatkan penurunan harga saham.

Nuraeni (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap harga saham. Selain itu Wahyudi dan Pawestri (2005) menemukan bahwa meskipun kepemilikan institusional tinggi namun tidak berpengaruh terhadap nilai saham perusahaan. Menurut Pound (2009) investor institusional mayoritas memiliki kecenderungan untuk ber-kompromi atau berpihak kepada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Anggapan bahwa manajemen sering mengambil tindakan atau kebijakan yang non-optimal dan cenderung mengarah pada kepentingan pribadi mengakibatkan strategi aliansi antara investor institusional dengan pihak manajemen ditanggapi negatif oleh pasar, dengan begitu tentunya akan berdampak pada penurunan harga saham yang akan mengakibatkan *return* saham juga akan menurun.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Return Saham*

Hasil uji Hipotesis penelitian ini memiliki nilai probabilitas t hitung sebesar 0.0016 yang lebih kecil dari α 0.05 sehingga variabel kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil ini sesuai dengan Hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *return* saham, maka Ha5 diterima.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Murwaningsari (2012), Othman dkk. (2010), Islamiya (2016), Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam suatu perusahaan maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri. Murwaningsari (2012) perilaku oportunistik manajemen yang meningkatkan jumlah akrual diskresioner menyebabkan laba yang dilaporkan meningkat. Pada pasar yang efisien peningkatan jumlah laba akan direaksi positif oleh pasar sehingga harga pasar saham perusahaan-perusahaan target akan naik, yang pada akhirnya meningkatkan jumlah *return* yang diperoleh oleh para pemegang saham perusahaan target.

**Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap
Return Saham melalui *Financial Distress***

Tabel 5. Analisis Jalur Model 1

Variabel	PL	Sig.
X terhadap Y_1	2.233270	Ya
Y_1 terhadap Y_2	.03161	Tidak
Variabel	PTL	Sign
X terhadap Y_2	.007059	Tidak
Total =	2.240329	

Berdasarkan tabel 5, dapat dilihat pengaruh mediasi sebesar 0.007059. Signifikan atau tidaknya pengaruh tersebut dapat diketahui dengan melakukan uji sobel sebagai berikut:

$$SP2SP3 = \sqrt{p_3^2 Sp_2^2 + p_2^2 Sp_3^2 + Sp_2^2 Sp_3^2}$$

$$SP2SP3 = \sqrt{0.000329 + 0.000199 + 0.0000132}$$

$$SP2SP3 = \sqrt{0.000542003}$$

$$SP2SP3 = 0.02328097$$

$$\text{Maka, nilai t hitung} = \frac{p_2 \times p_3}{Sp_2 p_3} = \frac{2.23327 \times 0.03161}{0.02328097} = 3.032248$$

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa Hipotesis 6 yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *return* saham melalui *financial distress* sebagai variabel intervening diterima. Hal ini menjelaskan bahwa jika semakin tinggi kepemilikan institusional pada suatu perusahaan maka akan manfaatkan Altman *Z-Score* (menurunkan *financial distress*) dan meningkatkan *return* saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa total pengaruh koefisien jalur tidak langsung kepemilikan institusional terhadap *return* saham melalui *financial distress* (Altman) lebih besar dari pada koefisien pengaruh langsung kepemilikan institusional terhadap *return* saham (0.149516 > 0.142457). Setelah diuji menggunakan *Sobel test*, dapat dilihat bahwa t hitung sebesar 3.032248 sedangkan t tabel dengan signifikansi 5% sebesar 1.9685. Berdasarkan perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa t hitung (3.032248) lebih kecil dari t tabel (1,9685), sehingga *financial distress* dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap *return* saham secara signifikan. Hasil ini diperkuat dengan *sobel test* yang diuji melalui <http://quantpsy.org/sobel/sobel.htm>.

Berdasarkan hasil output konfirmasi *sobel test*, dapat diketahui *p-value sobel test* sebesar 0.00214182, *Aroian test* sebesar 0.0024274 dan *goodman test* sebesar 0.00187823. *p-value* menunjukkan nilai yang lebih kecil dibandingkan α 0.05 maka *financial distress* dapat memediasi hubungan antara kepemilikan institusional dengan *return* saham. Hasil ini sesuai dengan hasil uji *sobel test* yang dihitung secara manual yang menerima Hipotesis 6. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ewanto dkk. (2014) yang menyatakan bahwa kepemilikan berpengaruh positif terhadap *earning management* setelah melalui *financial distress* sebagai variabel mediasi.

Adanya investor institusi akan meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajer. Selain itu, investor institusi juga akan mengarahkan manajer agar bekerja dengan profesional dan optimal dalam menentukan kebijakan yang mengarah pada profitabilitas perusahaan, sehingga manajer akan termotivasi untuk melakukan perbaikan dan peningkatan kinerja. Kinerja keuangan yang baik dapat meminimalkan peluang terjadinya kesulitan keuangan atau *financial distress* pada suatu perusahaan serta dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan.

**Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap
Return Saham melalui *Financial Distress***

Tabel 6. Analisis Jalur Model 2

Variabel	PL	Sig.
X_2 terhadap Y_1	1.177175	Ya
Y_1 terhadap Y_2	.03161	Tidak
Variabel	PTL	Sign
X terhadap Y_2	.003721	Tidak
Total =	1.181555	

Berdasarkan tabel 5, dapat dilihat pengaruh mediasi sebesar 0.007059. Signifikan atau tidaknya pengaruh tersebut dapat diketahui dengan melakukan uji sobel sebagai berikut:

$$SP2SP3 = \sqrt{p_3^2 Sp_2^2 + p_2^2 Sp_3^2 + Sp_2^2 Sp_3^2}$$

$$SP2SP3 = \sqrt{0.001133 + 0.000054 + 0.000045}$$

$$SP2SP3 = \sqrt{0.001234523}$$

$$SP2SP3 = 0.035135774$$

Hasil uji Hipotesis menunjukkan bahwa Hipotesis 7 yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *return* saham melalui *financial distress* sebagai variabel intervening ditolak. Hal ini dapat dilihat dari hasil analisis regresi pengaruh langsung dari kepemilikan manajerial terhadap *return* saham sebesar 0.411914 atau 41% lebih kecil jika dibandingkan dengan total pengaruh tidak langsung kepemilikan manajerial terhadap *return* saham melalui *financial distress* yaitu sebesar 0.449124 atau 4.99%. Hasil uji yang dihitung secara manual menunjukkan t hitung sebesar 1.059045 lebih kecil jika dibandingkan dengan t tabel 1.9685, sehingga kepemilikan manajerial tidak dapat memediasi kepemilikan manajerial terhadap *return* saham. Uji *sobel test* yang dihitung dengan <http://quantpsy.org/sobel/sobel.htm> juga menemukan hasil yang sama.

Berdasarkan hasil *output*, dapat diketahui p-value *sobel test* sebesar 0.28054755, Aroian test sebesar 0.28957752 dan goodman test sebesar 0.27119533. p-value menunjukkan nilai yang lebih besar dibandingkan α 0.05 maka *financial distress* tidak dapat memediasi hubungan antara kepemilikan manajerial dengan *return* saham.

Hasil ini sesuai dengan hasil uji *sobel test* yang dihitung secara manual yang menerima Hipotesis 7. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Ewanto dkk. (2014) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap earning management setelah melalui *financial distress* sebagai variabel mediasi. Tidak signifikannya pengaruh mediasi dalam penelitian ini dikarenakan seorang manajer yang memiliki saham mempunyai kepentingan pribadi, yaitu *return* yang diperoleh dari kepemilikan sahamnya. Oleh sebab itu, manajer memiliki kesempatan untuk memanipulasi informasi laporan keuangan untuk keuntungan pribadi.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada penelitian ini, maka dapat ditarik kesimpulan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *financial distress*. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *return* saham. *Financial distress* tidak berpengaruh terhadap *return* saham. *Financial distress* memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap *return* saham. *Financial distress* tidak memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *return* saham.

Berdasarkan simpulan dan manfaat dalam penelitian ini, maka saran dalam penelitian ini adalah diharapkan bagi peneliti selanjutnya dapat menambahkan kepemilikan lain selain kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial serta menggunakan alat ukur yang berbeda untuk memprediksi kondisi *financial distress*. Bagi investor diharapkan untuk lebih teliti dan selektif dalam memutuskan investasi disuatu perusahaan. Penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *financial distress*, hal ini dapat menjadikan pertimbangan investor dalam melakukan investasi. Semakin besar kepemilikan institusional maka akan lebih meningkatkan pengawasan terhadap manajer. Sehingga akan meningkatkan kinerja keuangan dan meminimalisasi terjadinya kesulitan keuangan. Bagi manajer diharapkan untuk dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan sehingga loyalitas investor juga akan terjaga dan mampu untuk menarik investor baru serta dapat meningkatkan *return* saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Ajiwanto, A. W & Herawati, J. 2013. Pengaruh Good Corporate Governance terhadap *Return* Saham Perusahaan yang Terdaftar di Corporate Governance Perception Index dan Bursa Efek Indonesia Periode 2010–2012. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*. 2 (2).
- Anita, A & Yulianto, A. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*. 5 (1).
- Ardian, A & Khoiruddin, M. 2014. Pengaruh Analisis Kebangkrutan Model Altman terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur. *Management Analysis Journal*. 1 (3).
- Ayuningtyas. 2013. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Board Composition, dan Agency Cost terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmu Mangement*. 1 (1).
- Bodroastuti, T. 2009. Pengaruh Struktur Corporate Governance terhadap Financial distress. *Jurnal Ilmu Ekonomi ASET*. 11 (2).
- Altman, E. I. 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy. *The journal of finance*. 23 (4): 589-609.
- Ewanto, M & Haryeti. 2014. Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance, Financial Distress terhadap Earning Management dengan Variabel Financial Distress sebagai Mediasi. *Jurnal Online Mahasiswa*. 1 (1).
- Hadi, S. A. F & Andayani. 2015. Mekanisme Corporate Governance dan Kinerja Keuangan pada Perusahaan yang Mengalami Financial Distress. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 3 (5).
- Hapsari, E. I. 2012. Kekuatan Rasio Keuangan dalam

- Memprediki Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur di BEI. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 3 (2): 101-109.
- Hastuti, I. 2014. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Karakteristik Perusahaan terhadap Kemungkinan Kesulitan Keuangan (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2012). *Thesis*. Surakarta: Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Hendrianto. 2012. Tingkat Kesulitan Keuangan Perusahaan dan Konservatisme Akuntansi di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*. 1 (3).
- Irwanto, A & Kusumaningtias, R. 2013. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Financial distress. *Jurnal Akuntansi Unesa*. 2 (1).
- Islamiya, M. K. O & Lailatul A. 2017. Pengaruh Kinerja Keuangan dan Struktur Kepemilikan terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 5 (8).
- Jensen, M. C & Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of financial economics*. 3 (4): 305-360.
- Jogiyanto. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kelima. Yogyakarta: BPFE.
- Liana, D & Sutrisno. 2014. Analisis Rasio Keuangan untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Studi Manajemen dan Bisnis*. 1 (2): 52-62.
- Maftukhah, I. 2013. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kinerja Keuangan sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 4 (1): 69-81.
- Malik, U. S., Aftab, M & Noreen, U. 2013. Distress Risk and Stock Returns in an Emerging Market. *Research Journal of Finance and Accounting*. 4 (17): 81-85.
- Masdipi, E. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. 20 (1): 57-69.
- Mayangsari, L. P & Andayani. 2016. Pengaruh Good Corporate Governance dan Kinerja Keuangan terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 4 (4).
- Morck, R., Shleifer, A & Robert W. V. 1988. Management Ownership and Market Valuation. *Journal of Financial Economics*. 20: 293-315.
- Murwaningsari, E. 2012. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Return Saham. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*. 12 (1): 45-60.
- Novian, R. W., Eris D. W & Nanang P. 2016. Analisis Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dewan Komite Audit, dan Profitabilitas terhadap Return Saham pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*. 4 (2).
- Nuraeni, D. 2010. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia). *Thesis*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Nurcahyono & Sudharma, K. 2014. Analisis Rasio Keuangan untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress. *Management Analysis Journal*. 1 (3).
- Othman, Rohana, Roshayani A., Cik S. A & Nur A. A. H. (2010). The Impact of Ownership Structure on Stock Returns. *International Conference on Science and Social Research (CSSR 2010)*. 217-221.
- Purnomo, P. 2014. Analisis Pengaruh Tingkat Prediksi Financial Distress terhadap Imbal Hasil Saham pada Sektor Pertambangan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal OE*. 4 (3): 377-394.
- Rahayu, F., Suwendra, I. W & Yulianthini, N. N. 2016. Analisis Financial Distress dengan Menggunakan Metode Altman Z-Score, Springate, dan Zmijewski pada Perusahaan Telekomunikasi. *Jurnal Jurusan Manajemen*. 4 (1).
- Ririanty, O. R & Suwardi, B. H. 2015. Pengaruh Financial Distress dan Dividend Payout Ratio terhadap Perubahan Harga Saham. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 4 (5).
- Ross, W., Jordan & Roberts. 2003. *Fundamentals of Corporate Finance*. Sixth Edition. New York: McGraw-Hill.
- Shleifer, A & Vishny, R. W. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*. 52 (2): 737-783.
- Slovin, M. B & Sushka, M. E. 1993. Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence From the Death of Inside Blockholders. *The Journal of Finance*. 48 (4): 1293-1321.
- Sudiyatno, B & Suharmanto, T. 2011. Kinerja Keuangan, Economic Value Added, dan Return Saham. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 2 (2): 153-161.
- Triwahyuningtias, M & Muhamram, H. 2012. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Dewan, Komisaris Independen, Likuiditas dan Leverage terhadap Terjadinya Kondisi Financial Distress (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2008-2010). *Thesis*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Wahyudi, U & Pawestri, P. H. 2005. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi IX*. Padang.
- Wardhani, R. 2007. Mekanismen Corporate Governance dalam Perusahaan yang Mengalami Permasalahan Keuangan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. 4 (1): 95-114.
- Wiranata, Y. A & Nugrahanti, Y. W. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 15 (1): 15-26.