

Hubungan Dewan Komisaris Kepemilikan Institusi dan Ukuran Perusahaan dengan Financial Distress Perusahaan Farmasi

Fazar Nursyamsa¹, Muhammad Amin Kadafi², Nita Priska Ambarita³

^{1,2,3} Universitas Mulawarman

E-mail: fazar280703@gmail.com

Article Info

Article history:

Received April 12, 2026

Revised April 18, 2026

Accepted April 23, 2026

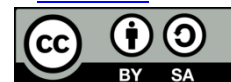
Keywords:

Board Size, Institutional Ownership, Firm Size, Financial Distress

ABSTRACT

This study aims to analyze the causal relationship between corporate governance mechanisms (Board of Commissioners and Institutional Ownership) and Firm Size regarding financial distress conditions in pharmaceutical companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2020–2024. Using a quantitative approach with the Granger Causality Test and the Panel Vector Error Correction Model (PVECM), this research examines panel data from 21 firm-year observations selected via purposive sampling. The results of the ADF stationarity test and the AIC optimal lag criteria reveal that the Board of Commissioners and Institutional Ownership do not have a significant causal relationship either unidirectional or bidirectional with financial distress, indicating that oversight functions and external control mechanisms have not been optimal in predicting financial difficulties. However, a significant unidirectional causal relationship was found from financial distress to Firm Size, suggesting that financial pressure temporally impacts future reductions in operational scale or corporate assets rather than vice versa. These findings underscore that within the pharmaceutical industry during the observation period, financial distress acts more as a determinant affecting firm characteristics rather than a consequence of governance structures.

This is an open access article under the [CC BY-SA](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/) license.



Article Info

Article history:

Received April 12, 2026

Revised April 18, 2026

Accepted April 23, 2026

Keywords:

Dewan Komisaris, Kepemilikan Institusi, Ukuran Perusahaan, Kesulitan Keuangan

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan kausalitas antara mekanisme tata kelola perusahaan (Dewan Komisaris dan Kepemilikan Institusional) serta Ukuran Perusahaan terhadap kondisi *financial distress* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode Uji Kausalitas Granger dan *Panel Vector Error Correction Model* (PVECM), penelitian ini menguji data panel dari 21 observasi tahun-perusahaan yang dipilih melalui *purposive sampling*. Hasil pengujian stasioneritas ADF dan kriteria *lag* optimal AIC menunjukkan bahwa Dewan Komisaris dan Kepemilikan Institusional tidak memiliki hubungan kausalitas baik satu arah maupun dua arah terhadap *financial distress*, yang mengindikasikan belum optimalnya fungsi pengawasan dan kontrol eksternal dalam memprediksi kesulitan keuangan. Namun, ditemukan adanya hubungan kausalitas satu arah yang signifikan dari *financial distress* terhadap Ukuran Perusahaan, yang berarti tekanan keuangan secara temporal berdampak pada penurunan skala operasional atau aset perusahaan di masa mendatang, bukan sebaliknya. Temuan ini menegaskan bahwa dalam industri farmasi selama periode pengamatan, *financial distress* lebih berperan sebagai determinan yang memengaruhi karakteristik perusahaan dibandingkan sebagai konsekuensi dari struktur tata kelola.

This is an open access article under the [CC BY-SA](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/) license.



Corresponding Author:

Fazar Nursyamsa

Universitas Mulawarman

E-mail: fazar280703@gmail.com

Pendahuluan

Financial distress merupakan kondisi di mana perusahaan menghadapi tekanan keuangan yang signifikan hingga tidak mampu memenuhi kewajibannya secara tepat waktu, dan sering kali menjadi indikasi awal dari potensi kebangkrutan apabila tidak ditangani secara efektif. Kondisi ini dapat dimulai dari isu likuiditas yang bersifat sementara dan berlanjut hingga situasi pailit yang merupakan kondisi terburuk dari kesulitan keuangan, termasuk pembatalan atau pengurangan pembayaran dividen bagi pemegang saham (Widhiadnyana & Dwi Ratnadi, 2019). Dalam konteks industri farmasi di Indonesia, urgensi deteksi dini *financial distress* semakin tinggi mengingat industri ini mengalami dinamika keuangan yang sangat fluktuatif selama periode 2020–2024. Di satu sisi, industri farmasi mencatat pertumbuhan pesat selama pandemi Covid-19 akibat lonjakan permintaan obat-obatan dan alat kesehatan. Namun di sisi lain, pascapandemi industri farmasi dihadapkan pada tekanan berat berupa pelemahan nilai tukar rupiah, ketergantungan impor bahan baku yang mencapai 90 persen, serta penurunan daya beli masyarakat yang secara langsung berdampak pada kinerja keuangan perusahaan (Kurniadi, 2021; Baghai et al., 2021). Fluktuasi kondisi ini menjadikan sektor farmasi sebagai objek penelitian yang relevan dan strategis untuk dikaji dari sisi mekanisme tata kelola perusahaan yang memengaruhi kondisi kesulitan keuangan.

Dalam perspektif *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976), konflik kepentingan antara prinsipal dan agen berpotensi mendorong manajemen mengambil keputusan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham, yang pada akhirnya dapat memperburuk kondisi keuangan perusahaan (Panda & Leepsa, 2017). Mekanisme *corporate governance* hadir sebagai instrumen untuk memitigasi konflik tersebut, yang dalam penelitian ini diproksikan melalui tiga variabel utama. Pertama, Dewan Komisaris yang berfungsi sebagai pengawas kinerja dewan direksi dan diharapkan mampu mengurangi konflik keagenan serta asimetri informasi dalam perusahaan (Prabowo et al., 2020), meskipun ukuran komisaris yang terlalu besar dapat pula menimbulkan pemantauan yang buruk dan praktik *free riding* (Bufarwa et al., 2020; Kalbuana et al., 2022). Kedua, Kepemilikan Institusional yang berperan sebagai mekanisme kontrol eksternal, di mana semakin besar kepemilikan institusional diharapkan semakin efisien penggunaan aset perusahaan sehingga potensi kesulitan keuangan dapat diminimalkan (Alshabibi, 2021; Widhiadnyana & Dwi Ratnadi, 2019). Ketiga, Ukuran Perusahaan yang mencerminkan kapasitas perusahaan dalam menghadapi tekanan keuangan, di mana perusahaan besar diasumsikan memiliki banyak aset yang dapat dikonversi menjadi kas pada saat menghadapi *financial distress* (Rianti & Yadiati, 2018; Minchatul Maula et al., 2023). Namun demikian, berbagai penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang inkonsisten mengenai hubungan ketiga variabel tersebut dengan *financial distress*, sebagian menemukan hubungan yang signifikan sementara yang lain tidak, sehingga mendorong perlunya kajian yang lebih mendalam dengan pendekatan metodologis yang lebih tepat.

Kesenjangan empiris tersebut mendorong penelitian ini untuk menggunakan Uji Kausalitas Granger (*Granger Causality Test*) sebagai metode analisis utama, yang secara metodologis membedakannya dari mayoritas penelitian terdahulu yang hanya mengandalkan regresi linier berganda atau regresi logistik. Pendekatan regresi konvensional hanya mampu mengukur pengaruh searah dalam satu periode waktu tanpa menangkap apakah suatu variabel secara historis mendahului perubahan variabel lain secara temporal.

Uji kausalitas Granger *memungkinkan* peneliti mengidentifikasi hubungan sebab-akibat yang bersifat bidireksional, sehingga mampu menjawab pertanyaan yang lebih mendalam: apakah perubahan pada Dewan Komisaris, Kepemilikan Institusional, atau Ukuran Perusahaan secara temporal *mendahului* perubahan pada *financial distress*, ataukah justru sebaliknya. Pengujian dilakukan menggunakan software *Eviews 13* dengan terlebih dahulu melaksanakan Uji Stasioneritas melalui *Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test* dan penentuan panjang lag optimal sebelum uji kausalitas dijalankan. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024 dengan teknik *purposive sampling*, menghasilkan 21 observasi (*firm-year*) yang dipilih berdasarkan kelengkapan data dan kesinambungan publikasi laporan keuangan selama periode pengamatan.

Metode

Data yang di analisis ini merupakan data panel yaitu gabungan antara data time series selama periode 2020-2024 dan sampel data 2. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang di ambil dari website BEI (Bursa Efek Indonesia) yang dipublikasi.

Analisis data menggunakan metode kausalitas granger dengan bantuan software Eviews 13. Langkah-langkah analisis pertama yang dilakukan adalah visualisasi data time series untuk memperoleh statistic deskriptif dari masing-masing data yang diamati. Selanjutnya, uji stasioner data panel. Jika data belum stasioner, maka perlu dilakukan proses pembeda (*differencing*) hingga data stasioner. Setelah data dinyatakan sudah stasioner maka dilakukan uji lag optimum. Pemilihan lag optimum didasarkan pada kriteria AIC dengan memilih nilai terkecil.

Stabilitas data dalam penelitian ini juga diuji, di mana model PVAR/PVECM dinyatakan stabil apabila seluruh nilai roots memiliki modulus kurang dari satu. Selanjutnya, dilakukan uji kointegrasi menggunakan pendekatan Kao test untuk mengidentifikasi keberadaan hubungan jangka panjang antar variabel. Apabila hasil pengujian menunjukkan adanya kointegrasi, maka model yang digunakan adalah Panel Vector Error Correction Model (PVECM). Sebaliknya, jika tidak ditemukan hubungan kointegrasi, maka analisis dilanjutkan menggunakan Panel Vector Autoregression (PVAR).

Tahapan berikutnya adalah melakukan uji kausalitas Granger guna mengetahui arah hubungan sebab-akibat antar variabel yang diteliti. Setelah itu, model PVECM dibangun berdasarkan spesifikasi persamaan yang telah ditentukan. Penggunaan model PVECM bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel dalam jangka pendek maupun jangka panjang, sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai dinamika hubungan antar variabel dalam penelitian.

Hasil dan Pembahasan

Uji Stasioneritas

Uji Stasioner digunakan untuk mengetahui apakah data Dewan Komisaris, Kepemilikan Institusi, ukuran perusahaan dan *Financial distress* telah stasioner. Pengujian ini dilakukan untuk menghindari adanya hasil regresi langsung pada data yang tidak stasioner. Dalam *penelitian* ini uji stasioner menggunakan Augmented Dickey Fuller (ADF). masing-masing variabel. Berikut merupakan hasil uji stasioneritas yang di tunjukan pada Tabel 1.

Variabel	Statistik	Nilai Kritis 5%	<i>p- value</i>	Keterangan
FD	-5.175030	-2.889474	0.0000	Stasioner
DW	-3.739990	-2.889474	0.0048	Stasioner
KI	-4.8.52967	-2.889474	0.0001	Stasioner
UK	-5.413223	-2.889474	0.0000	Stasioner

Berdasarkan Tabel 1, menunjukan bahwa semua variable menunjukan sudah stasioner, hal ini dapat dilihat bahwa masing-masing variable *memiliki* nilai *p-value* lebih kecil dari *alpha* 0,05 dan nilai statistic lebih kecil dari nilai kritis 5%. Dapat disimpulkan bahwa semua data pada empat variable sudah stasioner.

Penentuan Lag Optimum

Untuk *Sebelum* melakukan pengujian kausalitas, terlebih dahulu harus ditentukan panjang lag yang optimal, karena hasil uji kausalitas sangat sensitif terhadap jumlah lag yang digunakan. Pada penelitian ini, penentuan lag optimal dilakukan berdasarkan nilai Akaike Information Criteria (AIC) yang terdapat bintang (*) pada Tabel 2.

Lag	AIC
0	0.800073
1	-1.002145*
2	-0.759515
3	-0.599266
4	-0.391911
5	-0.252440
6	-0.382737
7	-0.216828
8	-0.138940

Pada Tabel dapat dilihat bahwa dengan menggunakan kriteria AIC, diperoleh nilai AIC dari variable PM, IPM, dan TPT yang terkecil berada pada *lag* 1 yang ditunjukkan dengan tanda bintang (*). Sehingga model yang digunakan pada penelitian ini adalah PVECM (1).

Uji Kausalitas Granger

Uji kausalitas granger digunakan untuk mengetahui hubungan antara variable X dengan Y. Untuk mengidentifikasi jenis hubungan tersebut, dilihat dari nilai probabilitasnya, jika nilai probabilitasnya kurang dari tarif signifikan 5% maka dinyatakan bahwa kedua variable memiliki hubungan kausalitas. Berdasarkan Tabel_ menunjukkan bahwa hubungan antara Dewan Komisaris (DW), Kepemilikan Institusi (KI), dan Ukuran Perusahaan (UK) terhadap *Financial Distress* menunjukkan adanya hubungan kausalitas yang signifikan pada arah sebaliknya antara variable *financial distress* ke Ukuran Perusahaan dengan *p-value* kurang dari tarif signifikan 5%.

$H_0 : \alpha_i = 0$ (tidak terdapat hubungan antara variable)

$H_0 : \alpha_i \neq 0$ (terdapat hubungan antara variable)

Variabel	p-value		Kesimpulan
	Hubungan I(→)	Hubungan II(←)	
Dewan Komisaris ↔ Financial Distress	0.2555	0.5579	Tidak ada hubungan arah
Kepemilikan Institusi ↔ Financial Distress	0.9354	0.0939	Tidak ada hubungan arah
Ukuran Perusahaan ↔ Financial Distress	0.8269	0.0018	Hubungan satu arah

Berdasarkan Tabel 3 dapat di ketahui bahwa uji kausalitas grange adalah sebagai berikut:

1. Hubungan Dewan Komisaris terhadap Financial distress tidak memiliki hubungan kausalitas granger yang signifikan terhadap Financial distress. Nilai probabilitas yang lebih besar dari 0,05 menunjukkan bahwa perubahan dalam jumlah maupun efektivitas Dewan Komisaris tidak secara langsung memengaruhi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan pada perusahaan farmasi. Kondisi ini mengindikasikan bahwa peran pengawasan Dewan Komisaris belum optimal dalam mencegah risiko financial distress, dan efektivitasnya kemungkinan lebih dipengaruhi oleh faktor internal lain seperti manajemen operasional dan efisiensi aset perusahaan.
2. Hubungan Kepemilikan Institusional terhadap Financial distress tidak menunjukkan hubungan kausalitas granger terhadap Financial distress, baik secara satu arah maupun dua arah. Hal ini menggambarkan bahwa besarnya porsi kepemilikan institusional tidak serta merta menjadi faktor penentu kestabilan keuangan perusahaan. Dalam konteks tata kelola perusahaan, hasil ini menunjukkan bahwa peran investor institusional masih bersifat pasif

dan belum mampu menjadi mekanisme pengawasan yang efektif terhadap potensi kesulitan keuangan perusahaan farmasi.

3. Hubungan Ukuran Perusahaan terhadap Financial distress tidak berpengaruh signifikan terhadap Financial distress dalam arah $X_3 \rightarrow Y$. Namun, ditemukan adanya hubungan kausalitas satu arah dari Financial distress ke Ukuran Perusahaan ($Y \rightarrow X_3$). Hasil ini mengindikasikan bahwa ketika perusahaan mengalami tekanan keuangan, hal tersebut dapat berdampak pada penurunan ukuran perusahaan di masa mendatang, misalnya melalui pengurangan aset, efisiensi biaya, atau restrukturisasi kegiatan usaha. Dengan demikian, kondisi financial distress memiliki implikasi yang lebih kuat terhadap perubahan ukuran perusahaan dibandingkan sebaliknya.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil *analisis* yang dilakukan dengan menggunakan uji kausalitas Granger, penelitian ini menunjukkan bahwa secara umum variabel yang merepresentasikan tata kelola dan karakteristik perusahaan belum memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kondisi *financial distress* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024. Secara lebih rinci, variabel Dewan Komisaris dan Kepemilikan Institusional tidak memperlihatkan adanya hubungan kausalitas yang signifikan, baik secara satu arah maupun dua arah, sehingga keduanya belum dapat dijadikan sebagai indikator yang mampu memprediksi terjadinya kesulitan keuangan perusahaan. Di sisi lain, Ukuran Perusahaan juga tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap *financial distress* dalam arah langsung. Namun demikian, ditemukan adanya hubungan kausalitas satu arah dari *financial distress* terhadap Ukuran Perusahaan, yang mengindikasikan bahwa tekanan keuangan yang dialami perusahaan berpotensi memengaruhi penurunan skala operasional di masa mendatang. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini *financial distress* lebih berperan sebagai variabel yang memengaruhi perubahan karakteristik perusahaan, dibandingkan sebagai konsekuensi dari faktor tata kelola maupun ukuran perusahaan

Daftar Pustaka

- Hidayat, R., Fitri, R. A., & Hermina, D. (2025). Langkah Penelitian Manajemen Pendidikan: Penemuan Masalah, Telaah Pustaka, Persiapan Penelitian, Pengumpulan Data, Analisis Data Dan Penyimpulan/Pemaknaan, Dan Pelaporan & Evaluasi Penelitian. *Jurnal Riset Multidisiplin Edukasi*, 2(6), 509–523.
- Alshabibi, B. (2021). The Role of Institutional Investors in Improving Board of Director Attributes around the World. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4). <https://doi.org/10.3390/jrfm14040166>.
- Baghai, R. P., Silva, R. U. I. C., Thell, V., Vig, V., Agrawal, A., Giroud, X., Matsa, D., Philips, G., Schivardi, F., Servaes, H., Simintzi, E., Strieborny, M., Tate, G., & Zingales, L. (2021). *Talent in Distressed Firms : Investigating the Labor Costs of Financial Distress*. LXXVI(6), 2907–2961. <https://doi.org/10.1111/jofi.13077>
- Bufarwa, I. M., Elamer, A. A., Ntim, C. G., & AlHares, A. (2020). Gender diversity, corporate

- governance and financial risk disclosure in the UK. *International Journal of Law and Management*, 62(6), 521–538. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-10-2018-0245>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Corporate Governance: Values, Ethics and Leadership*, 77–132. <https://doi.org/10.4159/9780674274051-006>
- Kalbuana, N., Taqi, M., Uzliawati, L., & Ramdhani, D. (2022). The Effect of Profitability, Board Size, Woman on Boards, and Political Connection on Financial Distress Conditions. *Cogent Business and Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2142997>
- Kurniadi, A. (2021). Analisis Rasio Keuangan Untuk Memprediksi Financial Distress Perusahaan Manufaktur Di BEI. *Jurnal Ilmiah Manajemen Kesatuan*, 9(3), 495–508. <https://doi.org/10.37641/jimkes.v9i3.511>
- Minchatul Maula, M., Firdausi, M. I., & Badarudin, B. (2023). Pengaruh Return on Equity, Current Ratio dan Firm Size Terhadap Financial Distress Bank Syariah Non BUMN yang terdaftar di BEI periode 2015-2021. *JIEF Journal of Islamic Economics and Finance*, 3(2), 134–147. <https://doi.org/10.28918/jief.v3i2.1764>
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>
- Prabowo, B., Rochmatulaili, E., Rusdiyanto, & Sulistyowati, E. (2020). Corporate governance and its impact in company's stock price: case study. *Utopia y Praxis Latinoamericana*, 25(Extra10), 187–196. <https://doi.org/10.5281/zenodo.4155459>
- Rianti, I. P., & Yadiati, W. (2018). How financial distress influence by firm size. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 7(1), 149–153.
- Widhiadnyana, I. K., & Dwi Ratnadi, N. M. (2019). The impact of managerial ownership, institutional ownership, proportion of independent commissioner, and intellectual capital on financial distress. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 21(3), 351–360. <https://doi.org/10.14414/jebav.v21i3.1233>