

BAB I

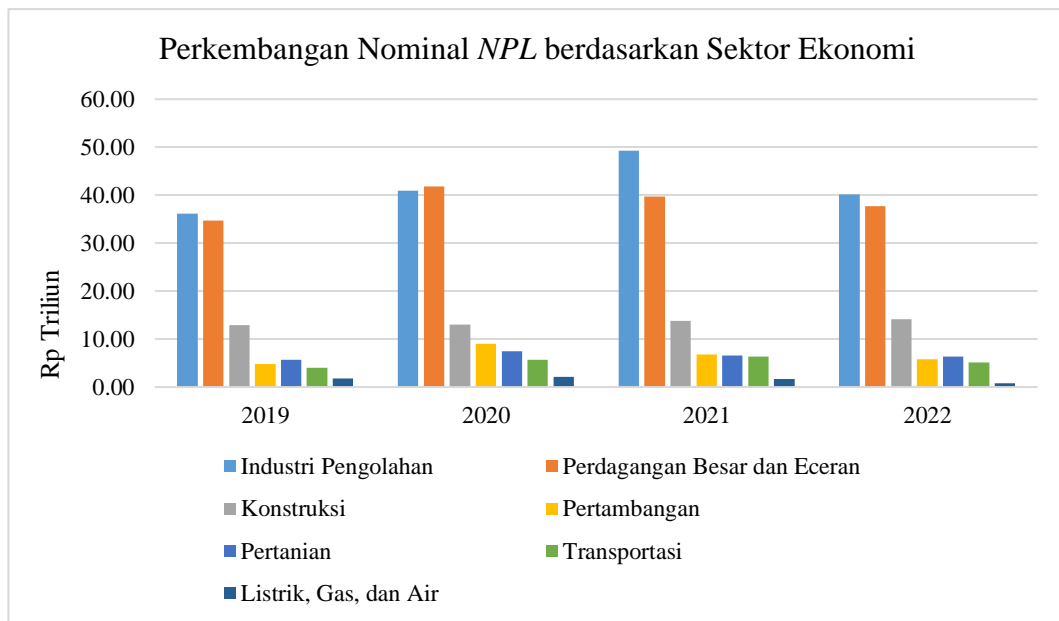
PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Terjadinya pandemi *covid-19* pada tahun 2020 memberikan dampak negatif bagi perekonomian nasional di Indonesia. Kebijakan pemerintah untuk menerapkan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) sebagai tindakan untuk mencegah penyebaran *covid-19* menyebabkan terhambatnya aktivitas perekonomian. Kebijakan PSBB membatasi kegiatan yang ada ditempat umum, dialihkannya kegiatan sekolah dan bekerja secara *online*, dan adanya pembatasan pada jumlah tenaga kerja di tempat kerja. Selain itu, negara-negara lain juga membatasi kegiatan impor untuk mencegah penyebaran *covid-19* secara luas. Hal-hal ini menyebabkan menurunnya permintaan barang dan jasa, sehingga berdampak pada penurunan pendapatan di hampir seluruh sektor.

Penurunan pendapatan tanpa adanya efisiensi beban dapat menyebabkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya menurun, sehingga perusahaan tidak mampu membayar utangnya kepada kreditur. Kondisi ini disebut sebagai kredit bermasalah atau *Non-Performing Loan (NPL)*. “*NPL* adalah kredit dengan kategori kurang lancar, diragukan, atau macet. *NPL* menggambarkan kondisi ketika debitur tidak dapat membayar angsuran yang sedang berlangsung secara tepat waktu” (PT Pefindo Biro Kredit, 2022). Berikut merupakan perkembangan nominal *NPL* berdasarkan sektor ekonomi tahun 2019-2022:

Gambar 1.1 Data Nominal *NPL* berdasarkan Sektor Ekonomi Tahun 2019-2022



Sumber: Laporan Profil Industri Perbankan (www.ojk.go.id/id/)

Gambar 1.1 menunjukkan bahwa sektor industri pengolahan (manufaktur) memiliki nominal *NPL* paling tinggi pada tahun 2019, 2021, dan 2022. Lalu, nominal *NPL* industri manufaktur mengalami peningkatan pada tahun 2019-2021 dan menurun di tahun 2022. Pada tahun 2020, yakni tahun pertama terjadinya pandemi *covid-19*, nominal *NPL* industri manufaktur mengalami peningkatan sebesar 13,01% dari tahun 2019.

Kemudian pada tahun 2021, yakni tahun puncak terjadinya pandemi *covid-19*, nominal *NPL* mengalami peningkatan sebesar 20,42% dari tahun 2020. Pada tahun 2022, nominal *NPL* mengalami penurunan sebesar 18,42% dari tahun 2021 seiring dengan membaiknya ekonomi akibat menurunnya kasus pandemi *covid-19*.

Kondisi nominal *NPL* yang tinggi pada industri manufaktur menandakan bahwa banyak perusahaan industri manufaktur yang tidak mampu untuk membayar utangnya dengan tepat waktu kepada kreditur. Ketidakmampuan dalam pemenuhan kewajiban ini merupakan salah satu indikasi dari kesulitan keuangan (*financial distress*) pada industri manufaktur.

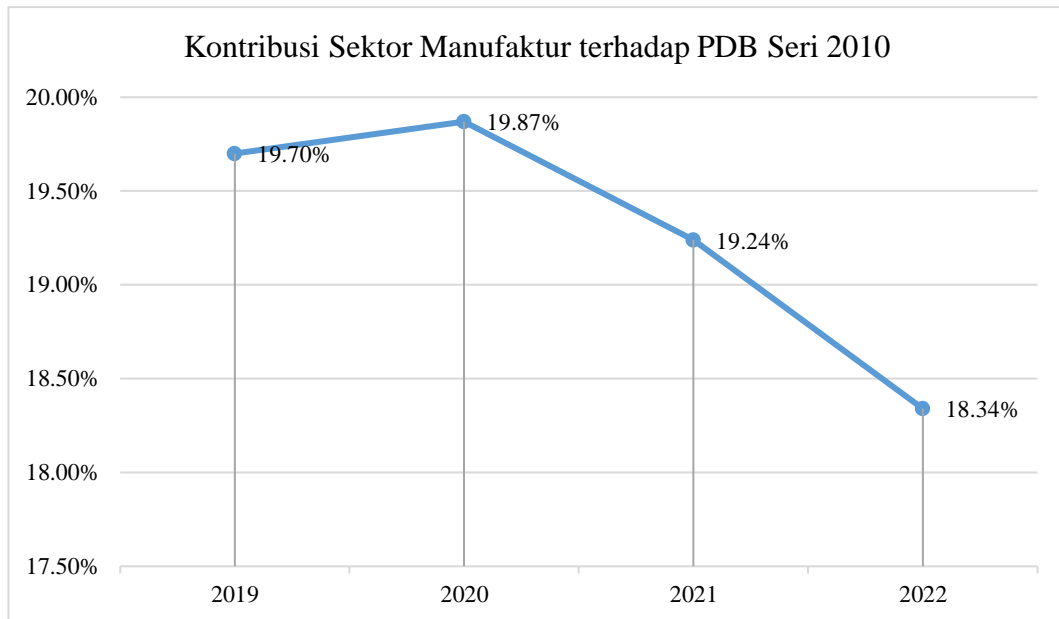
“*Financial distress* merupakan tahap penurunan kondisi keuangan yang terjadi sebelum terjadinya kebangkrutan ataupun likuidasi. Kondisi *financial distress* tergambar dari ketidakmampuan perusahaan atau tidak tersedianya suatu dana untuk membayar kewajibannya yang telah jatuh tempo, mengalami kerugian selama beberapa tahun, penghentian pembayaran dividen, adanya restrukturisasi keuangan, dan adanya Pemutusan Hubungan Kerja (PHK) massal” (Setyowati & Sari, 2019).

Industri manufaktur berperan penting dalam pertumbuhan ekonomi dan peningkatan ekspor Indonesia. Selain itu, industri manufaktur juga memiliki lapangan pekerjaan yang luas, sehingga dapat mempengaruhi tingkat pengangguran. Berdasarkan data dari Badan Pusat Statistik (BPS), daya serap tenaga kerja sektor industri manufaktur pada tahun 2022 sebesar 19.172.397 jiwa atau sebesar 10,04% dari jumlah masyarakat dalam usia produktif (15-64 tahun) pada tahun 2022, yakni sebesar 190.827.224 jiwa.

Sektor industri manufaktur berada pada posisi ketiga sektor dengan penyerapan tenaga kerja terbesar. Posisi pertama ditempati oleh sektor pertanian, kehutanan, dan perikanan dengan jumlah serapan tenaga kerja sebesar 38.703.996 jiwa atau sebesar 20,28%. Lalu, posisi kedua ditempati oleh sektor perdagangan besar dan eceran dengan jumlah serapan tenaga kerja sebesar 26.193.890 jiwa atau 13,72%.

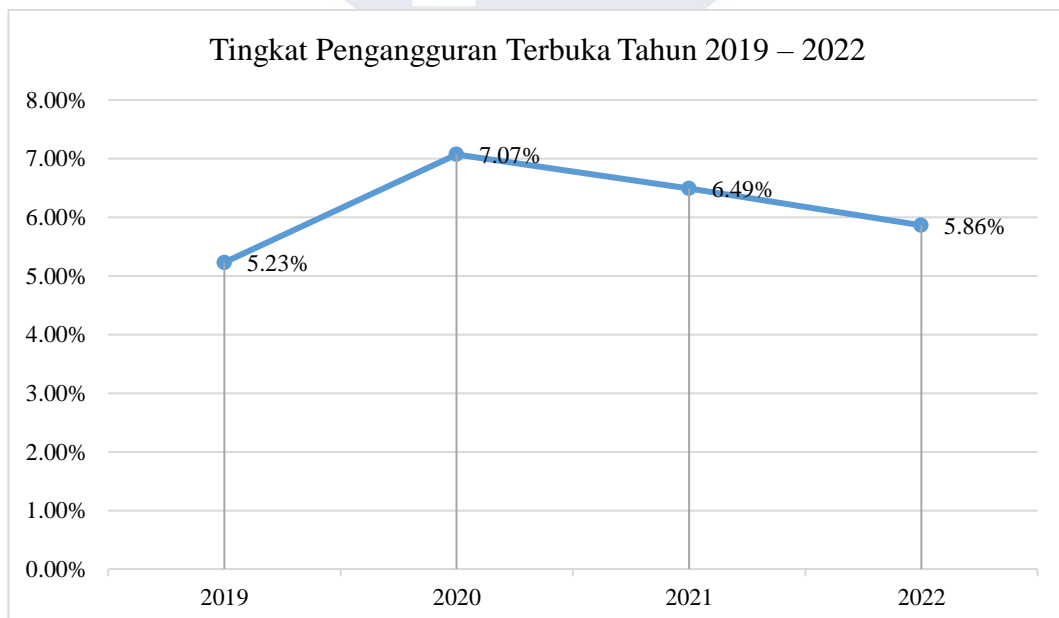
Apabila *financial distress* tidak terdeteksi sejak awal, maka perusahaan tidak dapat menyusun strategi untuk mengatasi kondisi *financial distress* yang terjadi, sehingga hal ini dapat meningkatkan potensi kebangkrutan dan *delisting* bagi perusahaan publik. Jika terjadi kebangkrutan pada perusahaan industri manufaktur, maka hal ini akan mempengaruhi pertumbuhan ekonomi Indonesia dengan menurunnya kontribusi industri manufaktur terhadap pertumbuhan ekonomi dan meningkatnya tingkat pengangguran akibat PHK dalam skala besar. Berikut merupakan data penurunan kontribusi industri manufaktur terhadap PDB dan tingkat pengangguran terbuka tahun 2019-2022.

Gambar 1.2 Data Kontribusi Sektor Manufaktur terhadap PDB Seri 2010 Tahun 2019-2022



Sumber: www.bps.go.id

Gambar 1.3 Data Tingkat Pengangguran Terbuka Tahun 2019-2022

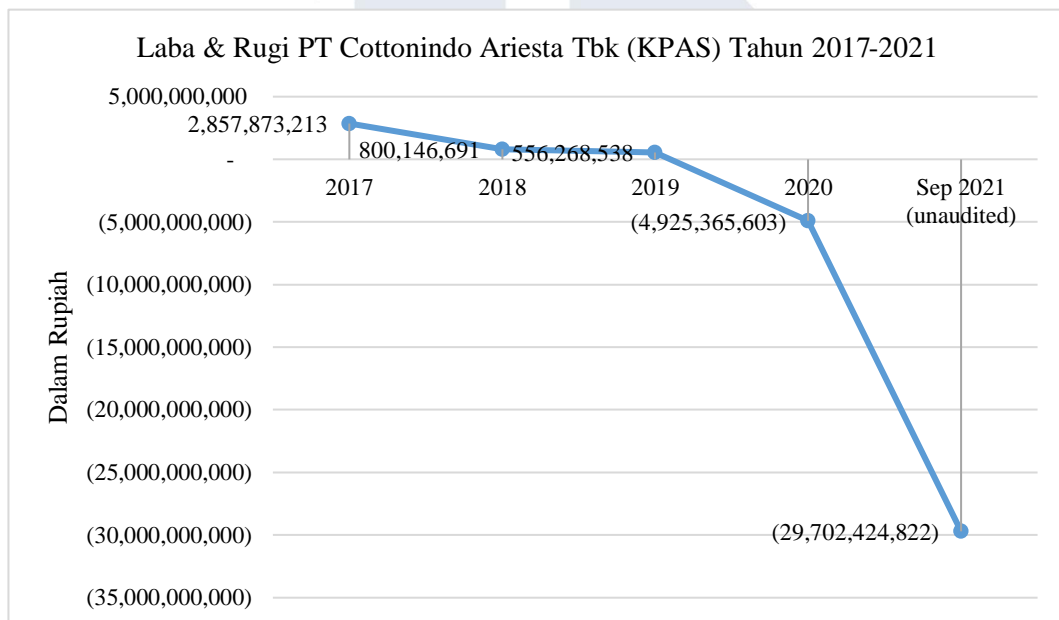


Sumber: www.bps.go.id

Salah satu contoh perusahaan sektor manufaktur yang terindikasi mengalami *financial distress* adalah PT Cottonindo Ariesta Tbk (KPAS). PT Cottonindo Ariesta Tbk merupakan contoh perusahaan yang mengalami *financial distress*

hingga berdampak pailit dan berpotensi *delisting* saham dari BEI. PT Cottonindo Ariesta Tbk (KPAS) merupakan perusahaan yang bergerak dibidang produksi produk berbahan dasar kapas murni untuk kosmetik, industri, dan kesehatan. Kondisi *financial distress* KPAS terindikasi melalui kerugian yang dialami oleh KPAS. Berikut merupakan data laba & rugi yang dialami KPAS pada tahun 2019-September 2021.

Gambar 1.4 Laba & Rugi PT Cottonindo Ariesta Tbk (KPAS) Tahun 2017-2021



Sumber: Laporan Keuangan PT Cottonindo Ariesta Tbk (KPAS) (<https://www.idx.co.id/id>)

Gambar 1.4 menunjukkan bahwa terjadi penurunan laba KPAS hingga mencatatkan kerugian sebesar 985,43% dari tahun 2019. Kemudian pada tahun 2021, kerugian ini meningkat sebesar 503,05% dari tahun sebelumnya. Besarnya kerugian yang di alami KPAS merupakan dampak dari pandemi *covid-19* yang menyebabkan penghentian sementara operasional produksi KPAS.

Namun, sebelum terjadinya pandemi *covid-19*, KPAS telah mengalami penurunan kinerja keuangan yang diindikasikan melalui penurunan laba. Pada tahun 2018, laba KPAS mengalami penurunan sebesar 72% dari tahun 2017, yakni dari laba senilai Rp2.857.873.213 di tahun 2017 menjadi Rp800.146.691 di tahun 2018. Kemudian, pada tahun 2019 laba KPAS mengalami penurunan sebesar 30,48% dari tahun 2018.

“Kontribusi penjualan produk kapas kesehatan dalam total penjualan PT Cottonindo Ariesta Tbk masih terbilang kecil, yakni di bawah 5%. Sementara itu, penjualan kapas kecantikan masih jauh lebih dominan dengan kontribusi hingga sekitar 98%” (Julian, 2019). Rendahnya kontribusi penjualan produk kapas kesehatan tersebut mendorong terjadinya kerugian pada KPAS.

Menurut Johan Kurniawan selaku *Corporate Secretary* KPAS, “pihaknya telah mengambil langkah-langkah strategis dengan membatasi kerja pada divisi produksi dalam dua bulan terakhir di lokasi kerja pabrik dan divisi marketing. KPAS juga membatasi operasionalnya sampai dengan skala terbatas.” (Suryahadi, 2021).

Penghentian sementara operasional produksi KPAS menyebabkan penurunan atau terbatasnya jumlah *output* produksi yang berdampak pada ketidakmampuan pemenuhan pesanan pelanggan, sehingga berefek pada penurunan pendapatan KPAS. Hal ini menyebabkan KPAS tidak mampu memenuhi kewajibannya kepada pihak eksternal dan internal dalam waktu dekat (Suryahadi, 2021).

“Pada Juli-Agustus 2021, hanya bagian keuangan dan sebagian operasional perusahaan saja yang beroperasi, sedangkan bagian pabrik sudah dinonaktifkan” (Suryahadi, 2021). Permasalahan atas kelangsungan usaha KPAS membuat bursa mengambil keputusan untuk melakukan penghentian sementara perdagangan saham PT Cottonindo Ariesta Tbk (KPAS). Tindakan suspensi ini telah dimulai sejak tanggal 24 Agustus 2021 dan BEI akan melakukan *delisting* jika suspensi telah berlangsung selama 24 bulan (Maghiszha, 2022).

“Pimpinan perusahaan telah dan terus mengupayakan mendapatkan tambahan dana segar untuk mengembalikan operasional pabrik secara bertahap dan mengambil langkah-langkah strategis untuk menjaga *going concern* perusahaan” (Suryahadi, 2021). Langkah yang dilakukan KPAS untuk memperoleh dana segar untuk perusahaannya berupa “penjualan aset milik perusahaan (yang tidak digunakan) dan menggandeng mitra strategis untuk memasukkan dana dalam waktu pendek untuk mengatasi persoalan keuangan perusahaan” (Suryahadi, 2021).

Pada Juni 2022, BEI menerbitkan pengumuman potensi *delisting* KPAS karena perdagangan saham KPAS telah disuspensi selama 9 bulan per tanggal 24 Mei 2022. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja operasional KPAS hingga Mei 2022 belum juga membaik. Kemudian pada awal tahun 2023, KPAS menerima gugatan PKPU dari pihak *supplier*, yakni PT Pulcra Chemicals dan PT Mitra Bara Abadi. Pada gugatan tersebut, “terdapat tagihan dari 60 kreditur dengan total tagihan sebesar Rp173 miliar” (Dwi, 2023).

Melalui voting yang dilaksanakan pada tanggal 13 Februari 2023, 34 kreditur yang hadir memilih KPAS untuk dipailitkan, sedangkan 26 kreditur lainnya tidak hadir (Dwi, 2023). Dengan demikian, pada tanggal 16 Februari 2023 Majelis Hakim Pengadilan Niaga Jakarta Pusat menyatakan bahwa PT Cottonindo Ariesta Tbk (KPAS) telah resmi pailit (Dwi, 2023).

“Direktur Utama Cottonindo Ariesta, Marting Djafar mengungkap alasan putusan pailit itu dijatuhkan karena perusahaan tidak bisa melanjutkan aktivitas perseroan akibat kurangnya modal usaha. Kurangnya modal usaha merupakan efek dari pandemi yang menyebabkan pihak kreditur pun sudah tidak bisa lagi memberikan dana tambahan dan upaya menggandeng investor masih belum mencapai titik keberhasilan” (Adventy, 2023).

Berdasarkan kasus yang terjadi pada PT Cottonindo Ariesta Tbk, perusahaan merupakan pihak yang paling penting untuk mengetahui faktor-faktor dari terjadinya *financial distress*, sehingga kondisi *financial distress* dapat terdeteksi sejak awal. Hal ini berguna bagi perusahaan untuk menentukan strategi yang efektif dalam mencegah kepailitan dan kebangkrutan. Selain itu, risiko ataupun efek dari *financial distress* dapat semakin kecil, sehingga tidak merugikan pihak-pihak lain, seperti kreditor dan investor.

Menurut Platt dan Platt (2002) dalam Fitri dan Syamwil (2020), “*financial distress* merupakan tahap penurunan kondisi keuangan yang ditandai dengan adanya penundaan pengiriman, kualitas produk yang menurun, kesulitan arus kas dan penundaan pembayaran tagihan dari bank”. Proksi yang digunakan untuk

mengukur *financial distress* pada penelitian ini adalah *Altman Z-Score*. Model *Altman Z-Score* mengalami beberapa revisi dan modifikasi dari model aslinya yang menggunakan lima rasio keuangan.

Penelitian ini menggunakan model modifikasi dari *Altman Z-Score (Z^{''})* pada tahun 1995 yang dikembangkan untuk semua perusahaan, baik perusahaan manufaktur ataupun non-manufaktur dan perusahaan *private* ataupun publik (Cindik & Armutlulu, 2021). “Altman memodifikasi modelnya agar bisa diterapkan pada semua perusahaan *go public* maupun *private* di negara berkembang, seperti perusahaan manufaktur, non-manufaktur, dan penerbit obligasi (keuangan)” (Ardiaprila et al., 2023). Model tersebut terdiri dari empat rasio keuangan, yakni ‘*working capital to total assets*’, ‘*retained earnings to total assets*’, ‘*EBIT to total assets*’, dan ‘*book value of equity to total liabilities*’ (Altman et al., 2019). Hasil perhitungan dari model *Altman Z-Score* akan menentukan zona kondisi keuangan perusahaan.

Berdasarkan model modifikasi *Altman Z-Score* tahun 1995 (*Z^{''}*), terdapat tiga *discrimination zones* atas hasil *Altman Z-Score*, yang pertama adalah *safe zone* dengan nilai *Z^{''}* di atas 2,60 yang menandakan bahwa perusahaan dalam keadaan sehat dan tidak mengalami *financial distress*; kedua adalah *grey zone* dengan *Z^{''}* senilai 1,10 – 2,60 yang menandakan adanya kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*, sehingga perusahaan yang berada pada zona ini perlu waspada; dan yang ketiga adalah *distress zone* dengan nilai *Z^{''}* di bawah 1,10 yang menandakan bahwa perusahaan mengalami *financial distress* (Cahyani & Indah, 2021). Dalam penelitian ini, ada 4 faktor yang diperkirakan dapat berpengaruh terhadap *financial distress*, yaitu likuiditas, *leverage*, kepemilikan institusional, dan *gender diversity of board*.

Likuiditas diperkirakan dapat mempengaruhi *financial distress*. “Rasio likuiditas merupakan rasio yang mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan untuk membayar kewajiban yang jatuh tempo dan untuk memenuhi kas yang tidak terduga” (Weygandt & Kimmel, 2022). Pada penelitian ini, likuiditas diprosikan

dengan *current ratio (CR)*. “*Current ratio* adalah ukuran yang banyak digunakan untuk mengevaluasi likuiditas perusahaan dan kemampuan membayar utang jangka pendek. Rasio ini dihitung dengan membagi *current assets* dengan *current liabilities*” (Weygandt & Kimmel, 2022).

Semakin rendah nilai *current ratio* menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendeknya dengan aset lancar semakin rendah. Hal ini menunjukkan bahwa nilai aset lancar perusahaan cukup rendah, sehingga berdampak pada hasil selisih aset lancar dengan kewajiban jangka pendek, yakni nilai *working capital* (modal kerja) yang juga semakin rendah. Nilai *working capital* yang rendah dapat mempengaruhi komponen X_1 , yakni ‘*working capital to total assets*’ yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* akan semakin rendah.

Working capital (modal kerja) berguna untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan, seperti pembelian bahan baku, pembayaran gaji, pemeliharaan atau perbaikan peralatan produksi dan biaya pemasaran, sehingga selain dapat langsung mempengaruhi komponen ‘*working capital to total assets*’, nilai *working capital* yang rendah dapat mengakibatkan pengelolaan operasional perusahaan tidak optimal.

Contohnya modal kerja yang rendah dapat menyebabkan biaya pemasaran dan iklan suatu produk menjadi lebih rendah. Hal ini dapat menyebabkan produk suatu perusahaan kurang dikenali atau bahkan tidak dikenali oleh masyarakat, sehingga potensi produk untuk terjual menjadi lebih rendah dan berefek pada penurunan pendapatan perusahaan.

Penjualan produk yang rendah juga dapat meningkatkan beban perusahaan karena terjadi penumpukan produk di gudang dalam waktu yang lama, sehingga biaya persediaan untuk menyimpan dan merawat persediaan (*storage cost*) semakin meningkat. Lalu, apabila produk tersebut tidak terjual hingga mengalami kerusakan atau kedaluwarsa dan tidak dapat dijual lagi, maka dapat menyebabkan kerugian bagi perusahaan.

Pendapatan perusahaan yang menurun diiringi dengan peningkatan beban dapat membuat laba perusahaan menjadi rendah. Laba perusahaan yang rendah dapat mempengaruhi komponen X_3 , yakni '*EBIT to total assets*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* akan semakin rendah. Semakin rendah laba perusahaan juga mengakibatkan saldo laba ditahan (*retained earnings*) perusahaan menjadi semakin rendah. Hal ini dapat mempengaruhi komponen X_2 , yakni '*retained earnings to total assets*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* juga akan semakin rendah.

Kemudian, nilai *retained earnings* yang rendah juga dapat mempengaruhi nilai *total equity* menjadi lebih rendah. Selain itu, rendahnya nilai *working capital* yang dapat dipengaruhi oleh nilai kewajiban jangka pendek yang tinggi dapat mempengaruhi nilai *total liabilities* menjadi lebih tinggi. Nilai *total equity* yang rendah diiringi dengan nilai *total liabilities* yang tinggi dapat mempengaruhi komponen X_4 , yakni '*book value of equity to total liabilities*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* menjadi semakin rendah.

Nilai *Z-Score* yang semakin rendah menandakan bahwa semakin tinggi kemungkinan perusahaan tersebut mengalami *financial distress*, sehingga likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Kuntari & Machmuddah (2021) yang menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Namun, hasil penelitian Valentina & Tjhai (2020) menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap terjadinya *financial distress*.

Leverage diperkirakan dapat mempengaruhi *financial distress*. Menurut Brigham & Houston (2010) dalam Laoli & Herawaty (2019), "*leverage* adalah rasio yang mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan pendanaan melalui utang (*financial leverage*)". Pada penelitian ini, *leverage* diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*. Menurut Oroh et al. (2019), "*Debt to Equity Ratio* merupakan rasio yang dipergunakan untuk mengukur tingkat penggunaan utang terhadap ekuitas yang dimiliki perusahaan".

Semakin tinggi nilai *DER* menunjukkan bahwa jumlah penggunaan utang lebih tinggi dari penggunaan modal/ekuitas perusahaan. Hal ini berarti total liabilitas/kewajiban lebih tinggi daripada total modal/ekuitas, sehingga kewajiban perusahaan untuk melunasi pokok pinjaman dan beban bunga yang ditanggung juga semakin tinggi. Contohnya, ketika perusahaan menggunakan utang jangka panjang yang memiliki suku bunga tinggi, maka beban bunga perusahaan semakin tinggi dan perlu dilunasi beserta dengan pokok utangnya.

Apabila tujuan penggunaan utang tersebut tidak sesuai, yakni digunakan untuk pembiayaan operasional yang bersifat teratur dan jangka pendek (*operational expenditure*), seperti biaya gaji dan biaya utilitas, maka penggunaan utang tersebut tidak berperan untuk meningkatkan pendapatan perusahaan. Hal ini berarti penggunaan utang hanya meningkatkan beban perusahaan. Contohnya adalah ketika utang jangka panjang digunakan untuk membayar gaji karyawan dan utilitas dibandingkan untuk mengembangkan kapasitas pabrik dan fasilitas produksi. Hal ini menyebabkan perusahaan tidak dapat menambah kapasitas produksi, sehingga dapat menghambat pemenuhan permintaan konsumen. Apabila permintaan konsumen tidak dapat terpenuhi, maka akan berdampak pada penurunan penjualan yang berefek pada penurunan pendapatan perusahaan.

Hal tersebut juga dapat mengakibatkan kerugian bagi perusahaan, yakni hilangnya pelanggan karena beralih ke kompetitor yang lebih mampu untuk memenuhi permintaan, sehingga dapat berefek pada menurunnya pangsa pasar dan reputasi perusahaan. Selain itu, apabila perusahaan terburu-buru untuk memenuhi permintaan konsumen, maka mesin produksi akan bekerja melebihi kapasitas dan dapat menyebabkan kerusakan pada mesin produksi, sehingga dapat mempengaruhi kualitas produk menjadi lebih rendah. Hal ini dapat menimbulkan peningkatan biaya karena adanya produk yang cacat atau gagal produksi, yakni meningkatnya *internal failure cost* berupa biaya pengerjaan ulang produk (*rework*) dan *external failure cost* berupa klaim garansi produk, serta biaya pemeliharaan mesin produksi.

Pendapatan perusahaan yang rendah diiringi dengan beban yang tinggi menyebabkan laba perusahaan menjadi semakin rendah. Laba perusahaan yang rendah dapat mempengaruhi komponen X_3 , yakni '*EBIT to total assets*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* akan semakin rendah. Semakin rendah laba perusahaan, maka saldo laba ditahan (*retained earnings*) perusahaan juga menjadi rendah.

Selain itu, beban bunga yang tinggi berpotensi membuat perusahaan mengalami gagal bayar, sehingga saldo *retained earnings* akan digunakan ketika kondisi darurat untuk membayar utang yang sudah jatuh tempo. Dengan demikian, maka hal ini juga berpengaruh pada penurunan saldo laba ditahan/*retained earnings* perusahaan.

Penurunan tersebut akan mempengaruhi komponen X_2 , yakni '*retained earnings to total assets*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* semakin rendah. Selain itu, nilai *total liabilities* yang lebih tinggi daripada *total equity* dapat mempengaruhi komponen X_4 , yakni '*book value of equity to total liabilities*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* menjadi semakin rendah.

Nilai *total liabilities* yang tinggi dapat didukung oleh tingginya nilai *current liabilities*, sehingga nilai *current liabilities* yang lebih tinggi daripada nilai *current assets* dapat menyebabkan nilai *working capital* semakin rendah. Hal ini dapat mempengaruhi komponen X_1 , yakni '*working capital to total assets*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* akan semakin rendah.

Nilai *Z-Score* yang semakin rendah menandakan bahwa semakin tinggi kemungkinan perusahaan tersebut mengalami *financial distress*, sehingga *leverage* berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Cahyani & Indah (2021) yang menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap *financial distress*. Namun, hasil penelitian Kuntari & Machmuddah (2021) menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Kepemilikan institusional diperkirakan dapat mempengaruhi *financial distress*. Menurut Triwahyuningtias (2012) dalam Jannah et al. (2021), “kepemilikan institusional adalah saham yang dimiliki oleh pihak eksternal atau institusi dari keseluruhan saham perusahaan”. “Menurut Adinda & Musdholifah (2020), kepemilikan institusional adalah bagian proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi atau perusahaan lain, baik dalam maupun luar negeri. Institusi dalam kepemilikan institusional biasanya berbentuk perusahaan investasi, asuransi, bank, dan perusahaan lainnya” (Radinda & Hasnawati, 2023).

“Investor institusional berwenang untuk mengawasi tindakan pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajer. Jumlah kepemilikan institusional yang banyak akan menimbulkan pengawasan yang lebih besar pula oleh investor institusional, sehingga hal tersebut dapat mencegah timbulnya perilaku *opportunistic* manajer” (Anggraini, 2021). Tindakan pengawasan tersebut dapat dilakukan oleh investor institusional dengan menempatkan perwakilannya ke dalam dewan komisaris. Dengan demikian, perwakilan investor institusional dalam dewan komisaris dapat melakukan evaluasi terhadap aktivitas relevan yang dilakukan oleh manajemen dan mengawasi kinerja manajemen perusahaan.

Adanya evaluasi atas aktivitas relevan oleh perwakilan investor institusional dalam proses pengambilan keputusan akan mengarahkan aktivitas relevan yang dilaksanakan perusahaan sejalan dengan kepentingan para pemegang saham dan bebas dari kepentingan pihak tertentu. Kemudian, pengawasan kinerja manajemen oleh perwakilan investor institusional dapat dilakukan dengan melaksanakan audit internal, penetapan kebijakan, dan pemberian saran untuk mengatasi masalah atau untuk meningkatkan kinerja perusahaan, sehingga kerugian perusahaan dapat diminimalisir.

Semakin rendah persentase kepemilikan institusional, maka kemampuan investor institusional untuk menempatkan perwakilannya pada dewan komisaris semakin kecil. Hal ini menunjukkan bahwa pengendalian oleh pemegang saham institusi atau investor institusional semakin lemah, sehingga menyebabkan tindakan

pengawasan yang dapat dilakukan oleh investor institusional juga semakin lemah. Rendahnya pengawasan oleh perwakilan investor institusional akan menyebabkan kurangnya evaluasi pada aktivitas relevan perusahaan, sehingga dapat berisiko bagi perusahaan dan memberikan kerugian bagi perusahaan.

Contohnya adalah keputusan anggaran yang terlalu besar untuk aktivitas *Research & Development (R&D)* yang menyebabkan pengurangan anggaran untuk kegiatan produksi. Keputusan tersebut dapat mempengaruhi pembelian bahan baku dan peralatan produksi menjadi lebih terbatas. Hal ini dapat menyebabkan kuantitas dan kualitas produk yang dihasilkan menjadi lebih rendah, sehingga dapat terjadi penurunan penjualan dan berefek pada pendapatan perusahaan yang menjadi lebih rendah.

Lalu, kualitas produk yang menurun dapat menyebabkan beban produk cacat dan klaim garansi atas produk meningkat, sehingga hal ini menyebabkan peningkatan pada beban. Kemudian, anggaran yang berlebihan pada kegiatan *R&D* juga hanya meningkatkan beban karena tingkat pengembalian investasi pada kegiatan *R&D* lambat dan bersifat tidak pasti. Apabila kegiatan *R&D* tidak menghasilkan inovasi yang sukses, maka akan menyebabkan kerugian bagi perusahaan.

Selain kurangnya evaluasi terhadap aktivitas relevan, rendahnya pengawasan oleh investor institusional juga dapat menyebabkan pengawasan terhadap kinerja manajemen perusahaan semakin rendah, sehingga kinerja perusahaan tidak optimal dan dapat memberikan kerugian bagi perusahaan.

Kinerja perusahaan yang tidak optimal dapat berupa manajemen persediaan yang tidak efisien, sehingga dapat menyebabkan jumlah persediaan berlebihan (*overstocking*) ataupun terlalu sedikit (*understocking*). Apabila terjadi *understocking*, maka kemampuan perusahaan untuk memenuhi permintaan pelanggan menurun, sehingga peluang untuk melakukan penjualan menurun dan berdampak pada pendapatan perusahaan yang menurun.

Understocking juga dapat menyebabkan biaya perusahaan menjadi lebih tinggi. Contohnya untuk memenuhi permintaan pelanggan, perusahaan melakukan pemesanan bahan baku tambahan. Hal ini berarti biaya pemesanan bahan baku, seperti biaya transportasi dan administrasi juga meningkat.

Selain itu, apabila terjadi *overstocking*, maka dapat menimbulkan risiko kedaluwarsa atau kerusakan pada barang yang menyebabkan kerugian bagi perusahaan. *Overstocking* juga menyebabkan peningkatan biaya persediaan karena perusahaan membutuhkan ruang penyimpanan yang besar untuk menyimpan banyak persediaan.

Overstocking juga dapat menyebabkan pendapatan yang diterima perusahaan menjadi lebih rendah. Hal ini dapat terjadi ketika produk mengalami penurunan kualitas ataupun mendekati tanggal kedaluwarsa, sehingga perusahaan akan menjual produk tersebut dengan harga diskon atau lebih murah agar tetap dapat terjual.

Pendapatan yang rendah disertai dengan beban yang meningkat akan menyebabkan laba yang diperoleh perusahaan semakin rendah. Laba perusahaan yang rendah dapat mempengaruhi komponen X_3 , yakni '*EBIT to total assets*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* menjadi semakin rendah. Selain itu, rendahnya laba juga akan menyebabkan saldo laba ditahan (*retained earnings*) milik perusahaan juga semakin rendah. Hal ini dapat mempengaruhi komponen X_2 , yakni '*retained earnings to total assets*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* semakin rendah.

Nilai *retained earnings* yang rendah dapat mempengaruhi nilai *total equity* menjadi semakin rendah, sehingga dapat mempengaruhi komponen X_4 , yakni '*book value of equity to total liabilities*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*. Hal ini dapat menyebabkan nilai akhir *Z-Score* menjadi semakin rendah.

Nilai komponen '*book value of equity to total liabilities*' yang rendah juga dapat disebabkan oleh nilai *total liabilities* yang tinggi. Nilai *total liabilities* yang

tinggi dapat dipengaruhi oleh tingginya nilai *current liabilities*, sehingga nilai *current liabilities* yang lebih tinggi daripada nilai *current assets* dapat menyebabkan nilai *working capital* semakin rendah. Hal ini dapat mempengaruhi komponen X_1 , yakni '*working capital to total assets*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* akan semakin rendah.

Nilai *Z-Score* yang semakin rendah menandakan bahwa semakin tinggi kemungkinan perusahaan tersebut mengalami *financial distress*, sehingga kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Jannah et al. (2021) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *financial distress*. Namun, hasil penelitian Valentina & Tjhai (2020) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Gender diversity of board diperkirakan dapat mempengaruhi *financial distress*. Menurut Ramadanty & Khomsiyah (2022), *gender diversity of board* atau keberagaman *gender* merupakan "proporsi wanita yang menjabat dalam dewan direksi". Adanya keberagaman *gender* dalam dewan direksi mendukung tercapainya kesetaraan *gender* di tempat kerja. Menurut Hadya & Susanto (2018) dalam Fajrina & Indriani (2024), "penerapan kesetaraan *gender* menyebabkan banyak perusahaan memberikan kesempatan yang sama kepada semua individu untuk menduduki berbagai posisi penting, seperti posisi dewan direksi".

Adanya penerapan kesetaraan *gender* tersebut selaras dengan tujuan pembangunan berkelanjutan atau *Sustainable Development Goals (SDGs)*. "SDGs merupakan komitmen global dan nasional dalam upaya menyejahterakan masyarakat yang mencakup 17 tujuan dan salah satu tujuannya merupakan kesetaraan *gender*" (Badan Perencanaan Pembangunan Nasional, n.d.).

Menurut Giron et al. (2021) dalam Fajrina & Indriani (2024) "wanita dalam dewan direksi berbeda dengan direktur pria dalam hal kepribadian, latar belakang pendidikan, dan pengalaman karir". Menurut Kristanti et al. (2016) dalam Samudra (2021), "hadirnya wanita dalam jajaran direksi juga dipercaya dapat

menghindarkan perusahaan dari risiko yang dihadapi karena wanita akan cenderung lebih berhati-hati dan menghindari risiko jika dibandingkan dengan pria”.

Semakin rendah *gender diversity of board* maka jumlah wanita yang menjabat dalam dewan direksi semakin rendah. Hal ini mengakibatkan terbatasnya perspektif dalam proses pengambilan suatu keputusan, yakni kurangnya penilaian risiko dalam pengambilan keputusan, sehingga keputusan yang diambil dapat memberikan kerugian bagi perusahaan.

Contohnya adalah ketika suatu perusahaan ingin memperluas lini bisnisnya dengan mengakuisisi perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan pesat. Adanya pertumbuhan yang pesat menyebabkan dewan direksi perusahaan yang mengakuisisi dengan mayoritas anggotanya adalah pria, optimis dan melihat peluang yang besar untuk mengembangkan perusahaan yang masih bertumbuh tersebut dengan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan yang mengakuisisi. Hal ini menyebabkan perusahaan berani untuk melakukan akuisisi, meskipun harga akuisisinya melebihi penilaian yang dilakukan oleh analis keuangan.

Kemudian, untuk mewujudkan peluang yang telah diperkirakan, dewan direksi memutuskan untuk melakukan beberapa perubahan pada produksi, pemasaran, dan distribusi produk dari perusahaan yang diakuisisi. Hal ini dapat menyebabkan produk kehilangan keunikannya dan konsumen dapat merasa asing dengan produk tersebut, sehingga minat konsumen terhadap produk semakin menurun dan menyebabkan penjualan mengalami penurunan yang berefek pada penurunan pendapatan. Dengan demikian, keputusan yang diambil oleh pengambil keputusan (dewan direksi), baik pada saat awal akuisisi dan setelah akuisisi memiliki risiko yang tinggi dan dapat memberikan kerugian bagi perusahaan.

Rendahnya penjualan produk dapat menyebabkan penumpukan produk di gudang dalam waktu yang lama, sehingga biaya persediaan untuk menyimpan dan merawat persediaan semakin meningkat. Kemudian, apabila produk tersebut tidak terjual dalam waktu yang lama hingga mengalami kerusakan dan tidak dapat dijual lagi, maka menjadi kerugian bagi perusahaan.

Peningkatan nilai beban yang disertai dengan penurunan pendapatan mengakibatkan laba perusahaan semakin rendah. Laba perusahaan yang rendah dapat mempengaruhi komponen X_3 , yakni '*EBIT to total assets*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* akan semakin rendah.

Selain itu, laba perusahaan yang rendah juga mempengaruhi saldo *retained earnings* perusahaan menjadi semakin rendah. Hal ini mempengaruhi komponen X_2 , yakni '*retained earnings to total assets*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai *Z-Score* akan semakin rendah. Lalu, nilai *retained earnings* yang rendah dapat mempengaruhi nilai *total equity* menjadi semakin rendah. Hal ini dapat mempengaruhi komponen X_4 , yakni '*book value of equity to total liabilities*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* menjadi semakin rendah.

Nilai komponen '*book value of equity to total liabilities*' yang rendah juga dapat disebabkan oleh nilai *total liabilities* yang tinggi. Nilai *total liabilities* yang tinggi dapat dipengaruhi oleh tingginya nilai *current liabilities*, sehingga nilai *current liabilities* yang lebih tinggi daripada nilai *current assets* dapat menyebabkan nilai *working capital* semakin rendah. Hal ini dapat mempengaruhi komponen X_1 , yakni '*working capital to total assets*' yang ada pada rumus *Altman Z-Score*, sehingga nilai akhir *Z-Score* akan semakin rendah.

Nilai *Z-Score* yang semakin rendah menandakan bahwa semakin tinggi kemungkinan perusahaan tersebut mengalami *financial distress*, sehingga *gender diversity of board* berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Samudra (2021) yang menunjukkan bahwa *gender diversity of board* berpengaruh terhadap *financial distress*. Namun, hasil penelitian Mondayri & Tresnajaya (2022) menunjukkan bahwa *gender diversity of board* tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Jannah et al. (2021) dengan beberapa perbedaan dan pengembangan, yaitu:

1. Penelitian ini tidak menggunakan variabel independen kepemilikan manajerial dari penelitian yang direplikasi karena hasil penelitian terkait variabel tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *financial distress*.
2. Penelitian ini menggunakan model rumus yang berbeda dari penelitian yang direplikasi dalam mengukur *financial distress*, yakni menggunakan model *Altman Z-Score* modifikasi tahun 1995 (*Z'*) yang mengacu pada penelitian Nasmi & Afriyenti (2021).
3. Penelitian ini menggunakan proksi yang berbeda dari penelitian yang direplikasi dalam mengukur *leverage*, yakni menggunakan proksi *Debt to Equity Ratio (DER)* yang mengacu pada penelitian Cahyani & Indah (2021).
4. Penelitian ini menambahkan *gender diversity of board* sebagai variabel independen yang mengacu pada penelitian Samudra (2021).
5. Periode penelitian ini berbeda dengan periode penelitian yang direplikasi, yakni menggunakan periode 2019-2022, sedangkan pada penelitian yang direplikasi menggunakan periode 2014-2018.

Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah dikemukakan, maka judul penelitian ini adalah **“PENGARUH LIKUIDITAS, *LEVERAGE*, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, DAN *GENDER DIVERSITY OF BOARD* TERHADAP *FINANCIAL DISTRESS*”**.

1.2 Batasan Masalah

Batasan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *financial distress* dengan proksi *Altman Z-Score* modifikasi tahun 1995 (*Z'*).
2. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah likuiditas dengan proksi *current ratio*, *leverage* dengan proksi *Debt to Equity Ratio*, kepemilikan institusional, dan *gender diversity of board*.

3. Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam periode 2019-2022.

1.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang, maka terdapat empat masalah yang dirumuskan atas penelitian ini, yakni:

1. Apakah likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*?
2. Apakah *leverage* berpengaruh positif terhadap *financial distress*?
3. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *financial distress*?
4. Apakah *gender diversity of board* berpengaruh negatif terhadap *financial distress*?

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai:

1. Pengaruh negatif likuiditas terhadap *financial distress*.
2. Pengaruh positif *leverage* terhadap *financial distress*.
3. Pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap *financial distress*.
4. Pengaruh negatif *gender diversity of board* terhadap *financial distress*.

1.5 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat pada berbagai pihak, yakni:

1. Bagi perusahaan
Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu perusahaan untuk mengenali faktor-faktor penyebab *financial distress*, sehingga perusahaan dapat menyusun strategi yang sesuai untuk memperbaiki kondisi keuangan perusahaan dan melakukan pencegahan terhadap kondisi kepailitan dan kebangkrutan.
2. Bagi investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu investor untuk memahami kondisi kesehatan perusahaan dan ciri-ciri perusahaan yang mengalami *financial distress*, sehingga investor dapat melakukan pengambilan keputusan investasinya dengan lebih baik.

3. Bagi kreditur

Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu kreditur dalam mengidentifikasi perusahaan yang memiliki kondisi keuangan yang baik ataupun buruk, sehingga dapat membantu kreditur dalam proses pengambilan keputusan terkait pemberian pinjaman kepada perusahaan.

4. Bagi peneliti selanjutnya

Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu peneliti selanjutnya yang meneliti topik *financial distress* sebagai perbandingan, referensi, dan informasi tambahan, sehingga peneliti selanjutnya dapat melakukan pengembangan model penelitian.

5. Bagi peneliti

Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu peneliti sebagai media yang memberikan informasi dan pengetahuan tambahan tentang *financial distress*, sehingga peneliti dapat memahami cara memprediksi potensi terjadinya kebangkrutan.

1.6 Sistematika Penulisan

Penelitian ini menggunakan sistematika penulisan sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini berisi latar belakang penelitian, rumusan masalah, batasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan yang digunakan pada penelitian.

BAB II LANDASAN TEORI

Bab ini berisi *grand theory*, teori yang berkaitan dengan variabel dependen (*financial distress*) dan variabel independen (likuiditas, *leverage*, kepemilikan institusional, dan *gender diversity of board*),

pengaruh setiap variabel independen terhadap variabel dependen, pengaruh seluruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen, hipotesis penelitian dari masing-masing variabel, dan model penelitian.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini berisi gambaran umum objek penelitian, metode penelitian, variabel penelitian (dependen dan independen), teknik pengumpulan data, teknik pengambilan sampel, dan teknik analisa data.

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi pembahasan atas penelitian yang dilakukan, yakni pengumpulan data, hasil pengujian beserta analisis hipotesis, dan pembahasan hasil penelitian.

BAB V SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi simpulan, keterbatasan, dan saran berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan.

