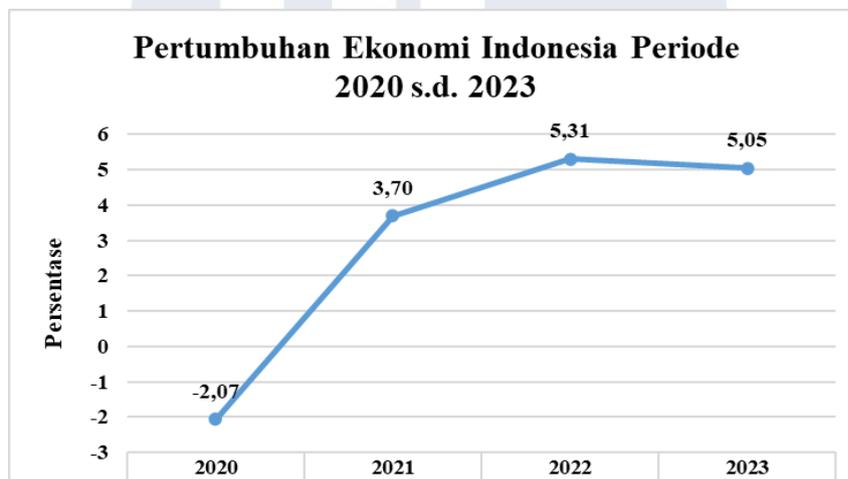


BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pertumbuhan ekonomi dalam suatu negara memegang peran penting dalam menopang daya beli masyarakat. Oleh karena itu, pertumbuhan ekonomi dapat memengaruhi kinerja keuangan dari beberapa sektor ekonomi khususnya pada perusahaan. Berikut ini adalah pertumbuhan ekonomi Indonesia selama tahun 2020 sampai dengan 2023:



Gambar 1.1 Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Periode 2020 s.d. 2023
Sumber: Laporan Perekonomian Indonesia 2024 (Nurarifin et al., 2024)

Berdasarkan Gambar 1.1, pertumbuhan ekonomi Indonesia mengalami peningkatan yang signifikan sebesar 5,77% dari tahun 2020 sebesar -2,07% menjadi 3,70% pada tahun 2021. Dalam siaran pers Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian Republik Indonesia (HM.4.6/56/SET.M.EKON.3/2/2022) menjelaskan pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2021 disebabkan oleh meningkatnya jumlah konsumsi barang ataupun jasa sehingga mendorong pemulihan permintaan domestik dan peningkatan produksi. Kontributor utama sebagai penopang ekonomi Indonesia dari sisi produksi adalah, yaitu industri pengolahan, pertanian, perdagangan, konstruksi, dan pertambangan (Limanseto, 2022).

Pada tahun 2022, perekonomian tumbuh solid sebesar 1,61% dari tahun 2021 karena peningkatan konsumsi yang tajam dari 2,0% di tahun 2021 menjadi 4,9% pada tahun 2022. Terjaganya daya beli masyarakat Indonesia menjadi kontributor terbesar dalam pertumbuhan ekonomi Indonesia (Puspasari, 2022). Namun pada tahun 2023, terdapat penurunan dalam ekonomi Indonesia sebesar 0,26% dari tahun 2022. Penurunan ini disebabkan karena dampak dari fenomena El Nino sehingga produksi pangan terutama padi dan aneka cabai tidak optimal dan menyebabkan peningkatan harga pada kedua komoditas tersebut dan menjadi penyumbang utama inflasi sepanjang tahun 2023 (Limanseto, 2024).

Penurunan perekonomian Indonesia dan terjadinya inflasi sepanjang tahun 2023 tidak memengaruhi tingkat daya beli Indonesia. Dalam siaran Pers Kementerian Keuangan (SP-6/KLI/2024) menjelaskan bahwa perekonomian Indonesia tetap stabil dan kuat dengan kontributor utama penopang perekonomian Indonesia adalah konsumsi masyarakat. Daya beli masyarakat tetap terjaga selama inflasi dengan pertumbuhan sebesar 4,82% sepanjang tahun 2023 (Surjantoro, 2024). Pertumbuhan ekonomi yang ditopang oleh daya beli masyarakat dapat meningkatkan pendapatan pada perusahaan-perusahaan.

Kepala BPS, Margo Yuwono mengatakan konsumsi rumah tangga tumbuh 3,55% pada 2021. Hal ini mendorong jumlah penjualan eceran yang meningkat sebesar 8,74% dan penjualan *wholesale* mobil penumpang dan motor yang meningkat sebesar 72,87% dan 64,79% pada tahun 2021. Selain itu, jumlah transaksi menggunakan uang elektronik dan transaksi kartu debit maupun kredit tumbuh pada triwulan IV 2021 sebesar 9,11% dari periode sebelumnya triwulan IV 2020 sebesar -0,88% (Ulya & Ika, 2022).

Dalam Laporan Perekonomian Indonesia 2023, semua sektor lapangan usaha mengalami pertumbuhan positif pada tahun 2022 yang menunjukkan terjadinya perbaikan perekonomian Indonesia yang lebih kuat dan stabil di tahun 2022. Sektor yang berkontribusi besar terhadap perekonomian Indonesia adalah sektor industri pengolahan, sektor perdagangan besar dan eceran, reparasi mobil dan sepeda motor, sektor pertanian, kehutanan dan perikanan, sektor pertambangan dan penggalan,

dan sektor konstruksi (Sofian et al., 2023). Sepanjang tahun 2023, sebagian besar lapangan usaha perekonomian mengalami peningkatan kontribusi yang menjadi sinyal positif untuk perkembangan kesejahteraan perekonomian Indonesia.

“Performa positif perekonomian nasional juga ditunjukkan dengan tingginya pertumbuhan ekonomi. Pada tahun 2023, ekonomi Indonesia tumbuh sebesar 5,05 persen. Meskipun sedikit lebih lambat daripada tahun 2022 yang mencapai 5,31 persen, tetapi seluruh lapangan usaha masih mencatatkan pertumbuhan yang positif. Lapangan usaha dengan pertumbuhan terbesar diantaranya Transportasi dan Pergudangan (13,96 persen); Penyediaan Akomodasi dan Makan Minum (10,01 persen); Jasa Lainnya (10,52 persen); dan Jasa Perusahaan (8,24 persen). Hal ini didorong oleh peningkatan mobilitas masyarakat” (Nurarifin et al., 2024).

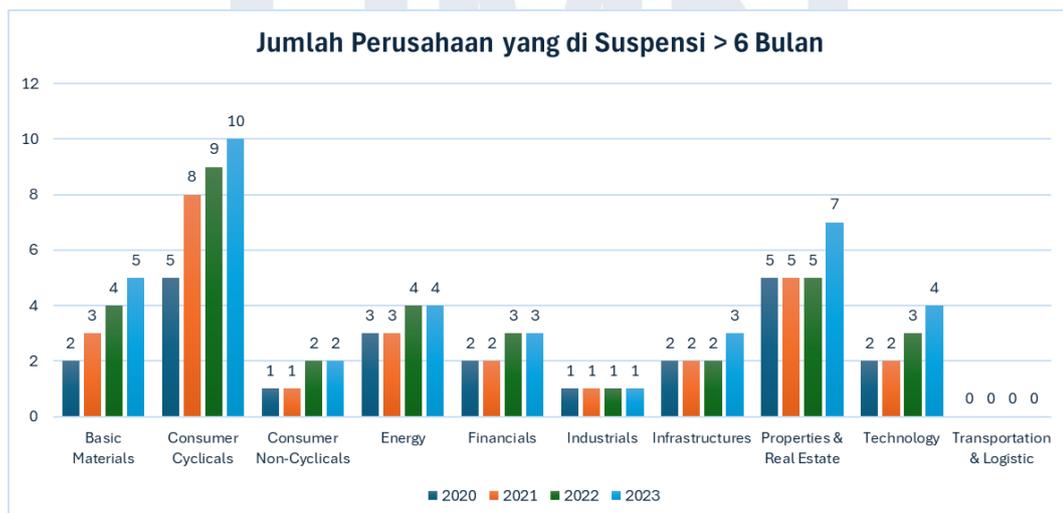
Kontribusi yang cukup besar menunjukkan adanya peningkatan kinerja. Peningkatan kinerja pada setiap perusahaan dapat memperbaiki kondisi keuangan perusahaan. Namun, terdapat beberapa sektor industri yang mengalami kondisi kesulitan keuangan. Kondisi kesulitan keuangan bagi perusahaan *go public* dapat mengalami suspensi. Dalam surat keputusan Direksi BEI Kep-00077/BEI/05-2023 tentang suspensi efek menjelaskan suspensi efek merupakan penghentian sementara perdagangan Efek Perusahaan Tercatat di Bursa. Dalam surat keputusan tersebut, Suspensi efek dapat terjadi pada kondisi sebagai berikut:

1. “Laporan Keuangan Audit Perusahan Tercatat memperoleh sebanyak 2 (dua) kali berturut-turut opini Tidak Menyatakan Pendapat (*Disclaimer*) atau sebanyak 1 (satu) kali opini Tidak Wajar (*Adverse*) oleh Akuntan Publik.”
2. “Perusahaan Tercatat atau anak perusahaan yang kontribusi pendapatannya material bagi Perusahaan Tercatat mengajukan permohonannya sendiri atas pailit atau Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU).”
3. “Terdapat putusan pengadilan yang menyatakan pailit terhadap Perusahaan Tercatat.”
4. “Perusahaan Tercatat tidak melakukan keterbukaan informasi atau sudah melakukan keterbukaan informasi namun tidak secara lengkap atau tidak benar, dimana Perusahaan Tercatat memiliki keterangan penting yang relevan atau

mengalami peristiwa penting yang menurut pertimbangan Bursa secara material dapat mempengaruhi keputusan investasi pemodal sebagaimana yang diwajibkan oleh Peraturan Bursa tentang Kewajiban Penyampaian Informasi dan peraturan perundang-undangan yang berlaku di bidang pasar modal.”

5. “Terdapat keraguan atas kelangsungan usaha (*going concern*) Perusahaan Tercatat.”
6. “Perusahaan Tercatat berencana untuk melakukan Pembatalan Pencatatan (*Delisting*) sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Bursa tentang Pembatalan Pencatatan (*Delisting*) dan Pencatatan Kembali (*Relisting*)”
7. “Perusahaan Tercatat melakukan pelanggaran atas Peraturan Bursa yang menimbulkan sanksi suspensi atas pelanggaran tersebut.”
8. “Adanya perintah dari Otoritas Jasa Keuangan sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.”
9. “Kondisi lain sesuai keputusan Bursa dengan tetap mempertimbangkan penyelenggaraan perdagangan Efek yang teratur, wajar, dan efisien serta perlindungan investor.”

Berikut adalah grafik jumlah perusahaan yang mengalami suspensi lebih dari 6 bulan yang berpotensi mengalami *delisting*:



Gambar 1.2 Jumlah Perusahaan yang di Suspensi lebih dari 6 Bulan
 Sumber: Lampiran Potensi *Delisting* Desember 2024 (BEI, 2024)

Dalam Gambar 1.2, jumlah perusahaan yang mengalami suspensi lebih dari 6 bulan dan berpotensi mengalami *delisting* terbanyak per 31 Desember 2024 adalah *sektor consumer cyclicals*. Berdasarkan gambar tersebut, pada tahun 2023, dari 39 perusahaan yang masih berpotensi *delisting*, *sektor consumer cyclicals* memiliki jumlah yang banyak dengan proporsi sebesar 25,64% dari jumlah perusahaan di tahun 2023 yang berpotensi *delisting*. Selain itu juga, setiap tahun *sektor consumer cyclicals* mengalami penambahan jumlah perusahaan yang mengalami suspensi lebih dari 6 bulan. Pada tahun 2021, terdapat penambahan 3 perusahaan atau mengalami peningkatan 60% dari tahun sebelumnya yang mengalami suspensi lebih dari 6 bulan. Tahun selanjutnya terdapat peningkatan sebanyak 1 perusahaan yang mengalami suspensi lebih dari 6 bulan setiap tahunnya.

Dalam Kep-00076/BEI/06-2024, apabila perusahaan yang berada pada papan pemantauan khusus selama lebih dari 1 (satu tahun) dan memenuhi kriteria pada papan pemantauan khusus maka Bursa berhak untuk melakukan suspensi terhadap perusahaan tersebut. Pada lampiran potensi *delisting* yang mengalami suspensi lebih dari 6 bulan, mayoritas berada pada papan pencatatan pemantauan khusus. Sepanjang tahun 2022, terdapat 153 emiten yang terdaftar dalam Papan Pemantauan Khusus. CEO Edvisor.id Praska Putranyo mengatakan “42 emiten barang konsumen non-primer atau sekitar 27,5% dari total daftar efek pemantauan khusus saat ini. Menurut Praska, ada sejumlah faktor yang membuat saham di *sektor consumer cyclicals* dominan mengisi daftar tersebut, yaitu sisi fundamental *consumer cyclicals* mengalami kondisi negatif pada performansi bisnis dan keuangan terutama pada sisi pendapatan, profitabilitas, dan ekuitas. Selain itu sebagian *sektor consumer cyclicals* sedang menghadapi perkara hukum atau PKPU” (Mulyana, 2023).

Dalam laporan *surveillance* Perbankan Indonesia 2021, sebagian besar perusahaan *consumer cyclicals* memiliki jumlah *NPL* yang tinggi pada tahun 2021, seperti industri tekstil, industri pakaian jadi, dan industri karet yang menjadi penyebab tingginya *NPL* di sisi industri pengolahan yang disebabkan permintaan yang melemah dari domestik dan pasar internasional serta subsektor perhotelan

yang menjadi penyumbang meningkatkan jumlah *NPL* pada sektor ekonomi penyediaan akomodasi dan penyediaan makan minum (PMM) akibat pemberlakuan PPKM (Pemberlakuan Pembatasan Kegiatan Masyarakat) yang memengaruhi turunnya mobilitas dan permintaan di bidang pariwisata (Otoritas Jasa Keuangan, 2021). *NPL* atau *Non-Performing Loan* adalah indikator kategori pinjaman yang mengalami kegagalan dalam pemenuhan kewajiban pembayaran sesuai dengan ketentuan yang disepakati akibat adanya krisis ekonomi, risiko bisnis dan industri, ketidakmampuan manajemen risiko, perubahan kondisi pribadi debitur, dan ketidakstabilan politik dan hukum (IdScore, 2024). Kondisi terjadinya penurunan kinerja keuangan, menghadapi PKPU, dan mengalami kredit macet merupakan indikasi terjadinya *financial distress*. Sektor *consumer cyclicals* adalah sektor perusahaan yang menyediakan jasa dan barang non-primer yang mudah dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi. Berdasarkan fenomena tersebut, objek pada penelitian ini adalah sektor *consumer cyclicals* karena mudah dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi sehingga rentan terhadap kesulitan keuangan.

Perusahaan mengetahui suatu kondisi kesulitan keuangan berdasarkan informasi keuangan yang disampaikan dalam laporan keuangan. Kartikahadi et al. (2023) menjelaskan “laporan keuangan adalah laporan yang menyediakan informasi tentang sumber dan ekonomik entitas, klaim terhadap entitas, dan perubahan sumber daya ekonomi dan klaim, yaitu posisi keuangan, kinerja, serta perubahan posisi keuangan suatu entitas yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi.” Dalam laporan keuangan terdapat informasi berisikan posisi keuangan dan kinerja perusahaan sebagai tolok ukur dalam mengidentifikasi kesulitan keuangan. Kesulitan keuangan (*financial distress*) merupakan kondisi ketidakmampuan membayar kewajiban atau penurunan kinerja. Laporan keuangan ditujukan bagi pemangku kepentingan (*stakeholder*), seperti pemegang saham, kreditor, dan pemerintah. Apabila kesulitan keuangan tidak teridentifikasi dengan cepat maka dapat memberikan dampak negatif bagi perusahaan dan pengguna laporan keuangan. *Consumer cyclicals* sebagai salah satu sektor yang memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi negara apabila

tidak diidentifikasi tanda kesulitan keuangan maka dapat mengakibatkan kebangkrutan dan menurunnya kontribusi pertumbuhan ekonomi suatu negara.

Salah satu dampak besar dari *financial distress* adalah melambatnya laju pertumbuhan ekonomi. Perusahaan yang berada dalam tekanan keuangan umumnya cenderung menunda atau bahkan menghentikan aktivitas investasi serta mengurangi kapasitas produksi. Selain itu, *financial distress* dapat berdampak pemutusan hubungan kerja guna menekan biaya operasional, yang berkontribusi terhadap meningkatnya angka pengangguran dan penurunan aktivitas ekonomi. *Financial distress* juga dapat menyebabkan penurunan kepercayaan investor. Kondisi keuangan yang buruk sering dipersepsikan sebagai indikator kinerja perusahaan yang menurun, sehingga mengurangi minat investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut. Akibatnya, perusahaan akan menghadapi kesulitan dalam memperoleh pendanaan, yang dapat memperburuk kondisi keuangan. Oleh karena itu, penting bagi manajemen mengidentifikasi tanda-tanda awal dari *financial distress* agar dapat mengambil langkah-langkah strategi dalam menjaga kelangsungan usaha di masa mendatang (Octaviany et al., 2024).

Financial distress merupakan informasi yang diperlukan oleh para investor dan kreditor. Bagi investor, informasi *financial distress* sangat penting untuk menjamin keamanan dana yang diinvestasikan di perusahaan dan bagi para kreditor untuk memastikan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya. Apabila suatu perusahaan mengalami *financial distress*, investor cenderung untuk tidak berinvestasi pada perusahaan tersebut dan kreditor pun tidak akan memberikan pinjaman karena dinilai berisiko tinggi dalam pelunasan pinjaman. Oleh karena itu, manajemen perusahaan memiliki peran krusial dalam menangani kondisi keuangan ketika perusahaan mengalami *financial distress*, karena jika dibiarkan dapat berujung pada kebangkrutan perusahaan (Wijaya & Suhendah, 2023).

Bagi perusahaan, *financial distress* sangat penting untuk diidentifikasi. *Financial distress* merupakan situasi perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang berisiko pada kebangkrutan. Manajemen perusahaan penting untuk mengetahui

indikasi *financial distress* untuk memutuskan strategi perusahaan untuk mencegah kebangkrutan. Apabila manajemen perusahaan tidak mengetahui indikasi *financial distress* maka tidak ada strategi atau kebijakan untuk mencegah *financial distress*. *Financial distress* yang tidak dicegah dari awal dapat menyebabkan penurunan kinerja dan arus kas yang menurun. Hal ini dapat berdampak pada reputasi perusahaan yang dapat menurunkan kepercayaan perusahaan terhadap *stakeholder*. Selain itu, *financial distress* yang berisiko pada kebangkrutan dapat menyebabkan potensi *delisting* yang merugikan *shareholder*.

Bagi investor, *financial distress* sangat penting untuk diidentifikasi. *Financial distress* merupakan kondisi penurunan kinerja perusahaan. Investor dapat menggunakan laporan keuangan sebagai alat ukur kinerja dengan mengukur rasio keuangan atau melalui adanya penurunan arus kas atau peningkatan utang sebagai dasar pengambilan keputusan untuk berinvestasi. Hal ini dilakukan untuk melindungi modal dan menghindari kerugian besar bagi investor apabila perusahaan mengalami *delisting*.

Bagi kreditor, *financial distress* sangat penting untuk diidentifikasi. *Financial distress* merupakan kondisi perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang berisiko pada kebangkrutan. *Financial distress* menunjukkan adanya penurunan kinerja keuangan dari perusahaan. Potensi *financial distress* dapat diukur melalui laporan keuangan. Kreditor dapat menggunakan laporan keuangan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan melalui arus kas, jumlah pinjaman yang belum terbayar, ataupun rasio keuangan. Apabila risiko kredit perusahaan sangat tinggi hal ini menjadi sinyal bahwa perusahaan memiliki potensi *financial distress* dan kemungkinan tidak memiliki kemampuan membayar. Hal ini dilakukan oleh kreditor sebelum mengambil keputusan untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan untuk meminimalisir kerugian akibat ketidakmampuan perusahaan dalam membayar pinjaman.

Contoh perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang mengalami *financial distress* dan gagal mengatasinya adalah PT Nipress, Tbk. (NIPS) yang bergerak pada sub-industri *Auto Parts and Equipment*. Pada awal tahun 2014, PT Nipress telah

mengalami kesulitan keuangan akibat kerugian dari investasi pabrik aki industrial berskala besar. Dalam investasi pabrik aki tersebut, NIPS mengeluarkan biaya produksi yang besar dibandingkan kompetitor lainnya sehingga menyebabkan kesulitan likuiditas. Hal ini diperparah juga dengan kenaikan biaya operasional dan harga pokok produk sehingga NIPS mulai mengalami kesulitan membayar kewajiban kepada kreditur pada tahun 2019 (Prasetyo, 2022).

Berdasarkan Putusan Pengadilan Jakarta Pusat No. 33/Pdt.Sus-PKPU/2020/PN.Niaga.Jkt.Pst. yang diajukan oleh PT Boxindah Gala Sejati terhadap PT Nipress, Tbk. menyatakan terdapat 26 (dua puluh enam) pihak perusahaan yang mengajukan tagihan utang kepada NIPS secara langsung maupun via *e-mail* dengan jumlah tagihan mencapai Rp1.742.216.966.420,20 tertanggal 10 Juni 2020 oleh tim pengurus PT Nipress yang terbagi menjadi tagihan separatis sebesar Rp1.270.352.023.360,47 dari 11 perusahaan dan tagihan konkuren sebesar Rp471.864.943.059,73 dari 15 perusahaan.

Pada tanggal 1 Desember 2020, diadakan rapat pemungutan suara dari beberapa kreditur dan terdapat tiga kreditur yang tidak hadir dalam rapat pemungutan suara atas permohonan PKPU PT Nipress. Rapat pemungutan tersebut dihadiri 10 kreditur separatis yang mewakili jumlah tagihan sebesar Rp1.136.436.076.227,81 dan 13 kreditur konkuren yang mewakili jumlah tagihan sebesar Rp425.487.469.507,19. Berdasarkan hasil rapat pemungutan suara, 10 kreditur separatis menyetujui permohonan PKPU sedangkan kreditur konkuren hanya 97,32% atau 12 kreditur yang menyetujui permohonan PKPU tersebut. Oleh karena itu, permohonan PKPU yang dilakukan oleh PT Nipress, Tbk. memenuhi persyaratan rencana perdamaian. Hal tersebut tercantum dalam hasil putusan pengadilan No. 33/Pdt.Sus-PKPU/2020/PN.Niaga.Jkt.Pst.

Satu tahun setelah homologasi, PT Bank QNB Indonesia Tbk (BKSW) mengajukan gugatan pembatalan perdamaian ke Pengadilan Niaga Pengadilan Negeri Jakarta Pusat pada tanggal 29 Desember 2021. Gugatan tersebut terdaftar dengan nomor perkara 41/Pdt.Sus-Pembatalan Perdamaian/2021/PN.Niaga.Jkt.Pst. Menurut salinan gugatan tersebut, Bank QNB Indonesia menilai Nipress telah

gagal melaksanakan isi perjanjian perdamaian karena Nipress tidak memenuhi ketentuan perjanjian perdamaian yang mengharuskannya untuk membayar pokok dan bunga kepada Bank QNB Indonesia. Namun, PT Nipress membantah dianggap tidak bertanggung jawab atau wanprestasi dengan alasan Bank QNB Indonesia tidak melakukan kunjungan pembayaran sebagai kreditur sehingga majelis hakim menolak gugatan Bank QNB Indonesia pada 14 Maret 2022 (Prasetyo, 2022).

Pada tanggal 21 Maret 2022, Bank QNB mengajukan permohonan kasasi disertai dengan memori kasasi yang diterima Kepaniteraan Pengadilan Niaga pada Pengadilan Negeri Jakarta Pusat (Prasetyo, 2022). Berdasarkan hasil keputusan tingkat kasasi pada tanggal 31 Mei 2022, Mahkamah Agung mengeluarkan putusan MA dengan nomor putusan 845 K/Pdt.Sus-Pailit/2022 yang menyatakan “PT Nipress, tbk. telah lalai dalam melaksanakan isi perdamaian yang telah di homologasi berdasarkan Putusan Pengadilan Niaga Jakarta Pusat Nomor 33/Pdt.Sus-PKPU/2020/PN Niaga Jkt. Pst., tanggal 17 Desember 2020.” PT Nipress diketahui telah melakukan wanprestasi dengan tidak membayar kewajiban pokok dan bunga periode Mei 2021 sampai dengan Agustus 2021 kepada PT Bank QNB Indonesia sebesar USD84.884,32. PT Nipress juga tidak mampu membuktikan bantahan tidak melakukan pembayaran tersebut, sehingga PT Nipress dinyatakan pailit dengan segala akibat hukumnya.

Pada tanggal 8 Agustus 2022, PT Nipress memohon untuk melakukan peninjauan kembali perhitungan terhadap gugatan dari PT Bank QNB Indonesia kepada Mahkamah Agung dengan Nomor 14 PK/Pdt.Sus-Pailit/2022/PN.Niaga.Jkt.Pst. atas hasil putusan Nomor 845 K/Pdt.Sus-Pailit/2022. Peninjauan kembali pun dilakukan dan keluar putusan Mahkamah Agung pada tanggal 30 Desember 2022 dalam putusan nomor 61 PK/Pdt.Sus-Pailit/2022. Peninjauan kembali pada tanggal 18 Agustus 2022 dan dalam putusan Mahkamah Agung, permohonan PT Nipress ditolak karena adanya utang PT Nipress terbukti melakukan kelalaian dalam membayar kewajibannya di tahun ke-1, yaitu tahun 2021 yang telah diatur pembayaran utang pokok kepada PT Bank QNB Indonesia dan wanprestasi karena tidak membayar kewajiban pokok dan bunga periode Mei

2021 sampai dengan Agustus 2021. Oleh karena itu, PT Nipress dinyatakan pailit per tanggal 30 Desember 2022 sesuai hasil putusan Mahkamah Agung No. 61 PK/Pdt.Sus-Pailit/2022.

Berdasarkan kasus permasalahan yang dialami oleh PT Nipress, Tbk. (NIPS) bahwa memiliki jumlah liabilitas yang banyak merupakan salah satu indikasi dari *financial distress*. Dengan demikian, pihak manajerial perusahaan harus mengetahui suatu indikasi terjadinya *financial distress* agar dapat menentukan strategi yang efektif dalam mencegah kebangkrutan yang berujung pada kepailitan. Dengan mengetahui bahwa suatu perusahaan terindikasi mengalami kesulitan keuangan maka risiko kepailitan akan semakin kecil dan tidak merugikan pihak-pihak lain seperti kreditur, investor, dan pemerintah.

Contoh perusahaan lain yang mengetahui adanya indikasi kesulitan keuangan dan kembali pulih adalah PT Ever Shine Tex Tbk. (ESTI). PT Ever Shine Tex Tbk. (ESTI) adalah perusahaan yang bergerak di sub-industri tekstil. Kelangsungan bisnis ESTI sempat terancam selama pandemi Covid-19 karena kesulitan operasional. Penghentian operasional sebagian yang berlangsung selama lebih dari tiga bulan adalah penyebab gangguan tersebut. Selain itu, penurunan pesanan pelanggan dan adanya pembatasan negara importir menyebabkan menurunnya jumlah produksi dan mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajiban pokok dan bunga utang senilai US\$5.420.318. (Dwijayanto, 2020).

Pada tahun 2019, ESTI mengalami rugi bersih sebesar US\$2.792.947. Oleh karena itu, untuk menjaga kelangsungan bisnis selama pandemi Covid-19, perusahaan mulai menyiapkan beberapa rencana. Salah satunya adalah mengajukan permohonan pengujian kain untuk pakaian APD yang dapat menjadi produk baru bagi bisnis dan mengajukan restrukturisasi pinjaman bank yang menurunkan suku bunga dan memperpanjang waktu pengembalian. Terakhir, perusahaan juga mengajukan permohonan keringanan pajak (Dwijayanto, 2020). Hasil dari strategi tersebut, ESTI berhasil menurunkan rugi bersih pada tahun 2020 sebesar 79,31% menjadi rugi US\$577.944.

Direktur perusahaan ESTI mengatakan perusahaan selalu menerapkan sejumlah strategi untuk menjaga kinerja, seperti peningkatan produktivitas, efisiensi, dan peningkatan kualitas produk. Berdasarkan strategi menjaga kinerja selama masa resesi ekonomi, ESTI berhasil mendapatkan laba pada tahun 2021 sebesar US\$1,61 juta atau meningkat sebesar 379,01% dari tahun sebelumnya. Dalam situasi ekonomi yang tidak pasti, ESTI juga melakukan pengendalian biaya secara efektif dan memasuki pemasaran secara *online* untuk meningkatkan pendapatan ESTI. Pada tahun 2022, ESTI mengalami penurunan laba bersih sebesar 95,89% dari tahun sebelumnya menjadi US\$66.319 yang disebabkan *lockdown* di China yang memengaruhi jadwal pengiriman untuk pasar ekspor (Agung, 2022)

Namun, kinerja ESTI dinilai cukup pada tahun 2022 dan terus menerapkan strategi untuk menjaga kinerja tersebut melalui pengendalian biaya, produktivitas, efisiensi, dan peningkatan kualitas produk. Serangkaian strategi yang dijalani oleh ESTI menghasilkan laba yang besar pada tahun 2023 dengan peningkatan laba menjadi US\$1.303.481 atau meningkat sebesar 1.865,47% dari tahun sebelumnya. Berdasarkan kasus ESTI, mengetahui indikasi adanya *financial distress* dapat membantu manajer dan pemegang kepentingan lainnya dalam menyusun rencana atau strategi dalam menangani permasalahan kesulitan keuangan, seperti ESTI yang berhasil mengatasi masalah kesulitan keuangan. Oleh karena itu, penting bagi perusahaan untuk mengetahui kesulitan keuangan sehingga dapat menyusun strategi mengatasi kesulitan keuangan.

Dalam memprediksi kesulitan keuangan, terdapat beberapa model yang dapat digunakan melalui informasi dari laporan keuangan, salah satunya adalah melalui analisis diskriminan. Salah satu model analisis diskriminan yang digunakan untuk memprediksi *financial distress* adalah *Altman Z-Score*. *Altman Z-Score* adalah model analisis yang dikembangkan oleh Altman sebagai referensi investor dan manajer investasi untuk menghindari kesalahan dalam berinvestasi akibat kesulitan keuangan. Refrigianto (2017) dalam Hakim et al. (2020) menjelaskan model *altman Z-score* yang pertama dikembangkan pada tahun 1968 dengan menerapkan fungsi diskriminan yang terdiri dari lima jenis rasio keuangan, yakni rasio modal kerja

terhadap jumlah aset, rasio saldo laba ditahan terhadap jumlah aset, rasio laba sebelum bunga dan pajak terhadap jumlah aset, rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku jumlah liabilitas, dan rasio penjualan terhadap jumlah aset.

Pada tahun 1995, Altman mengembangkan model analisis diskriminan yang baru sebagai alat ukur untuk memprediksi kebangkrutan yang dapat digunakan untuk semua jenis perusahaan, seperti manufaktur dan non-manufaktur. Model baru ini mengeliminasi variabel X5 (rasio penjualan terhadap total aset) karena hubungan fluktuasi secara signifikan antara industri dengan ukuran aset yang berbeda sehingga perhitungan model baru menjadi 4 variabel yang terdiri dari rasio modal kerja terhadap jumlah aset, rasio saldo laba ditahan terhadap jumlah aset, rasio laba sebelum bunga dan pajak terhadap jumlah aset, dan rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai buku liabilitas (Rohim et al., 2024).

Rashid et al. (2023) menjelaskan Altman meningkatkan model *Z-score* dengan menambahkan elemen konstan ke dalam persamaan perhitungan *z-score* atas kebutuhan negara-negara berkembang. Altman melakukan penyesuaian lebih lanjut dengan memasukkan konstanta tambahan sebesar 3,25 yang bertujuan untuk meningkatkan efektivitas model dalam konteks negara berkembang. Model ini disebut juga *emerging market model (EM Z-score)*. Thinh et al. (2020) menjelaskan berdasarkan nilai *Z-Score*, Altman mengklasifikasikannya menjadi 3 klasifikasi, yaitu jika nilai $Z > 5,85$ artinya zona aman, jika nilai Z diantara 4,35 sampai dengan 5,85 artinya zona abu-abu, dan jika nilai $Z < 4,35$ artinya *distress zone*. Menurut International Monetary Fund (2023), Indonesia termasuk negara berkembang (*emerging market and developing economies*) sehingga rumus *EM Z-Score* dapat digunakan untuk negara Indonesia. Dalam penelitian ini, terdapat empat variabel yang diperkirakan memengaruhi *financial distress*, yaitu likuiditas, *leverage*, komisaris independen, dan arus kas operasi.

Variabel pertama yang memengaruhi *financial distress* adalah likuiditas. Weygandt et al. (2022) menjelaskan “likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang akan segera jatuh tempo pada satu tahun ke depan.” Dalam penelitian ini, likuiditas diproksikan dengan *current ratio*. Wahlen

et al. (2023) menjelaskan “*current ratio* adalah rasio yang menunjukkan jumlah kas yang tersedia ditambah dengan jumlah aset lancar lainnya yang dapat dikonversi ke kas dalam jangka waktu satu tahun terhadap jumlah kewajiban yang jatuh tempo. Rasio ini dihitung dengan cara *current assets* dibagi *current liabilities*.” *Current ratio* yang tinggi menandakan jumlah aset lancar tersedia untuk membayar kewajiban yang jatuh tempo. Namun, *current ratio* yang rendah menandakan jumlah aset lancar tidak cukup untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya.

Lessambo (2022) menjelaskan “*working capital ratio* biasa disebut sebagai *current ratio*, yaitu mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar sejumlah kewajiban jangka pendek dengan aset lancar. Ketika aset lancar melebihi kewajiban jangka pendek, hal ini menunjukkan perusahaan memiliki kecukupan modal untuk menjalankan operasi sehari-hari.” Hal ini juga menjelaskan bahwa aset lancar kurang dari kewajiban jangka pendek, perusahaan tidak memiliki kecukupan modal untuk menjalankan operasi sehari-hari. Apabila kecukupan modal kerja tidak mencukupi dapat menghambat aktivitas utama perusahaan.

Ketidacukupan *current asset* dalam memenuhi kewajiban jangka pendek disebabkan karena ketidakmampuan perusahaan mengelola asetnya dengan baik untuk dikonversi menjadi kas. Salah satunya adalah pengelolaan berupa piutang. Jika perusahaan tidak dapat menagih piutang dengan cepat, maka perusahaan akan mengalami kekurangan berupa kas. Penagihan piutang yang tidak cepat dapat disebabkan oleh penagihan yang tidak efektif karena tidak memiliki sistem yang terstruktur, seperti pengingatan jatuh tempo secara rutin, tidak memiliki prosedur penagihan yang jelas, dan kredit piutang yang tidak tepat sehingga meningkatkan risiko pelanggan yang tidak membayar atau menunda pembayaran. Apabila jumlah piutang yang tidak tertagih lebih besar maka dapat berdampak pada penghapusan piutang dan jumlah aset lancar berkurang. Kekurangan berupa kas dapat menghambat aktivitas bisnis perusahaan dalam membayar kewajiban perusahaan, seperti kewajiban jangka pendek. Hal tersebut yang menyebabkan jumlah kewajiban jangka pendek dapat menjadi lebih besar daripada jumlah aset lancar. Dengan demikian, *working capital* perusahaan dapat menjadi rendah. *Working*

capital yang rendah dapat memengaruhi perhitungan *Altman Z''-Score*, yaitu *working capital to total asset ratio* akan menurun sehingga nilai *Altman Z''-Score* juga menjadi rendah.

Nilai *working capital* yang rendah juga menunjukkan tidak adanya kecukupan modal kerja perusahaan dalam operasi rutin perusahaan, seperti pembayaran gaji. Apabila perusahaan tidak memiliki kemampuan membayar gaji maka akan menimbulkan penurunan produktivitas pegawai dalam melakukan pekerjaan sehingga berdampak pada penurunan pendapatan. Pendapatan yang menurun tidak memengaruhi jumlah beban karena perusahaan akan terus mengeluarkan beban operasional seperti beban utilitas. Jika jumlah pendapatan lebih kecil daripada jumlah beban dapat menyebabkan nilai *earnings before interest and taxes (EBIT)* juga akan menurun. Nilai *EBIT* yang menurun dapat menyebabkan rasio *EBIT to Total Asset* menurun pada perhitungan *Altman Z''-Score* sehingga nilai *Altman Z''-Score* akan menjadi rendah.

Nilai *EBIT* yang kecil juga dapat memengaruhi laba bersih menjadi lebih rendah apabila tidak ada pendapatan lain-lain yang dapat menutupi rendahnya nilai *EBIT*. Jika nilai laba bersih rendah maka dapat menurunkan nilai *retained earnings* perusahaan sehingga menyebabkan menurunnya nilai rasio *retained earnings to total assets* pada perhitungan *Altman Z''-Score* dan nilai *Altman Z''-Score* menjadi rendah. Penurunan pada nilai *retained earnings* memengaruhi pada jumlah ekuitas sehingga jumlah ekuitas juga akan menurun. Apabila jumlah ekuitas lebih kecil daripada jumlah liabilitas maka dapat menyebabkan menurunnya rasio *book value of equity to total liabilities* pada perhitungan *Altman Z''-Score* sehingga nilai akhir *Z''-Score* juga menjadi rendah.

Nilai *Altman Z''-Score* yang rendah dapat meningkatkan potensi *financial distress* pada perusahaan sehingga likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress*. Penjelasan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan Susanti & Takarini (2022) dengan hasil likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*. Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Dirman

(2020) yang menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Variabel kedua yang memengaruhi *financial distress* adalah *leverage*. Lessambo (2022) menjelaskan “*leverage ratio* atau *solvency ratio* adalah rasio kemampuan perusahaan untuk mempertahankan operasinya tanpa batas waktu dengan membandingkan tingkat utang dengan ekuitas, aset, dan laba. Rasio *leverage* mengidentifikasi masalah kelangsungan usaha dengan kemampuan perusahaan membayar tagihan dalam jangka panjang.” Pada penelitian ini, *leverage* diproksikan dengan *debt to equity ratio*. Humphreys et al. (2023) menjelaskan “*debt to equity ratio* mengukur proporsi utang dibandingkan dengan ekuitas perusahaan. Rasio ini dihitung dengan cara jumlah liabilitas dibagi dengan jumlah ekuitas pemegang saham.”

Debt to equity ratio yang tinggi menandakan bahwa jumlah liabilitas lebih besar daripada jumlah ekuitas pemegang saham. Jumlah liabilitas yang besar dapat menyebabkan jumlah kewajiban perusahaan semakin besar untuk memenuhi kewajiban tersebut termasuk bunga. Jika perusahaan tidak menggunakan liabilitas secara efektif dapat menyebabkan kondisi kinerja menurun akibat beban yang besar. Contoh, perusahaan membeli peralatan menggunakan utang dengan harapan peralatan tersebut memberikan *return* bagi perusahaan. Apabila perusahaan tidak menggunakan peralatan tersebut secara efektif maka perusahaan tidak akan mendapatkan *return* yang diharapkan oleh perusahaan tetapi tetap mengakui beban depresiasi dari peralatan tersebut dan menyebabkan besarnya jumlah beban operasi. Hal ini menandakan penggunaan liabilitas yang digunakan perusahaan tidak berperan untuk meningkatkan pendapatan.

Beban operasi yang terus meningkat tanpa adanya pendapatan yang seimbang dapat menyebabkan menurunnya nilai *EBIT* sehingga nilai rasio *EBIT to Total Asset* juga akan menurun yang berimbas pada penurunan nilai *Altman Z*’-Score. Penurunan *EBIT* dapat menyebabkan laba bersih perusahaan juga akan menurun tanpa diimbangi pendapatan lain-lain yang menutupi penurunan laba bersih. Penurunan laba bersih dapat menyebabkan nilai *retained earnings* perusahaan akan

menurun dan menurunnya nilai *retained earnings to total assets ratio* pada perhitungan *Altman Z*'-Score sehingga nilai *Altman Z*'-Score dapat menjadi rendah.

Penurunan nilai *retained earnings* dapat memengaruhi nilai ekuitas karena *retained earnings* merupakan bagian dari ekuitas. Penurunan nilai ekuitas dapat menyebabkan meningkatnya nilai liabilitas karena perusahaan akan melakukan pendanaan dari liabilitas. Oleh karena itu, nilai ekuitas menjadi lebih rendah dari nilai liabilitas sehingga menyebabkan menurunnya rasio *book value of equity to total liabilities* dan nilai *Altman Z*'-Score menjadi rendah. Peningkatan pendanaan dari liabilitas dapat meningkatkan *current liabilities* sehingga jumlah *working capital* dapat semakin rendah jika tidak diiringi penambahan *current asset* yang seimbang. Jumlah *working capital* yang menurun dapat menyebabkan menurunnya rasio *working capital to total asset* sehingga nilai *Altman Z*'-Score menjadi lebih rendah.

Rendahnya nilai *Altman Z*'-Score dapat meningkatkan tingkat *financial distress* sehingga *leverage* berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Susanti & Takarini (2022) dengan hasil *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap *financial distress* tapi tidak sejalan dengan penelitian Pratiwi & Sudiyatno (2022) yang menyatakan *leverage* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Variabel ketiga yang memengaruhi *financial distress* adalah komisaris independen. Syofyan (2021) menjelaskan “komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan direksi, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat memengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata untuk kepentingan perseroan”. Komisaris independen berfungsi sebagai kerangka kerja untuk menerapkan prinsip-prinsip tata kelola perusahaan yang baik sehingga keberadaan dan operasi perusahaan dapat ditata ulang secara baik. Komisaris independen tidak memiliki kewajiban secara pribadi terhadap bisnis atau manajemen lainnya karena bersifat

tidak terikat. Selain itu, komisaris independen memiliki tanggung jawab untuk melindungi para pemegang saham dan memastikan bahwa bisnis bebas dari kejahatan pasar modal dan kegiatan penipuan di dalam suatu perusahaan. Dalam penelitian ini, komisaris independen diprosikan dengan proporsi jumlah komisaris independen.

Dalam Peraturan OJK No. 33/POJK.04/2014 Pasal 20 ayat (3) berbunyi “dalam hal dewan komisaris terdiri lebih dari 2 (dua) orang anggota Dewan Komisaris, jumlah Komisaris Independen wajib paling kurang 30% (tiga puluh persen) dari jumlah seluruh anggota dewan komisaris.” “Jumlah proporsi komisaris independen dihitung dengan cara jumlah anggota komisaris independen dibagi dengan jumlah seluruh anggota dewan komisaris” (Setyawan & Aryati, 2023).

POJK No. 33/POJK.04/2014 pasal 28 menjelaskan salah satu tugas dewan komisaris adalah “Dewan Komisaris bertugas melakukan pengawasan dan bertanggung jawab atas pengawasan terhadap kebijakan pengurusan, jalannya pengurusan pada umumnya, baik mengenai Emiten atau Perusahaan Publik maupun usaha Emiten atau Perusahaan Publik, dan memberi nasihat kepada Direksi”. Dalam Komisaris independen memiliki tugas untuk mengarahkan, memberi nasihat, dan menilai strategi perusahaan serta memastikan perusahaan memiliki tata kelola yang baik dan mematuhi peraturan. Karunia & Rusyfan (2021) menjelaskan “tujuan dibentuknya komisaris independen adalah untuk mengendalikan dan mengondisikan iklim perusahaan agar tetap kondusif, objektif, mandiri, penuh kewajaran, terjadi keseimbangan antara hak investor minoritas dan investor mayoritas serta pemangku kepentingan lainnya. Komisaris independen diperlukan untuk mewujudkan perusahaan berbasis *Good Corporate Governance (GCG)* dan tidak sedikit perusahaan mengalami keterpurukan dan bangkrut akibat buruknya sistem *Good Corporate Governance* yang dijalankan.” Karunia & Rusyfan (2021) menerangkan “ketika menerapkan *Good Corporate Governance*, perusahaan harus memaksimalkan sumber daya manusia yang dimiliki. Perihal pengawasan jalannya manajemen perusahaan dibutuhkan dewan komisaris independen yang akan menjalankan tugas pengawasan sehingga keberhasilan dalam proses pengawasan

dipengaruhi oleh jumlah anggota dewan komisaris.” Dengan demikian, perusahaan dengan jumlah komisaris independen hanya sebesar batas minimum yang ditetapkan oleh POJK dapat mengurangi pengawasan independen yang efektif bagi perusahaan yang memiliki kompleksitas yang tinggi.

Apabila tata kelola perusahaan tidak diawasi secara efektif oleh pihak yang independen dapat menyebabkan masalah prosedur dalam perusahaan seperti ketidakefisienan perusahaan dalam memilih strategi yang dilakukan oleh dewan direksi. Contohnya adalah transaksi pihak berelasi. Setiap perusahaan pada umumnya memiliki transaksi pihak berelasi baik dalam bentuk utang maupun piutang. Menurut PSAK 224 (IAI, 2024) tentang pengungkapan pihak-pihak berelasi menjelaskan “transaksi pihak berelasi adalah suatu pengalihan sumber daya, jasa atau kewajiban antara entitas pelapor dengan pihak-pihak berelasi, terlepas apakah ada harga yang dibebankan.”

Dalam PSAK 224 Paragraf 6, tujuan pengungkapan pihak-pihak berelasi adalah “suatu hubungan dengan pihak-pihak berelasi dapat berpengaruh terhadap laba rugi dan posisi keuangan entitas. Pihak-pihak berelasi dapat menyepakati transaksi di mana pihak-pihak yang tidak berelasi tidak dapat melakukannya. Sebagai contoh, entitas yang menjual barang kepada entitas induknya pada harga perolehan, mungkin tidak menjual dengan persyaratan tersebut kepada pelanggan lain. Juga, transaksi antara pihak-pihak berelasi mungkin tidak dilakukan dalam jumlah yang sama, seperti dengan pihak-pihak yang tidak berelasi.”

Transaksi pihak berelasi merupakan transaksi yang menunjukkan adanya hubungan dengan perusahaan oleh karena itu pihak independen diperlukan dalam penentuan harga transaksi pihak berelasi. Karunia dan Rusyfan (2021) menjelaskan salah satu tugas komisaris independen adalah mengawasi dan menangani isu terjadinya kepentingan yang berlawanan, penyelewengan kekuasaan, dan rekayasa data perusahaan yang menjerat manajemen, direksi, dan anggota dewan komisaris. Oleh karena itu, komisaris independen juga memiliki peran untuk memberikan persetujuan atas transaksi pihak berelasi untuk menilai kewajaran harga transaksi dan transparansinya sebagai pihak yang independen.

Komisaris independen memiliki tugas untuk menasihati direksi agar tidak salah dalam menentukan harga transaksi pihak berelasi. Hal ini untuk mendukung *internal control* yang dilakukan perusahaan agar tidak menyebabkan kerugian bagi perusahaan dan pemegang saham. Jika harga transaksi tidak wajar maka dapat berakibat pada pendapatan yang dihasilkan dan beban yang dikeluarkan oleh perusahaan. Oleh karena itu, perlunya perbandingan transaksi berelasi dengan jumlah transaksi secara keseluruhan untuk mengukur kewajaran transaksi berelasi tersebut. Apabila pengawasan dan kontrol dari pihak independen kurang efektif maka dapat menyebabkan aksi kecurangan sehingga adanya transaksi yang tidak diungkapkan secara transparan.

Hal tersebutlah yang menyebabkan timbulnya *agency cost*, seperti biaya audit internal sebagai *monitoring cost*. Audit internal merupakan bagian komite audit yang dibentuk oleh komisaris independen untuk mengendalikan tata kelola perusahaan. Dengan adanya *agency cost*, perusahaan meningkatkan jumlah beban operasional. Jumlah beban operasional yang meningkat tanpa adanya peningkatan jumlah pendapatan yang seimbang dapat menyebabkan jumlah *EBIT* perusahaan menjadi rendah sehingga menurunnya nilai rasio *EBIT to Total assets* dan nilai *Altman Z''-Score* menjadi rendah. *EBIT* yang rendah dapat mengakibatkan nilai laba bersih perusahaan menurun sehingga memengaruhi nilai *retained earnings* perusahaan menjadi rendah. Hal tersebut dapat menyebabkan nilai rasio *retained earnings to total assets* menjadi turun dan nilai *Altman Z''-Score* menjadi lebih rendah. Penurunan *retained earnings* dapat menyebabkan turunnya nilai ekuitas sehingga nilai ekuitas menjadi rendah dan nilai liabilitas meningkat. Jika nilai ekuitas lebih rendah daripada jumlah liabilitas maka rasio *book value of equity to total liabilities* dapat menurun sehingga nilai *Altman Z''-Score* menjadi rendah.

Peningkatan pada liabilitas juga memengaruhi meningkatnya jumlah *current liabilities*. Jumlah *current liabilities* yang meningkat tanpa adanya penambahan *current assets* yang seimbang dapat menyebabkan nilai *working capital* perusahaan menurun. Jika nilai *working capital* perusahaan menurun dapat menyebabkan

turunnya rasio *working capital to total assets* dan nilai *Altman Z*''-Score menjadi lebih rendah.

Nilai *Altman Z*''-Score yang rendah menunjukkan tingginya tingkat perusahaan mengalami *financial distress* sehingga komisaris independen berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Penjelasan tersebut sejalan dengan penelitian Setyawan & Aryati (2023) yang menyatakan komisaris independen memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress* tapi tidak sesuai dengan penelitian Aisyah & Afriyenti (2022) yang menyatakan komisaris independen tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Variabel terakhir yang memengaruhi *financial distress* adalah arus kas operasi. Kieso et al. (2020) menjelaskan " arus kas operasi adalah jumlah arus kas yang diperoleh dari aktivitas operasi dan indikator utama mengenai operasi perusahaan menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi entitas, membayar dividen, dan melakukan investasi baru tanpa harus mencari sumber pendanaan dari luar." Dalam penelitian ini, arus kas operasi diproksikan dengan *operating cash flow ratio*. Menurut Fahlevi & Marlinah (2018) dalam Rosalika et al. (2024), *operating cash flow ratio* dihitung dengan cara *operating cash flow* dibagi dengan jumlah *current liabilities*.

Operating cash flow ratio mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya dengan kas yang didapatkan dari aktivitas operasi perusahaan. Rendahnya nilai *operating cash flow ratio* menandakan bahwa aktivitas operasi perusahaan tidak mampu untuk menghasilkan kas sehingga ada kemungkinan tidak dapat memenuhi kewajiban jangka pendek. Ketidakmampuan perusahaan menghasilkan kas dari aktivitas operasi menunjukkan efektivitas kegiatan operasi perusahaan yang menurun. Efektivitas perusahaan yang menurun dapat disebabkan karena efisiensi perusahaan yang rendah dalam mengelola aset. Contohnya adalah penggunaan inventaris perusahaan.

Salah satu sumber penerimaan kas yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan adalah pendapatan utama, seperti pendapatan jasa atau penjualan. Dalam

memperoleh pendapatan, perusahaan menggunakan aset seperti mesin sebagai sumber daya yang menunjang aktivitas operasional perusahaan. Mesin dapat digunakan untuk menunjang produktivitas karyawan dalam melakukan pekerjaan. Jika perusahaan tidak menggunakan mesin dengan tepat maka akan berdampak pada produktivitas karyawan.

Contohnya adalah penggunaan mesin yang tidak sesuai dengan *Standard Operating Procedure (SOP)* dapat menyebabkan pemborosan beban seperti beban perbaikan dan *impairment loss*. Pemborosan beban memungkinkan penggunaan yang tidak tepat dapat mempercepat keausan (*obsolescence*) atau menyebabkan mesin rusak sehingga memerlukan beban perbaikan yang tinggi. Beban perbaikan yang tinggi dapat menyebabkan pengeluaran kas lebih besar. Jika jumlah kas yang dikeluarkan lebih besar untuk beban operasional maka akan menyebabkan kekurangan kas untuk membayar operasional lainnya seperti membayar gaji karyawan sehingga berdampak pada produktivitas perusahaan. Hal ini dapat mengakibatkan nilai *current asset* perusahaan menurun sehingga nilai *working capital* menurun. Penurunan nilai *Working Capital* dapat mengakibatkan rasio *Working Capital to total assets* menjadi rendah sehingga menurunnya nilai *Altman Z''-Score*.

Penurunan *working capital* yang menyebabkan penurunan produktivitas dapat memengaruhi proses bisnis operasional perusahaan dalam mendapatkan pendapatan sebagai sumber utama penghasilan perusahaan. Penurunan jumlah pendapatan dapat menyebabkan penurunan jumlah pemasukan arus kas operasi. Nilai arus kas operasi juga berkurang karena beban operasional yang meningkat. Penurunan pendapatan dengan peningkatan beban operasional berupa beban depresiasi dan beban perbaikan dapat menurunkan jumlah *EBIT* sehingga memengaruhi rasio *EBIT to Total Assets* menjadi rendah dan menurunnya nilai *Altman Z''-Score*.

Selain itu, karena adanya penggunaan yang tidak sesuai dengan *SOP* dapat menyebabkan keausan pada mesin sehingga nilai *market value* dapat lebih rendah daripada *book value*. Hal ini menimbulkan *impairment loss*. *EBIT* yang rendah dan

adanya beban non-operasional lainnya seperti *impairment loss* dapat menyebabkan nilai *net income* menurun. Turunnya nilai laba bersih memengaruhi menurunnya nilai *retained earnings* sehingga nilai rasio *retained earnings to total asset* menurun dan nilai *Altman Z''-Score* menjadi rendah. Penurunan nilai *retained earnings* juga dapat menyebabkan turunnya nilai ekuitas. Nilai ekuitas yang menurun dapat meningkatkan jumlah liabilitas sebagai penyeimbang dalam posisi keuangan. Nilai ekuitas yang menurun daripada jumlah liabilitas dapat menyebabkan turunnya nilai rasio *book value of equity to total liabilities* sehingga nilai *Altman Z''-Score* menjadi rendah.

Rendahnya nilai *Altman Z''-Score* menunjukkan tingginya tingkat perusahaan mengalami *financial distress* sehingga arus kas operasi memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya oleh Putri (2021) yang menunjukkan arus kas operasi memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress*. Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Nathania & Vitariamettawati (2022) yang menunjukkan arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Susanti & Takarini (2022) dengan beberapa perbedaan dan pengembangan, yaitu:

1. Penelitian ini menambahkan dua variabel independen, yaitu variabel komisaris independen yang mengacu pada penelitian Setyawan & Aryati (2023) dan variabel arus kas operasi yang mengacu pada penelitian Putri (2021).
2. Penelitian ini tidak menggunakan kembali variabel profitabilitas dan aktivitas karena pada penelitian sebelumnya tidak menunjukkan adanya pengaruh terhadap *financial distress*.
3. Penelitian ini menggunakan model pengukuran yang berbeda dari penelitian dalam mengukur *financial distress* dari penelitian sebelumnya, yaitu menggunakan model *Altman Z-Score* yang dimodifikasi pada tahun 1995 (*Z''-Score*) yang mengacu pada penelitian Pramudita (2021).
4. Objek penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan pada sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada

tahun 2021 – 2023 sedangkan objek penelitian pada penelitian sebelumnya adalah perusahaan subsektor *retail trade* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2018 – 2020.

Berdasarkan latar belakang yang sudah dijelaskan, maka ditetapkan judul penelitian “**PENGARUH LIKUIDITAS, *LEVERAGE*, KOMISARIS INDEPENDEN, DAN ARUS KAS OPERASI TERHADAP *FINANCIAL DISTRESS* (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor *Consumer Cyclicals* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2021 – 2023)**”.

1.2 Batasan Masalah

Batasan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Variabel dependen yang diteliti dalam penelitian ini adalah *financial distress* yang diproksikan dengan *Altman Z-Score* modifikasi tahun 1995 (*Z*’-Score).
2. Variabel independen yang diteliti dalam penelitian ini adalah likuiditas dengan proksi *current ratio*, *leverage* dengan proksi *debt to equity ratio*, komisaris independen dengan proksi proporsi jumlah komisaris independen, dan arus kas operasi dengan proksi *operating cash flow ratio*.
3. Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan pada sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2021 – 2023.

1.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang, maka terdapat empat masalah yang dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* berpengaruh negatif terhadap *financial distress*?
2. Apakah *leverage* yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* berpengaruh positif terhadap *financial distress*?

3. Apakah komisaris independen yang diproksikan dengan proporsi jumlah komisaris independen berpengaruh negatif terhadap *financial distress*?
4. Apakah arus kas operasi yang diproksikan dengan *operating cash flow ratio* berpengaruh negatif terhadap *financial distress*?

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai:

1. Pengaruh negatif likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* terhadap *financial distress*.
2. Pengaruh positif *leverage* yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* terhadap *financial distress*.
3. Pengaruh negatif komisaris independen yang diproksikan dengan proporsi jumlah komisaris independen terhadap *financial distress*.
4. Pengaruh negatif arus kas operasi yang diproksikan dengan *operating cash flow ratio* terhadap *financial distress*.

1.5 Manfaat Penelitian

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

1. Bagi perusahaan
Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu perusahaan untuk mengenali faktor-faktor penyebab *financial distress* dan memprediksi kemungkinan terjadinya *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 diharapkan dapat membantu memberikan pemahaman bagi investor terkait kondisi keuangan perusahaan yang sehat dan 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 perusahaan yang sedang mengalami *financial distress* ataupun tidak, sehingga dapat membantu kreditur dalam proses pengambilan keputusan sebelum memberikan pinjaman kepada perusahaan.

4. Bagi peneliti selanjutnya

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

5. Bagi peneliti

Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu peneliti menambah pengetahuan mengenai keadaan keuangan dari perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan mengetahui indikator yang perlu diperhatikan dalam memprediksi *financial distress*.

1.6 Sistematika Penulisan

Sisematika penulisan penelitian ini dapat diuraikan sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini terdiri dari latar belakang penelitian, batasan masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II LANDASAN TEORI

Bab ini terdiri dari landasan teori yang menjelaskan mengenai *grand theory*, teori yang berkaitan dengan *financial distress* sebagai variabel dependen, dan teori-teori mengenai variabel independen, yaitu likuiditas, *leverage*, komisaris independen, dan arus kas operasi. Selain itu, pengaruh setiap variabel independen terhadap

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

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini terdiri dari gambaran umum dari objek penelitian, metode penelitian, variabel penelitian yang terdiri atas variabel dependen dan variabel independen, teknik pengumpulan data, teknik pengambilan sampel, dan teknik analisis 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.

