

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Tinjauan Teori

Tinjauan teori yang menjadi dasar pada penelitian ini adalah menggunakan teori dasar (*grand theory*) yaitu *trade-off theory*, ditambah dengan teori pendukung (*supporting theory*) berupa *pecking order theory* dan *signaling theory*. Selain itu, beberapa tinjauan teori lainnya juga akan menjelaskan mengenai setiap jenis variabel, yaitu *financial distress*, *financial flexibility*, *cash conversion cycle*, dan ukuran perusahaan, serta hubungan antara setiap variabel dengan teori yang ada.

2.1.1 *Trade-off Theory*

Trade-off theory adalah salah satu kerangka teori utama dalam literatur struktur modal (*capital structure*) yang menjelaskan bagaimana perusahaan menentukan tingkat utang yang optimal. Teori ini berawal dari asumsi bahwa penggunaan utang memberikan manfaat berupa penghematan pajak melalui *tax shield* (perlindungan pajak), tetapi sekaligus menimbulkan risiko berupa biaya kebangkrutan dan biaya *principal* yang semakin besar seiring meningkatnya proporsi utang (Kraus & Litzenberger, 1973). Dalam pandangan ini, perusahaan berusaha mencari titik keseimbangan antara manfaat pajak dari penggunaan utang dengan potensi kerugian yang ditimbulkan akibat meningkatnya risiko keuangan.

Menurut Frank & Goyal (2008), *trade-off theory* memandang bahwa setiap perusahaan memiliki target struktur modal yang berbeda-beda, tergantung pada karakteristik spesifik perusahaan, seperti profitabilitas, risiko bisnis, aset berwujud, dan tarif pajak efektif. Struktur modal yang optimal dicapai ketika manfaat tambahan dari penggunaan utang sama dengan biaya marjinal *distress* (kebangkrutan) yang ditanggung perusahaan. Hal ini berarti

bahwa keputusan pembiayaan perusahaan bukan hanya sekadar pilihan antara utang dan ekuitas, tetapi juga sebuah strategi untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan mempertimbangkan biaya dan manfaat yang berhubungan pada kedua sumber dana tersebut.

Lebih lanjut, Myers (2001) menjelaskan bahwa *trade-off theory* juga memberikan dasar bagi perilaku perusahaan dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi. Perusahaan yang terlalu agresif menggunakan utang berisiko mengalami kesulitan keuangan ketika terjadi penurunan arus kas, sedangkan perusahaan yang terlalu konservatif dalam menggunakan ekuitas dapat kehilangan peluang untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui manfaat pajak dari utang. Oleh karena itu, *trade-off theory* menekankan pentingnya keseimbangan dalam menentukan kebijakan struktur modal.

Meskipun berpengaruh besar dalam literatur keuangan, *trade-off theory* juga mendapatkan sejumlah argumen. Beberapa penelitian empiris menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan benar-benar mengikuti target struktur modal sesuai teori ini. Sebagai contoh, perusahaan yang mengalami kendala pembiayaan atau berada dalam pasar dengan asimetri (ketidakseimbangan) informasi yang tinggi sering kali lebih cenderung mengikuti prinsip *pecking order theory* ketimbang menyesuaikan diri dengan target utang jangka panjang (Frank & Goyal, 2008). Namun demikian, *trade-off theory* tetap menjadi konsep dasar yang penting dalam memahami keterkaitan antara penggunaan utang, biaya kebangkrutan, dan nilai perusahaan.

Dengan demikian, *trade-off theory* memberikan pemahaman mendasar mengenai bagaimana keputusan struktur modal memengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Teori ini relevan untuk digunakan dalam penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi potensi terjadinya *financial distress*, karena kesalahan dalam menyeimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang dapat meningkatkan risiko perusahaan memasuki kondisi *distress*.

2.1.2 *Pecking Order Theory*

Pecking order theory merupakan salah satu teori penting dalam literatur struktur modal yang menjelaskan preferensi perusahaan dalam memilih sumber pendanaan. Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984), yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan sumber dana internal (laba ditahan atau *retained earnings*) daripada dana eksternal (*external funding*), karena penggunaan dana eksternal berpotensi menimbulkan biaya akibat asimetri informasi. Apabila pendanaan eksternal tidak dapat dihindari, perusahaan cenderung memilih utang terlebih dahulu, kemudian menerbitkan ekuitas sebagai pilihan terakhir. Urutan ini mencerminkan preferensi untuk meminimalkan biaya informasi dan potensi dilusi kepemilikan.

Menurut Shyam-Sunder & Myers (1999), pemilihan pendanaan dalam *pecking order theory* bersifat hierarkis dan tidak mengasumsikan adanya target struktur modal tertentu. Dengan kata lain, perusahaan tidak secara aktif mengejar rasio utang (*debt ratio*) yang optimal seperti yang diasumsikan dalam *trade-off theory*, tetapi lebih berfokus pada penggunaan dana yang paling efisien sesuai dengan ketersediaannya. Perusahaan dengan arus kas internal yang kuat cenderung memiliki tingkat utang yang rendah, sementara perusahaan dengan kebutuhan investasi yang besar, namun terbatas arus kas internal, lebih bergantung pada utang eksternal.

Asimetri informasi menjadi landasan utama dari *pecking order theory*. Investor umumnya memiliki informasi yang lebih terbatas mengenai prospek perusahaan dibandingkan manajemen internal. Hal ini menyebabkan penerbitan ekuitas baru dapat diartikan negatif oleh pasar, karena dianggap sebagai sinyal bahwa perusahaan dinilai terlalu mahal (*overvalued*). Akibatnya, harga saham bisa menurun apabila perusahaan mengumumkan penerbitan saham baru (Myers & Majluf, 1984). Kondisi ini menjelaskan mengapa utang lebih disukai dibandingkan ekuitas ketika sumber pendanaan internal tidak mencukupi.

Meskipun teori ini memberikan penjelasan yang kuat terhadap pola preferensi pendanaan, sejumlah studi empiris menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan sepenuhnya mengikuti *pecking order theory*. Misalnya, Fama & French (2002) menemukan bahwa sebagian perusahaan tetap menyesuaikan struktur modalnya ke arah target tertentu, sehingga menunjukkan adanya kombinasi antara *trade-off theory* dan *pecking order theory* dalam praktik. Oleh karena itu, *pecking order theory* sering digunakan bersama teori lain untuk menjelaskan perilaku pembiayaan perusahaan secara lebih komprehensif.

Dengan demikian, *pecking order theory* memberikan landasan teoritis yang penting dalam memahami bagaimana perusahaan mengelola keputusan pendanaan, terutama ketika menghadapi keterbatasan dana internal dan adanya masalah asimetri informasi di pasar modal. Teori ini relevan dalam menjelaskan perilaku perusahaan dalam mengelola modal kerja dan kas, serta implementasinya terhadap risiko *financial distress*.

2.1.3 *Signaling Theory*

Signaling theory berkembang dari literatur ekonomi informasi, khususnya terkait asimetri informasi antara pihak internal perusahaan (manajer) dan pihak eksternal (investor). Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Spence (1973) dalam konteks pasar tenaga kerja, kemudian diadaptasi ke dalam literatur keuangan oleh Ross (1977). Dalam konteks perusahaan, *signaling theory* menjelaskan bahwa manajer memiliki informasi lebih banyak mengenai prospek dan kondisi perusahaan dibandingkan dengan investor, sehingga diperlukan sinyal (*signal*) yang dapat mengurangi kesenjangan informasi tersebut.

Dalam keuangan perusahaan, salah satu bentuk sinyal yang sering diamati adalah keputusan struktur modal, pembagian dividen, atau kualitas laporan keuangan. Ross (1977) menyatakan bahwa peningkatan penggunaan utang dapat dilihat sebagai sinyal positif mengenai prospek perusahaan, karena

hanya perusahaan yang berani menanggung risiko tambahan dari kewajiban utang adalah perusahaan yang memiliki arus kas kuat. Sebaliknya, jika perusahaan menghindari utang atau mengurangi pembagian dividen, hal itu dapat diinterpretasikan sebagai sinyal negatif oleh pasar.

Sejalan dengan itu, Connelly et al. (2010) menekankan bahwa efektivitas suatu sinyal bergantung pada 2 hal, yaitu *signal observability* (kemampuan pihak eksternal untuk mengamati sinyal yang dikirimkan) dan *signal cost* (biaya yang ditanggung manajer untuk mengirimkan sinyal tersebut). Jika *signal cost* tinggi dan hanya dapat ditanggung oleh perusahaan yang berkualitas, maka sinyal menjadi lebih kredibel. Misalnya, perusahaan besar dengan reputasi yang tinggi dapat menggunakan ukuran perusahaan sebagai sinyal stabilitas, yang kemudian dapat menurunkan risiko kesulitan keuangan.

Meskipun *signaling theory* sering digunakan untuk menjelaskan bagaimana perusahaan memberikan sinyal kepada pasar untuk mengurangi asimetri informasi, ada kritik bahwa konsep-konsep kunci dalam teori ini sering tidak jelas, sehingga interpretasi dan penerapan sinyal menjadi bervariasi antar penelitian. Sebuah kajian sistematis yang dilakukan oleh Bafera & Kleinert (2022) menemukan bahwa dalam literatur kewirausahaan terdapat “*signal constructs*” yang sangat banyak dan *overlapping* (bertumpuk), dan bahwa elemen-seperti *signal message*, *signal cost*, *receiver ability*, dan *environmental noise* belum didefinisikan secara konsisten di antara studi-studi yang berbeda, yang dapat menyebabkan hasil empiris yang sulit dibandingkan.

Secara keseluruhan, *signaling theory* memberikan konsep yang penting untuk memahami bagaimana perusahaan menyampaikan informasi kepada pasar melalui keputusan keuangan dan karakteristiknya. Teori ini relevan untuk menjelaskan bagaimana tindakan atau keputusan keuangan lain dari perusahaan dapat berfungsi sebagai sinyal tentang kekuatan atau kelemahan perusahaan, yang pada akhirnya memengaruhi persepsi risiko *financial distress*.

2.1.4 *Financial Distress*

Financial distress merupakan kondisi ketika perusahaan mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajiban keuangannya, baik kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang. Kondisi ini biasanya ditandai dengan adanya penurunan arus kas, tingginya beban utang, dan melemahnya kinerja operasional, sehingga perusahaan berpotensi menuju kebangkrutan apabila tidak segera melakukan perbaikan (Platt & Platt, 2002). Dengan kata lain, *financial distress* adalah tahap awal dari krisis keuangan yang dapat berujung pada likuidasi jika perusahaan gagal melakukan restrukturisasi atau perbaikan strategi.

Menurut Lee & Ivanov (2023), *financial distress* dapat dipandang sebagai jangkauan yang luas, mulai dari kesulitan keuangan ringan (misalnya penurunan laba dan keterlambatan pembayaran kewajiban) hingga kondisi yang lebih serius seperti kebangkrutan formal. Pemahaman ini penting karena tidak semua *distress* berakhir pada likuidasi, banyak perusahaan yang mampu keluar dari *distress* dengan restrukturisasi utang atau perbaikan efisiensi operasional.

Literatur keuangan menunjukkan bahwa terdapat sejumlah faktor yang dapat memicu *financial distress*, di antaranya tingginya *leverage* (peningkatan utang), lemahnya likuiditas, inefisiensi dalam pengelolaan modal kerja, dan faktor eksternal seperti volatilitas pasar atau krisis ekonomi. Altman (1968) mengembangkan model prediksi kebangkrutan yang terkenal, yakni *Z-Score*, yang menggunakan indikator rasio keuangan untuk memperkirakan probabilitas *distress* pada perusahaan. Model ini menjadi salah satu metode yang banyak digunakan hingga saat ini dalam studi prediksi *distress*.

Altman Z-Score pertama kali diperkenalkan oleh Edward I. Altman pada tahun 1968 melalui pendekatan analisis *Multivariate Discriminant* untuk mengukur probabilitas kebangkrutan perusahaan, khususnya pada perusahaan manufaktur publik di Amerika Serikat (Altman, 1968). Model awal ini dikenal sebagai *original Z-Score* dan menggunakan 5 rasio keuangan utama, yaitu

modal kerja terhadap total aset (X_1), laba ditahan terhadap total aset (X_2), laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset (X_3), nilai pasar ekuitas terhadap total liabilitas (X_4), dan penjualan terhadap total aset (X_5). Model ini terbukti mampu memprediksi potensi *financial distress* dengan tingkat akurasi yang cukup tinggi untuk periode dua tahun sebelum kebangkrutan. Formula dari model awal tersebut adalah sebagai berikut.

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5 \dots\dots\dots (2.1)$$

Keterangan:

- X_1 = *Working capital / Total assets*
- X_2 = *Retained earnings / Total assets*
- X_3 = *EBIT / Total assets*
- X_4 = *Market value of total equity / Total liabilities*
- X_5 = *Sales / Total assets*
- Z = *Z-score index*

Sumber: Altman, 1968

Berdasarkan perhitungan dari seluruh komponen, ketika perusahaan memiliki hasil Z lebih dari 2,99; maka perusahaan dapat diklasifikasikan pada zona aman, artinya perusahaan dalam kondisi sehat dan memiliki kemungkinan kecil untuk bangkrut. Jika hasil Z perusahaan berada di antara 1,81 hingga 2,99; maka perusahaan diklasifikasikan pada *grey area* (area abu-abu), situasi dimana perusahaan memiliki kondisi keuangan yang meragukan. Terakhir, jika perusahaan memiliki hasil Z di bawah 1,81; maka perusahaan berada pada zona *distress*, atau kondisi dimana perusahaan berisiko tinggi mengalami kebangkrutan.

Selanjutnya, pada tahun 1977, Altman bersama Haldeman dan Narayanan mengembangkan *ZETA Model* yang memperluas cakupan prediksi kebangkrutan tidak hanya pada perusahaan manufaktur, tetapi juga perusahaan dari sektor lain, termasuk ritel dan industri jasa. *ZETA Model* menggunakan 7 variabel keuangan dengan tujuan meningkatkan akurasi prediksi hingga 5 tahun

sebelum terjadinya kebangkrutan. Dengan adanya pengembangan ini, akurasi prediksi meningkat dan model menjadi lebih adaptif terhadap variasi kondisi perusahaan, dengan tingkat akurasi hingga 96% (Altman et al., 1977).

Kemudian, pada awal 1980-an, Altman memperkenalkan *Z'-Score* yang ditujukan bagi perusahaan privat. Perbedaan utama model ini dengan *Z-Score original* adalah penggunaan *book value of equity* sebagai pengganti *market value of equity* karena perusahaan privat tidak memiliki nilai pasar ekuitas yang terpublikasi. Model ini menjadi relevan untuk mengukur probabilitas kebangkrutan perusahaan yang tidak terdaftar di bursa, seperti banyak perusahaan menengah di berbagai negara berkembang. Rumus dari *Z'-Score* adalah sebagai berikut.

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5 \dots\dots\dots (2.2)$$

Keterangan:

- X_1 = *Working capital / Total assets*
- X_2 = *Retained earnings / Total assets*
- X_3 = *EBIT / Total assets*
- X_4 = *Book value of total equity / Total liabilities*
- X_5 = *Sales / Total assets*
- Z' = *Z-score index*

Sumber: Altman et al., 1977

Berdasarkan perhitungan menggunakan persamaan di atas, jika perusahaan menghasilkan Z' lebih dari 2,90; maka perusahaan berada dalam kondisi aman. Jika hasil Z' yang didapatkan perusahaan berada di antara 1,23 hingga 2,90; maka perusahaan tersebut diklasifikasikan dalam *grey area*. Sedangkan perusahaan dengan hasil Z' di bawah 1,23; maka perusahaan berada dalam kondisi *distress*.

Terakhir, Altman melakukan pengembangan terhadap rumus pengukurannya menjadi model baru bernama *Z''-Score* yang menghilangkan variabel *sales to total assets* karena dianggap kurang relevan di luar sektor

manufaktur. Dengan penyederhanaan ini, *Z''-Score* lebih sesuai digunakan pada perusahaan jasa, perdagangan, dan sektor lain yang tidak menjadikan penjualan sebagai faktor utama dalam perputaran aset. Model ini dikembangkan dengan tujuan agar risiko kebangkrutan dapat diperhitungkan untuk seluruh jenis perusahaan, baik perusahaan manufaktur maupun non-manufaktur. Rumus model terbarunya adalah sebagai berikut.

$$Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4 \dots\dots\dots (2.3)$$

Keterangan:

- X_1 = *Working capital / Total assets*
- X_2 = *Retained earnings / Total assets*
- X_3 = *EBIT / Total assets*
- X_4 = *Book value of total equity / Total liabilities*
- Z'' = *Z-score index*

Sumber: Altman, 2017

Berdasarkan hasil komponen dari persamaan di atas, jika hasil *Z* perusahaan lebih dari 2,60; maka perusahaan berada dalam kondisi aman. Jika perusahaan menghasilkan nilai *Z* antara 1,10 hingga 2,60; maka perusahaan berada dalam *gray area*. Terakhir, hasil *Z* yang berada di bawah 1,10 menandakan bahwa perusahaan berada dalam kondisi *distress*.

Seiring perkembangan penelitian, *financial distress* tidak hanya dipahami melalui rasio keuangan saja, tetapi juga melalui faktor non-keuangan, seperti tata kelola perusahaan, struktur kepemilikan, dan kondisi industri. Penelitian lebih baru menunjukkan bahwa integrasi faktor internal dan eksternal memberikan prediksi yang lebih akurat terhadap probabilitas *distress* (Waqas & Md-Rus, 2018). Dengan itu, maka *financial distress* dapat dijadikan sebagai dampak yang lebih kontekstual terhadap kondisi kebangkrutan perusahaan daripada sekadar rasio keuangan seperti solvabilitas dan likuiditas semata.

Tetapi, literatur terhadap *financial distress* memiliki kritik bahwa definisi dan pengukuran *distress* sering bervariasi antar penelitian. Sebagian

pengukuran *financial distress* menggunakan kriteria formal, seperti pengajuan kebangkrutan (*bankruptcy filing*), sementara lainnya menggunakan kriteria berbasis rasio keuangan tertentu, seperti menurunnya *interest coverage ratio* atau arus kas negatif (Vo, 2023). Variasi-variasi ini membuat hasil penelitian cukup sulit dibandingkan secara langsung. Namun demikian, secara umum, beberapa literatur sepakat bahwa *financial distress* merupakan tahap peringatan awal sebelum kebangkrutan, sehingga sangat penting untuk menjaga keberlangsungan perusahaan dengan memahami penyebab dan indikatornya.

2.1.5 Financial Flexibility

Financial flexibility (fleksibilitas keuangan) merupakan kemampuan yang dimiliki perusahaan untuk mengatur dan menyesuaikan keuangan perusahaan dalam rangka memenuhi kebutuhan pendanaan serta menghadapi kondisi yang tidak pasti. Konsep ini menekankan pada kapasitas perusahaan untuk mempertahankan likuiditas dan akses pembiayaan agar dapat melakukan investasi maupun memenuhi kewajiban jangka pendek dan jangka panjang. Gamba & Triantis (2008) menyatakan bahwa *financial flexibility* memberikan nilai tambah bagi perusahaan karena memungkinkan manajer melakukan respon terhadap perubahan kondisi pasar dengan lebih cepat dan meminimalisasi biaya yang timbul akibat keterbatasan modal.

Lebih lanjut, *financial flexibility* berhubungan erat dengan ketersediaan likuiditas dan kapasitas utang. Denis (2011) menjelaskan bahwa perusahaan dengan *financial flexibility* tinggi memiliki kemampuan lebih besar untuk mendanai investasi bernilai positif meskipun menghadapi tekanan eksternal. Dengan demikian, *financial flexibility* dapat dipandang sebagai salah satu determinan utama keberlangsungan perusahaan, karena memungkinkan terciptanya keseimbangan antara kebutuhan pembiayaan dan perlindungan terhadap risiko keuangan.

Dalam *trade-off theory*, *financial flexibility* berperan penting karena berkaitan dengan bagaimana perusahaan menyeimbangkan manfaat penggunaan utang, seperti penghematan pajak, dengan biaya kebangkrutan atau risiko *distress*. Byoun (2008) menegaskan bahwa perusahaan sering kali tidak langsung menyesuaikan struktur modal menuju target optimal, melainkan menahan kapasitas utang untuk menjaga fleksibilitas di masa depan. Hal ini berarti perusahaan secara strategis memilih untuk mengabaikan manfaat jangka pendek dari utang demi menghindari risiko keuangan yang lebih besar.

Selain itu, *financial flexibility* juga dapat dipahami sebagai mekanisme protektif yang menurunkan kemungkinan terjadinya *financial distress*. Sudiyatno & Puspitasari (2010) menyebutkan bahwa perusahaan yang menjaga *financial flexibility* memiliki kemampuan lebih besar dalam mengakses pasar modal, menyesuaikan kebijakan pembiayaan, dan menghadapi tekanan eksternal. Dengan demikian, *financial flexibility* bukan hanya dijadikan sebagai indikator saja, melainkan juga strategi manajerial yang mencerminkan keseimbangan jangka panjang dalam pengelolaan struktur modal.

2.1.6 Cash Conversion Cycle

Cash conversion cycle (CCC) merupakan salah satu indikator penting dalam manajemen modal kerja (*working capital management*) yang mengukur jumlah hari yang dibutuhkan perusahaan untuk mengonversi *inventory* (persediaan) dan piutang menjadi kas masuk dari aktivitas penjualan. Dengan kata lain, CCC menggambarkan berapa lama dana yang diinvestasikan dalam modal kerja (*working capital*) kembali menjadi kas melalui siklus operasi perusahaan. Menurut Richards & Laughlin (1980), CCC dihitung sebagai jumlah dari *Days Inventory Outstanding* (DIO) dan *Days Sales Outstanding* (DSO) dikurangi dengan *Days Payable Outstanding* (DPO). Saat ini, DIO disebut juga dengan *Inventory Conversion Period* (ICP), DSO disebut dengan *Average Collection Period* (ACP), dan DPO disebut sebagai *Payables Deferral*

Period (PDP) (Brigham et al., 2022). Semakin pendek siklus ini, semakin cepat perusahaan dapat memulihkan arus kas, yang berarti efisiensi pengelolaan modal kerja semakin baik.

CCC juga memiliki implikasi langsung terhadap likuiditas perusahaan. Lazaridis & Tryfonidis (2006) menemukan bahwa pengelolaan CCC yang efisien berhubungan positif dengan profitabilitas perusahaan karena mempercepat arus kas dan mengurangi kebutuhan pembiayaan eksternal. Dengan itu, CCC tidak hanya mencerminkan efisiensi operasional, tetapi juga menjadi faktor penting dalam menurunkan biaya modal dan meningkatkan kesehatan keuangan perusahaan.

Dalam *trade-off theory*, CCC dapat berperan dalam menyeimbangkan manfaat dan biaya yang timbul dari kebijakan *working capital*. Perusahaan yang menyimpan *inventory* terlalu lama atau memiliki periode penagihan piutang yang panjang akan meningkatkan kebutuhan pembiayaan eksternal, sehingga menimbulkan tambahan biaya bunga dan risiko *distress*. Sebaliknya, perusahaan yang mampu mengelola CCC secara optimal dapat mengurangi ketergantungan pada utang jangka pendek, sehingga dapat menurunkan potensi biaya kebangkrutan (Aktas et al., 2015). Hal ini menunjukkan bahwa pengelolaan CCC merupakan salah satu mekanisme manajerial dalam menjaga keseimbangan struktur modal sesuai *trade-off theory*.

Selain didefinisikan secara konseptual, CCC juga dapat dihitung menggunakan data laporan keuangan perusahaan. Brigham et al. (2022) menghitung CCC dengan menjumlahkan rata-rata periode piutang usaha dan rata-rata periode persediaan, kemudian dikurangi dengan rata-rata periode utang usaha. Formula yang digunakan adalah sebagai berikut.

$$\begin{array}{ccccccc} \textit{Cash} & & \textit{Inventory} & & \textit{Average} & & \textit{Payables} \\ \textit{Conversion} & = & \textit{Conversion} & + & \textit{Collection} & - & \textit{Deferral} \\ \textit{Cycle} & & \textit{Period} & & \textit{Period} & & \textit{Period} \\ \textit{(CCC)} & & \textit{(ICP)} & & \textit{(ACP)} & & \textit{(PDP)} \end{array} \dots (2.4)$$

Dimana:

$$- ICP = \frac{\text{Average Inventory}}{\text{Average Cost of Goods Sold per day}} = \frac{\left(\frac{\text{Inventory}_t + \text{Inventory}_{t-1}}{2} \right)}{\left(\frac{\text{COGS}}{365 \text{ days}} \right)} \dots\dots\dots (2.5)$$

$$- ACP = \frac{\text{Average Accounts Receivable}}{\text{Average Sales per day}} = \frac{\left(\frac{\text{Accounts Receivable}_t + \text{Accounts Receivable}_{t-1}}{2} \right)}{\left(\frac{\text{Sales}}{365 \text{ days}} \right)} \dots\dots (2.6)$$

$$- PCP = \frac{\text{Average Accounts Payable}}{\text{Average COGS per day}} = \frac{\left(\frac{\text{Accounts Payable}_t + \text{Accounts Payable}_{t-1}}{2} \right)}{\left(\frac{\text{COGS}}{365 \text{ days}} \right)} \dots\dots\dots (2.7)$$

Sumber: Brigham et al., 2022

Selain itu, CCC dapat pula ditinjau melalui perspektif *signaling theory*. Perusahaan dengan CCC yang efisien mengirimkan sinyal positif kepada investor bahwa manajemen mampu mengelola modal kerja dengan baik, menjaga arus kas operasional, dan mengurangi risiko keuangan. Hill et al. (2010) menegaskan bahwa kebijakan modal kerja yang konservatif, termasuk pengendalian CCC, dapat menjadi indikator disiplin keuangan dan kredibilitas manajerial. Sinyal tersebut pada akhirnya meningkatkan kepercayaan pasar terhadap stabilitas dan prospek perusahaan di masa depan.

2.1.7 Ukuran Perusahaan (*Firm's Size*)

Ukuran perusahaan (*firm's size*) merupakan salah satu variabel penting dalam literatur keuangan yang menggambarkan besarnya sumber daya dan kapasitas operasional yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Ukuran ini dapat diukur dengan berbagai indikator, seperti total aset, jumlah penjualan, kapitalisasi pasar, maupun jumlah karyawan. Menurut Dang et al. (2018), ukuran perusahaan merupakan faktor fundamental yang memengaruhi keputusan struktur modal, profitabilitas, dan tingkat risiko yang dihadapi perusahaan. Perusahaan dengan ukuran besar umumnya dianggap memiliki stabilitas lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil karena memiliki akses lebih mudah terhadap sumber pendanaan dan diversifikasi usaha yang lebih luas.

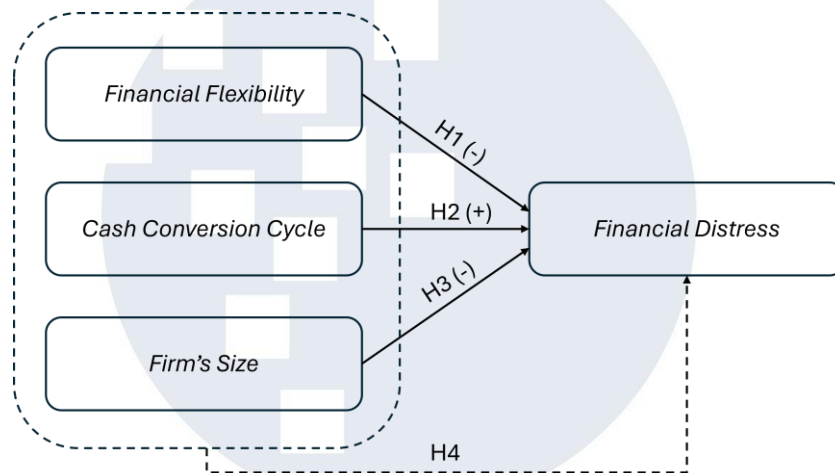
Ukuran perusahaan juga sering dikaitkan dengan risiko kebangkrutan dan kemungkinan terjadinya *financial distress*. Shumway (2001) menunjukkan bahwa perusahaan besar memiliki probabilitas bangkrut lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan kecil, karena perusahaan besar biasanya memiliki basis aset yang lebih kuat, serta kemampuan memperoleh dana eksternal dengan biaya yang lebih rendah. Temuan ini sejalan dengan konsep *trade-off theory*, di mana perusahaan besar memiliki biaya kebangkrutan yang lebih rendah, sehingga lebih leluasa dalam menyeimbangkan manfaat pajak dari utang dengan risiko *distress*.

Dalam perspektif *signaling theory*, ukuran perusahaan dapat menjadi sinyal bagi investor mengenai kualitas dan kredibilitas manajerial. Connelly et al. (2010) menekankan bahwa sinyal yang efektif haruslah terlihat (*observable*) dan mahal (*costly*) untuk ditiru oleh perusahaan lain. Ukuran perusahaan yang besar dapat menjadi sinyal positif bagi pasar karena menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan bertahan, akses pendanaan yang kuat, dan prospek jangka panjang yang stabil. Oleh karena itu, perusahaan besar cenderung lebih dipercaya oleh investor dan kreditor, sehingga berpotensi memiliki risiko *distress* yang lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil.

Selain itu, ukuran perusahaan juga berpengaruh terhadap kebijakan keuangan dan strategi investasi. Fama & French (2002) mengungkapkan bahwa perusahaan besar cenderung lebih memiliki struktur modal yang stabil dan kebijakan pembiayaan yang konsisten, sedangkan perusahaan kecil lebih fluktuatif dalam keputusan pendanaan. Hal ini memperkuat pandangan bahwa ukuran perusahaan tidak hanya menjadi indikator operasional, tetapi juga mencerminkan perusahaan dalam menjaga keseimbangan struktur modal.

2.2 Model Penelitian

Setelah dijelaskan terkait tinjauan teori dalam penelitian ini, peneliti menggunakan model penelitian berdasarkan setiap variabel penelitian yang digabungkan dari beberapa model lainnya. Dengan menggabungkan beberapa model penelitian sebelumnya, maka penulis membuat model penelitian sebagai berikut.



Gambar 2.1 Model Penelitian
Sumber: Data Penulis, diolah

Berdasarkan model penelitian yang dibuat pada Gambar 2.1, maka hipotesis penelitian yang dapat diuji pada penelitian ini adalah sebagai berikut.

- H₁: *Financial flexibility* berpengaruh secara negatif terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia.
- H₂: *Cash conversion cycle* berpengaruh secara positif terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia.
- H₃: *Firm's size* berpengaruh secara negatif terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia.
- H₄: *Financial flexibility*, *cash conversion cycle*, dan *firm's size* berpengaruh secara simultan terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia.

2.3 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan model penelitian yang telah dibuat penulis, maka terdapat beberapa hipotesis yang dapat dibentuk untuk penelitian ini.

2.3.1 Pengaruh *Financial Flexibility* terhadap *Financial Distress* Perusahaan

Financial flexibility sering dianggap sebagai salah satu faktor penting yang dapat membantu perusahaan menghadapi tekanan keuangan, terutama pada kondisi penuh ketidakpastian. Beberapa penelitian empiris menemukan adanya pengaruh signifikan *financial flexibility* terhadap *financial distress*. Seperti contoh, Wu et al. (2024) membuktikan bahwa *financial flexibility* berperan signifikan dalam menurunkan risiko *distress* pada perusahaan di Amerika Serikat selama periode pandemi karena perusahaan yang lebih fleksibel mampu mengakses sumber daya lebih likuid dan mempertahankan kinerja keuangan. Kemudian, penelitian yang dilakukan oleh Nashrullah & Khomsiyah (2024) juga menyatakan bahwa *financial flexibility* memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress* perusahaan, terutama pada pemerintah lokal di Indonesia. Selanjutnya, Han (2023) juga menegaskan bahwa *financial flexibility* menciptakan nilai bagi perusahaan dengan menyediakan cadangan likuiditas dan kapasitas utang yang dapat dimanfaatkan ketika menghadapi kesulitan keuangan, sehingga berperan signifikan dalam mencegah *distress*. Terakhir, penelitian yang dilakukan oleh Yasir & Alabassi (2020) menyatakan bahwa nilai dari *financial flexibility* berpengaruh secara negatif terhadap *financial failure* atau sama saja dengan *financial distress* perusahaan yang diukur dalam bentuk *Grover model*.

Meskipun demikian, tidak semua penelitian menemukan hasil yang konsisten. Beberapa studi justru menunjukkan bahwa *financial flexibility* tidak

berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*, bahkan berpengaruh secara positif. Pada penelitian yang sama, Wu et al. (2024) ternyata menemukan juga bahwa *financial flexibility* tidak berpengaruh terhadap *financial distress* perusahaan pada pasar China, yang mungkin menunjukkan bahwa peran *financial flexibility* lebih dipengaruhi oleh faktor-faktor lain dalam lingkungan pasar China dalam periode waktu yang berbeda. Selain itu, terdapat juga penelitian yang dilakukan oleh Garmaise & Natividad (2020) yang justru menunjukkan hubungan positif antara *financial flexibility* terhadap *financial distress* perusahaan, dimana *financial flexibility* ternyata dapat merusak hubungan perusahaan dan pihak pemberi pinjaman, mengakibatkan *financial distress* perusahaan cenderung dapat meningkat.

Perbedaan temuan ini dapat dijelaskan melalui *trade-off theory*. Teori ini menekankan bahwa perusahaan menyeimbangkan manfaat penggunaan utang dengan biaya kebangkrutan, sehingga *financial flexibility* seharusnya mengurangi kemungkinan *distress*. Namun, ketika faktor lain lebih dominan atau ketika perusahaan sudah berada pada tingkat *leverage* tinggi, dampak *financial flexibility* bisa melemah bahkan menjadi tidak signifikan. Oleh karena itu, berdasarkan teori dan studi yang telah dijelaskan sebelumnya, diajukan hipotesis bahwa *financial flexibility* berpengaruh secara negatif terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia.

H₁: *Financial flexibility* berpengaruh secara negatif terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia.

2.3.2 Pengaruh *Cash Conversion Cycle* terhadap *Financial Distress* Perusahaan

Cash Conversion Cycle (CCC) merupakan salah satu indikator penting dalam manajemen modal kerja yang menggambarkan lamanya waktu yang dibutuhkan perusahaan untuk mengubah investasi dalam persediaan dan piutang menjadi arus kas melalui penjualan. Semakin efisien suatu perusahaan

mengelola CCC, maka semakin kecil ketergantungannya pada pendanaan eksternal, yang pada akhirnya dapat menurunkan risiko kesulitan keuangan. Kim et al. (2024) menemukan bahwa CCC berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan tidak tercatat di Korea dengan hubungan berbentuk U (*U-shaped*), di mana baik CCC yang terlalu pendek maupun terlalu panjang sama-sama meningkatkan risiko *distress*. Temuan ini menunjukkan bahwa terdapat titik optimal dalam pengelolaan CCC untuk meminimalkan kemungkinan *distress*.

Selain itu, studi empiris juga mendukung adanya pengaruh signifikan CCC terhadap *financial distress* pada konteks perusahaan Indonesia. Andoko & Santana (2025) menemukan bahwa CCC memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor manufaktur di Indonesia yang terdaftar di BEI. Hal ini berarti semakin efisien pengelolaan CCC, semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami *distress*. Penelitian Sari et al. (2021) juga menguatkan hasil tersebut dengan menunjukkan bahwa CCC berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan manufaktur, karena periode konversi kas yang lebih cepat membantu perusahaan menjaga likuiditas dan mengurangi risiko kesulitan keuangan. Terakhir, penelitian yang dilakukan oleh Mwariri (2020) juga sejalan dengan hasil-hasil sebelumnya, dimana ditemukan bahwa *cash conversion cycle* memiliki pengaruh positif terhadap *financial distress* pada perusahaan terbuka yang terdaftar pada *Nairobi Security Exchange* (NSE).

Namun, terdapat pula penelitian yang menemukan bahwa pengaruh CCC terhadap *financial distress* tidak selalu signifikan. Olang (2021) menemukan bahwa pada perusahaan tertutup sektor penggilingan tepung dan produksi pakan ternak di Rwanda, salah satu negara di Afrika Tengah, CCC tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *financial distress*, yang mengindikasikan bahwa masih terdapat faktor lain yang lebih dominan dalam menjelaskan *distress*. Hal ini menunjukkan bahwa dampak CCC terhadap *distress* sangat kontekstual,

tergantung pada kondisi industri, ukuran perusahaan, serta lingkungan ekonomi dari masing-masing negara, bukan dari CCC itu sendiri.

Berdasarkan perbedaan temuan empiris tersebut, dapat disimpulkan bahwa meskipun beberapa penelitian menunjukkan adanya pengaruh signifikan, namun dalam konteks tertentu CCC dapat tidak berpengaruh langsung terhadap *distress*. Dengan demikian, berdasarkan penelitian-penelitian empiris yang telah dijelaskan sebelumnya, penelitian ini mengajukan hipotesis bahwa *cash conversion cycle* memiliki pengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia.

H₂: *Cash conversion cycle* berpengaruh secara positif terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia.

2.3.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Financial Distress* Perusahaan

Ukuran perusahaan (*firm's size*) merupakan salah satu faktor penting yang sering digunakan untuk menjelaskan perbedaan risiko kesulitan keuangan antar perusahaan. Perusahaan besar umumnya memiliki sumber daya lebih banyak, diversifikasi usaha lebih luas, serta akses yang lebih mudah ke pendanaan eksternal, sehingga dianggap memiliki risiko lebih kecil mengalami *financial distress* dibandingkan perusahaan kecil. Penelitian Isayas (2021) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan manufaktur, dengan hasil bahwa perusahaan berskala besar cenderung memiliki probabilitas *distress* yang lebih rendah. Temuan ini menguatkan pandangan bahwa ukuran perusahaan dapat berperan sebagai indikator keuangan perusahaan dalam menghadapi ketidakpastian.

Hasil serupa juga ditemukan oleh Fiyanti & Yanti (2025) yang meneliti perusahaan sektor manufaktur di Indonesia. Mereka menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*, karena semakin

besar perusahaan, maka semakin tinggi juga kepercayaan kreditor dan investor terhadap keberlangsungan bisnisnya. Penelitian lain oleh Wangsih et al. (2021) juga memperkuat hasil ini, di mana ukuran perusahaan terbukti signifikan menurunkan potensi *financial distress* pada perusahaan sektor properti dan *real estate*. Hal tersebut menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dapat memberikan sinyal positif bagi pasar mengenai stabilitas keuangan perusahaan, sesuai dengan konsep *signaling theory*.

Namun demikian, tidak semua penelitian memberikan hasil yang konsisten. Heniwati & Essen (2020) menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor manufaktur di Indonesia, yang mengindikasikan bahwa faktor lain, seperti profitabilitas dan *leverage*, lebih dominan dalam menentukan kondisi keuangan perusahaan. Penelitian lain oleh Sariroh (2020) juga melaporkan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan subsektor makanan dan minuman. Hasil ini menunjukkan bahwa meskipun perusahaan besar memiliki sumber daya yang lebih besar, hal tersebut tidak selalu menjamin terbebas dari risiko *financial distress*, karena kinerja operasional dan efisiensi manajerial menjadi faktor penting lain dalam memperkirakan *financial distress*.

Berdasarkan temuan-temuan tersebut, dapat disimpulkan bahwa meskipun mayoritas penelitian menunjukkan adanya pengaruh signifikan ukuran perusahaan terhadap *financial distress*, terdapat pula penelitian yang menemukan hasil tidak signifikan. Oleh karena itu, penelitian ini mengajukan hipotesis bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia.

H3: *Firm's size* berpengaruh secara negatif terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia.

2.3.4 Pengaruh *Financial Flexibility*, *Cash Conversion Cycle*, dan Ukuran Perusahaan terhadap *Financial Distress* Perusahaan

Berdasarkan uraian pada bagian sebelumnya, *financial flexibility* menjadi salah satu faktor penting dalam memengaruhi terjadinya *financial distress*. Perusahaan yang memiliki *financial flexibility* tinggi diperkirakan mampu menjaga likuiditas dan mengurangi risiko kesulitan keuangan. *Cash Conversion Cycle* (CCC) juga berperan dalam menentukan kesehatan keuangan perusahaan, dimana siklus konversi kas yang efisien dapat membantu mempercepat perputaran modal kerja, sekaligus menurunkan probabilitas *distress*. Sementara itu, ukuran perusahaan (*firm's size*) juga berperan dalam memberikan sinyal mengenai kapasitas dan stabilitas finansial, sehingga perusahaan besar umumnya dianggap lebih mampu bertahan dari tekanan keuangan dibandingkan perusahaan kecil.

Dengan mempertimbangkan ketiga variabel independen tersebut, dapat diasumsikan bahwa *financial flexibility*, *cash conversion cycle*, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap *financial distress*. Hubungan ini penting untuk dianalisis secara bersamaan karena ketiga faktor ini mencerminkan faktor internal perusahaan yang dapat menjadi penentu utama dalam mencegah *financial distress*, terutama pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia setelah masa pandemi COVID-19.

H₄: *Financial flexibility*, *cash conversion cycle*, dan ukuran perusahaan berpengaruh secara simultan terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor tekstil dan garmen di Indonesia.

2.4 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1 menunjukkan beberapa daftar penelitian terdahulu yang pernah menguji pengaruh antara setiap variabel independen terhadap variabel dependen penelitian.

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Judul Penelitian	Nama Peneliti	Hipotesis Variabel	Hasil Temuan
1	<i>Financial flexibility, firm performance, and financial distress: A comparative study of China and the U.S. during pandemics</i>	Wu et al. (2024)	<i>Financial flexibility</i> berpengaruh secara negatif terhadap <i>financial distress</i>	Signifikan secara negatif (-) pada pasar AS, tetapi tidak signifikan pada pasar China
2	<i>The Effect of Regional Financial Management on Financial Distress of Local Government in Indonesia</i>	Nashrullah & Khomsiyah (2024)	<i>Financial flexibility</i> berpengaruh menurunkan dampak negatif <i>financial distress</i> perusahaan	Secara statistik signifikan negatif (-)
3	<i>Analysis of Financial Flexibility and Financial Distress Costs</i>	Han (2023)	<i>Financial flexibility</i> berpengaruh secara negatif dalam menurunkan <i>financial distress</i> perusahaan	Secara statistik signifikan negatif (-)
4	<i>The Role of Financial Flexibility in Facing the Financial Failure Caused by the Corona Pandemic: An Analytical Study of a Sample of Companies Listed on the Iraqi Stock Exchange</i>	Yasir & Alabassi (2020)	<i>Financial flexibility</i> berpengaruh secara negatif terhadap <i>financial distress</i> perusahaan	Secara statistik signifikan negatif (-)
5	<i>Financial Flexibility: At What Cost?</i>	Garmaise & Natividad (2020)	<i>Financial flexibility</i> dapat merusak hubungan perusahaan dan pemberi pinjaman, meningkatkan <i>financial distress</i>	Secara statistik signifikan positif (+)
6	<i>U-shaped Relationship between Cash Conversion Cycle and Financial Distress: Evidence from Unlisted Companies in Korea</i>	Kim et al. (2024)	<i>Cash conversion cycle</i> berpengaruh secara negatif/ positif terhadap <i>financial distress</i> hingga titik optimal tertentu (<i>U-shaped relationship</i>)	Signifikan, yaitu CCC yang rendah dan tinggi menambah, sedangkan CCC yang moderat mengurangi
7	<i>The Influence Of Cash Conversion Cycle Toward Bankruptcy Risk Using Altman Z-Score</i>	Andoko & Santana (2025)	<i>Cash conversion cycle</i> berpengaruh secara positif terhadap <i>financial distress</i> perusahaan	Secara statistik signifikan positif (+)

8	<i>The Effect of Cash Conversion Cycle and Chief Executive Officer Power on Financial Distress and Leverage an Intervening Variable</i>	Sari et al. (2021)	<i>Cash conversion cycle</i> berpengaruh secara positif terhadap <i>financial distress</i> perusahaan dengan <i>leverage</i> sebagai intervensi	Secara statistik signifikan positif (+)
9	<i>The Association between working capital management and financial distress by listed firms in Kenya</i>	Mwariri (2020)	<i>Cash conversion cycle</i> berpengaruh terhadap penurunan <i>financial distress</i>	Secara statistik signifikan positif (+)
10	<i>Relationship Between Working Capital Management and Financial Distress: A Case of Manufacturing Industry in Rwanda</i>	Olang (2021)	<i>Cash conversion cycle</i> berpengaruh secara positif terhadap <i>financial distress</i>	Tidak berpengaruh signifikan
11	<i>Financial distress and its determinants: Evidence from insurance companies in Ethiopia</i>	Isayas (2021)	<i>Firm's size</i> berpengaruh secara negatif terhadap <i>financial distress</i>	Secara statistik signifikan negatif (-)
12	<i>The Effect of Corporate Governance, Leverage, and Firm Size on Financial Distress</i>	Fiyanti & Yanti (2025)	<i>Firm's size</i> memiliki efek secara negatif terhadap <i>financial distress</i>	Secara statistik signifikan negatif (-)
13	<i>Influence of Leverage, Firm Size, and Sales Growth on Financial Distress</i>	Wangsih et al. (2021)	<i>Firm's size</i> memiliki pengaruh negatif terhadap <i>financial distress</i>	Secara statistik signifikan negatif (-)
14	<i>Which Retail Firm Characteristics Impact on Financial Distress?</i>	Heniwati & Essen (2020)	<i>Firm's size</i> berpengaruh secara negatif terhadap <i>financial distress</i>	Tidak berpengaruh signifikan
15	Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap <i>Financial Distress</i> di Sektor Trade, Service, and Investment	Sariroh (2021)	Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kondisi <i>financial distress</i> perusahaan	Tidak berpengaruh signifikan

Sumber: Data Penulis, diolah