

BAB I

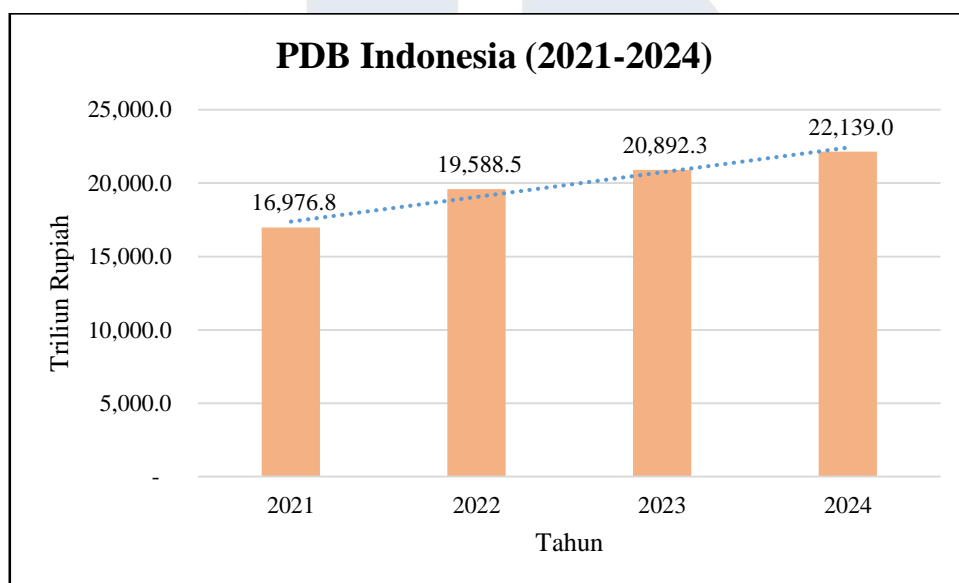
PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pandemi Covid-19 yang melanda Indonesia telah memberikan dampak yang cukup signifikan terhadap perekonomian Indonesia mulai dari awal kuartal II tahun 2020. Hal ini disebabkan oleh karena diberlakukannya peraturan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) oleh pemerintah guna memutus rantai penularan Virus Covid-19. Pemberlakuan PSBB ini menyebabkan penurunan pada perekonomian Indonesia, sehingga banyak perusahaan yang melakukan Pemutusan Hubungan Kerja (PHK) karena tidak mampu untuk membayar upah karyawan. Bahkan, beberapa perusahaan menyatakan dirinya mengalami kebangkrutan (Y. R. Pratiwi, 2022).

Sejak tahun 2021, aktivitas ekonomi domestik di Indonesia sudah mulai pulih kembali yang menyebabkan ekonomi Indonesia juga turut mencerminkan kinerja yang positif. Menurut Airlangga Hartarto selaku Menteri Koordinator Bidang Perekonomian, pertumbuhan ekonomi secara kumulatif pada tahun 2022 mencapai 5,31%. Pertumbuhan ini lebih tinggi dibandingkan rata-rata pertumbuhan sebelum pandemi yang tercatat sebesar 5% (Moegiarso, 2023). Kemudian, pada tahun 2023 dan 2024 ekonomi Indonesia juga terus mengalami pertumbuhan. Deni Surjantoro selaku Kepala Biro Komunikasi dan Layanan Informasi Kementerian Keuangan, mengatakan bahwa, meskipun memiliki basis yang tinggi (*high base*) pada tahun 2022, perekonomian Indonesia tetap mencatat pertumbuhan yang kuat, yaitu sebesar 5,04% (*year-on-year*) pada triwulan IV-2023 serta 5,05% secara keseluruhan pada tahun 2023 (Surjantoro, 2024). Menteri Keuangan Sri Mulyani Indrawati juga menyampaikan bahwa pertumbuhan ekonomi nasional mencapai 5,02 persen pada kuartal IV dan 5,03 persen pada tahun 2024, yang mencerminkan bahwa perekonomian Indonesia tumbuh kuat dan tetap stabil sepanjang tahun 2024 (Silfia, 2025).

Hal tersebut juga dapat dibuktikan melalui Produk Domestik Bruto (PDB) yang terus mengalami peningkatan dari tahun 2021 hingga tahun 2024. Produk Domestik Bruto (PDB) merupakan gambaran dari nilai pasar semua barang dan jasa yang diproduksi di suatu wilayah dalam periode tertentu, sehingga PDB dapat digunakan untuk mengukur perkembangan ekonomi pada suatu negara (Badan Pusat Statistik, 2024b). Berikut merupakan data Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia berdasarkan harga berlaku dari tahun 2021 hingga tahun 2024:

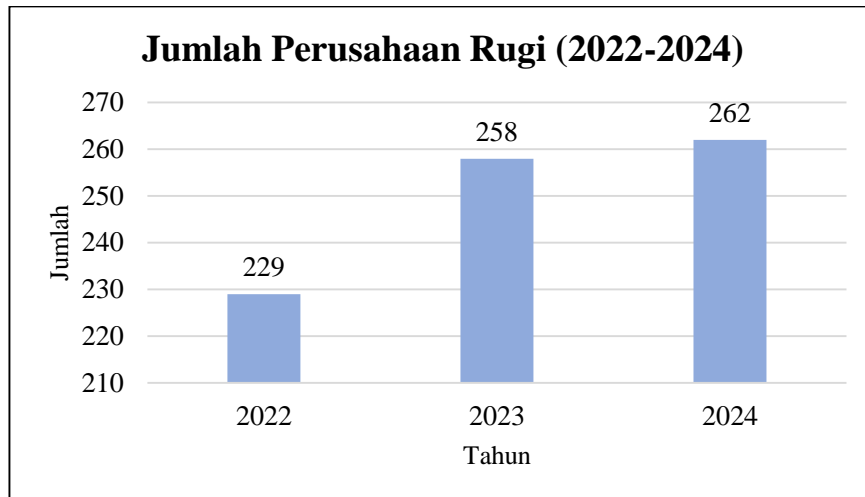


Gambar 1.1 Produk Domestik Bruto (PDB) Tahun 2021-2024
Sumber: Badan Pusat Statistik (2024) dan Badan Pusat Statistik (2025)

Berdasarkan Gambar 1.1 dapat dilihat bahwa Produk Domestik Bruto (PDB) dari tahun 2021 sampai 2024 terus mengalami peningkatan. Febrio Kacaribu, selaku Kepala Badan Kebijakan Fiskal (BKF) Kemenkeu mengatakan bahwa kuatnya pertumbuhan ekonomi Indonesia disebabkan oleh adanya pertumbuhan konsumsi masyarakat, yaitu sebesar 5,23% (*year-on-year*) yang menandakan bahwa daya beli masyarakat tetap terjaga (Indraini, 2023).

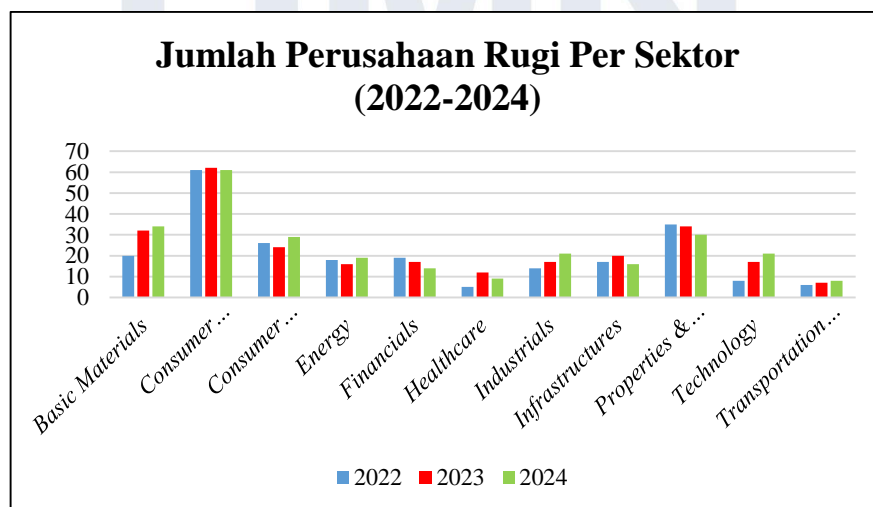
Meskipun perekonomian Indonesia menunjukkan pertumbuhan yang positif, tetapi hal tersebut belum sepenuhnya tergambar pada kinerja perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hal ini dapat dilihat melalui jumlah perusahaan mengalami kerugian yang terus meningkat dari tahun

2022 hingga 2024. Berikut merupakan grafik jumlah perusahaan yang mengalami kerugian selama periode tersebut:



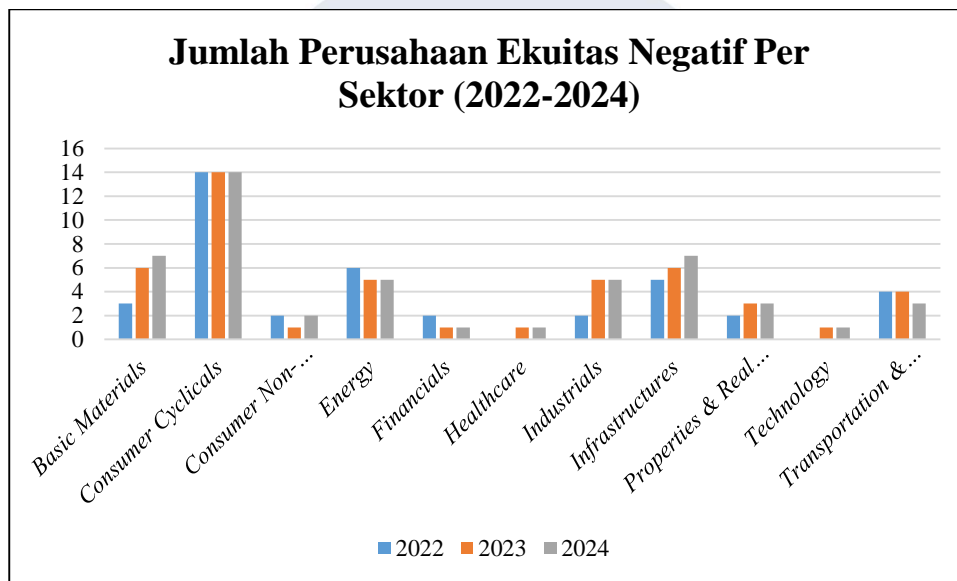
Gambar 1.2 Jumlah Perusahaan Mengalami Kerugian Tahun 2022-2024
Sumber: Bursa Efek Indonesia (2026a)

Berdasarkan Gambar 1.2, terlihat bahwa jumlah perusahaan yang mengalami kerugian terus meningkat dari tahun 2022 hingga 2024, dengan proporsi kerugian sebesar 27,66% pada tahun 2022, 28,48% pada tahun 2023, dan 27,67% pada tahun 2024. Perusahaan-perusahaan tersebut berasal dari berbagai sektor. Berikut merupakan data jumlah perusahaan yang mengalami kerugian per sektor selama periode 2022–2024:



Gambar 1.3 Jumlah Perusahaan Mengalami Kerugian Per Sektor Tahun 2022-2024
Sumber: Bursa Efek Indonesia (2026a)

Berdasarkan Gambar 1.3, dapat dilihat bahwa sektor dengan jumlah perusahaan yang mengalami kerugian terbanyak selama tahun 2022 hingga 2024 adalah sektor *consumer cyclicals*. Tingginya tingkat kerugian tersebut dapat memengaruhi ekuitas perusahaan, sehingga nilai ekuitas menjadi negatif akibat kerugian yang terjadi secara terus-menerus. Berikut merupakan data jumlah perusahaan dengan ekuitas negatif per sektor selama tahun 2022 hingga 2024:



Gambar 1.4 Jumlah Perusahaan dengan Ekuitas Negatif Per Sektor Tahun 2022-2024
Sumber: Bursa Efek Indonesia (2026a)

Pada Gambar 1.4, terlihat juga bahwa sektor dengan jumlah perusahaan yang memiliki ekuitas negatif terbanyak adalah sektor *consumer cyclicals*. Hal ini menandakan bahwa sektor tersebut masih belum menunjukkan kinerja yang optimal. Sektor *consumer cyclicals* merupakan sektor yang mencakup perusahaan yang bergerak dalam bidang produksi atau distribusi barang dan jasa yang umumnya dijual kepada konsumen, namun untuk barang bersifat siklis atau sekunder, sehingga permintaan terhadap barang dan jasa tersebut berbanding lurus dengan pertumbuhan ekonomi (Bursa Efek Indonesia, 2026c). Berdasarkan definisi tersebut, kinerja sektor *consumer cyclicals* seharusnya berbanding lurus dengan pertumbuhan ekonomi. Namun, kondisi yang terjadi pada sektor *consumer cyclicals* belum mencerminkan hal tersebut, sehingga dilakukan analisis lebih lanjut pada tingkat subsektor untuk melihat kinerja secara lebih rinci.

Dalam sektor *consumer cyclicals*, terdapat tujuh subsektor. Beberapa subsektor tersebut memiliki tingkat kerugian yang lebih tinggi dibandingkan dengan subsektor lainnya. Berikut merupakan tabel yang menunjukkan rata-rata persentase jumlah perusahaan yang mengalami kerugian selama tahun 2022 hingga 2024 untuk masing-masing subsektor dalam sektor *consumer cyclicals*:

Tabel 1.1 Proporsi Jumlah Perusahaan Rugi per Subsektor Tahun 2022-2024

Kode Subsektor	Subsektor	2022	2023	2024	Rata-Rata
E5	Consumer Services	65%	48%	47%	53.3%
E4	Apparel & Luxury Goods	43%	61%	52%	52.1%
E6	Media & Entertainment	57%	50%	47%	51.5%
E3	<i>Leisure Goods</i>	33%	67%	40%	46.7%
E2	<i>Household Goods</i>	33%	50%	29%	37.3%
E7	<i>Retailing</i>	14%	20%	19%	17.7%
E1	<i>Automobiles & Components</i>	23%	6%	6%	11.5%

Sumber: Bursa Efek Indonesia (2026a)

Tabel 1.1 menunjukkan proporsi jumlah perusahaan yang mengalami kerugian dibandingkan dengan total perusahaan dalam masing-masing subsektor. Berdasarkan Tabel 1.1 tersebut terlihat bahwa tiga subsektor yang memiliki nilai rata-rata tertinggi adalah subsektor *consumer services*, *apparel and luxury goods*, dan *media and entertainment*. Ketiga subsektor tersebut terdiri dari beberapa industri. Berikut merupakan tabel yang menunjukkan pembagian industri pada masing-masing subsektor tersebut:

Tabel 1.2 Pembagian Industri pada Masing-Masing Subsektor

2022			
Kode Subsektor	Kode Industri	Industri	Rugi
E5	E51	Tourism and Recreation	31
	E52	<i>Education and Support Services</i>	-
E4	E41	Apparel and Luxury Goods	10
E6	E61	Media	8
	E62	<i>Entertainment and Movie Production</i>	-
Total			49

2023			
Kode Subsektor	Kode Industri	Industri	Rugi
E5	E51	<i>Tourism and Recreation</i>	24
	E52	<i>Education and Support Services</i>	-
E4	E41	<i>Apparel and Luxury Goods</i>	14
E6	E61	<i>Media</i>	9
	E62	<i>Entertainment and Movie Production</i>	-
Total			47
2024			
Kode Subsektor	Kode Industri	Industri	Rugi
E5	E51	<i>Tourism and Recreation</i>	26
	E52	<i>Education and Support Services</i>	-
E4	E41	<i>Apparel and Luxury Goods</i>	13
E6	E61	<i>Media</i>	8
	E62	<i>Entertainment and Movie Production</i>	1
Total			48

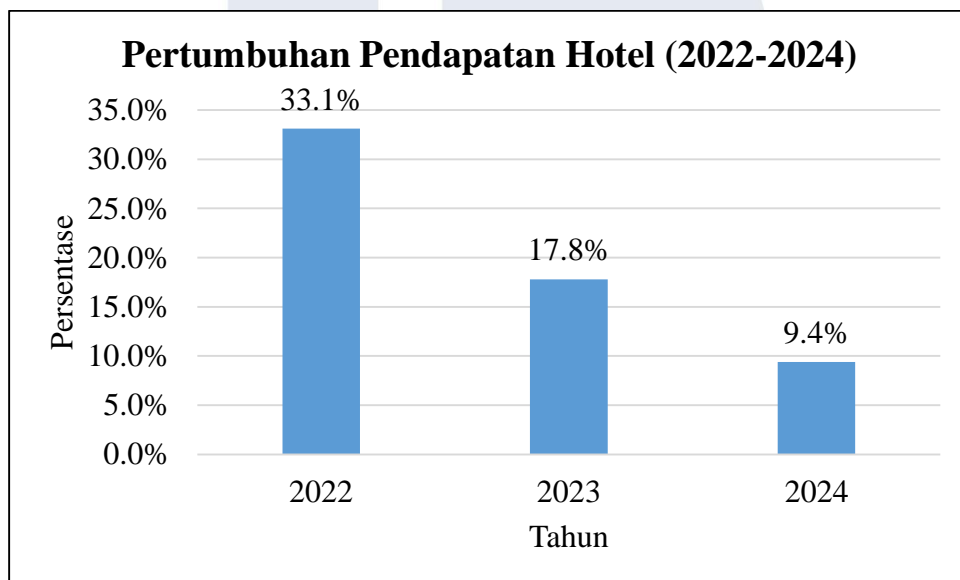
Sumber: Bursa Efek Indonesia (2026a)

Berdasarkan Tabel 1.2, dapat dilihat bahwa industri dengan jumlah perusahaan yang mengalami kerugian terbanyak pada masing-masing subsektor adalah industri *tourism and recreation*, *apparel and luxury goods*, dan *media*. Kerugian yang dialami secara terus menerus dapat mengindikasikan bahwa industri tersebut sedang menghadapi penurunan kinerja keuangan.

Hal ini juga didukung oleh perusahaan di bidang hotel dan restoran, yang mendominasi industri *tourism and recreation* yang mengalami tekanan keuangan. Menurut Ketua Umum Perhimpunan Hotel dan Restoran Indonesia (PHRI), Hariyadi Sukamdani, industri perhotelan di Indonesia masih belum sepenuhnya pulih pascapandemi Covid-19, yang disebabkan oleh daya beli masyarakat yang belum kembali ke tingkat sebelum pandemi (Chaniago, 2024).

Selain itu, hal tersebut juga diakibatkan oleh pemangkasan anggaran yang dilakukan oleh pemerintah. Pada tahun 2024, pengurangan anggaran perjalanan dinas dan kegiatan pemerintah di berbagai daerah menyebabkan penurunan aktivitas yang cukup signifikan. Kondisi ini berdampak pada perusahaan hotel dan restoran yang selama ini bergantung pada penyelenggaraan kegiatan pemerintah,

seperti seminar atau konferensi, yang banyak mengalami pembatalan. Sekretaris Jenderal PHRI, Maulana Yusran mengatakan bahwa kontribusi sektor pemerintah terhadap pendapatan hotel dan restoran di beberapa daerah dapat mencapai 40 sampai 60%, bahkan lebih tinggi di daerah yang kurang berkembang. Oleh karena itu, apabila kebijakan tersebut berlanjut, tingkat okupansi diperkirakan dapat menurun hingga 20% atau lebih, yang pada akhirnya berdampak pada penurunan pendapatan hotel dan restoran (Wandira, 2025). Berikut merupakan data pertumbuhan pendapatan perusahaan bidang perhotelan pada tahun 2022 hingga 2024:



Gambar 1.5 Persentase Pertumbuhan Pendapatan Hotel Tahun 2022-2024
Sumber: Statista (2026)

Berdasarkan Gambar 1.5, dapat dilihat bahwa pertumbuhan pendapatan perusahaan perhotelan mengalami perlambatan selama tahun 2022 hingga 2024. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan perhotelan cenderung melemah sebagai dampak dari penurunan tingkat okupansi, khususnya yang berasal dari kegiatan pemerintah, serta belum optimalnya pemulihan permintaan.

Selain itu, isu boikot yang dilakukan oleh masyarakat juga berdampak pada perusahaan restoran. Menurut Wakil Ketua PHRI, Emil Arifin, penjualan restoran sempat mengalami penurunan yang sangat signifikan pada masa pandemi, sebelum

memasuki fase pemulihan pada tahun 2023. Namun, pemulihan tersebut belum sepenuhnya tercapai dan kembali terhambat oleh isu boikot yang mulai terjadi sejak November 2023 dan berlanjut hingga tahun 2024 (Artada, 2024).

Kemudian, menurut Hariyadi selaku Ketua Umum PHRI, belum pulihnya industri restoran pascapandemi dipengaruhi oleh daya beli masyarakat yang masih terbatas serta peningkatan biaya produksi (Chaniago, 2024). Biaya produksi yang meningkat dapat dilihat dari peningkatan Indeks Harga Konsumen (IHK). Berikut merupakan data IHK pada tahun 2022 hingga 2024 dengan tahun dasar 2022:

Tabel 1.3 Indeks Harga Konsumen (IHK) Tahun 2022-2024

Komponen	Indeks Harga Konsumen (IHK)		
	2022	2023	2024
Bahan Makanan	100	108.44	109.29
Kelompok Pengeluaran	Indeks Harga Konsumen (IHK)		
	2022	2023	2024
Penyediaan Makanan dan Minuman atau Restoran	100	104.06	106.64

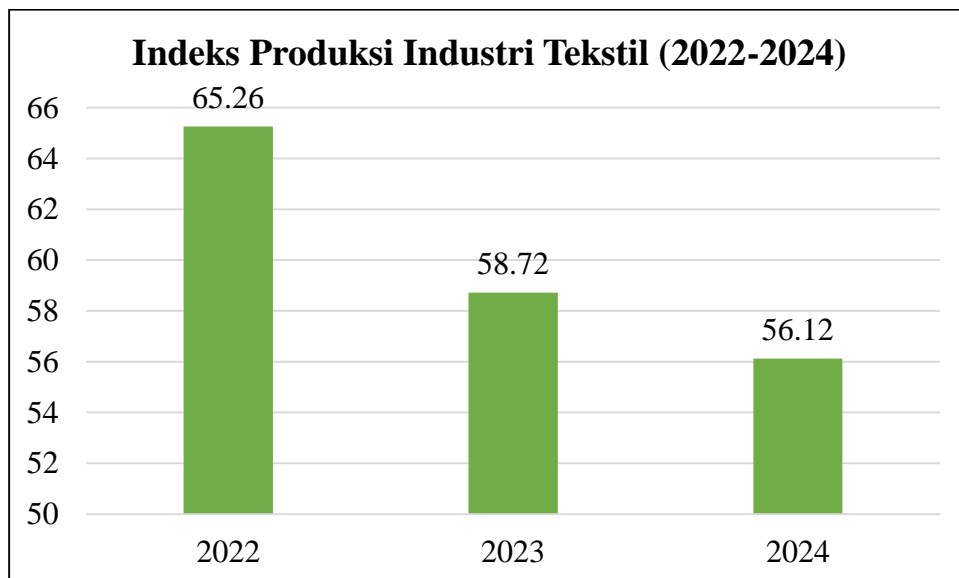
Sumber: Badan Pusat Statistik (2025a)

Berdasarkan Tabel 1.3, dapat dilihat bahwa IHK komponen bahan makanan pada tahun 2023 dan 2024 mengalami peningkatan yang lebih tinggi dibandingkan dengan IHK pada kelompok pengeluaran penyediaan makanan dan minuman atau restoran. Hal ini menunjukkan bahwa biaya produksi yang ditanggung oleh perusahaan restoran mengalami peningkatan yang lebih tinggi dibandingkan dengan kenaikan harga jual, sehingga berpotensi mengurangi laba yang dapat diperoleh perusahaan.

Selanjutnya, kondisi penurunan kinerja keuangan juga dapat dilihat pada subindustri tekstil yang mendominasi dalam industri *apparel and luxury goods*. Ketua umum Asosiasi Produsen Serat dan Benang Filament Indonesia (APSyFI), Redma Gita Wirawasta, mengungkapkan bahwa industri tekstil dan produk tekstil (TPT) terus menghadapi tekanan khususnya selama tahun 2022 hingga 2023 (Agung, 2024). Hal tersebut juga didukung oleh pernyataan dari Ketua Asosiasi Pengusaha Indonesia (APINDO), Shinta W. Kamdani yang mengatakan bahwa,

sektor padat karya, seperti tekstil dan produk tekstil (TPT), diperkirakan akan menghadapi tekanan paling besar pada tahun 2024 (Andi, 2024).

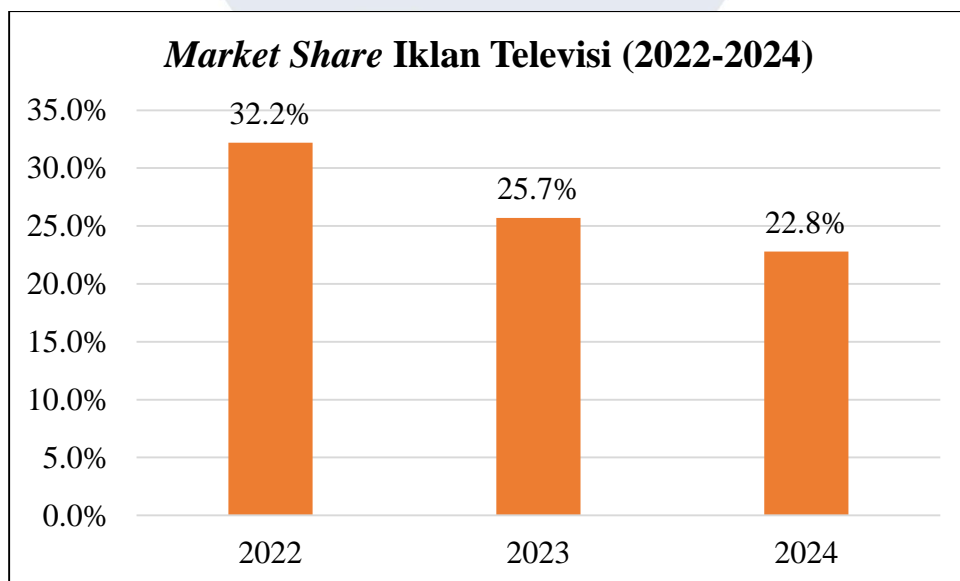
Menurut Direktur Eksekutif Asosiasi Pertekstilan Indonesia (API), Danang Girindawardana, penurunan kinerja industri tekstil dipengaruhi oleh kebijakan impor yang ditetapkan pemerintah. Perubahan kebijakan dalam Peraturan Menteri Perdagangan (Permendag) terkait pelonggaran ketentuan masuknya produk impor, menyebabkan produk tekstil dari luar negeri lebih mudah masuk ke pasar Indonesia. Hal tersebut mengakibatkan masuknya produk impor dengan harga yang lebih rendah, sehingga produk tekstil lokal menghadapi kesulitan dalam bersaing dan mempertahankan kelangsungan usahanya (Rachman, 2024). Selain itu, David Leonardi selaku Wakil Ketua Umum API juga menyatakan bahwa penurunan pesanan pada industri tekstil dan produk tekstil (TPT) dipengaruhi oleh meningkatnya produk impor pakaian jadi yang bersaing secara langsung dengan produk dalam negeri (Prayoga, 2024). Penurunan pesanan tersebut dapat berdampak pada penurunan aktivitas produksi. Berikut merupakan data indeks produksi industri tekstil pada tahun 2022 hingga 2024:



Gambar 1.6 Indeks Produksi Industri Tekstil Tahun 2022-2024
Sumber: Badan Pusat Statistik (2023), Badan Pusat Statistik (2024a), dan Badan Pusat Statistik (2025b)

Pada Gambar 1.6 dapat dilihat bahwa indeks produksi pada industri tekstil (dengan tahun dasar 2010) terus mengalami penurunan dari tahun 2022 hingga 2024. Hal ini menandakan aktivitas produksi dalam industri tekstil turut menurun sebagai dampak dari tekanan dan penurunan permintaan yang dihadapi oleh industri tersebut.

Selanjutnya, industri media juga mengalami tekanan akibat dari penurunan pendapatan iklan. Ketua Umum Indonesia Digital Association (IDA), Dian Gemiano, menyatakan bahwa sekitar 80% pendapatan media berasal dari iklan, namun belanja iklan perusahaan untuk media massa terus mengalami penurunan. Selain itu, *Managing Director Wavemaker*, Amir Suherlan juga mengatakan bahwa berdasarkan data dari Wavemaker sebagai agensi periklanan, alokasi belanja iklan untuk media terus mengalami penurunan (Advertorial, 2024). Berikut merupakan data *market share* iklan televisi di Indonesia selama periode 2022 hingga 2024:



Gambar 1.7 *Market Share* Iklan Televisi Tahun 2022-2024
Sumber: Statista (2026a)

Berdasarkan Gambar 1.7, terlihat bahwa media televisi mengalami penurunan *market share* dalam industri periklanan. Hal ini menunjukkan bahwa pangsa televisi dalam pasar iklan semakin menurun akibat beralihnya belanja iklan ke media *digital*. Kondisi tersebut berdampak pada penurunan pendapatan iklan pada industri

media. Berikut merupakan data pendapatan iklan bersih untuk industri media pada tahun 2022 hingga 2024:



Gambar 1.8 Pendapatan Iklan Media Tahun 2022-2024
Sumber: Statista (2026a)

Pada Gambar 1.8, terlihat bahwa pendapatan iklan pada industri media, baik untuk televisi, media cetak, maupun radio terus mengalami penurunan selama tahun 2022 hingga 2024. Sehingga, hal ini menunjukkan bahwa industri media sedang mengalami penurunan kinerja keuangan.

Berdasarkan kondisi yang terjadi selama periode 2022 hingga 2024 tersebut, terdapat beberapa gejala yang mengarah pada kondisi *financial distress* yang terjadi pada industri *tourism and recreation, apparel and luxury goods, dan media*. Hal ini menunjukkan kinerja industri tersebut masih belum optimal meskipun perekonomian Indonesia tumbuh positif.

Perusahaan dalam industri *tourism and recreation, apparel and luxury goods, dan media* sangat rentan terhadap *financial distress* karena kinerja industri ini sangat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi. Ketika perekonomian sedang tidak stabil atau mengalami penurunan, permintaan atas produk dari industri tersebut akan berkurang, sehingga berdampak pada penurunan laba atau bahkan kerugian bagi perusahaan. Oleh karena itu, analisis *financial distress* menjadi penting untuk

membantu perusahaan mengidentifikasi risiko keuangan sedini mungkin. Dengan demikian, perusahaan dapat menyusun strategi yang tepat untuk mempertahankan kelangsungan bisnisnya. Jika hal ini tidak segera diantisipasi, maka dapat menyebabkan kondisi *financial distress* yang berkepanjangan dan berujung pada kebangkrutan.

Dampak kebangkrutan perusahaan tidak hanya merugikan perusahaan tersebut, tetapi juga berbagai pihak lain yang terkait. Dari sisi investor, kebangkrutan dapat menyebabkan kerugian karena harga saham akan menurun secara drastis, dan dalam proses likuidasi, investor berada pada prioritas terakhir dalam pembagian aset setelah kewajiban kepada kreditur dilunasi. Sementara itu, kreditur juga menghadapi risiko piutang tak tertagih jika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban utangnya. Selain itu, karyawan dapat terdampak melalui Pemutusan Hubungan Kerja (PHK) yang terjadi ketika perusahaan mengalami kebangkrutan, terutama apabila perusahaan tidak memiliki dana yang cukup untuk membayar pesangon. Hal ini dapat meningkatkan kerugian yang dialami oleh para karyawan.

Di sisi lain, analisis *financial distress* juga memiliki peran penting bagi calon investor dan kreditur sebelum dilakukannya pengambilan keputusan. Bagi investor, analisis ini dapat memastikan bahwa perusahaan memiliki kondisi keuangan yang stabil untuk bertahan dalam jangka panjang, mampu memberikan dividen, dan menghasilkan *capital gain* di masa depan. Sementara bagi kreditur, analisis ini berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam melunasi utang, sehingga dapat meminimalkan risiko kredit macet.

Dengan demikian, analisis potensi *financial distress* pada industri *tourism and recreation, apparel and luxury goods*, dan *media* tidak hanya bermanfaat bagi manajemen perusahaan dalam mengambil keputusan strategis, tetapi juga bagi pemangku kepentingan lain, seperti investor dan kreditur untuk memitigasi potensi kerugian di masa depan. Identifikasi dini terhadap kondisi tersebut dapat menjadi langkah preventif untuk menghindari kebangkrutan sekaligus menjadi dasar bagi perusahaan dalam merancang strategi pemulihan dan peningkatan kinerja keuangan.

Contoh perusahaan yang berhasil pulih dari kondisi *financial distress* adalah PT Pudjiadi and Sons Tbk. (PNSE). PNSE merupakan salah satu perusahaan industri *tourism and recreation* dengan subindustri *hotels, resorts, and cruise lines*. PNSE berhasil meraih keuntungan kembali setelah membukukan kerugian selama bertahun-tahun akibat pandemi Covid-19. Hal ini tercermin dari kondisi keuangan PNSE, yaitu:

Tabel 1.4 Kondisi Keuangan dan Z''-Score PNSE

Tahun	Laba (Rugi) Tahun Berjalan	Z''-Score
2020	(50,604,881,105)	4.174
2021	(42,085,548,867)	3.833
2022	(12,505,753,863)	4.175
2023	25,148,155,410	5.653
2024	11,482,413,632	5.525

Sumber: Laporan Tahunan PNSE (Bursa Efek Indonesia, 2026b)

Dalam Tabel 1.4, dapat dilihat bahwa PNSE berhasil membukukan laba pada tahun 2023 dan 2024, setelah mengalami kerugian berturut-turut selama periode 2020-2022. Selain itu, PNSE juga menunjukkan peningkatan nilai *z''-score*, dari yang sebelumnya berada pada zona abu-abu yang mendekati zona *distress* pada tahun 2020-2022 menjadi zona abu-abu yang mendekati zona aman pada tahun 2023 dan 2024. Pencapaian ini merupakan hasil implementasi berbagai strategi perusahaan yang efektif dalam mendorong pemulihan kinerja keuangan PNSE secara menyeluruh.

Pada tahun 2020 hingga 2022, PNSE terus mencatatkan kerugian yang mencerminkan penurunan kinerja perusahaan. Menurut Ariyo Tejo selaku direktur dari PNSE, penurunan kinerja tersebut disebabkan oleh kondisi pandemi Covid-19 yang mengakibatkan terjadinya pembatasan mobilitas masyarakat serta penutupan berbagai tempat pariwisata sehingga berdampak pada kinerja perusahaan (Sultan, 2021). Oleh karena itu, untuk merespon hal ini maka PNSE melakukan berbagai strategi agar dapat bertahan di masa pandemi.

Strategi yang diterapkan oleh PNSE untuk menekan kerugian operasional akibat pandemi, yaitu PNSE berusaha meraih penguatan kepercayaan konsumen

melalui sertifikasi *CHSE (Cleanliness, Health, Safety, and Environment)*. Kemudian, PNSE juga mengatur jadwal kerja karyawan berdasarkan tingkat okupansi kamar dan pembatasan tenaga kerja hingga 50% dan membayar gaji sesuai dengan ketentuan tersebut. Selain itu, PNSE menunda beban pemasaran dan biaya iklan, dengan memaksimalkan pemasaran secara *online*, serta menekan biaya administrasi dengan menjadwalkan ulang perjalanan dinas. Sehingga, pada tahun 2021 PNSE berhasil meraih peningkatan laba kotor sebesar 29,6%, yang disebabkan oleh turunnya beban pokok dan gaji tunjangan operasional sebesar 25,8%. Selain itu, rugi usaha PNSE juga mengalami penurunan dari sebesar Rp27,957 miliar pada tahun 2020 menjadi Rp6,205 miliar pada tahun 2021 (*Annual Report PNSE, 2022*).

Pascapandemi, PNSE menghadapi tantangan berupa kondisi properti yang menua, tekanan arus kas akibat meningkatnya kebutuhan pembelanjaan modal, pembayaran pinjaman pasca masa relaksasi, serta meningkatnya biaya tenaga kerja karena perusahaan sudah tidak bisa menerapkan *compulsory un-paid leave program*. Untuk mengatasi hal tersebut, PNSE menerapkan strategi penjualan aset tidak produktif, memperkuat promosi digital, dan meningkatkan fasilitas daring yang dimilikinya. Melalui penjualan aset yang tidak produktif tersebut, PNSE dapat menganggarkan pembelanjaan modal perseroan untuk merevitalisasi aset hotel milik perseroan (*Annual Report PNSE, 2024*). Ariyo Tejo selaku direktur dari PNSE mengatakan bahwa perusahaan menganggarkan *capital expenditure* sebesar Rp15 miliar pada tahun 2024 untuk melakukan penggantian peralatan dengan konsumsi energi yang tinggi serta peningkatan sistem *WiFi* untuk mendukung kualitas pelayanan (Hendra, 2024).

PNSE juga mengembangkan strategi keberlanjutan dengan membangun citra ramah lingkungan melalui penerapan teknologi hemat energi, yang tidak hanya menarik konsumen tetapi juga menekan biaya operasional, seperti konsumsi energi dan air. Sehingga, hal tersebut menyebabkan beban peralatan, pemeliharaan, dan energi mengalami penurunan sebesar 48,93% (*Annual Report PNSE, 2025*).

“Perbaikan produk dan sarana pendukung dilakukan untuk peningkatan pendapatan perusahaan. Kinerja pendapatan perseroan meningkat menjadi Rp221,6 miliar di tahun 2023 dari Rp143,57 miliar di tahun 2022, yang juga lebih baik dari target yang ditetapkan sebesar Rp178,3 miliar. Pendapatan tersebut diperoleh dari penjualan 264.139 kamar dari target 244.651 kamar yang meningkat dari penjualan 193.172 kamar di tahun 2022 dengan harga rata-rata per kamar yang juga meningkat, yaitu Rp489.443 di tahun 2023 dari Rp440.173 di tahun 2022” (*Annual Report* PNSE, 2024). “Pendapatan usaha perseroan di tahun 2024 tercatat sebesar Rp241,14 miliar, meningkat 8,81% dibanding tahun 2023 yang tercatat sebesar Rp221,62 miliar. Peningkatan ini terutama disebabkan oleh meningkatnya kinerja hotel-hotel Jayakarta” (*Annual Report* PNSE, 2025).

Dengan kesadaran akan kondisi *financial distress* serta penerapan strategi yang tepat, perusahaan dapat mempertahankan kelangsungan usahanya, bahkan mengubah situasi dari yang semula merugi menjadi kembali memperoleh keuntungan. Hal ini tercermin dari kinerja keuangan PNSE yang menunjukkan peningkatan bertahap pasca-pandemi sehingga mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam mendeteksi kesulitan keuangan sejak dini dan mengambil langkah perbaikan yang efektif. Upaya tersebut termasuk optimalisasi penggunaan aset serta respons cepat terhadap sinyal penurunan kinerja, sehingga PNSE berhasil menghindari risiko *financial distress* yang lebih parah dan kembali menghasilkan keuntungan.

Contoh selanjutnya adalah perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan hingga berujung kepailitan, yaitu PT Mas Murni Indonesia Tbk. (MAMI). MAMI merupakan salah satu perusahaan yang termasuk dalam industri *tourism and recreation* dengan subindustri *hotels, resorts, and cruise lines*. Kesulitan keuangan yang dihadapi tercermin dari penurunan kinerja MAMI dari tahun ke tahun, yaitu:

Tabel 1.5 Kondisi Keuangan dan Z''-Score MAMI

Tahun	Rugi Tahun Berjalan	Z''-Score
2020	(62,847,907,341)	6.177
2021	(36,849,615,004)	5.889
Sep-22	(33,551,283,437)	5.505

Sumber: Laporan Tahunan MAMI (Bursa Efek Indonesia, 2026b)

Dalam Tabel 1.5, dapat dilihat bahwa MAMI terus membukukan kerugian dari tahun 2020 sampai laporan keuangan terakhirnya sebelum diputus pailit. Selain itu, MAMI juga mengalami penurunan nilai z'' -score, dari yang sebelumnya berada pada zona aman pada tahun 2020 dan 2021 menjadi zona abu-abu pada September 2022. Menurut Djaja Santoso selaku predisen direktur dari MAMI dalam laporan tahunan tahun 2021, kerugian perusahaan terutama disebabkan oleh penerapan PPKM dan kenaikan kasus Covid-19 yang menurunkan tingkat hunian kamar serta pendapatan makanan dan minuman. Hal ini mengakibatkan jumlah kunjungan tamu menjadi berkurang drastis akibat pembatasan mobilitas (*Annual Report MAMI, 2022*).

Total aset yang dimiliki MAMI sebagian besar merupakan aset tidak lancar, seperti bangunan dan prasarana. Bangunan seperti hotel, menjadi tidak dapat digunakan secara optimal oleh MAMI dikarenakan sedikitnya pengunjung akibat pandemi Covid-19. Namun, meski demikian, MAMI memiliki strategi usaha untuk melakukan pengembangan yang meliputi *upgrading* berbagai fasilitas hotel, seperti kamar, *lobby*, restoran, ruang pertemuan, serta melakukan penambahan fasilitas lain. Kemudian, MAMI juga mengembangkan usaha di bidang jasa akomodasi, rekreasi, *catering*, dan *laundry*. Semua ini dilakukan oleh MAMI dengan pendanaan yang sebagian besar menggunakan fasilitas pinjaman dari bank (*Annual Report MAMI, 2022*).

Tabel 1.6 Liabilitas MAMI

Tahun	Total Liabilitas	Beban Keuangan	Pendapatan	% Beban Keuangan terhadap Pendapatan
2020	485,074,321,168	32,479,910,239	41,707,787,681	77.87%
2021	510,842,650,890	38,916,645,852	42,593,821,025	91.37%
Sep-22	534,057,607,947	25,937,944,460	30,241,612,928	85.77%

Sumber: Laporan Tahunan MAMI (Bursa Efek Indonesia, 2026b)

Tingginya pendanaan yang dilakukan melalui pinjaman bank berdampak pada tingginya beban keuangan yang perlu ditanggung oleh MAMI. Hal ini menyebabkan persentase beban keuangan terhadap pendapatan MAMI menjadi sangat tinggi sehingga dapat mengurangi laba yang diperoleh oleh MAMI secara signifikan. Oleh karena itu, hal ini menandakan bahwa MAMI tidak berhasil mengelola aset dan liabilitasnya dengan baik melalui strategi yang dilakukan untuk menghasilkan keuntungan. Sehingga pada tanggal 15 Februari 2023, MAMI ditetapkan sebagai Perseroan dalam keadaan PKPU, yang pada akhirnya Pengadilan Niaga pada Pengadilan Negeri Surabaya memberikan putusan pailit kepada MAMI pada tanggal 4 September 2023, berdasarkan putusan pailit Nomor 13/Pdt.Sus-PKPU/2023/PN.Niaga.Sby (Suharjono, 2023).

Kasus kepailitan PT Mas Murni Indonesia Tbk. (MAMI) merupakan salah satu contoh perusahaan yang mengalami *financial distress*. Apabila perusahaan tidak dapat mendeteksi kondisi *financial distress* sejak awal atau tidak memiliki strategi yang tepat untuk bertahan, hal ini dapat menyebabkan perusahaan berakhir pada kepailitan seperti yang dialami MAMI. Oleh karena itu, penting bagi perusahaan untuk memprediksi *financial distress* sedini mungkin agar dapat segera menerapkan strategi yang tepat untuk mencegah terjadinya kepailitan.

Menurut Altman (1968), "*financial distress* adalah konsep luas yang terdiri dari beberapa situasi dimana perusahaan menghadapi kesulitan keuangan" (Hamzah & Annisa, 2022). "*Financial distress* adalah kondisi perusahaan di mana jumlah kas operasi yang dimiliki tidak dapat digunakan untuk membayar utang, sehingga perusahaan harus memperbaiki kondisi tersebut" (Michalkova et al., 2018) dalam (Wijaya & Suhendah, 2023). Perusahaan dapat dikatakan mengalami *financial*

distress apabila perusahaan tersebut “memiliki pendapatan operasional bersih negatif selama setidaknya dua tahun” (Anggraeni & Safriliana, 2019) dalam (Sa’adah & Fatiha, 2023).

Analisis mengenai kondisi *financial distress* dalam perusahaan merupakan hal yang penting bagi berbagai pihak. Hal ini dikarenakan kebangkrutan perusahaan tidak hanya merugikan pihak perusahaan saja, namun juga merugikan pihak lain yang berhubungan dengan perusahaan tersebut. Sehingga, pengelolaan keuangan pada saat perusahaan sedang mengalami *financial distress* merupakan hal yang sangat penting bagi manajemen perusahaan karena kondisi *financial distress* yang dibiarkan secara terus-menerus lama kelamaan dapat membuat perusahaan mengalami kebangkrutan (Wijaya & Suhendah, 2023). Oleh sebab itu, analisis kondisi *financial distress* perlu dilakukan oleh perusahaan agar manajemen dapat menerapkan strategi yang tepat untuk menghindari kebangkrutan apabila perusahaannya sedang berada dalam kondisi *financial distress*.

Salah satu alat untuk menganalisis dan memprediksi kebangkrutan perusahaan dengan tujuan untuk mengantisipasi kebangkrutan adalah model Altman *Z-Score* yang dikemukakan oleh Edward Altman. Dalam Jeter & Chaney (2022), dijelaskan bahwa pada tahun 1968, Altman mengembangkan model yang paling banyak digunakan untuk prediksi kebangkrutan, yaitu model Altman *Z-Score*. Model Altman *Z-Score* ini memprediksi tingkat kebangkrutan perusahaan dengan menggunakan kombinasi rasio keuangan yang terdapat dalam laporan keuangan perusahaan. Model analisis ini dipilih karena analisisnya mudah untuk digunakan, serta model ini memiliki tingkat akurasi yang tinggi (Rusman, 2021). Hal ini dibuktikan oleh penelitian yang dilakukan oleh Laksmana pada tahun 2019 yang mengungkapkan bahwa, “tingkat akurasi model Altman mencapai rata-rata 90% sehingga dapat dikatakan model ini layak digunakan untuk memprediksi ataupun mengantisipasi kesulitan dan kebangkrutan usaha” (Laksmana, 2019) dalam (Rusman, 2021).

Model analisis Altman *Z-Score* dilakukan dengan menggunakan *multiple discriminant analysis* atau kombinasi dari beberapa rasio untuk dapat menjadi

model prediksi yang berarti (Hery, 2017) dalam (Tania et al., 2021). “Model yang dikembangkan oleh Edward I. Altman pada tahun 1968 mengalami suatu modifikasi pada tahun 1995” (Fatmawati et al., 2023). “Model ini dikenal dengan *Emerging Market (EM) Score* dan ditandai dengan simbol *Z*’-Score” (Altman, 2005; Altman & Hotchiks, 2006) dalam (Pertiwi & Putri, 2021). “*Z*’Score varian ini merupakan model yang paling fleksibel diantar model sebelumnya karena dapat digunakan untuk publik maupun *private*, bahkan baik sektor manufaktur ataupun non-manufaktur” (Al Ayubi et al., 2022). Dalam penelitian ini, digunakan rumus Altman *Z*’-Score untuk menganalisis prediksi *financial distress* perusahaan.

Terdapat beberapa variabel yang diperkirakan dapat memengaruhi terjadinya kondisi *financial distress*. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai variabel yang diduga berpengaruh terhadap kondisi *financial distress* adalah likuiditas, *leverage*, kapasitas operasi, dan *managerial agency cost*.

Variabel pertama yang dapat memengaruhi *financial distress* adalah likuiditas. “Likuiditas mengacu pada kecepatan dan kemudahan suatu aset dapat dikonversi menjadi uang tunai” (Ross et al., 2024). Dalam Weygandt et al. (2022), dijelaskan bahwa “*liquidity ratios measure the short-term ability of the company to pay its maturing obligations and to meet unexpected needs for cash*” yang berarti “rasio likuiditas mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan untuk membayar kewajiban yang jatuh tempo dan untuk memenuhi kebutuhan kas yang tidak terduga”. Dalam penelitian ini, rasio likuiditas diukur dengan menggunakan *current ratio*. Menurut Miller-Nobles et al. (2021), “*current ratio* merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban lancarnya dengan aset lancarnya”. “*Current ratio* adalah alat ukur yang paling sering digunakan untuk mengevaluasi likuiditas perusahaan dan kemampuan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendeknya” (Weygandt et al., 2022).

Rendahnya *current ratio* menandakan bahwa perusahaan memiliki liabilitas lancar yang lebih banyak daripada aset lancarnya. Hal ini dapat membuat aset lancar yang dimiliki oleh perusahaan tidak cukup untuk memenuhi seluruh liabilitas lancar

perusahaan. Sehingga, perusahaan dapat mengalami kesulitan untuk memenuhi setiap liabilitas lancarnya pada saat jatuh tempo.

Tingginya liabilitas lancar yang disertai dengan rendahnya aset lancar juga dapat menyebabkan perusahaan memiliki modal kerja yang sedikit. Hal ini dikarenakan, “selisih lebih aset lancar dibandingkan dengan liabilitas lancar disebut sebagai modal kerja” (Weygandt et al., 2022). Apabila perusahaan memiliki sedikit modal kerja, maka dapat mengakibatkan pembiayaan aktivitas operasional perusahaan menjadi terhambat sehingga perusahaan tidak dapat menjalani aktivitas operasionalnya secara efektif. Jika hal ini terus berlangsung, maka dapat menyebabkan penurunan kinerja operasional perusahaan yang berujung pada menurunnya laba perusahaan.

Contohnya, pada perusahaan dalam industri *apparel & luxury goods*, seperti tekstil, rendahnya modal kerja yang disebabkan oleh keterbatasan kas sebagai salah satu komponen aset lancar dapat menghambat kemampuan perusahaan untuk membeli bahan baku yang sesuai dengan tren pasar saat dibutuhkan. Akibatnya, proses produksi perusahaan menjadi terhambat karena bahan baku yang tidak tersedia. Produksi yang terhambat mengakibatkan perusahaan tidak dapat memenuhi seluruh permintaan pelanggan. Selain itu, karakteristik industri tekstil yang mengharuskan perusahaan memiliki ketersediaan bahan baku sebelum mengikuti proses tender juga dapat membuat perusahaan kehilangan kesempatan untuk mengikuti tender akibat tidak tersedianya bahan baku. Kondisi tersebut pada akhirnya dapat berdampak pada penurunan penjualan perusahaan. Penurunan penjualan tersebut dapat menyebabkan penurunan laba operasional perusahaan. Penurunan laba operasional dapat memengaruhi *Z*'-Score perusahaan, yaitu menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) to total assets (X₃)*.

Selain itu, keterbatasan kas dapat mendorong perusahaan untuk melakukan peminjaman dana dari pihak eksternal agar dapat tetap melakukan kegiatan operasionalnya, sehingga hal ini menyebabkan tingginya beban bunga yang perlu dibayarkan oleh perusahaan. Penurunan laba operasional yang disertai dengan

meningkatnya beban bunga dapat menyebabkan penurunan laba bersih yang diperoleh perusahaan. Penurunan laba tersebut, juga dapat menyebabkan berkurangnya saldo *retained earnings* yang dimiliki oleh perusahaan. Sehingga, hal tersebut dapat berpengaruh terhadap rendahnya hasil perhitungan pada komponen *retained earnings to total assets* (X_2) dalam Z'' -Score perusahaan.

Kemudian, menurunnya saldo *retained earnings* juga berdampak pada menurunnya nilai buku ekuitas perusahaan yang tercermin dalam nilai *book value of equity* pada komponen perhitungan Z'' -Score. Selain itu, tingginya liabilitas juga dapat meningkatkan nilai *total liability* pada komponen perhitungan Z'' -Score. Sehingga, dengan rendahnya nilai *book value of equity* dan tingginya nilai *total liability*, maka dapat menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *book value of equity to total liability* (X_4) dalam Z'' -Score perusahaan.

Nilai *working capital* yang kecil akibat rendahnya *current assets* dan tingginya *current liabilities* juga dapat memengaruhi Z'' -Score perusahaan, yaitu menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *working capital to total assets* (X_1). Rendahnya nilai keseluruhan Z'' -Score perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan tersebut sedang berada dalam kondisi *financial distress*.

Oleh karena itu, rendahnya likuiditas dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk mengalami *financial distress*. Sehingga, likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Adzroo & Suryaningrum (2023) yang menyatakan bahwa likuiditas berdampak negatif terhadap *financial distress*. Namun, hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijaya & Suhendah (2023) yang menyatakan bahwa likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap *financial distress*.

Variabel kedua yang dapat memengaruhi *financial distress* adalah *leverage*. Rasio *leverage* merupakan “rasio yang menunjukkan sejauh mana perusahaan dibiayai oleh utang atau pihak eksternal dibandingkan dengan kemampuan perusahaan yang tercermin melalui modal” (Kolamban et al., 2020) dalam (Falisca & Osesoga, 2023). Dalam penelitian ini, rasio *leverage* diukur dengan

menggunakan *Debt to Equity Ratio (DER)*. “*The debt-to-equity-ratio expresses a company’s debt as a proportion of its stockholders’ equity*” yang berarti “rasio utang terhadap ekuitas menggambarkan proporsi utang perusahaan terhadap ekuitas pemegang saham” (Libby et al., 2023). Menurut Miller-Nobles et al. (2021), “jika rasio utang terhadap ekuitas lebih besar dari 1, maka perusahaan mendanai lebih banyak aset dengan utang dibandingkan dengan ekuitas. Jika rasio ini kurang dari 1, maka perusahaan mendanai lebih banyak aset dengan ekuitas dibandingkan dengan utang. Semakin tinggi rasio utang terhadap ekuitas, maka semakin besar risiko keuangan perusahaan”.

Debt to Equity Ratio (DER) yang tinggi menandakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan liabilitas sebagai pendanaan. Liabilitas dapat menimbulkan beban bunga yang perlu ditanggung oleh perusahaan kedepannya, bersamaan dengan pokok pinjaman dari utang tersebut. Sehingga, tingginya liabilitas menyebabkan perusahaan perlu menanggung beban bunga yang tinggi dan perusahaan berkewajiban untuk melunasi seluruh beban bunga tersebut beserta pokok pinjamannya dengan tepat waktu kepada kreditur.

Perusahaan harus mengelola seluruh pinjamannya dengan baik agar melalui pinjaman tersebut perusahaan dapat menghasilkan kas yang cukup untuk melunasi seluruh kewajibannya. Apabila perusahaan gagal dalam mengelola dana hasil pinjaman secara efektif, maka hal ini dapat menyebabkan perusahaan tidak dapat membayar kembali seluruh kewajibannya dengan tepat waktu. Contohnya, pada perusahaan industri *tourism and recreation* seperti hotel yang memiliki utang bank jangka panjang dalam bentuk fasilitas kredit investasi dalam jumlah besar. Utang tersebut digunakan untuk melakukan ekspansi atau renovasi besar untuk menambah fasilitas pada hotel sebagai bagian dari investasi aset tetap.

Renovasi dan penambahan fasilitas tersebut diharapkan dapat menyebabkan peningkatan harga sewa yang berujung pada peningkatan pendapatan. Namun, akibat rendahnya daya beli masyarakat, peningkatan harga sewa tersebut pada kenyataannya dapat menurunkan tingkat hunian hotel karena sedikitnya jumlah pengunjung yang bersedia menginap. Akibatnya, pendapatan yang diperoleh

perusahaan tidak mengalami peningkatan sesuai dengan yang diharapkan. Hal ini menyebabkan tambahan fasilitas tersebut tidak memberikan kontribusi yang signifikan dalam peningkatan pendapatan perusahaan. Selain itu, dikarenakan pembangunan fasilitas dilakukan menggunakan utang, maka terdapat juga beban bunga dan pokok utang yang perlu dibayarkan. Perolehan pendapatan yang tidak optimal disertai dengan peningkatan beban dapat mengakibatkan penurunan laba perusahaan, yang dapat berujung pada ketidakmampuan perusahaan untuk melunasi seluruh utangnya.

Rendahnya pendapatan dapat memperkecil laba operasional yang diperoleh oleh perusahaan. Penurunan laba operasional tersebut dapat memengaruhi Z'' -Score perusahaan, yaitu menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *EBIT to total assets* (X_3). Kemudian, peningkatan fasilitas yang dilakukan melalui pendanaan utang menyebabkan meningkatnya nilai liabilitas perusahaan. Peningkatan liabilitas dapat menyebabkan meningkatnya beban bunga yang harus ditanggung oleh perusahaan. Beban bunga ini berdampak pada penurunan laba bersih yang diperoleh, sehingga dapat menyebabkan berkurangnya saldo *retained earnings* perusahaan. Menurunnya saldo *retained earnings* menyebabkan rendahnya nilai pada komponen *retained earnings to total assets* (X_2) dalam Z'' -Score perusahaan.

Kemudian, menurunnya saldo *retained earnings* juga berdampak pada menurunnya nilai buku ekuitas perusahaan yang tercermin dalam nilai *book value of equity* pada komponen perhitungan Z'' -Score. Meningkatnya nilai *total liability* yang disertai dengan penurunan nilai *book value of equity* pada komponen perhitungan Z'' -Score menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *book value of equity to total liability* (X_4) dalam Z'' -Score perusahaan.

Rendahnya pendapatan juga dapat menyebabkan berkurangnya kas atau piutang yang diterima oleh perusahaan, yang berujung pada penurunan *current assets* perusahaan. Penurunan *current assets* ini menyebabkan nilai *working capital* perusahaan menjadi rendah. Penurunan nilai *working capital* dapat memengaruhi Z'' -Score perusahaan, yaitu menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada

komponen *working capital to total assets* (X_1). Rendahnya nilai keseluruhan *Z''-Score* perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan tersebut sedang berada dalam kondisi *financial distress*.

Oleh karena itu, meningkatnya *leverage* dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk mengalami *financial distress*. Sehingga, *leverage* berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Azizah & Yunita (2022) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh secara positif terhadap *financial distress*. Namun, hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijaya & Suhendah (2023) yang menyatakan bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Variabel ketiga yang dapat memengaruhi *financial distress* adalah kapasitas operasi. “Kapasitas operasi adalah rasio yang digunakan untuk menentukan seberapa efisien perusahaan menggunakan asetnya” (Sari & Maharani, 2024). Dalam penelitian ini, kapasitas operasi diukur dengan *total asset turnover*. *Total asset turnover* merupakan rasio yang “mengukur perputaran semua aktiva yang dimiliki perusahaan dan mengukur berapa jumlah penjualan yang diperoleh tiap rupiah aktiva” (Azky et al., 2021). “Rasio perputaran total aset yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan asetnya secara lebih efisien untuk menghasilkan penjualan” (Sari & Maharani, 2024).

Total asset turnover dihitung dengan membandingkan nilai penjualan dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Apabila nilai *total asset turnover* rendah, hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat penjualan yang rendah dibandingkan dengan besarnya aset yang dimiliki, sehingga mengindikasikan bahwa perusahaan belum mampu memanfaatkan asetnya secara efektif dalam menghasilkan pendapatan.

Contohnya pada perusahaan yang bergerak pada industri *media*. Perusahaan memiliki aset, seperti *inventory* berupa materi program dalam jumlah yang besar. Banyaknya materi program yang diproduksi menandakan besarnya aset tetap, seperti peralatan penyiaran atau studio yang digunakan dalam proses pembuatan

materi program tersebut. Namun, materi program tersebut masih diklasifikasikan sebagai *inventory*, sehingga belum ditayangkan dan belum dapat menghasilkan pendapatan. Hal ini menyebabkan perusahaan memiliki nilai total aset yang besar, namun pendapatan yang diperoleh masih rendah.

Pendapatan yang rendah dapat menyebabkan kas atau piutang yang diterima dari kegiatan operasional perusahaan juga menjadi terbatas. Sehingga, hal tersebut dapat menyebabkan penurunan pada nilai *current assets* perusahaan yang berujung pada rendahnya nilai *working capital* yang dimiliki. Penurunan nilai *working capital* yang disertai dengan tingginya nilai total aset dapat memengaruhi *Z''-Score* perusahaan, yaitu menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *working capital to total assets* (X_1). Kemudian, rendahnya pendapatan bersamaan dengan tingginya beban depresiasi dan pemeliharaan atas aset tetap yang dimiliki dapat menyebabkan penurunan laba operasional perusahaan. Penurunan laba operasional yang disertai dengan tingginya total aset dapat memengaruhi *Z''-Score* perusahaan, yaitu menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *EBIT to total assets* (X_3).

Working capital yang terbatas dapat menyebabkan perusahaan tidak mampu membiayai kegiatan operasionalnya secara optimal, sehingga dapat mendorong perusahaan untuk melakukan peminjaman dana dari pihak eksternal agar perusahaan dapat memenuhi seluruh kebutuhan operasionalnya. Hal ini dapat berakibat pada tingginya beban bunga yang harus dibayar oleh perusahaan. Penurunan laba operasional yang disertai dengan tingginya beban bunga juga dapat menyebabkan berkurangnya *net income* perusahaan yang berujung pada berkurangnya saldo *retained earnings* yang dimiliki oleh perusahaan. Sehingga, saldo *retained earnings* yang rendah dengan nilai total aset yang tinggi dapat menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *retained earnings to total assets* (X_2) dalam *Z''-Score* perusahaan.

Kemudian, menurunnya saldo *retained earnings* juga berdampak pada menurunnya nilai buku ekuitas perusahaan yang tercermin dalam nilai *book value of equity* pada komponen perhitungan *Z''-Score*. Pinjaman yang dilakukan oleh

perusahaan kepada pihak eksternal juga dapat meningkatkan nilai *total liability* pada komponen perhitungan *Z''-Score*. Sehingga, dengan rendahnya nilai *book value of equity* dan tingginya nilai *total liability*, dapat menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *book value of equity to total liability* (X_4) dalam *Z''-Score* perusahaan. Rendahnya nilai keseluruhan *Z''-Score* perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan tersebut sedang berada dalam kondisi *financial distress*.

Oleh karena itu, rendahnya kapasitas operasi dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk mengalami *financial distress*. Sehingga, kapasitas operasi berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Erniza & Anggraini (2025) yang menyatakan bahwa kapasitas operasi berpengaruh secara negatif terhadap *financial distress*. Namun, hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari & Maharani (2024) yang menyatakan bahwa kapasitas operasi memiliki pengaruh positif terhadap *financial distress*.

Variabel terakhir yang dapat memengaruhi *financial distress* adalah *managerial agency cost*. “*Agency cost* adalah *cost* yang dibebankan kepada pemilik perusahaan untuk mencegah manajer dalam berbuat yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan, agar mereka akan bertindak sesuai dengan kepentingan perusahaan” (Jensen & Meckling, 1976) dalam (Fany & Iryanto, 2024). “Agen atau manajemen tidak selalu mengambil keputusan untuk memenuhi kepentingan terbaik prinsipal. Hal ini disebabkan oleh karena manajer perusahaan cenderung mengejar tujuan pribadinya” (Jensen & Meckling, 1976) dalam (Indriastuti et al., 2021). Dalam penelitian ini, *managerial agency cost* diukur dengan menggunakan *administrative cost ratio*. “*Administrative cost ratio* merupakan rasio untuk mengetahui besar biaya administrasi yang dikeluarkan oleh perusahaan sebagai pengeluaran non-esensial yang distandarisasi dengan penjualan” (Li et al., 2008) dalam (Ihvan et al., 2022).

Tingginya *administrative cost ratio* menandakan bahwa perusahaan memiliki beban umum dan administrasi yang tinggi, namun beban tersebut tidak sebanding

dengan perolehan pendapatan perusahaan. Apabila hal ini terjadi, artinya besarnya biaya yang dikeluarkan untuk keperluan umum dan administrasi bukan merupakan biaya yang digunakan untuk mendukung peningkatan pendapatan. Akibatnya, perusahaan kekurangan sumber daya untuk melakukan kegiatan operasional utamanya karena telah digunakan untuk biaya umum dan administrasi. Hal ini membuat operasional perusahaan tidak dapat terlaksana seluruhnya secara optimal.

Ketika operasional perusahaan tidak berjalan secara efektif, maka hal ini dapat menyebabkan penurunan pendapatan akibat penggunaan aset yang tidak optimal. Contohnya pada perusahaan industri *tourism and recreation* seperti taman rekreasi, ketika biaya umum dan administrasi, seperti biaya gaji dan tunjangan pegawai kantor, lebih tinggi dibandingkan dengan gaji yang secara langsung mendukung operasional, maka hal ini menunjukkan bahwa alokasi tenaga kerja lebih banyak terfokus pada bagian administratif dibandingkan bagian yang menghasilkan pendapatan secara langsung. Kondisi tersebut dapat menyebabkan terbatasnya ketersediaan tenaga kerja operasional, seperti operator wahana, petugas tiket, tenaga teknis lapangan, maupun petugas kebersihan sehingga aktivitas yang berkaitan langsung dengan pelayanan pengunjung dan operasional wahana tidak berjalan secara optimal. Hal ini dapat membuat wahana yang ada menjadi tidak terawat dan tidak dapat digunakan oleh pengunjung sehingga dapat menurunkan minat pengunjung berikutnya. Selain itu, tingginya alokasi biaya pada beban umum dan administrasi juga dapat membatasi kemampuan perusahaan dalam melakukan kegiatan pemasaran dan promosi secara optimal. Akibatnya, jumlah pengunjung yang datang ke taman rekreasi menjadi tidak maksimal. Kondisi tersebut dapat mengakibatkan pendapatan yang dihasilkan menjadi lebih rendah.

Rendahnya jumlah pengunjung menyebabkan aset yang dimiliki oleh perusahaan, seperti wahana permainan dan area rekreasi, tidak digunakan secara optimal. Tingginya nilai total aset tanpa disertai dengan tingginya pendapatan menandakan penggunaan aset yang tidak efektif oleh perusahaan. Meskipun demikian, perusahaan tetap harus menanggung beban depresiasi dan biaya pemeliharaan atas aset tersebut. Tingginya beban depresiasi dan pemeliharaan

disertai dengan pendapatan yang rendah dapat mengurangi laba operasional yang diperoleh oleh perusahaan. Penurunan laba yang disertai dengan tingginya nilai total aset dapat memengaruhi *Z''-Score* perusahaan, yaitu menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *EBIT to total assets* (X_3).

Ketika perusahaan kekurangan sumber daya untuk melakukan seluruh kegiatan operasionalnya, maka perusahaan dapat memilih pendanaan dalam bentuk utang agar kebutuhan tersebut dapat terpenuhi. Hal ini dapat menyebabkan perusahaan harus menanggung beban bunga di masa depan. Penurunan laba operasional, disertai dengan tingginya beban bunga yang perlu ditanggung perusahaan dapat menyebabkan penurunan laba bersih yang diperoleh, sehingga menyebabkan berkurangnya saldo *retained earnings* yang dimiliki oleh perusahaan. Oleh karena itu, rendahnya nilai *retained earnings* yang disertai dengan tingginya nilai total aset dapat berpengaruh terhadap rendahnya hasil perhitungan pada komponen *retained earnings to total assets* (X_2) dalam *Z''-Score* perusahaan.

Kemudian, menurunnya saldo *retained earnings* juga berdampak pada menurunnya nilai buku ekuitas perusahaan yang tercermin dalam nilai *book value of equity* pada komponen perhitungan *Z''-Score*. Sehingga, dengan rendahnya nilai *book value of equity* dan tingginya nilai *total liability* maka hal tersebut dapat menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *book value of equity to total liability* (X_4) dalam *Z''-Score* perusahaan.

Rendahnya pendapatan juga dapat menyebabkan berkurangnya kas atau piutang yang diterima oleh perusahaan, yang berujung pada penurunan *current assets* perusahaan. Penurunan *current assets* ini menyebabkan nilai *working capital* perusahaan menjadi rendah. Penurunan nilai *working capital* yang disertai dengan tingginya nilai total aset dapat memengaruhi *Z''-Score* perusahaan, yaitu menyebabkan rendahnya hasil perhitungan pada komponen *working capital to total assets* (X_1). Rendahnya nilai keseluruhan *Z''-Score* perusahaan dapat menunjukkan bahwa perusahaan tersebut sedang berada dalam kondisi *financial distress*.

Oleh karena itu, bertambahnya *managerial agency cost* dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk mengalami *financial distress*. Sehingga, *managerial agency cost* berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari & Maharani (2024) yang menyatakan bahwa *managerial agency cost* berpengaruh secara positif terhadap *financial distress*. Namun, hal ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sriyono & Wijayanti (2023) yang menyatakan bahwa *managerial agency cost* memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan Noviyana et al. (2024). Perbedaan penelitian ini dibandingkan dengan penelitian sebelumnya adalah:

1. Penelitian ini tidak menggunakan profitabilitas sebagai variabel independen karena berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, variabel tersebut tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.
2. Penelitian ini menambahkan dua variabel independen, yaitu kapasitas operasi dan *managerial agency cost* yang mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Sari & Maharani (2024).
3. Objek penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan industri *tourism and recreation, apparel and luxury goods*, dan *media* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2022-2024, sedangkan objek penelitian yang digunakan pada penelitian sebelumnya adalah perusahaan subsektor transportasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2020-2022.

Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah diuraikan, maka ditetapkan judul untuk penelitian ini adalah **“Pengaruh Likuiditas, Leverage, Kapasitas Operasi, dan *Managerial Agency Cost* terhadap *Financial Distress* (Studi Empiris pada Perusahaan Industri *Tourism and Recreation, Apparel and Luxury Goods*, dan *Media* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada Tahun 2022-2024)”**.

1.2 Batasan Masalah

Batasan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Variabel dependen yang digunakan adalah *financial distress* yang diproksikan dengan rumus Altman *Z''-Score*.
2. Variabel independen yang digunakan adalah likuiditas dengan proksi *current ratio*, *leverage* dengan proksi *debt to equity ratio*, kapasitas operasi dengan proksi *total asset turnover*, dan *managerial agency cost* dengan proksi *administrative cost ratio*.
3. Objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan industri *tourism and recreation*, *apparel and luxury goods*, dan *media* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2022-2024.

1.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

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 kapasitas operasi yang diproksikan dengan *total asset turnover* berpengaruh negatif terhadap *financial distress*?
4. Apakah *managerial agency cost* yang diproksikan dengan *administrative cost ratio* berpengaruh positif terhadap *financial distress*?

1.4 Tujuan Penelitian

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

1. Pengaruh negatif dari likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* terhadap *financial distress*.

2. Pengaruh positif dari *leverage* yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* terhadap *financial distress*.
3. Pengaruh negatif dari kapasitas operasi yang diproksikan dengan *total asset turnover* terhadap *financial distress*.
4. Pengaruh positif dari *managerial agency cost* yang diproksikan dengan *administrative cost ratio* terhadap *financial distress*.

1.5 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat kepada beberapa pihak, yaitu:

1. Bagi Perusahaan
Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat membantu perusahaan dalam menganalisis potensi terjadinya *financial distress*, sehingga perusahaan dapat menetapkan strategi untuk mencegah terjadinya kebangkrutan.
2. Bagi Investor
Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat membantu investor dalam mengidentifikasi perusahaan yang berpotensi mengalami kondisi *financial distress*, sehingga investor dapat mengambil keputusan investasi yang tepat.
3. Bagi Kreditur
Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat membantu kreditur dalam mengidentifikasi risiko gagal bayar perusahaan, sehingga kreditur dapat mengambil keputusan pemberian pinjaman dengan tepat.
4. Bagi Peneliti Selanjutnya
Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi terkait faktor-faktor yang memengaruhi *financial distress*, sehingga dapat bermanfaat bagi peneliti selanjutnya yang hendak melakukan pengembangan dari penelitian ini.
5. Bagi Peneliti
Penelitian ini diharapkan dapat meningkatkan pengetahuan peneliti mengenai *financial distress* serta kemampuan dalam memprediksi potensi terjadinya *financial distress* pada perusahaan.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini adalah:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini menjelaskan mengenai latar belakang penelitian, batasan masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II LANDASAN TEORI

Bab ini menjelaskan mengenai *grand theory*, teori yang mendasari variabel dependen, yaitu *financial distress*, dan teori yang mendasari variabel independen, yaitu likuiditas, *leverage*, kapasitas operasi, dan *managerial agency cost*, hipotesis, dan model penelitian.

BAB III METODE PENELITIAN

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

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan mengenai objek penelitian, analisis data penelitian yang telah dilakukan, serta pembahasan mengenai uji hipotesis dan hasil penelitian.

BAB V SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini menjelaskan mengenai simpulan, keterbatasan, dan saran yang dapat diberikan berdasarkan hasil penelitian.