## PROPOSAL PENELITIAN

**FAKTOR-FAKTOR DETERMINAN FINANCIAL DISTRESS: KASUS PERUSAHAAN-PERUSAHAAN PUBLIK DELISTING DI BURSA EFEK INDONESIA**

*Determinant Factors of Financial Distress: Cases of Public Companies Delisting on the Indonesia Stock Exchange*



## TIM PENELITI :

Drs. Imron HR, MM NIDN: 0312065804

Ir. Ade Mulyati Maksudi, M.Si NIDN: 0322125903 Dr. Imran Zabidi, Lc NIDN: 0306056004 Lim Hendra, SE, Ak, M.Si, BKP NIDN: 0317058305

Ir. Dwi Windu Suryono, M.Si NIDN: 0327076101

## SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI INDONESIA JAKARTA

**2022**

**HALAMAN PENGESAHAN PROPOSAL KEGIATAN PENELITIAN**

Judul : Faktor-Faktor Determinan Financial Distress: Kasus Perusahaan-Perusahaan Publik Delisting Di Bursa Efek Indonesia

Ketua Tim Pelaksana Anggota Tim Pelaksana

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| : | Drs. Imron HR, MM | 0312065804 |
| : | Ir. Ade Mulyati Maksudi, M.Si | 0322125903 |
|  | Dr. Imran Zabidi, Lc | 0306056004 |
|  | Lim Hendra, SE, Ak, MSi, BKP | 0317058305 |
| : | Ir. Dwi Windu Suryono, M.Si Jakarta | 0327076101 |
| : |  |  |
| : | Rp. 3.500.000 |  |
| : | Rp. 3.500.000 |  |

Lokasi Kegiatan Luaran yang dihasilkan Biaya Total

* STEI

Jakarta, 10 Februari 2022 Ketua Tim Pelaksana

Drs. Imron HR, MM NIDN: 0312065804

Mengetahui, Kepala Bagian P3M

Menyetujui, Wakil Ketua IV

(Dr. Hj. Nursanita Nasution, SE., Ak., ME., CSRA) NIDN : 0326035601

(Drs. Jusuf Haryanto., M.Sc) NIDN: 0325036001

## DAFTAR ISI

Halaman HALAMAN PENGESAHAN ............................................................. ii

DAFTAR ISI ....................................................................................... iii

BAB I PENDAHULUAN ........................................................ 1

1.1. Latar Belakang Masalah ...................................... 1

1.2. Identifikasi Masalah ............................................. 5

1.3. Batasan Masalah .................................................... 5

1.4. Perumusan Masalah ................................................ 6

1.5. Tujuan dan Manfaat Penelitian …………………. 6

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| BAB II | KAJIAN PUSTAKA ...................................................... | 8 |
|  | 2.1. Landasan Teori …................................................... | 8 |
|  | 2.1.1. Financial Distress dan Kebangkrutan …….. | 8 |
|  | 2.1.2. Teori *Signaling* …………………………... | 13 |
|  | 2.1.3. Kinerja Keuangan ………………………… | 15 |
|  | 2.1.3.1. Likwiditas ……….……………….. | 15 |
|  | 2.1.3.2. Solvabilitas ………..……………. | 16 |
|  | 2.1.3.3. Profitabilitas ……………………… | 18 |
|  | 2.1.3.4. Ukuran Nilai Pasar ……………….. | 18 |
|  | 2.2. Review Penelitian Terdahulu ................................. | 19 |
|  | 2.3. Kerangka Berpikir ……………………………….. | 23 |
|  | 2.4. Hipotesis Penelitian …………………………….. | 24 |
|  | 2.4.1. Likwiditas berpengaruh terhadap Financial |  |
|  | Distress ……………………………………………. | 24 |
|  | 2.4.2. Solvabilitas berpengaruh terhadap Financial |  |
|  | Distress ……………………………………………. | 24 |
|  | 2.4.3. Ukuran Nilai Pasar berpengaruh terhadap |  |
|  | Financial Distress ………………………………….. | 25 |

BAB III METODE PENELITIAN ……………………………. 26

[3.1. Objek Penelitian …………………………………. 26](#_TOC_250007)

[3.2. Sumber Data …………………………………… 26](#_TOC_250006)

[3.3. Populasi dan Sampel …………………………… 26](#_TOC_250005)

3.4. Metode Analisis …………………………………. 27

* + 1. [Statistik Deskriptif ……………………….. 28](#_TOC_250004)
    2. [Model Regresi Logistik …………………... 28](#_TOC_250003)
    3. [Pengujian Hipotesis ……………………….. 28](#_TOC_250002)
       1. Uji Kelayakan Model (Goodness of

*Fit*) …………………………..………………... 29

* + - 1. Uji Model Fit (Overall Model

Fit Test) ………………………………………. 29

* + - 1. [Uji Wald (Uji t Statistik) ………………... 29](#_TOC_250001)
      2. [Uji Koefisien Diterminasi ………………... 30](#_TOC_250000)

Daftar Pustaka …………………………………………………………. 31

# BAB I PENDAHULUAN

## Latar Belakang Masalah

Sekitar pertengahan tahun 2021 banyak diberitakan tentang lima belas perusahaan emiten yang berpotensi segera di-*delisting* dari Bursa Efek Indonesia. Bila cermati ke lima belas saham tersebut memang sudah sejak beberapa tahun terakhir menunjukan kinerja yang buruk, dan telah beberapa kali dihentikan perdagangnnya (disuspensi) oleh otoritas Bursa. Kondisi saham-saham dimaksud, ada yang memang mengalami kesulitan untuk berkembang secara sehat karena memiliki masalah internal, beban keuangan yang berat, tidak mampu menghadapi persaingan dalam industrinya, atau alasan-alasan lainnya. Fenomena perusahaan yang menghadapi ancaman *delisting* dari Bursa sebagai akibat semakin memburuknya kinerja perusahaan, tidak mampu bangkit kembali hingga menghadapi kebangkrutan. Sepanjang sejarah Bursa Efek Indonesia, sudah cukup banyak perusahaan terpaksa harus *delisting*.

Efek dari *delisting* tentunya akan sangat merugikan para investor, khususnya para investor retail. Untuk itulah sudah seharusnya para investor mampu menditeksi sedini mungkin gejala-gejala perusahaan yang akan menghadapi kesulitan di kemudian hari atau menghadapi *financial distress*. Permasalahan-permasalahan kemunduran atau kebangkrutan perusahaan umumnya tidak terjadi secara tiba-tiba, tetapi melewati proses yang lama dan seharusnya dapat diditeksi jauh sebelumnya. Sumber kesulitan keuangan dapat berasal dari lingkungan internal ataupun eksternal.

Perusahaan-perusahaan besar yang tumbuh dan berkembang hingga saat ini memiliki siklus hidup ekonomi yang dinamis dan evolutif, kondisi krisis merupakan keadaan fisiologis yang dapat dikelola oleh manajemen perusahaan. Kondisi-kondisi sulit yang dialami perusahaan umumnya selalu dapat diatasi. Namun banyak perusahaan yang tidak mampu mengatasi kesulitan, hingga mengalami kebangkrutan (Pozzoli, dan Paolone; 2017).

Suatu perusahaan yang dikatagorikan mengahadapi *financial distress* jika kinerjanya menunjukan laba operasinya negatif, nilai buku ekuitas negatif, memiliki

EVA negatif, pendapatan arus kas lebih kecil dibandingkan dengan kewjiban utang, lebih dari satu tahun tidak membayar dividen, dan perusahaan melakukan merger (Brahmana; 2007, Antikasari dan Djuminah; 2017).

Menurut Afriyeni (2012), *financial distress* terjadi sebelum perusahaan menghadapi kegagalan atau kebangkrutan. Kondisi *financial distress* merupakan kondisi keuangan perusahaan dalam keadaan yang tidak sehat atau krisis. *Financial distress* juga menunjukan ketidakmampuan perusahaan membayar kewajiban- kewajiban keuangannya yang jatuh tempo.

Plat & Plat (2002) dan Beaver (2012) *financial distress* merupakan kondisi terjadinya penurunan kinerja perusahaan menuju kebankrutan yang berakhir pada penutupan perusahaan. Sedangkan kebankrutan merupakan kegagalan ekonomi dan keuangan. Kebankrutan sebagai akibat kegagalan (*failure*), merupakan ketidak mampuan perusahaan untuk membayar kewajiban keuangannya saat jatuh tempo, meliputi gagal bayar obligasi, melakukan penarikan rekening bank berlebihan, gagal membayar dividen saham preferen,

Per Lin et al (2008) menyatakan, *financial distress* sebagai kondisi ketika perusahaan mengeluarkan lebih banyak hutang dibandingkan dengan ukuran perusahaan, profitabilitas dan komposisi asset agar dapat bertahan. Dengan menurunnya kemampuan untuk menghasilkan pendapatan, ditambah arus kas operasi yang tidak memadai, maka perusahaan akan mengalami *financial distress*, akan terjebak dalam masalah likwiditas yang parah, akibatnya mempengaruhi solvabilitas perusahaan.

Schmuck (2013), dalam penelitiannya mengidentifikasi *financial distress* berdasarkan tingkat kecukupan pembayaran beban bunga. Suatu perusahaan dianggap tertekan secara *financial* jika EBITDA dikurangi pengeluaran modal (CAPEX) menjadi tidak cukup untuk menutupi pembayaran bunga. Kondisi bunga negatif memberikan titik jedah alami untuk mengidentifikai kesulitan dan merupakan cara yang efisien untuk mengidentifikasi perusahaan dalam kesulitan keuangan.

Mendukung pendapat Schmuck (2013) selain mendefinsikan kesulitan keuangan, perlu juga para peneliti untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang menjadi pemicu *financial distress* tersebut. Faktor pemicu ini tentunya tidak berada pada kondisi statis, tetapi ada faktor-faktor dinamis yang berkontribusi terhadap penurunan kualitas, dan penurunan kinerja dari tahun ke tahun yang akan menjadi perhatian dan pemicu perbaikan serta restrukturisasi. Jatuhnya perusahaan dari berkinerja suprior,

stabil, tinggi biasanya menunjukan ada masalah serius yang dihadapi oleh pihak manajemen dan strategi bisnisnya.

Pada dasarnya, *financial distress* dan kebangkrutan merupakan salah satu fenomena dalam dunia bisnis, yang secara langsung atau tidak langsung dipengaruhi oleh faktor-faktor internal dan eksternal. Faktor-faktor internal yang berpengaruh kuat terhadap kinerja perusahaan, antara lain: kemampuan manajemen, ketersediaan sumber daya dan sebagaimnya, sedangkan faktor ekternal antara lain tingkat intensitas persaingan dalam industri.

Adanya perubahan lingkungan ekonomi global dan permintaan pelanggan yang radikal, perusahaan bisnis dihadapkan juga dengan intensitas persaingan ketat dan lingkungan operasional yang tidak pasti, sehingga perusahaan tidak dapat mengenali *financial distress* dan mengambil tindakan pada pase awal akan mengalami kebangkrutan, hal ini tidak hanya berdampak kerugian besar bagi pemegang saham, kreditor, manajer, dan stakeholder lainnya, tetapi juga mempengaruhi stabilitas ekonomi dan sosial suatu negara (Sun, dan Li; 2009). Untuk itu, sistem peringatan dini *(early warning sytem)* dapat berperan penting dalam mencegah perusahaan dari kebangkrutan.

Xu, Zhao, dan Bao (2015) dalam penelitiannya menilai situasi financial merupakan standar paling awal untuk menilai risiko perusahaan, karena krisis keuangan sering menyebabkan pada krisis kredit perusahaan, dan *financial distress* umumnya berdampak pada risiko kredit yang lebih tinggi. Untuk itulah pentingnya perusahaan mengembangkan sistem peringatan dini agar sedini mungkin *financial distress* dapat diditeksi, sehingga akan menjadi mudah untuk mengatasinya.

Agostini (2018), menyatakan konsekwensi keuangan dari tekanan perusahaan dapat juga berasal dari faktor-faktor non-keuangan, tetapi kejala dari tekanan tersebut terlihat jelas dari sisi solvabilitas dan kondisi keuangan. Kesulitan keuangan mencakup berbagai kondisi, seperti likwiditas rendah, ketidak mampuan membayar utang dan dividen saham preferen, berkurangnya secara substansial dan berkelanjutan tingkat profitabilitas, hingga menuju kebangkrutan. Kondisi ini menunjukan kesulitan keuangan dari tingkat yang ringan hingga tingkat serius secara berurutan. Kesulitan keuangan ini merupakan refleksi sintetis dari kemunduran faktor-faktor risiko yang berasal dari dalam ataupun luar perusahaan. Bahkan tekanan perusahaan yang disebabkan oleh faktor-faktor non-keuangan cenderung berakhir dengan kesulitan keuangan *(financial distress).*

Saham-saham yang ter-*delisting* dari Bursa Efek Indonesia akan menjadi mimpi buruk bagi para investor, khususnya para investor retail, karena perusahaan- perusahaan yang telah delisting selama ini masih akan tetap menyandang statusnya sebagai perusahaan publik, tidak ada kejelasan sampai kapan penyelesaian modal para investor retail ini. Untuk itulah para investor retail harus mengetahui gejala-gejala suatu perusahaan publik akan menghadapi masalah atau akan menghadapi *financial distress* agar dapat dihindari, tidak terjebak dalam permasalahannya.

Penelitian tentang peringatan dini, menditeksi *financial distress* telah sejak lama dilakukan, misalnya Fitzpatrick (1932) menggunakan model MDA, Beaver (1966) menggunakan model prediksi rasio keuangan tunggal, Altman (1968) menggunakan model MDA multivariat yang juga dikenal sebagai Model Z-Score. Ohlson (1980) dan Zavgren (1985) menggunakan regresi logit, dan masih banyak lagi model diteksi *financial distress* yang digunakan oleh para peneliti, misalnya model AHP oleh Saaty (1980 dan 1986), sedangkan Kim dan Han menggunakan model algoretma genetika (GA), dan lain-lain.

Model-model yang dikembangkan para peneliti tentang diteksi financial stress dan kebangkrutan baik yang menggunakan MDA multivariate, ataupun menggunakan regresi logit, seluruhnya berdasarkan pada ratio-ratio keuangan. Penelitian ini akan menggunakan model regresi logit yang berbasis ratio-ratio keuangan, mengikuti beberapa peneliti sebelumnya, misalnya Xu, Zhau, dan Bao (2015), dan Sun, dan Li (2009).

Objek penelitian ini terdiri lima belas perusahaan yang diperkirakan akan segera di-delisting dari Bursa Efek Indonesia, yaitu:

Tabel 1.1 : Saham-saham yang potensial delisting dari Bursa Efek Indonesia

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **No** | **Kode Saham** | **Nama Perusahaan** | **No** | **Kode Saham** | **Nama Perusahaan** |
| 1 | PLAS | Polaris Investama | 9 | MYRX | Hanson International |
| 2 | GOLL | Golden Plantation | 10 | SMRU | SMRU Utama |
| 3 | BTEL | Bakri Telecom | 11 | TRAM | Trada Alam Minera |
| 4 | NIPS | Nipress | 12 | IIKP | Inti Agri Resources |
| 5 | SUGI | Sugi Energy | 13 | HOME | Hotel Mandarin Regency |
| 6 | TRIO | Trikomsel Oke | 14 | RIMO | Rimo International |
| 7 | CMPP | Air Asia Indonesia | 15 | SKYB | Northcliff Citranusa Indonesia |
| 8 | MGNA | Magna Investama Mandiri |  |  |  |

Sumber: Bura Efek Indonesia 2021

Lima belas perusahaan yang disajikan dalam Tabel 1, melakukan listing di Bursa Efek Indonesia antara tahun 1990 – tahun 2014, terdiri dari beberapa sektor industri, meliputi sektor industri: Financial, Plantation, Telekomunikasi, Energy, Transportasi, Teknology, Consumer Cycle, Property & Real Estate.

## Indentifikasi Masalah

Dari uraian latarbelakang masalah, maka masalah-masalah yang relevan untuk diidenfikasi adalah:

* + 1. Perusahaan-perusahaan yang saat ini tumbuh – berkembang, memiliki siklus hidup yang dinamis dan evolutif. Perusahaan-perusahaan tersebut di masa lalu pernah mengalami kesulitan mulai dari intensitas ringan hingga berat, namun ada yang mampu bangkit dan tumbuh kembali, namun ada yang berakhir dengan kebangkrutan.
    2. Kesulitan keuangan *(financial distress)* dan kebangkrutan merupakan salah satu fenomena bisnis, yang secara langsung atau tidak langsung dipengaruhi oleh faktor-faktor internal atau eksternal, baik berhubungan dengan faktor keuangan atau non-keuangan.
    3. Faktor internal perusahaan yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan telah banyak diteliti sebagai menyebabkan *financial distress,* diduga sebagai dampak melemahnya kinerja perusahaan. Pelemahan kinerja, umumnya tidak terjadi secara mendadak, tetapi melalui proses selama beberapa periode atau bahkan beberapa tahun.

## Batasan Masalah

Dari indentifikasi masalah, maka batasan permasalahan yang akan menjadi dasar perumusan masalah penelitian ini adalah:

1. Laporan keuangan yang memuat yang menyajikan kinerja perusahaan, antara lain: likwiditas diwakili oleh current ratio (CR), leverage diwakili oleh: *debt to equity ratio* (DER), *equity multiplies (*EM), *cash coverage ratio (*CCR), sedangkan ratio nilai pasar diwakili oleh *price – earning ratio* (PER), diperkirakan merupakan faktor penyebab *financial distress.*
2. Profitabilitas yang menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Profitabilitas diwakili oleh Profit Margin. Apabila perusahaan masih mampu menghasilkan profit margin yang memadai, maka perusahaan masih dinyatakan sehat, namun apabila profit margin telah negatif dalam beberapa periode, maka probabilitas perusahaan menghadapi *financial distress* makin meningkat. Profit margin negatif merupakan salah satu indikator *financial distress*.
3. Variabel pendukung analisis lainnya, untuk masing-masing saham yang menjadi sampel: (1) perkembangan harga saham bulanan, (2) persentase kepemilikan saham oleh publik, serta perubahannya per tahun, (3) jumlah hari perdagangan per tahun.
4. Periode penelitian, Januari 2011 – Desember 2020.

## Perumusan Masalah

Penelitian ini akan membahas faktor-faktor diterminan *financial distress* bagi perusahaan-perusahaan publik yang saat ini terancam *delisting* dari Bursa Efek Indonesia. Perumusan masalahnya adalah sebagai berikut:

* + 1. Bagaimana pengaruh CR, DER, EM, CCR, dan PER terhadap *financial distress* pada perusahaan-perusahaan yang terancam *delsiting* di Bursa Efek Indonesia;
    2. Bagaimana variabel (1) perkembangan harga saham bulanan, (2) persentase kepemilikan saham oleh publik, serta perubahannya per tahun, dan (3) jumlah hari perdagangan per tahun, apakah dapat memberikan informasi tambahan berguna dalam memprediksi emiten menghadapi *financial distress.*

## Tujuan dan Manfaat Penelitian

Dari perumusan masalah, maka yang menjadi tujuan dan manfaat penelitian ini adalah sebagai berikut:

* + 1. Untuk menerapkan model regresi logistik dalam rangka memprediksi *financial distress* bagi perusahaan-perusahaan yang terancam *delisting* dari Bursa Efek Indonesia, berdasarkan informasi laporan keuangan perusahaan.
    2. Manfaat penelitian ini, diharapkan dapat menjadi bahan edukasi bagi para investor, terutama investor pemula agar tidak terjebak mengoleksi saham- saham berkinerja buruk yang akan merugikan dikemudian hari.

# BAB II KAJIAN PUSTAKA

## Landasan Teori

* + 1. ***Financial distress* dan Kebangkrutan**

Fenomena *financial distress* hingga kebankrutan perusahaan sudah lama menjadi pehatian para pakar keuangan. Difinisi tentang kesulitan keuangan pun sudah banyak dirumuskan secara berbeda-beda, namun tetap mengacu pada keadaan suatu perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo, baik dalam jangka pendek hingga periode yang lebih panjang. Penyebab kesulitan keuangan ini pada dasarnya dapat berasal dari lingkungan internal berupa keputusan pembiayaan melalui utang, dan dapat juga dari tekanan eksternal.

Dari sisi internal salah satu faktor pemicu kesulitan keuangan adalah dampak perusahaan menggunakan pembiayaan dari utang. Salah satu teori struktur modal yang banyak digunakan adalah *pecking order theory*, yang menjelaskan tahapan pembiayaan: *pertama*, menggunakan sumber dana internal (laba ditahan), kemudian menerbitkan utang jika diperlukan, sedangkan penerbitan equitas merupakan langkah terakhir sebagai sumber pendanaan. Alasan penerbitan equitas sebagai langkah terakhir sumber pendanaan, karena mengkhawatirkan respon negatif para investor di pasar modal *(signaling),* yang akan menilai mahal *(over value)* harga saham perusahaan, sehingga apabila perusahaan menerbitkan saham akan berdampak terjadi penurunan harga saham dan nilai perusahaan (Ross et al; 2010).

Hayes (2021) dari Investopedia menyatakan, *financial distress* merupakan suatu kondisi perusahaan yang tidak mampu menghasilkan pendapatan yang cukup, sehingga tidak mampu membayar kewajiban keuangannya. Hal ini umumnya disebabkan oleh biaya tetap yang tinggi, memiliki asset lidak likwid yang besar, atau pendapatan yang sensitif terhadap penurunan kondisi ekonomi.

Fachrudin (2008) menjelaskan, ada beberapa istilah tentang kesulitan keuangan sesuai dengan tipenya: (1) *Economic failure,* adalah keadaan pendapatan perusahaan tidak dapat menutupi total biaya, termasuk *cost of capital*. Bisnis ini masih dapat melanjutkan operasinya sepanjang kreditor masih bersedia memberikan pinjaman, dan para pemegang saham bersedia menerima *rate of return* di bawah pasar,

(2) *Technical insolvency*, kondisi perusahaan yang tidak mampu membayar utang lancarnya pada saat jatuh tempo. Ketidak mampuan ini karena secara teknis kekurangan likwiditas yang sifatnya sementara, dalam bila diberikan kelonggaran waktu, perusahaan dapat membayarnya. *Technical insolvency* merupakan gejala awal terjadinya *economic failure*, (3) *Insolvency in bankruptcy*, keadaan terjadi jika book value utang melebihi market value assets. Kondisi ini pertanda akan terjadinya *economic failure,* namun belum dikatakan bankrut, (4) *Legal bankruptcy*, perusahaan dinyatakan bankrut jika telah diajukan tuntutan hukum, dan telah dinyatakan bankrut oleh pengadilan.

Ada beberapa indikator yang dapat diamati menunjukan suatu perusahaan sedang mengalami kesulitasn keuangan dalam waktu dekat: (1) laba yang terus memburuk, hal ini menunjukan perusahaan tidak sehat secara financial, (2) Penjualan yang terus menurun atau pertumbuhan penjualan yang buruk, sebagai efek merosotnya permintaan produk/jasa perusahaan berdasarkan model bisnis yang ada, (3) periode penagihan piutang semakin panjang (Hayes; 2021).

Lizal L (2002), dalam menelitiannya tentang penyebab perusahaan-perusahaan di Republik Ceko mengalami kebankrutan, menggunakan tiga model atau trinitas penyebab perusahaan mengalami *financial distress*. *Pertama* **neoclassic model,** kebangkrutan sebagai akibat perusahaan tidak tepat mengalokasikan sumber daya. Melakukan prosedur kebankrutan merupakan cara yang tidak terelakan guna melakukan restrukturisasi dan realokasi sumber daya secara efisien. *Kedua* **financial model***,* perusahaan pada dasarnya memiliki struktur asset yang tepat, namun struktur keuangan yang buruk hingg menghadapi kendala likwiditas. Perusahaan layak beroperasi dalam jangka panjang, namun mengalami kebankrutan dalam jangka pendek. Kesulitan keuangan model ini kemungkinan pengaruh ketidak sempurnaan pasar modal. Sulit untuk menentukan apakah melakukan kepailitan cara terbaik atau buruk untuk melakukan restrukturisasi. *Ketiga* **corporate governance model,** kebankrutan mungkin karena perusahaan memiliki struktur asset dan keuangan yang tepat, namun tata kelola manajemen yang buruk. Kondisi inefisiensi kemudian mendorong perusahaan keluar dari pasar. Kesulitan perusahaan model ini tidak tepat melakukan kepailitan karena akan merugikan berbagai pihak. Yang harus dilakukan oleh pemilik perusahaan hanyalah memberhentikan para manajer, dan menggantikannya dengan tim manajemen yang terbaik.

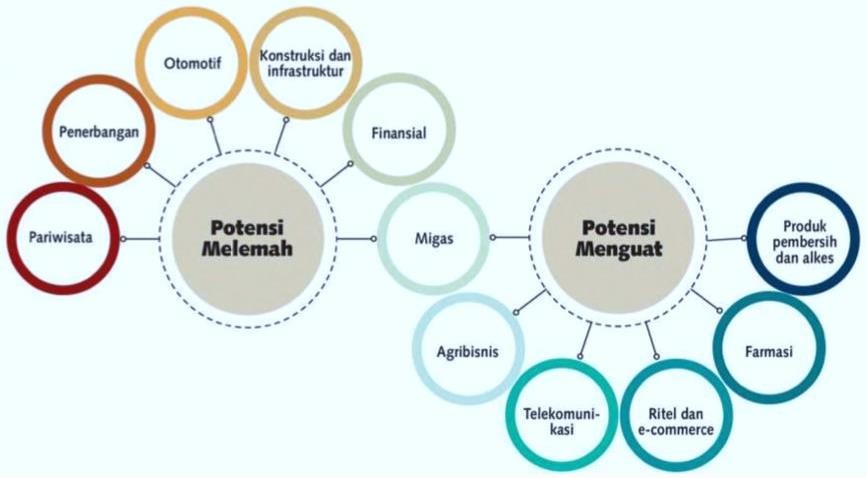
Tuovila (2021) dari investopedia membedakan antara kepailitan (isolvency) dan kebankrutan. *Insolvency* merupakan kondisi perusahaan tidak lagi mampu membayar tagihan atau kewajiban keuangannya, sedangkan kebankrutan *(bankruptcy),* perusahaan dalam kondisi *insolvency* menghadapi proses hukum dan telah diputuskan untuk membebaskan perusahaan dari hutangnya.

Krisis keuangan global *(global financial crisis)* tahun 1997/1998 dan tahun 2008/2009 merupakan krisis keuangan yang banyak menimbulkan kesulitan hingga kebangkrutan bagi banyak perusahaan di berbagai belahan dunia. Banyak perusahaan di berbagai negara baik negara-negara maju amaupun berkembang telah mengalami kemunduran bahkan kebangkrutan sebagai dampak krisis keuangan global tersebut, termasuk perusahaan-perusahaan di Indonesia, banyak perusahaan-perusahaan publik berakhir dengan *delisting* dari Bursa (Hidayat, dan Meitanto; 2014).

Krisis non-keuangan juga dapat menimbulkan kesulitan bagi perusahaan hingga mengalami kebangkrutan. Krisis ekonomi dunia sebagai dampak pandemi Covid-19 sejak akhir tahun 2019 hingga saat ini telah menyulitkan perusahaan- perusahaan di dunia, dan banyak yang berakhir hingga kebangkrutan. Pada dasarnya dampak covid-19 telah menyulitkan dunia bisnis, namun ada juga sektor-sektor bisnis tertentu yang masih memiliki peluang pertumbuhan.

May (2020) memprediksi sektor-sektor industri yang terdampak oleh pandemi covid-19, dikelompokan menjadi tiga golongan: terdampak negatif, netral, dan positif. Ketiga golongan sektor industri disajikan dalam gambar di bawah ini:

**Gambar 2.1:** Prediksi sektor-sektor terdampak pandemi covid-19



**Sumber:** Kontan; 2020.

Dari Gambar 1, dapat dijelaskan, sektor industri yang paling terdampak negatif oleh pandemi covid-19 adalah: (1) sektor parawisata, termasuk perhotelan, restoran dan hiburan, (2) sektor transportasi, termasuk penerbangan, (3) sektor otomotif, dan infrastruktur. Sektor industri yang terdampak netral (sedang) adalah sektor industri:

(1) Migas, (2) Agribisnis, dan (3) keuangan dan perbankan. Sektor industri yang terdampak positif adalah: (1) sektor kesehatan dan produk kesehatan, (2) Telekomunikasi, dan (3) Retail, termasuk *e-commerce.*

Fenomena banyak emiten di Bursa Efek Indonesia yang mengalami *delisting*, telah merugikan para investor, terutama para investor relail. Baik secara sadar ataupun tidak, mereka menahan saham-saham perusahaan berkinerja buruk yang akhirnya menghadapi delisting bahkan kebangkrutan, hal ini diduga akibat dari masih rendahnya indek literasi dan inklusi pasar modal di Indonesia, mereka belum teredukasi secara baik bagaimana seharusnya berinvestasi saham di pasar modal. Saham sebagai instrumen investasi berisiko tinggi haruslah para investornya memiliki pengetahuan cukup tentang investasi. Tingkat literasi dan inklusi keuangan memang sudah relatif tinggi, namun literasi dan inklusi pasar modal masih sangat lemah. Tingkat literasi/inklusi keuangan dan pasar modal Indonesia disajikan dalam tabel 2 di bawah ini:

**Tabel 2.1:** Indek literasi dan inklusi keuangan dan pasar modal Indonesia

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Tahun** | **Literasi Keuangan (%)** | **Inklusi Keuangan (%)** | **Literasi Keuangan (%)** | **Inklusi Keuangan (%)** |
| 2013 | **21,84** | **59,74** | **3,79** | **0,11** |
| 2016 | **29,66** | **67,82** | **4,40** | **1,25** |
| 2019 | **38,03** | **76,19** | **4,90** | **1,55** |

Sember: SNLIK – OJK, 2020

Literasi keuangan merupakan pengetahuan, keterampilan dan keyakinan, mempengaruhi sikap dan kualitas prilaku dalam pengambilan keputusan dan pengelolaan keuangan. Sedangkan inklusi keuangan merupakan ketersediaan akses pafa berbagai lembaga, produk dan layanan jasa keuangan sesuai dengan kebutuhan dan kemampuan dalam rangka meningkatkan kesejahteraan masyarakat (POJK, No.76 tahun 2016).

Dari tabel 2, dapat disimpulkan, masyarakat Indonesia selama tahun 2013 – 2019, lebih mengenal atau lebih akrab dengan aktivitas perbankan dari pada aktivitas

investasi di pasar modal. Nampaknya, masyarakat Indonesia sebagian besar masih memahami investasi terbatas pada tabungan atau deposito di lembaga-lembaga perbankan.

Sarma (2012) menjelaskan, literasi dan inklusi keuangan yang tinggi akan menjadi pintu gerbang ke arah investasi pasar modal yang efektif. Sistem keuangan inklusif bermanfaat bagi suatu negara: (1) memfasilitasi alokasi sumber daya yang produkstif dan efisien, (2) akses penting untuk memperbaiki kualitas pengelolaan keuangan masyarakat sehari-hari, (3) membantu mengurangi pertumbuhan lembaga kredit informal, seperti rentenir dan sejenisnya yang merugikan masyarakat.

Gejala perusahaan publik yang mengalami permasalahan, antara lain dapat diditeksi melelui beberapa indikator, antara lain: (1) dalam kondisi perekonomian normal, terjadi kemerostan harga saham secara terus menerus hingga ke level terendah, pada level terendah ini bertahan cukup lama, dan sulit untuk tumbuh kembali, (2) memiliki jumlah hari perdagangan bursa yang rendah, di bawah hari rata-rata perdagangan bursa. Hari perdagangan Bursa Efek Indonesia normal lebih kurang 20 hari per bulan atau 240 hari tahun. (3) sering masuk dalam kelompok saham yang dihentikan perdagangannya sementara (suspensi) di bursa. Peristiwa penurunan atau kenaikan harga suatu perusahaan, seharusnya sudah tersirat dalam laporan keuangan beberapa periode yang lalu.

Informasi baru berasal dari laporan keuangan, atau informasi perubahan kondisi ekonomi akan berpengaruh sensitif terhadap harga saham, atau dengan kata lain, tanpa adanya informasi baru yang relevan, maka harga saham suatu perusahaan belum akan mengalami perubahan, dan hal mencerminkan pasar modal dalam kondisi efisien secara informasi (Fama, 1970; Jansen, 1978; Malkiel, 1992; Ross, 2010; Munir

et al, 2012; Damodaran, 2012).

Dampak kesulitan keuangan yang berkepanjangan dari suatu perusahaan akan mengarah pada pase kesulitan yang lebih serius, hingga terjadi kebangkrutan. Apabila kesulitan-kesulitan suatu perusahaan sampai batas waktu tertentu tidak mampu bangkit kembali *(recovery),* maka pihak otoritas bursa akan melakukan delisting, baik atas pemintaan sendiri (emiten) atau dilakukan oleh otoritas bursa. Dalam kondisi tertentu, delisting menjadi tahap awal perusahaan menuju kebankrutan.

Kebankrutan suatu perusahaan dapat terjadi jika rasio utang – equitas *(debt to equity ratio)* meningkat signifikan, sedangkan profitabilitas perusahaan tidak mampu lagi membayar pemegang obligasi sesuai dengan yang dijanjikan, maka kepemilikan

asset perusahaan akan sepenuhnya dipindahkan dari para pemegang saham ke para pemegang obligasi, maka pada saat itu kebangkrutan perusahaan terjadi. Dalam kondisi ini, nilai asset sama dengan nilai utangnya, dan secara ekonomis perusahaan telah bankrut karena ekuitasnya tidak lagi bernilai (Ross et al; 2014: 103).

Hingga pertengahan Desember 2021 jumlah perusahaan emiten yang tercatat di Bursa Efek Indonesia sebanyak 765 perusahaan, namun terdapat penambahan jumlah perusahaan baru yang terdaftar (listing), dan juga terdapat sejumlah perusahaan yang keluar (delisting) dari bursa, selengkapnya disajikan dalam tebel 2.2. di bawah ini:

**Tabel 2.2.** Jumlah perusahaan listing dan delisting di Bursa Efek Indonesia

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Tahun** | **Tambahan Perusahaan Tercatat**  **(Listing)** | **Perusahaan Keluar (Delisting)** |
| 2018 | 55 | **4** |
| 2019 | 55 | **6** |
| 2020 | 51 | **6** |
| 2021 | 52 | **1** |
| Jumlah | 213 | **17** |

**Sumber: Bursa Efek Indonesia 2021.**

Tabel 2.2. menjelaskan pada tahun 2018 – 2021 jumlah perusahaan melakukan IPO sebanyak 213 perusahaan, dan yang keluar *(delisting)* sebanyak 17 perusahaan.

* + 1. **Teori *Signaling***

Sudah menjadi kodratnya, perusahaan akan selalu mencari peluang pertumbuhan baru, dengan melakukan ekspansi secara terus menerus. Investor akan mengamati apakah perusahaan melakukan peluang pertumbuhan atau tidak, investor akan melihat sinyal *(signal)* secara langsung atau tidak langsung dari berbagai informasi yang sampaikan oleh tim manajemen atau aksi korporasi tentang proyek baru dan sumber pembiayaannya yang akan memberikan sinyal positif ataupun negatif, keduanya akan berdampak signifikan terhadap harga saham perusahaan.

Penambahan modal perusahaan umumnya bersumber dari tambahan utang atau ekuitas (saham). Penerbitan utang dianggap sebagai metoda pembiayaan yang lebih disukai investor dari pada equitas, karena pembiayaan equitas dinilai lebih mahal dari pada utang. Penerbitan equitas dipandang sebagai cara untuk mencairkan kepemilikan perusahaan kepada para investor baru, yang mendapatkan hak suara dan klaim residual

atas laba dan pertumbuhan. Jika perusahaan membuat keputusan untuk menggunakan pembiayaan dengan penerbitan utang/obligasi, para investor percaya bila perusahaan tersebut memiliki posisi keuangan yang kuat dan secara aktif mencari peluang pertumbuhan dengan *cost of fund* yang lebih rendah dari pada melalui penerbitan saham (Hayes; 2020).

Sukamulja (2017: 122), pendanaan menggunakan utang menyebabkan terjadinya trade-off antara kerugian akibat beban bunga bersufat tetap sehingga menimbulkan *financial distress,* dibandingkan dengan keuntungan karena mengguna- kan utang, yaitu *tax-shield*. Penggunaan utang masih tetap menguntungkan sepanjang *tax-shield* lebih besar dari biaya karena *financial distress*.

Walaupun berdasarkan *trade-off theory* ataupun *signaling theory,* pembiayaan dengan utang dibenarkan, tetapi misalnya, Warren Buffett menganggap pembiayaan equitas lebih baik dari pada utang. Utang tetap diyakini akan menjadi faktor pendorong pertumbuhan laba pada saat kondisi ekonomi tumbuh, namun pada saat ekonomi memburuk akan menjadi beban yang berat. Persoalannya, sangat sulit memperkirakan kondisi ekonomi di masa depan dengan tepat, sehingga penggunaan equitas jauh lebih menguntungkan karena memiliki risiko yang lebih kecil (Sukamulja, 2017: 123).

*Red flag* atau bendera merah merupakan indikator yang menunjukan adanya potensi masalah atau ancaman terhadap harga saham perusahaan, yang dapat muncul di laporan keuangan, berita utama, atau media sosial, yang memerlukan penyelidikan lebih lanjut. Istilah Red flag merupakan *metapora*, biasanya digunakan sebagai peringatan mengkhawatirkan akan timbulnya masalah dengan situasi tertentu bagi investor dan analis tentang masa depan keuangan atau kesehatan perusahaan. *Red flag* dalam ekonomi sering menunjukan masalah yang membayangi kondisi ekonomi, misalnya terjadi gelembung pasar saham, penjualan ritail yang merosot, indek kepercayaan konsumen menurun. Ada beberapa tanda bahaya secara umum yang mengindikasikan masalah bagi perusahaan, antara lain adanya peningkatan *Debt to equity ratio* (DER), *profit margin* terus menurun, *price – earning ratio* terus meningkat. *Red flag* berasal dari laporan keuangan perusahaan yang dilaporkan setiap kuartal. Red flag seorang investor mungkin tidak sama dengan Red flag investor lainnya (Hayes; 2021).

## Kinerja Keuangan

Laporan keuangan terdiri dari Neraca dan Income Statement (laporan L/R), menggambarkan tentang kinerja keuangan perusahaan. Dari laporan keuangan ini, dapat diketahui bagaimana kinerja perusahaan di masa lalu. Prospek dan kesulitan keuangan di masa depan, dapat juga diprediksi melalui laporan keuangan perusahaan.

## Likwiditas

Kinerja likwiditas menjelaskan kemampuan perusahaan memenuhi seluruh kewajiban jangka pendek atau kewajiban yang segera jatuh tempo. Kemampuan likwiditas perusahaan tercermin pada sisi *current asset* dan *current liabilities* neraca. *Current assets* mencerminkan kemampuan perusahaan menghasil cash flow dari hasil operasi utamanya (produksi dan penjualan). Pembiayaan kegiatan operasi perusahaan sehari-hari (produksi dan penjualan) berasal dari current liabilities (accout payable, note payable, dan lainnya) dengan masa jatuh tempo umumnya kurang dari satu tahun. Pada saat total *current asset* lebih besar dari *current liabilities,* perusahaan dikatakan likwid, artinya jumlah *cash flow* yang dihasilkan lebih besar dari *cash flow* yang dibayarkan terhadap beban jangka pendeknya (Ross et al; 2014).

Salah satu indikator tingkat likwiditas perusahaan adalah current ratio yang dirumuskan sebagai berikut:

**Current Ratio (CR)** = 𝑇𝑜𝑡𝑎𝑙 𝐶𝑢𝑟𝑟𝑒𝑛𝑡 𝐴𝑠𝑠𝑒𝑡𝑠

𝑇𝑜𝑡𝑎𝑙 𝐶𝑢𝑟𝑟𝑒𝑛𝑡 𝐿𝑖𝑎𝑏𝑙𝑖𝑡𝑖𝑒𝑠

Jika *Current Ratio* lebih besar dari satu (CR > 1) suatu perusahaan dianggap sehat, karena jumlah *cash flow* yang dihasilkan oleh operasi perusahaan lebih besar dari *cash flow* yang harus dibayarkan sebagai biaya operasinya. Pengelolaan sisi *Current Assets* dan *Current Liabilities* perusahaan disebut juga sebagai pengelolaan modal kerja tercermin dari *net working capotal* (NWC) merupakan selisih antara CA dikurangi CL.

Tingkat likwiditas bersifat *trade-off* terhadap profitabilitas perusahaan. Semakin tingginya tingkat likwiditas perusahaan akan berdampak pada menurunnya kemampuan perusahaan menghasilkan laba *(profitabilitas),* karena kas perusahaan lebih besar terinvestasi pada asset setara kas (Keown et al; 2010), (Kristanti, et al

;2016). Tingginya likwiditas dikuti menurunnya profitabilitas merupakan indikasi pengelolaan modal kerja perusahaan yang buruk.

## Solvabilitas

Solvabilitas menjelaskan kemampuan perusahaan mengelola *long-term assets* dan *long-term liabilities*. Efektivitas pengelolaan solvabilitas jangka panjang tercermin dari kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya (Ross et al 2014). *Long-term asset* tidak lain adalah *fixed asset* perusahaan yang digunakan untuk kegiatan operasional (penjualan dan produksi), terdiri dari: peralatan, mesin-mesin, bangunan/gedung, tanah, dan *intangible assets* lainnya. Pembiayaan *fixed assets* tidak hanya bersumber dari utang (utang jangka panjang), tetapi juga dari equitas perusahaan.

Rasio-rasio leverage disebut juga rasio *financial leverage*. Rasio-rasio ini merupakan indikator efektivitas pengelolaan leverage jangka panjang perusahaan. Beberapa rasio *financial leverage* yang banyak digunakan antara lain:

* + - * 1. **Debt to equity ratio (DER),** rasio ini menjelaskan besarnya *bobot long-term deb*t *(Bond)* membiayai total assets atau paling tidak *fixed assets* perusahaan. Dirumuskan sebagai berikut:

**Debt to Equity Ratio (DER) =** 𝑻𝒐𝒕𝒂𝒍 𝑫𝒆𝒃𝒕

𝑻𝒐𝒕𝒂𝒍 𝑬𝒒𝒖𝒊𝒕𝒚

Bila DER > 1 artinya pembiayaan total assets perusahaan lebih besar dibiayai oleh debt *(long-term debt)* dari pada equitas, dan bila DER < 1 berlaku sebaliknya. Meningkatnya pembiayaan menggunakan utang (*bond*) dalam batas tertentu akan meningkatkan profitabilitas, khusus laba bagi pemiliki (ROE, dan EPS), namun pembiayaan dari utang ini akan meningkatkan beban bunga dan meningkatkan risiko insolvency. Penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan, akan efektif sebagai faktor pendorong untuk meningkatkan laba jika kondisi ekonomi mengalami pertumbuhan (Sukamulja, 2017: 122), persoalannya, sangat sulit memperkirakan kondisi ekonomi di masa depan dengan tepat.

* + - * 1. **Equity Multiplier (EM),** merupakan indikator risiko yang mengukur posrsi assets perusahaan dibiayai oleh equitas pemegang saham dibandingkan dengan utang. EM yang tinggi menunjukan perusahaan menggunakan jumlah utang yang lebih tinggi dalam rangka pembiayaan total assetnya. Sebaliknya bila EM yang rendah menunjukan perusahaan memiliki ketergantungan yang rendah terhadap utang dalam pembiayaan assetnya (Ganti; 2020). EM di rumuskan sebagai berikut:

**Equity Multiplier (EM) =** 𝑻𝒐𝒕𝒂𝒍 𝑨𝒔𝒔𝒔𝒕

𝑻𝒐𝒕𝒂𝒍 𝑬𝒒𝒖𝒊𝒕𝒚

… atau **EM = 1 + DER**

Tinggi atau rendah Equity Multiplier suatu perusahaan umumnya dibanding- kan dengan data historis (EM periode lalu), atau dibandingkan dengan rata-rata industri atau peer group, untuk membenadingkan EM secara relatif dengan perusahaan dalam industrinya.

Generalisasi dalam penggunaan *equity multiplier* terhadap semua perusahaan kemungkinan tidak tepat, karena adakalanya EM yang tinggi mencerminkan strategi perusahaan yang membuatnya lebih menguntungkan dan memungkin-kannya untuk membeli asset dengan harga yang lebih murah (Nickolas; 2021).

* + - * 1. **Cash Covegare Ratio (CCR),** merupakan ukuran kemampuan kumultif perusahaan untuk menyediakan *cash flow* guna memenuhi kewajibannya (bunga). Selama ini kita kenal bila beban bunga itu selalu tutup oleh EBIT, namun apabila jumlah EBIT yang dihasilkan masih belum cukup untuk menutup seluruh beban bunga, maka perusahaan harus menambahkan beban non-kas, seperti depresiasi dan amortisasi (Ross et al; 2014). CCR dapat dirumuskan sebagai berikut:

**Cash Coverage Ratio (CCR) =** 𝑬𝑩𝑰𝑻+𝑫𝒆𝒑𝒓𝒆𝒔𝒊𝒂𝒔𝒊

𝑩𝒆𝒃𝒂𝒏 𝑩𝒖𝒏𝒈𝒂

Jika CCR > 1 artinya, perusahaan masih mampu membayar beban bunganya, dan terhindar dari kesulitan keuangan. Salah satu indikator yang menunjukan perusahaan menghadapi kesulitan keuangan *(financial leverage)* adalah

apabila tidak mampu membayar beban bunga, dan apabila kondisi ini terjadi secara terus menerus akan berdampak buruk bagi kinerja perusahaan.

## Profitabilitas

Profitabilitas menjelaskan kemampuan perusahaan mengelola seluruh asset (total asset) dan kegiatan operasinya secara efisien untuk menghasilkan profit (Ross et al; 2014). Profitabilitas perusahaan sangat tergantung pada efisiensi pengelolaan modal kerja, pengelolaan total asset, kebijakan struktur modal yang digunakan, semakin efektif dan efisien pengelolaan ketiga faktor ini maka perusahaan akan semakin profitable.

Ada beberapa ukuran profitabilitas perusahaan, salah satunya yang mudah diamati adalah *Profit Margin* atau *Net Profit Margin* yang dirumuskan sebagai berikut:

**Profit Margin (PM)** = 𝑁𝑒𝑡 𝐼𝑛𝑐𝑜𝑚𝑒

𝑃𝑒𝑛𝑗𝑢𝑎𝑙𝑎𝑛

Profit Margin yang tinggi dihasilkan oleh perusahaan yang menjalankan operasinya secara efisien. Biasanya untuk menilai profitabilitas (PM) suatu perusahaan dapat dibandingkan dengan PM perusahaan beberapa periode yang lalu, atau dibandingkan dengan PM perusahaan-perusahaan dalam industrinya *(peer group).* Apabila PM suatu perusahaan berada sekitar PM industrinya, maka perusahaan tersebut dinilai sehat. Apabila PM mengalami penurunan dari tahun ketahun, bahkan hingga bernilai negatif, maka diperkirakan perusahaan dalam kondisi mengalami kesulitan (*financial distress*).

## Ukuran Nilai Pasar

Ukuran nilai pasar untuk memeriksa bagimana respon pasar terhadap kinerja perusahaan. Tujuan para investor berinvestasi di pasar modal tentunya untuk mendapatkan imbal hasil *(rate of return)* yang tinggi. Imbal hasil ini tercermin pada tingkat profitabilitas perusahaan dan prospek bisnis suatu perusahaan. Ukuran nilai pasar yang banyak digunakan oleh investor adalah Price – Earning Ratio (PER), yang

terdiri dari dua komponen, yaitu: laba per saham (earning per share – EPS) dan harga pasar per saham (Tandelilin; 2018). PER dapat dirumuskan sebagai berikut:

**Price – Earning Ratio (PER)** = 𝐻𝑎𝑟𝑔𝑎 𝑝𝑒𝑟 𝑠𝑎ℎ𝑎𝑚

𝐸𝑃𝑆

Sedangkan EPS adalah:

**Eearning per Share (EPS)** = 𝑁𝑒𝑡 𝐼𝑛𝑐𝑜𝑚𝑒

𝐽𝑢𝑚𝑙𝑎ℎ 𝑆𝑎ℎ𝑎𝑚 𝑃𝑒𝑟𝑒𝑑𝑎𝑟

EPS adalah laba per lembar saham, sedangkan PER menjelaskan harga yang harus dibayar oleh investor untuk mendapatkan laba setiap lembar saham. PER yang tinggi mengindikasikan harga saham suatu perusahaan di nilai mahal *(over value),* dan sebaliknya PER yang rendah dinilai sebagai saham yang murah *(under value).* Investor umumnya akan selalu mencari saham yang memiliki PER yang rendah, karena di masa depan, masih ada kemungkinan harga saham tersebut meningkatkan dan memberikan keuntungan kepada investor.

## Review Penelitian Terdahulu

Penelitian ini mencoba untuk menyelidiki mengapa banyak perusahaan- perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mengalami *delisting*, selama tahun 2018 – 2021 sebanyak 17 perusahaan yang harus keluar dari Bursa. Pihak yang paling dirugikan bila suatu perusahaan publik harus keluar *(delisting)* dari Bursa adalah investor portofolio yang terjebak mengoleksi sahamnya. Saham emiten bermasalah bila dijual di pasar reguler tidak ada yang mau beli, namun bila dijual di pasar negosiasi, kalaupun ada yang bersedia membelinya pasti akan didiskon sangat besar.

Kondisi *financial distress* ataupun *insolvency* yang dihadapi perusahaan saat ini, seharusnya dapat diprediksi jauh sebelumnya, hal ini akan sangat berguna bagi para investor guna menghindari situasi buruk tersebut. Penelitian tentang prediksi *financial distress* telah banyak dilakukan.

Hidayat dan Meiranto (2014) melakukan prediksi *financial distress* perusahaan- perusahaan manufaktur di Indonesia. Menggunakan model regresi logistic, dengan variabel independen dari laporan keuangan, terdiri dari: rasio leverage, rasio likwiditas, rasio aktivitas, rasio profitabilitas. Periode penelitian tahun 2008 – 2012.

Variabel dependen financial leverage menggunakan variabel *dummy* berupa *interest coverage ratio*. Temuan penelitian menunjukan: Rasio leverage berpengaruh positif signifikan terhadap *financial leverage,* artinya semakin meningkatnya rasio leverage akan membuat perusahaan tambah rentan terhadap *financial distress*. Rasio likwiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial leverage*, artinya semakin meningakatnya rasio likwiditas akan menurunkan probabilitas perusahaan mengalami *financial distress.* Rasio aktivitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial leverage*, artinya semakin meningkatnya rasio aktivitas akan menurunkan probabilitas perusahaan mengalami *financial distress*. Sedangkan, rasio profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Isayas (2021) menginvestigasi faktor-faktor diterminan spesifik penyebab *financial distress* perusahaan asuransi di Ethiopia, menggunakan regersi panel random effect model. Sebagai variabel dependen sebagai indikator *financial distress* adalah Z Score Altman, dan variabel independen: profitablitas (ROA), *firm size* (size), *liquidity* (LQ), *Leverage* (LEV), *capital adequate* (CA), *earning growth* (PG), *firm age* (AGE), *loss ratio* (LR), dan *asset tangible* (ATN). Periode penelitian tahun 2008 – 2019. Temuan penelitian: Profitabilitas, *firm age*, *firm size*, *asset tagible*, berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress* perusahaan asuransi, berarti meningkatnya nilai keempat variabel ini akan menurunkan probalitas *financial distress* perusahaan. Sedangkan *loss ratio* dan *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap *financial distress*, artinya meningkatnya meningkatnya kedua variabel ini akan meningkatkan probalititas *financial distress* perusahaan asuransi.

Hutahuruk, et al (2021), meneliti *financial distress* perusahaan sub-sektor food and beverage yang terdaftar sebagai saham syariah dan non-syariah di Bursa Efek Indonesia periode 2015 – 2020. Perusahaan yang menjadi sampel adalah: ALTO dan PSDN sebagai saham sektor food & beverage non-syariah, dan IIKP sebagai saham syariah. Menggunakan model Altman Z-Score, dengan variabel: *net working capital to total asset*, *retained earning to total assets, earning before interest and tax to total asset, stock market value to total debt, dan sales to total assets*. Temuan penelitian: ALTO selama tahun 2015 – 2020 terditeksi sebagai saham distress, PSDN tehun 2015

* 2016 dan tahun 2019 – 2020 terditeksi sebagai saham distress, sedangkan tahun 2017
* 2018 berada dalam grey area (hampir distress). Sementara saham IIKP selama tahun 2015 – 2020 terditeksi sebagai perusahaan yang sehat.

Zhafirah, dan Majidah (2019), melakukan penelitian untuk mengeathui pengaruh variabel likwiditas, profitabilitas, ukuran perusahaan, dewan direksi, dan komisaris independen terhadap *financial distress* terhadap saham-saham sub-sektor tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Variabel dependen sebagai variabel *financial distress* menggunakan variabel dummy net income. Hasil penelitian: likwiditas (current ratio) berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*, artinya meningkatnya likwiditas akan menurunkan probabilitas perusahaan mengalami *financial distress*. Dewan direksi berpengaruh positif signifikan terhadap *financial distress*, hal mengidikasikan bagi perusahaan yang cukup besar dan memiliki kompleksitas operasi, penambahan jumlah dewan direksi akan berdampak positif sehingga dapat mengurangi kemungkinan *financial distress*. Sedangkan ROA, firm size, dan jumlah komisaris independen tidak berpengaruh terhadap kesulitas keuangan perusahaan-perusahaan sub-sektor tekstil.

Agustin et al (2019) melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh variabel likwiditas (current ratio), leverage (debt to assets ratio), dan pofitabilitas (*return on assets*) terhadap *financial distress* perusahaan-perusahaan sektor perdagangan, jasa dan investasi Bursa Efek Indonesia, periode penelitian 2016 – 2018. Menggunakan model penelitian regresi logistic. Sebagai variabel dipenden yang mencerminkan *financial distress* adalah hasil Z-Score Altman. Temuan penelitian: variabel current ratio, dan return on assets berpengaruh positif signifikan terhadap *financial distress*, artinya meningkatnya kedua variabel ini akan meningkatkan *financial distress* perusahaan-perusahaan sektor perdagangan, jasa dan investasi. Sedangkan debt to asset ratio berpengaruh negatif terhadap *financial distress*, artinya meningkatnya leverage perusahaan akan menurunkan *financial distress* perusahaan.

Kristanti, et al (2016) meneliti faktor-faktor diterminan *financial distress* di perusahaan-perusahaan keluarga Indonesia, periode tahun 2008 - 2013. Menggunakan model analisis regresi logistic. Sebagai variabel dependen menggunakan variabel dummy EPS, dan variabel independen meliputi: *gender divercity, location of the director’s house, independence commissioner board, CEO quality, quality of auditor, leverage, operational risk, firm size, liquidity, profitability, dan market risk.* Sedangkan variabel dependen sebagai variabel *financial distress* menggunakan variabel dummy EPS. Temuan penelitian: gender divercity, leverage berpengaruh negatif signifikan (sig. 5%) terhadap *financial distress*, sementara variabel *location house of director,* CEO quality, berpengaruh negatif signifikan (sig,10%) terhadap

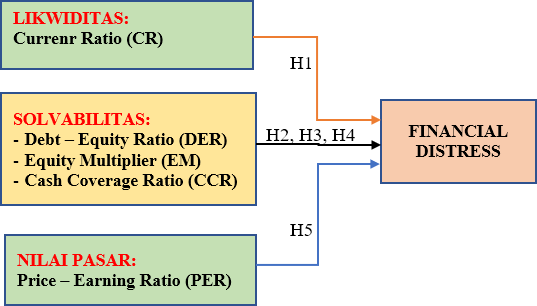
*financial distress*, sedangkan current ratio berpengaruh positif siginifikan (sig.10%) tethadap *financial distress*. Temuan penelitian ini mengindikasikan: (1) semakin meningkatnya gender divercity yang diwakili oleh makin meningkatnya jumlah perempuan menjadi CEO, (2) meningkatnya jumlah komisaris independen, (3) meningkatnya leverage, akan menurunkan probabilitas terjadinya *financial distress* di perusahaan-perusahaan keluarga di Indonesia. Temuan berikutnya, lokasi rumah para direksi terhadap perusahaan, dan kualitas (pendidikan) CEO berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Makin dekatnya lokasi tempat tinggal pada direksi dan makin baiknya kualitas CEO (tingkat pendidikan) akan menurunkan probabilitas *financial distress* di perusahaan-perusahaan keluarga di Indonesia. Sedangkan variabel *current ratio* (CR) berpengaruh positif signifikan (sig.10%) terhadap *financial distress*, hal ini mengindikasikan meningkatnya CR akan menyebabkan meningkatnya *financial distress*. Bila ditelusuri, kondisi likwiditas (CR) perusahaan- perusahaan yang menjadi sampel rata-rata 4,37. Makin meningkatnya likwiditas, akan menurunkan profitabilitas yang akan menjadi peluang bagi perusahaan untuk masuk ke gerbang *financial distress*.

Muflihah (2017), melakukan penelitian untuk mengetahui *financial distress* di perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, periode 2011 – 2015. Menggunakan model regresi logistic. Variabel independen terdiri dari: *current ratio* (CR), *debt ratio* (DR), *return on assets* (ROA), dan *sales growth* (SG). Variabel dependen sebagai variabel *financial distress* menggunakan variabel dummy, dengan batasan apabila perusahaan mengalami kerugian dua tahun berturut-turut, diberikan nilai 0 dinyatakan *financial distress*, 1 tidak mengalami *financial distress*. Temuan penelitian: debt ratio (DR) berpengaruh positif signifikan terhadap *financial distress*, artinya bila debt ratio mengalami peningkatan akan meningkatkan probilitas perusahaan-perusahaan manufaktur mengalami *financial distress*. *Return on assets* (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap *financial distress*, artinya jika terjadi peningkatan ROA akan menurunkan probabilitas perusahaan-perusahaan manufaktur mengalami *financial distress*. *Current ratio* dan *Sales growth* tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

## Kerangka Berpikir

Tujuan penelitian ini adalah untuk memprediksi kesulitan keuangan perusahaan- perusahaan yang terancam delisting dari Bursa Efek Indonesia. Prediksi ini meng- gunakan laporan keuangan. Rasio-rasio yang disajikan dalam laporan keuangan akan menjelaskan kinerja keuangan ataupun prospek perusahaan.

Ada tiga kinerja keuangan yang digunakan untuk menditeksi probabilitas terjadinya kesulitan keuangan perusahaan, yaitu: likwiditas, solvabilitas, dan nilai pasar, yang digambarkan dalam kerangka berfikir di bawah ini:

**Gambar 2.2:** Kerangka Berfikir Penelitian

**Sumber:** diolah dari berbaagai sumber

Model analisis penelitian akan menggunakan regresi logistik. Variabel dependen sebagai variabel *financial distress* akan menggunakan variabel dummy Profit Margin (PM), dengan ketentuan jika PM negatif diberikan skor 1 sebagai terjadi *financial distress*, jika PM positif skor 0, tidak terjadi *financial distress*.

Sedangkan variabel-variabel kinerja perusahaan yang diperkirakan penyebab terjadinya *financial distress* atau juga disebut sebagai variabel independen, terdiri dari: variabel likwiditas diwakili oleh Current Ratio (CR), solvabilitas diwakili oleh: Debt

* Equity Ratio (DER), Equity Multiplier (EM), dan Cash Coverage ratio (CCR). Ukuran nilai pasar diwakili oleh Price – Earning Ratio (PER).

Dasar berfikir penelitian yang digambarkan pada gambar 2.2 akan dijadikan sebagai dasar perumusan hipotesis penelitian, yang menduga: CR, DER, EM, CCR,

dan PER berpengaruh terhadap *financial distress* perusahaan-perusahaan yang terancam delisting dari Bursa Efek Indonesia.

## Hipotesis Penelitian

* + 1. **Likwiditas berpengaruh terhadap *Financial distress***

Perusahaan yang likwid merupakan perusahaan yang mampu membayar kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang segera jatuh tempo. Perusahaan likwid ditandai oleh *Current Ratio* (CR) lebih besar dari satu, artinya perusahaan memiliki *cash flow* yang lebih besar dari pada pembayaran kewajibannya. Meningkatnya likwiditas perusahaan akan menurunkan probabilitas perusahaan dari *financial distress* (Hidayat, & Meiranto; 2014), (Zhafirah, & Majidah; 2019).

*Current Ratio* (CR) yang terus meningkat atau terjadi over likwid, diperkirakan akan berdampak negatif terhadap profitabilitas perusahaan, sehingga akan berdampak terajdinya kerugian bagi perusahaan, dan hal ini akan meningkatkan probabilitas *financial distress* bagi perusahaan ( Kristanti et al; 2016).

**H1**: Current Ratio (CR) berpengaruh terhadap *financial distress* perusahaan.

* + 1. **Solvabilitas berpengaruh terhadap *Financial distress***

Perusahaan yang memiliki kemampuan mengelola *long-term asset dan long- term liabilites,* serta mampu membayar beban kewajiban jangka panjang dikatakan sebagai perusahaan yang solvabel dalam jangka panjang. Ada bebeapa indikator solvabilitas perusahaan, diantaranya: Debt to Equity ratio, Equity Multiplier, dan Cash Coverage Ratio.

*Debt to equity ratio* (DER) memberikan petunjuk besarnya porsi pembiayaan utang dibandingka equitas atas total asset perusahaan. Meningkatnya DER mengindikasikan meningkatnya beban bunga dan meningkatnya risiko insolvency yang berpotensi meningkatkan kerentanan terhadap kesulitan keuangan (Hidayat, & Meiranto; 2014), (Isayas; 2021), (Agustin et al;2019), (Kristanti et al; 2016).

*Equity Multiplier* (EM) menjelaskan besarnya porsi total equity dibiaya oleh equitas dan utang. Jika EM tinggi, berarti perusahaan tidak memiliki ketergantungan terhadap sumber pembiayaan utang, atau dengan kata lain, perusahan lebih besar

menggunakan sumber pembiayaan equitas, sehingga kemungkinan perusahaan menghadapi kesulitas keuangan rendah. Keputusan EM pada dasarnya sejalan dengan DER.

*Cash coverage ratio* (CCR), merupakan ukuran kemampuan kumulatif ketersediaan dana untuk membayar beban bunga perusahaan. Dalam kondisi normal, pembayaran beban bunga perusahaan dijamin oleh EBIT, namun bila EBIT tidak mencukupi untuk membayar bunga, maka dapat ditambah dengan depresiasi/ amortisasi. Hal ini menunjukan kewajiban membayar bunga bagi perusahaan merupakan hal yang mutlak dilakukan, guna menghindari tuntutan dari para kreditor. Namun apabila CCR menurun atau CCR < 1 maka mengidikasikan perusahaan menghadapi *financial distress*.

**H2** : *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh terhadap *financial distress*.

**H3** : *Equity Multiplier* (EM) berpengaruh terhadap *financial distress*.

**H4** : *Cash coverage ratio* (CCR) berpengaruh terhadap *financial distress*.

* + 1. **Ukuran Nilai Pasar berpengaruh terhadap *Financial distress***

Nilai pasar saham (harga saham) merupakan respon pasar terhadap kinerja yang dicapai perusahaan. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tumbuh dipandang sebagai perusahaan yang mampu memberikan imbal hasil saham yang terbaik. Ukuran nilai pasar dibandingkan dengan harga pasar saat ini memberikan indikasi apakah harga saham saat ini tergolong morah atau mahal.

Salah satu indikator nilai pasar saham yang banyak digunakan oleh para investor adalah *Price – Earning Ratio* (PER), yang memberikan petunjuk berapa besar uang (Rp) harus bayar oleh investor saat ini untuk Rupiah laba per saham perusahaan (EPS). Apabila PER > Harga saham saat ini maka saham perusahaan tersebut dikatakan mahal (*over value*), dan sebaliknya PER < Harga saham saat ini dikatakan saham tersebut murah (*under value*). Saham-saham perusahaan yang terus mengalami *over value*, mengindikasikan perusahaan sedangkan menghadapi kesulitan keuangan.

**H5** : *Price – Earning ratio* (PER) berpengaruh terhadap *financial distress*.

## BAB III METODE PENELITIAN

## Objek Penelitian

Objek penelelitian ini adalah saham-saham yang terancam dikeluarkan dari Bursa Efek Indonesia karena mengalami masalah penurunan kinerja yang sulit untuk bangkit kembali menjadi perusahaan yang menguntungkan. Perusahaan-perusahaan yang mengalami permasalahan ini umumnya sudah dalam pengawasan pihak otoritas Bursa, dan sudah mengalami beberapa kali penghentian perdagangan (suspensi) baik bersifat sementara ataupun secara permanen.

## Sumber Data

Data penelitian merupakan data skunder atau data yang telah dipublikasikan, berasal dari laporan keuangan perusahaan yang didapatkan langsung dari Bursa Efek Indonesia melalui pusat referensi data pasar modal TICMI. Selain dari TICMI ada beberapa alternatif sumber sebagai sumber data pelengkap, yaitu: RTI business, Stockbit, dan MNC Sekuritas.

## Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak Januari 2010 – 2019, mencakup semua sektor industri. Secara umum sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang terancam delisting di Bursa Efek Indonesia.

Hingga akhir tahun 2021 terdapat 16 saham yang dikatagorikan bermasalah dengan berbagai latar belakang masalah yang berbeda, ke 16 perusahaan ini masih dilakukan penghentian perdagangan (suspensi) oleh otoritas Bursa. Ke 16 perusahaan tersebut disajikan dalam tabel sebagai berikut:

**Tabel 3.1** Perusahaan yang disuspen hingga akhir tahun 2021

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **No** | **Kode** | **Nama Perusahaan** | **Tahun Listing** | **Sektor Industri** |
| 1 | PLAS | Polaris Investama | Mar- 2001 | Finance |
| 2 | GOLL | Golden Plantation | Des- 2014 | Energy |
| 3 | BTEL | Bakri Telecom | Feb- 2006 | Infrastructure |
| 4 | NIPS | Nipress | Jul- 1991 | Cons- Non Cyclical |
| 5 | SUGI | Sugi Energy | Jun- 2002 | Energy |
| 6 | TRIO | Trikomsel Oke | Apr- 2009 | Infrastructure |
| 7 | CMPP | Air Asia Indonesia | Des- 1994 | Transportation |
| 8 | MGNA | Magna Investama Mandiri | Jul- 2014 | Finance |
| 9 | MYRX | Hanson International | Oct- 1990 | Energy |
| 10 | SMRU | SMRU Utama | Oct- 2011 | Energy |
| 11 | TRAM | Trada Alam Minera | Sep- 2008 | Energy |
| 12 | IIKP | Inti Agri Resources | Oct- 2002 | Consumer Cyclical |
| 13 | HOME | Hotel Mandarin Regency | Jul- 2008 | Consumer Cyclical |
| 14 | RIMO | Rimo International | Jul- 2008 | Prop- & Real Estate |
| 15 | SKYB | Northcliff Citranusa Indonesia | Jul- 2010 | Technology |
| 16 | SRIL | Sri Rejeki Isman | Jun- 2013 | Consumer Cyclical |

Untuk menentukan sampel sasaran dalam penelitian ini akan menggunakan purposive sampling, dengan menetapkan beberapa kreteria penentuan sampel:

* + 1. Perusahaan-perusahaan yang tergolong bermasalah yang hingga akhir tahun 2021 dan masih menjalani suspensi atau penghentian perdagangan oleh otoritas bursa.
    2. Perusahaan pada poin (1) berasal dari berbagai sektor industri dan telah listing di Bursa Efek Indonesia sebelum tahun 2010.
    3. Perusahaan memiliki laporan tahunan lengkap sejak tahun 2010 – 2019.
    4. Periode penelitian tahun 2010 – 2019.

## Metoda Analisis

Penelitian ini akan menggunakan metoda analisis regresi logistic, yang merupakan suatu metoda untuk mendiskripsikan hubungan antar variabel respon (dependen variabel) yang memiliki dua katagori atau lebih dengan sejumlah variabel penjelas (independen variabel) yang berskala katagori, interval atau rasio (Homser, dan Lemesshow; 2000). Tahapan-tahapan dalam analisis dalam penelitian ini adalah:

## Statistik Deskriptif

Statistik diskriptif dalam penelitian disajikan dari suatu proses transpormasi data penelitian dalam bentuk tabulasi sehingga mudah untuk memahami dan menginterpretasikan. Analisis diskriptif dalam penelitian ini untuk menggambarkan kecenderungan beberapa indikator statistik tentang variabel-variabel penelitian, misalnya nilai rata-rata, standar deviasi, distribusi frekwensi dan yang lainnya.

## Model Regresi Logistik

Regresi logistik yang digunakan dalam penelitian ini merupakan regresi *binary logit*, sebagai model regresi non-linear yang menggunakan variabel dependen bersifat katagorikal.

Variabel dependen penelitian adalah variabel dummy profit margin (PM), jika PM negatif diberikan nilai 1, dan PM positif nilai nol. Sedangkan variabel independen terdisi dari: *Current Ratio* (CR), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Equity Multiplier* (EM), *Cash Coverage Ratio* (CCR), dan *Price – Earning Ratio* (PER). Model regresi logit dirumuskan sebagai berikut:

*LN* 𝑃

𝑃−1

*= β0 + β1CR + β2DER + β3EM + β4CCR + β5PER* + ɛ

Keterangan:

*LN* = Logaretma natural dari perbandingan antara peluang *financial distress* dan non-

*financial distress*. *β0* = konstanta;

*β1 – β5* = Koefisien regresi variabel independen;

*ɛ =* error term.

## Pengujian Hipotesis

* + - 1. **Uji Kelayakan Model *(Goodness of Fit)***

Uji kelayakan model akan menggunakan *Hosemer & Lemeshow’s Goodness of Fit,* untuk menguji kesesuaian penggunaan data emperis dengan modal yang diginakan. Pengujian kelayakan *(Goodness of Fit)* ini menggunakan uji statisik, membandingkan F hitung dengan F tabel, pada tingkat signifikasi 5%:

* + - * 1. Jika Fhitung < Ftabel pada tingkat signifikasi > 5%, maka H0 diterima dan H1 ditolak;
        2. Jika Fhitung > Ftabel pada tingkat signifikansi < 5%, maka H0 ditolak dan H1 diterima.
      1. **Uji Model Fit (*Overall Model Fit Test*)**

Uji model fit dalam regresi logistik didasarkan pada fungsi *likelihood*, untuk menilai keseluruhan model regresi logistik terhadap *-2 log likelihood* dan mencocokan model fit dengan data.

Penilaian keseluruhan model regresi logistik menilai terhadap *-2 log likelihood* dan mencocokan model fit dengan data. Perhatikan angka -2 log likelihood pada awal block number = 0 dan pada angka -*2 log likelihood* pada block number = 1. Apabila terjadi penurunan dalam nilai *-2 log likelihood* pada block number = 0 dan = 1 maka model cocok dengan data dan dapat diterima sehingga hal ini dapat diindikasikan bahwa model regresi yang baik.

## Uji wald (Uji t statistik)

Uji Wald atau uji t statistik untuk menguji apakah terdapat pengaruh setiap variabel independen terhadap variabel dependen. Uji hipotesis dengan menggunakan t statistik untuk semua variabel independen adalah:

H0 : βt = 0, variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen; H1 : βt ≠ 0, variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

Tingkat signifikansi yang diginakan adalah α = 5% satu sisi, Dengan tingkat taraf nyata 95% (1,0 – 0,05).

## Uji Koefisien Diterminasi

Koefisien diterminasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel- variabel independen mampu menjelaskan variasi variabel dependen. Koefiesien diterminasi untuk model regresi logistik menggunakan *Cox & Snell’s* atau *Nagelkerke* untuk mengetahui R Square.

Kedua model R square ini menggunakan nilai *Chi-square* yang merupakan selisih dari nilai *-2 likelihood* sebelum dan setelah variabel-variabel independen masuk dalam model.

# Daftar Kepustakaan

Agostini (2018), *Corporate Financial Distress: A Roadmap of the Academic Literature of Evaluation*, Corporate Financial Distress, https://doi.org/10.1007/978-3-319-78500-4\_2

Agustin, Permadhy, Mulyantini (2020), *Determinan Kinerja Keuangan Terhadap Financial Distress (Studi Kasus Sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi),* https://ocs.upnvj.ac.id/index.php/2020/

Altman, E (1968), Financial Ratio, *Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankrupticy*, The Journal of Finance, Vol.XXIII September 1968 No.4.

Ganti, A (2020), *Equity Multiplier*, Investovedia, October 18, 2020. [www.investovedia.com](http://www.investovedia.com/)

Hayes, A (2020), Debt Signaling, Agusts, 12, 2020 [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com/)

Hidayat, dan Meiranto (2014), *Prediksi Financial Distress Perusahaan Manufaktur di Indonesia*, Diponogoro Journal of Accounting, vol.3, no.3, tahun 2014, http://ejournal-s1,undip.ac.id

Hiutahuruk, Mansyur, Rinaldi (2021), Financial distress pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, Jurnal Perbankan Syariah, Oktober 2021, Vol.2.No.2, https://doi.org/10.46367/jps.v2i2.381

Isayas, Y (2021), Financial distress and its determinants: Evidence from insurance companies in Ethiopia, Cogent business management,

Lizal, L (2002), *Determinant of Financial Distress: What Drivers Bankrupcy in a Tranmition Economy ? The Czech Republic Case,* William Davidson Working Paper Number 451, GERGE-EI, January, 2002.

Kristatni, Rahayu, Huda (2016), *The Determinant of Financial Distress on Indonesian Family Firm,* Procedia Social and Behavioral Sciences, 219 (2016) 440-447.

May, E (2020), Meneropong peluang sektor industri yang terdampak corona, <http://id.investing.com>

Muflihah (2017), *Analisis Financial Distress Perusahaan Manufaktur di Indonesia dengan Regresi Logistik,* Majalah Ekonomi, ISSN No.1411-9501 Vol.XXII No.2 Desember 2017.

Pozzoli. M (2017), Corporate financial distress: A Study of Italian Manufacturing Industry, Springer Brief in Finance, Doi. 10.1007/978-3-319-67355-4.

Schumuch, M (2013), *Financial Distress and Corporate Turnaround: An empirical Analysis of the Authomotive Supplier Industry*, © Springer Fachmedien Wiesbaden 2013.

Sun dan Li (2007), *Financial Distress Early Warning Based on Group Decision Making*, computers & operational research 36(2009) 885 – 906, [www.elsevier.com](http://www.elsevier.com/)

Zhafirah, dan Madjidah (2019), *Analisis determinan financial distress (Studi Emperis pada Perusahaan Sub-sektor Tekstil dan Garment periode 2013 – 2017),* Jurnal Reset Akuntansi dan Keuangan, 7 (1), 2019, 195-202.