

PENGARUH SALES GROWTH, LEVERAGE, LIKUIDITAS, ARUS KAS OPERASI DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP FINANCIAL DISTRESS

Oleh:

¹Safa Shinta Kinanti, ²Regina Jansen Arsajah

^{1,2} Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Trisakti
Jl. Kyai Tapa No. 1 Grogol, Jakarta Barat, Indonesia
Telp. 021-566 3232

e-mail : 123012404026@std.trisakti.ac.id¹, regina.arsjah@trisakti.ac.id²

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of sales growth, leverage, liquidity, operating cash flow, and managerial ownership on financial distress in companies in the hotel, restaurant, tourism, and textile sub-sectors listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the period 2021–2024. The research sample was selected using purposive sampling, with specific criteria resulting in 80 observations from 20 companies. The data used were secondary data obtained from the IDX official website and each company. The analysis was conducted using panel data regression to test the simultaneous and partial effects between variables. The results indicate that sales growth does not significantly influence financial distress. Meanwhile, leverage and liquidity have a negative effect, while operating cash flow and managerial ownership have a positive effect on financial distress. These findings have strategic implications within the framework of agency theory, where managerial ownership can strengthen oversight and reduce the risk of financial distress. For regulators, these results support the need for transparency policies regarding internal indicators such as liquidity and cash flow to strengthen early warning systems against potential corporate financial failure.

Keywords: *Financial Distress, Sales Growth, Leverage, Liquidity, Operating Cash Flow, Managerial Ownership*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh sales *growth*, *leverage*, likuiditas, arus kas operasi, dan kepemilikan manajerial terhadap *financial distress* pada perusahaan sub sektor hotel, restoran, pariwisata, dan tekstil yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021–2024. Sampel penelitian dipilih menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria tertentu yang menghasilkan 80 observasi dari 20 perusahaan. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh melalui situs resmi BEI dan masing-masing perusahaan. Analisis dilakukan menggunakan metode regresi data panel untuk menguji pengaruh simultan dan parsial antar variabel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *sales growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Sementara itu, *leverage* dan likuiditas berpengaruh negatif, serta arus kas operasi dan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Temuan ini memiliki implikasi strategis dalam kerangka *agency theory*, di mana kepemilikan manajerial dapat memperkuat pengawasan dan menurunkan risiko *financial distress*. Bagi regulator, hasil ini mendukung

perlunya kebijakan transparansi atas indikator internal seperti likuiditas dan arus kas, guna memperkuat sistem peringatan dini terhadap potensi kegagalan keuangan perusahaan.

Kata Kunci: *Financial Distress, Sales Growth, Leverage*, Likuiditas, Arus Kas Operasi, Kepemilikan Manajerial

PENDAHULUAN

Dalam dunia bisnis yang terus berubah, setiap perusahaan dituntut untuk ikut berkembang agar tidak tertinggal. Karena itu, penting bagi perusahaan untuk menyusun strategi agar bisa tetap bersaing di masa depan. Sebagai pembuat produk atau penyedia jasa, tujuan utama perusahaan adalah mendapatkan keuntungan dan meningkatkan pendapatan. Untuk mencapainya, perusahaan harus mengelola operasionalnya dengan baik agar tetap kompetitif. Namun tidak semua perusahaan mampu mencapainya karena berbagai faktor, seperti persaingan pasar, keterbatasan sumber daya, perubahan tren konsumen, hingga manajemen yang kurang efektif membuat ancaman kepada perusahaan yang tidak bisa ikut bersaing ataupun tidak bisa merencanakan strategi yang tepat dalam pengambilan keputusan agar perusahaan tidak mengalami *financial distress*. Jika suatu bisnis terus-menerus merugi, bisnis tersebut pasti akan mengalami *financial distress* (*financial distress*), dan jika tidak dapat berkembang, bisnis tersebut akan gagal dan bangkrut.

Enam (6) perusahaan di industri tekstil Indonesia yaitu PT. S Dupantex, PT Alenatex, PT Kusumahadi Santosa, PT Kusumaputra Santosa, PT Alenatex, PT Kusumahadi Santosa PT Pamor Spinning Mills, dan PT Sai Apparel tutup pada tahun 2024 karena *financial distress* ini hanyalah salah satu contoh masalah yang tersebar luas di sektor bisnis negara ini (CNBC, 2024). Sementara di tahun 2025 PT Sri Rejeki Isman Tbk yang tutup dikarenakan tidak mampu bersaing secara global serta lemahnya manajemen keuangan menghasilkan sangat besar utang yang dimiliki, hingga apabila seluruh aset yang dimiliki di jual untuk membayar utang, masih terdapat utang yang tersisa (Darmansyah et al., 2025). Ketidakmampuan industri tekstil di Indonesia menyaingi produk tekstil dari China, dapat dilihat dari periode 2019 – 2023 produk import tekstil dari China mengalami peningkatan rata-rata sebesar 2,75 persen setiap tahun dan lebih parahnya di tahun 2024 mengalami peningkatan yang sangat drastic sebesar 13,03 persen atau nilai impornya setara dengan 52,26 miliar dollar Amerika (BahanKain, 2024). Di tahun 2025 tidak hanya industri tekstil saja namun industri perhotelan dan restoran yang menghadapi kesulitan finansial, hingga mengancam keberlangsungan usaha hingga menyebabkan risiko pemutusan hubungan kerja (PHK) karyawan dan risiko bangkrut. Berdasarkan hasil survei Perhimpunan Hotel dan Restoran Indonesia (PHRI) memberikan hasil 96,7% hotel dan restoran di Jakarta mengalami penurunan pendapatan (Breaking News, 2025). Penurunan pendapatan hotel dan restoran pasca pandemi Covid 19, tidak hanya disebabkan oleh berkurangnya wisatawan domestik maupun internasional, tetapi diperparah oleh kebijakan pemerintah melakukan efisiensi anggaran untuk perjalanan dinas, rapat luar kota, serta penyelenggaraan event di hotel dan restoran secara signifikan dikurangi bahkan dihentikan. Sementara pemerintah merupakan salah satu pasar terbesar bagi industri perhotelan dan restoran di Indonesia.

Banyak perusahaan di Indonesia yang mengalami *financial distress* dan beberapa perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) menyatakan bahwa 39 perusahaan mengalami *delisting*. Penyebab perusahaan mengalami *delisting* adalah karena dampak dari terhentinya operasional, *financial distress*, dan perusahaan mengalami kebangkrutan. Ketidakmampuan perusahaan dalam bersaing dan menjaga kinerja perusahaan yang stabil membuat investor ragu untuk berinvestasi yang akhirnya berdampak pada keuangan perusahaan. Jika kondisi keuangan memburuk, maka risiko masalah keuangan yang serius

atau kebangkrutan akan meningkat (Rafli dan Nurismalatri, 2025). Akibat dari kesalahan dalam pengelolaan perusahaan yang menyebabkan financial distress dan jika pengelolaan tidak dilakukan secara profesional, maka dapat menimbulkan masalah keagenan yaitu ketika manajer tidak menjalankan tugasnya dengan baik untuk kepentingan perusahaan. Selain itu, kondisi ini juga dapat disebabkan oleh menurunnya aktivitas industri dan ketidakpastian situasi ekonomi (Kumajas, 2022). Sementara setiap perusahaan dituntut untuk ikut berkembang agar tidak tertinggal. Karena itu, penting bagi perusahaan untuk menyusun strategi agar bisa tetap bersaing di masa depan, maka dari itu, setiap perusahaan menginginkan *sales growth* yang lebih besar berarti perusahaan akan menghasilkan lebih banyak uang. Hal ini membuat keuangan perusahaan lebih stabil dan kecil kemungkinannya mengalami *financial distress* (Ayu dan Widari, 2021).

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh semakin banyaknya perusahaan yang mengalami masalah keuangan hingga harus delisting dari Bursa Efek Indonesia, khususnya pada sektor perhotelan, restoran, pariwisata, dan tekstil. Keadaan tersebut menimbulkan urgensi untuk memahami faktor internal yang dapat meningkatkan risiko terjadinya *financial distress*. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengidentifikasi dan menganalisis pengaruh berbagai faktor internal perusahaan terhadap kemungkinan terjadinya financial distress pada perusahaan sektor perhotelan, restoran, pariwisata, dan tekstil yang terdaftar di BEI selama tahun 2021 sampai dengan tahun 2024. Secara khusus penelitian ini berfokus pada penilaian pengaruh *sales growth*, *leverage*, likuiditas, arus kas operasi, dan kepemilikan manajerial terhadap tingkat *financial distress* perusahaan, dengan harapan dapat memberikan wawasan empiris yang dapat digunakan oleh manajemen, investor, dan pemangku kepentingan lainnya untuk mengantisipasi risiko kebangkrutan.

Penelitian ini memiliki signifikansi strategis karena mengangkat isu ketahanan keuangan perusahaan pada sektor-sektor yang rentan terhadap krisis, seperti hotel, restoran, pariwisata, dan tekstil, yang mengalami tekanan berat akibat pandemi, persaingan global, serta ketidakpastian ekonomi makro. Di tengah tingginya tingkat *delisting* dan kebangkrutan perusahaan di Indonesia, pemahaman terhadap faktor-faktor penyebab *financial distress* menjadi sangat krusial bagi para manajer, pemegang saham, dan regulator dalam merumuskan strategi mitigasi risiko jangka pendek maupun jangka panjang. Lebih dari sekadar kontribusi teoritis, penelitian ini juga berperan penting secara praktis karena menawarkan pendekatan berbasis data panel untuk mengidentifikasi indikator keuangan dan struktural yang dapat dijadikan sistem peringatan dini (*early warning system*). Temuan riset ini dapat menjadi dasar bagi perbaikan sistem pengawasan internal, peningkatan efisiensi operasional, dan kebijakan governansi yang lebih adaptif dalam menghadapi dinamika pasar serta tekanan global yang terus berkembang.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Keagenan

Teori keagenan yang dikemukakan Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan tentang kesepakatan antara pemilik modal (prinsipal) dan manajer (agen) yang menjalankan suatu bisnis. Perbedaan kepentingan dan risiko antara kedua pihak dapat menimbulkan konflik yang memengaruhi pengambilan keputusan manajerial, terutama saat perusahaan menghadapi tekanan keuangan (Eisenhardt, 1989; Scott, 2015). Dalam konteks ini, *financial distress* menjadi salah satu kondisi kritis di mana peran pengawasan dan insentif sangat menentukan arah kebijakan manajemen.

Leverage mencerminkan beban utang yang dapat mendorong manajer mengambil risiko berlebih untuk menjaga kinerja jangka pendek. Kepemilikan manajerial berfungsi

sebagai mekanisme penyalaras kepentingan, karena manajer yang juga menjadi pemilik cenderung lebih berhati-hati dan bertanggung jawab atas keputusan strategis. Arus kas operasi yang terbatas dapat mendorong tindakan oportunistik jika tidak diawasi, sementara likuiditas dan *sales growth* yang tidak dikelola secara efektif dapat mengindikasikan lemahnya kontrol manajerial. Dengan demikian, teori agensi memberikan dasar konseptual untuk memahami pengaruh faktor-faktor internal terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*, sekaligus menekankan pentingnya mekanisme tata kelola untuk mencegah krisis keuangan perusahaan.

Pecking Order Theory

Teori *Pecking Order Theory* yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa perusahaan lebih suka memperoleh uang dengan menggunakan dana mereka sendiri terlebih dahulu, kemudian mengambil pinjaman, dan akhirnya menerbitkan saham baru. Teori ini menekankan bahwa manajemen lebih memilih sumber pembiayaan yang paling tidak menimbulkan asimetri informasi.

Dalam konteks ini, *leverage* menjadi indikator penting dalam menguji preferensi pendanaan perusahaan. Jika perusahaan mengalami keterbatasan dana internal, maka utang menjadi alternatif utama. Namun, dengan menggunakan utang yang berlebihan akan meningkatkan risiko gagal bayar dan memperbesar potensi *financial distress*, khususnya pada perusahaan yang arus kasnya tidak stabil. Selain itu, arus kas operasi juga menjadi cerminan kekuatan dana internal. *Pecking Order Theory* memprediksi bahwa perusahaan dengan arus kas operasi yang tinggi cenderung tidak terlalu bergantung pada utang, sehingga lebih kecil kemungkinan untuk mengalami distress. Sebaliknya, perusahaan dengan arus kas rendah mungkin akan memaksimalkan utang, yang berisiko meningkatkan beban keuangan dan memicu ketidakseimbangan struktur modal.

Signaling Theory

Signaling Theory (Ross, 1977) menyatakan bahwa perusahaan menggunakan informasi keuangan dan keputusan manajerial sebagai sinyal kepada pasar untuk menunjukkan kualitas kinerja dan prospek bisnis. Dalam kondisi asimetri informasi, sinyal positif dari manajemen diharapkan mampu membentuk persepsi positif dari investor dan kreditur. Dalam penelitian ini, likuiditas, *sales growth*, dan arus kas operasi dapat bertindak sebagai sinyal. Misalnya, peningkatan likuiditas menggambarkan bahwa perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya, yang menjadi sinyal positif bagi investor mengenai stabilitas keuangan. *Sales growth* yang konsisten juga menjadi indikator bahwa perusahaan memiliki prospek usaha yang menjanjikan, meskipun perlu dikaji lebih lanjut apakah pertumbuhan tersebut didukung oleh profitabilitas atau sekadar peningkatan volume. Lebih lanjut, kepemilikan manajerial juga dapat dipahami sebagai bentuk sinyal kepercayaan dari manajemen terhadap prospek perusahaan. Ketika manajer ikut memiliki saham perusahaan, mereka secara tidak langsung menunjukkan komitmen terhadap keberlanjutan usaha dan bertanggung jawab atas hasil keuangan. Sinyal ini dapat menurunkan kekhawatiran pasar terhadap potensi *distress*, selama pengawasan terhadap perilaku manajerial tetap berjalan efektif.

Dengan memasukkan *Pecking Order Theory* dan *Signaling Theory*, penelitian ini memperoleh kerangka konseptual yang lebih kokoh dalam menjelaskan dinamika antara struktur keuangan, perilaku manajerial, dan risiko *financial distress*. Kombinasi ketiga teori ini (termasuk *Agency Theory*) memungkinkan analisis yang lebih komprehensif terhadap penyebab dan indikasi awal *distress* pada perusahaan di sektor-sektor yang rentan.

Tabel 1. Ringkasan Teori yang Mendasari Penelitian

Teori	Fokus Konsep	Variabel yang Relevan	Implikasi terhadap <i>Financial Distress</i>
<i>Agency Theory</i>	Konflik kepentingan antara pemilik (<i>principal</i>) dan manajer (<i>agent</i>) dalam pengambilan keputusan.	<i>Leverage</i> , Kepemilikan Manajerial, Arus Kas Operasi	Konflik agensi dapat memperbesar risiko <i>distress</i> . Kepemilikan manajerial berfungsi mengurangi konflik dan meningkatkan akuntabilitas manajer.
<i>Pecking Order Theory</i>	Perusahaan cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu, lalu utang, terakhir ekuitas.	<i>Leverage</i> , Arus Kas Operasi	Ketergantungan berlebih pada utang akibat rendahnya arus kas internal dapat meningkatkan risiko <i>distress</i> , terutama bila tidak diimbangi dengan kinerja operasional yang kuat.
<i>Signaling Theory</i>	Informasi keuangan digunakan sebagai sinyal untuk menyampaikan prospek dan kondisi perusahaan.	<i>Sales Growth</i> , Likuiditas, Kepemilikan Manajerial	Variabel-variabel tersebut dapat menjadi sinyal positif (atau negatif) kepada pasar terkait stabilitas keuangan dan prospek perusahaan.

Financial Distress

Financial distress mencerminkan keadaan penurunan kinerja keuangan yang serius dan berpotensi mengarah pada kebangkrutan atau likuidasi. Platt dan Platt (2002) serta Brigham dan Daves (2003) menjelaskan bahwa kondisi ini ditandai dengan ketidakmampuan perusahaan memenuhi kewajiban keuangan akibat lemahnya arus kas dan penurunan pendapatan. Whitaker (1999) menambahkan bahwa akumulasi rugi bersih selama beberapa tahun berturut-turut merupakan indikator signifikan dari krisis keuangan. Becchetti dan Seirra (2003) serta Chan dan Chen (1991) menekankan pentingnya memantau indikator seperti likuiditas, *leverage*, dan efisiensi operasional dalam mengidentifikasi potensi kegagalan keuangan. Dalam penelitian ini, pengukuran tingkat *financial distress* dilakukan dengan menggunakan model Altman Z-Score (1968), yang telah terbukti andal dalam mengevaluasi stabilitas keuangan berdasarkan kombinasi rasio keuangan utama.

Sales Growth

Menurut Mafiroh dan Mu'arif (2025), *sales growth* yang konsisten mencerminkan kinerja operasional yang baik dan daya saing perusahaan dalam mempertahankan pasar. Peningkatan *sales growth* dapat memperkuat arus kas, mengurangi ketergantungan pada utang, serta meningkatkan persepsi positif dari investor dan kreditur, sehingga berpotensi menurunkan risiko *financial distress*. Namun, *sales growth* tidak selalu sejalan dengan kondisi keuangan yang sehat apabila tidak disertai dengan efisiensi biaya dan pengelolaan kas yang efektif. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, *sales growth* dipertimbangkan sebagai salah satu faktor yang dapat memengaruhi *financial distress* dan perlu diuji secara empiris bersama variabel lainnya.

Leverage

Leverage mencerminkan sejauh mana aset perusahaan dibiayai oleh utang dan menjadi indikator penting dalam menilai struktur pendanaan serta risiko keuangan (Kasmir, 2019). Kazemian et al. (2017) menyebutkan bahwa tingginya *leverage* cenderung menurunkan nilai Altman Z-Score, sehingga meningkatkan risiko *financial distress*. Temuan serupa ditunjukkan oleh Wulandari dan Jaeni (2021) serta Utami dan Taqwa (2023), sedangkan penelitian lain menunjukkan pengaruh *leverage* yang tidak signifikan tergantung konteks industri (Oktaviani & Lisiantara, 2022; Muzharoatiningsih & Hartono, 2022). Dalam konteks ini, *leverage* diposisikan sebagai variabel penting yang mencerminkan potensi tekanan keuangan, terutama bagi perusahaan dengan ketergantungan tinggi terhadap pembiayaan eksternal.

Likuiditas

Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan dapat memenuhi kewajiban jangka pendek dengan aset lancar (Courtis, 1978) dan menjadi indikator utama ketahanan keuangan. Zmijewski (1984) memasukkan rasio likuiditas dalam model prediksi *financial distress*, mengingat rendahnya likuiditas sering menjadi sinyal awal *financial distress*. Kazemian et al. (2017) dan Setyowati & Sari (2019) menegaskan bahwa likuiditas tinggi dapat menjaga stabilitas operasional dan mencegah krisis internal, khususnya di sektor dengan pendapatan fluktuatif. Oleh karena itu, likuiditas dipertimbangkan sebagai variabel penting dalam mengukur risiko *financial distress* dalam penelitian ini.

Arus Kas Operasi

Arus kas operasi menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan uang dari aktivitas bisnis utama, yang sangat penting untuk menjaga likuiditas dan memenuhi kewajiban finansial (Nurhasanah et al., 2025). Perusahaan dengan arus kas positif memiliki fleksibilitas lebih besar dalam menghadapi tekanan keuangan dan lebih kecil kemungkinannya mengalami *financial distress* (Damayanti & Fathihani, 2024; Miswaty & Novitasari, 2023). Sebaliknya, arus kas yang lemah dapat menjadi sinyal awal gangguan operasional, meskipun penjualan meningkat. Oleh karena itu, arus kas operasi dipertimbangkan sebagai indikator penting dalam memprediksi risiko *financial distress* dalam studi ini.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial terjadi ketika manajemen, seperti direktur dan komisaris, juga memiliki saham perusahaan, sehingga memiliki insentif untuk bertindak sejalan dengan kepentingan pemegang saham (Purba et al., 2020; Izzaty & Kurniawan, 2018). Dalam perspektif teori agensi, kondisi ini dapat mengurangi konflik kepentingan dan meningkatkan tanggung jawab manajerial terhadap kinerja jangka panjang. Beberapa studi, seperti oleh Radinda & Hasnawati (2023) dan Utami & Taqwa (2023), menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial membantu menekan risiko *financial distress*. Meski demikian, efektivitasnya dapat dipengaruhi oleh kualitas pengawasan internal (Alexandra, 2022). Oleh sebab itu, variabel ini relevan dalam menilai potensi *distress* dalam penelitian ini.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengaruh *sales growth* terhadap *financial distress*

Perusahaan yang mencatat *sales growth* yang positif secara umum menggambarkan bahwa operasional berjalan secara efisien dan produk atau layanan perusahaan memiliki daya tarik di pasar. Peningkatan penjualan biasanya dikaitkan dengan naiknya pendapatan dan potensi laba yang lebih tinggi, yang pada akhirnya memperkuat posisi keuangan perusahaan dan menurunkan risiko mengalami *financial distress* (Ramadhani dan Khairunnisa, 2019). Ayu dan Widari (2021) menemukan bahwa *sales growth* berpengaruh negatif terhadap *financial distress*, karena penjualan yang meningkat dapat memperluas margin keuntungan dan memperbaiki arus kas, sehingga perusahaan lebih mampu memenuhi kewajiban keuangannya.

Namun, sejumlah studi lain menunjukkan hasil yang berbeda. Penelitian oleh Miswaty dan Novitasari (2023), Rahayu dan Handayani (2025), serta Oktaviani dan Lisiantara (2022) menyimpulkan bahwa *sales growth* tidak selalu berpengaruh terhadap *financial distress*. Bahkan jika penjualan meningkat, perusahaan tetap dapat mengalami *financial distress* apabila pertumbuhan tersebut tidak dibarengi dengan pengelolaan biaya yang efisien, atau

jika terdapat penumpukan piutang yang memperburuk likuiditas. Dalam konteks ini, peningkatan volume penjualan belum tentu menghasilkan laba yang cukup untuk memperbaiki kondisi keuangan perusahaan secara keseluruhan (Dila dan Ritonga, 2024; Damayanti dan Fathihani, 2024).

Dengan mempertimbangkan perbedaan hasil studi terdahulu dan pentingnya peran sales growth dalam mencerminkan performa operasional, penelitian ini menguji kembali pengaruh sales growth terhadap financial distress pada perusahaan yang termasuk dalam sektor-sektor rentan terhadap fluktuasi permintaan pasar.

H1: Sales growth berpengaruh negatif terhadap financial distress.

Pengaruh leverage terhadap financial Distress

Besarnya utang yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasinya dapat ditunjukkan dari *leverage*. Jika suatu perusahaan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi, artinya sebagian besar asetnya ditopang oleh utangnya. Artinya, perusahaan harus membayar bunga lebih besar dan melakukan pembayaran tetap lebih banyak. Jika berbicara tentang uang, semakin besar *leverage* yang dimiliki suatu bisnis, semakin besar pula kemungkinan perusahaan tersebut akan kehabisan uang tunai dan gagal bayar, yang dapat membuat perusahaan tersebut mengalami *financial distress*. Kazemian et al. (2017) mengatakan bahwa nilai Altman Z-Score berhubungan negatif dengan *leverage*. Artinya, semakin besar *leverage* berarti semakin tinggi peluang untuk bangkrut. Hal ini karena memiliki banyak utang membuat perusahaan kurang fleksibel secara finansial dan mempersulit manajemen untuk menghadapi pendapatan yang tidak jelas.

Pendapat tersebut didukung oleh penelitian Wulandari dan Jaeni (2021) serta Utami dan Taqwa (2023) yang menunjukkan bahwa penggunaan *leverage* berdampak negatif bagi orang yang sedang mengalami *financial distress*. Perusahaan yang memiliki banyak utang lebih mungkin mengalami *financial distress*, terutama saat terjadi krisis atau saat penjualan menurun. Terdapat hubungan yang signifikan, namun tidak semua penelitian menemukannya. Oktaviani dan Lisiantara (2022) serta Muzharoatiningsih dan Hartono (2022) menemukan bahwa *leverage* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *financial distress*. Hal ini mungkin disebabkan oleh seberapa baik manajemen menangani kewajiban atau karena faktor eksternal seperti kemampuan untuk memperoleh pendanaan jangka panjang.

Leverage menjadi salah satu variabel utama yang digunakan dalam penelitian ini untuk menunjukkan seberapa stabil struktur pendanaan dan seberapa besar kemungkinan perusahaan mengalami financial distress. Melihat pengaruh leverage akan memberikan gambaran yang lebih baik tentang bagaimana utang dapat menyebabkan atau memperburuk financial distress.

H2: Leverage berpengaruh negatif terhadap financial distress.

Pengaruh likuiditas terhadap financial distress

Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dengan menggunakan aset lancar yang dimiliki. Tingkat likuiditas yang memadai menunjukkan bahwa perusahaan memiliki sumber daya keuangan yang cukup untuk menutup liabilitas segera, sehingga dapat menghindari tekanan kas yang dapat memicu financial distress. Curtis (1978) menyebutkan bahwa rasio likuiditas menjadi salah satu alat utama untuk mengukur kinerja keuangan, khususnya dalam konteks pengelolaan utang jangka pendek. Zmijewski (1984) juga menempatkan likuiditas sebagai salah satu variabel utama dalam model prediksi *financial distress*, karena kelemahan dalam mengelola aset lancar dapat berdampak langsung pada solvabilitas perusahaan.

Penelitian Kazemian et al. (2017) menunjukkan bahwa perusahaan dengan likuiditas tinggi memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk mengalami *financial distress*, karena dapat memenuhi kewajiban tepat waktu tanpa mengorbankan aset tetap atau mencari pembiayaan tambahan. Dukungan empiris juga datang dari Setyowati dan Sari (2019), yang menegaskan bahwa tingkat likuiditas yang sehat memberikan perlindungan awal terhadap gejala keuangan, terutama pada sektor usaha yang memiliki siklus kas yang fluktuatif. Namun demikian, hasil yang bertentangan ditemukan dalam studi Rahayu et al. (2025) dan Dirman (2020), yang menunjukkan bahwa likuiditas tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Perbedaan hasil ini menunjukkan bahwa efektivitas likuiditas sebagai penyangga terhadap *distress* dapat bergantung pada sektor industri, manajemen aset lancar, dan integrasi strategi keuangan.

Dalam penelitian ini, likuiditas diidentifikasi sebagai salah satu faktor krusial yang memengaruhi kerentanan keuangan perusahaan. Pengujian terhadap variabel ini diharapkan dapat memberikan pemahaman lebih dalam mengenai sejauh mana kapasitas kas dan aset lancar dapat melindungi perusahaan dari tekanan keuangan yang berujung pada *distress*.

H3: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Pengaruh arus kas operasi terhadap *financial distress*

Arus kas yang dihasilkan dari kegiatan operasional menunjukkan seberapa baik perusahaan dapat menghasilkan uang dari aktivitas inti bisnisnya, seperti menjual produk atau layanan, setelah dikurangi dengan biaya operasional. Arus kas yang baik dan konstan mencerminkan bahwa perusahaan memiliki sumber daya internal yang cukup untuk menutupi kegiatan sehari-hari serta memenuhi kewajiban jangka pendek dan panjang tanpa perlu bergantung pada sumber dana eksternal. Nurhasanah et al. (2025) menekankan bahwa arus kas dari kegiatan operasional sangat penting untuk menjaga keberlangsungan bisnis, karena berfungsi sebagai sumber utama likuiditas dan menunjukkan kekuatan dasar perusahaan. Ketika arus kas operasional menurun, perusahaan akan menghadapi kesulitan dalam memenuhi kewajiban finansial tepat waktu, yang bisa menjadi awal mula masalah keuangan.

Beberapa studi mendukung pentingnya arus kas operasi sebagai prediktor *distress*. Damayanti dan Fathihani (2024), Miswaty dan Novitasari (2023), serta Ramadhani dan Khairunnisa (2019) menemukan bahwa perusahaan dengan arus kas operasi yang lemah lebih rentan terhadap *financial distress*, meskipun mungkin mencatat pertumbuhan pendapatan atau laba secara akuntansi. Hal ini menegaskan bahwa profitabilitas secara nominal tidak selalu sejalan dengan likuiditas riil yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usaha. Di sisi lain, Ayu dan Widari (2021) menunjukkan bahwa arus kas operasi yang kuat secara signifikan menurunkan potensi *distress*, karena perusahaan tidak perlu menambah utang atau menjual aset produktif. Dalam penelitian ini, arus kas operasi dipertimbangkan sebagai variabel yang merepresentasikan kekuatan internal perusahaan dalam menghadapi tekanan keuangan. Analisis terhadap variabel ini diharapkan dapat mengidentifikasi sejauh mana kemampuan kas operasional dapat melindungi perusahaan dari kondisi *distress* keuangan.

H4: Arus kas operasi berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *financial distress*

Kepemilikan manajerial merujuk pada proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajemen, seperti direktur dan komisaris, sehingga mereka tidak hanya berperan sebagai pengelola, tetapi juga sebagai pemilik modal (Purba et al., 2020). Dalam kerangka teori agensi, kepemilikan saham oleh manajer diyakini mampu menyelaraskan kepentingan antara *agent* dan *principal*, karena manajer akan lebih terdorong untuk membuat keputusan

yang mengutamakan keberlanjutan dan kinerja jangka panjang perusahaan. Izzaty dan Kurniawan (2018) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang lebih tinggi cenderung menurunkan risiko konflik keagenan yang dapat menyebabkan ketidakefisienan pengelolaan perusahaan.

Baik Radinda dan Hasnawati (2023) maupun Utami dan Taqwa (2023) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berdampak positif terhadap minimalisasi kemungkinan terjadinya krisis keuangan, sehingga memperkuat sudut pandang ini. Manajer cenderung lebih berhati-hati saat menangani dana dan mengambil tanggung jawab lebih besar saat menangani risiko, seperti kemungkinan kebangkrutan, saat mereka memiliki kepentingan pribadi dalam keberhasilan perusahaan. Pandangan sebaliknya dikemukakan oleh Agule et al. (2024), yang menemukan bahwa ketika manajer berperilaku oportunistik atau terlalu mendominasi dalam pengambilan keputusan tanpa pengawasan yang tepat, kepemilikan manajerial dapat memperburuk situasi keuangan. Menurut Alexandra (2022), tanggung jawab manajer yang sebenarnya dalam mengawasi dan membuat keputusan strategis menentukan seberapa besar dampak kepemilikan manajemen terhadap *financial distress*. Studi ini menyelidiki apakah persentase saham manajer membantu mengurangi risiko *financial distress*, khususnya dalam industri yang rentan terhadap tekanan internal dan eksternal, dengan mempertimbangkan sifat rumit hubungan antara kepemilikan manajerial dan kinerja keuangan perusahaan.

H5: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *financial distress*

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode purposive sampling, yaitu teknik pengambilan sampel secara selektif berdasarkan kriteria tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian. Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh perusahaan yang termasuk dalam sub sektor hotel, restoran, pariwisata, dan tekstil yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2021 hingga 2024.

Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut:

1. Hanya perusahaan yang secara konsisten terdaftar dan aktif beroperasi selama tahun 2021 hingga 2024 yang dipertimbangkan.
2. Perusahaan harus menerbitkan laporan keuangan tahunan yang berakhir pada 31 Desember setiap tahun selama periode observasi. Perusahaan yang tidak memenuhi ketentuan ini dikeluarkan dari sampel karena ketidaklengkapan data keuangan dapat mengganggu keandalan analisis.
3. Hanya perusahaan yang menggunakan mata uang Rupiah dalam laporan keuangannya yang disertakan, untuk menghindari perbedaan nilai tukar yang dapat memengaruhi konsistensi pengukuran variabel.
4. Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dikecualikan dari sampel, karena salah satu variabel independen yang diuji dalam penelitian ini adalah proporsi kepemilikan saham oleh manajemen.

Tabel 2. Pengukuran Variabel

Variabel	Pengukuran												
Financial Distress Z- Score (Altman)	$Z - Score = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 1,0X5$ $X1 = \text{Modal} / \text{Total aset}$ $X2 = \text{Laba ditahan} / \text{Total aset}$ $X3 = \text{Laba operasi} / \text{Total aset}$ $X4 = \text{Nilai pasar ekuitas} / \text{Total liabilitas}$ $X5 = \text{Penjualan} / \text{Total aset}$												
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Z-Score</th> <th>Kategori</th> <th>Keterangan</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>$Z > 2.99$</td> <td>Safe Zone</td> <td>Perusahaan dalam kondisi sehat</td> </tr> <tr> <td>$1.81 \leq Z \leq 2.99$</td> <td>Grey Zone</td> <td>Perusahaan dalam kondisi adanya risiko kebangkrutan.</td> </tr> <tr> <td>$Z < 1.81$</td> <td>Distress Zone</td> <td>Perusahaan berisiko kebangkrutan yang sangat tinggi.</td> </tr> </tbody> </table>	Z-Score	Kategori	Keterangan	$Z > 2.99$	Safe Zone	Perusahaan dalam kondisi sehat	$1.81 \leq Z \leq 2.99$	Grey Zone	Perusahaan dalam kondisi adanya risiko kebangkrutan.	$Z < 1.81$	Distress Zone	Perusahaan berisiko kebangkrutan yang sangat tinggi.
Z-Score	Kategori	Keterangan											
$Z > 2.99$	Safe Zone	Perusahaan dalam kondisi sehat											
$1.81 \leq Z \leq 2.99$	Grey Zone	Perusahaan dalam kondisi adanya risiko kebangkrutan.											
$Z < 1.81$	Distress Zone	Perusahaan berisiko kebangkrutan yang sangat tinggi.											
Sales Growth	$\frac{\text{Penjualan}_t - \text{Penjualan}_{t-1}}{\text{Penjualan}_{t-1}}$												
Leverage	$\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$												
Likuiditas	$\frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Liabilitas Lancar}}$												
Arus Kas Operasi	$\frac{\text{Arus Kas Operasi}}{\text{Kewajiban Lancar}}$												
Kepemilikan Manajerial	$\frac{\text{Total Saham Milik Manajemen}}{\text{Total Saham yang Beredar}}$												

Teknik Analisis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari model regresi data panel yang mencakup informasi *time series* dan *cross-sectional* dari sejumlah perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan-perusahaan tersebut bergerak di bidang industri tekstil, hotel, restoran, dan pariwisata. Regresi data panel dipilih karena kemampuannya memperhitungkan perubahan waktu dan variasi dalam proses kerja perusahaan, sehingga menghasilkan prediksi yang lebih tepat dan komprehensif. Model persamaan regresi panel penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$FD = \alpha + \beta_1 SG + \beta_2 LV + \beta_3 LQ + \beta_4 CF + \beta_5 KM + \varepsilon$$

Keterangan:

FD = *Financial Distress*

SG = *Sales Growth*

LV = *Leverage*

LQ = *Likuiditas*

CF = *Arus Kas Operasi*

KM = *Kepemilikan Manajerial*

α = Konstanta

$\beta_1 - \beta_5$ = Koefisien regresi variabel independen

ε = Error term

Melalui penggunaan uji Chow dan Hausman, penelitian ini akan memastikan apakah model estimasi panel *Common Effect*, *Fixed Effect*, atau *Random Effect* paling sesuai. Sementara uji Hausman berkaitan dengan pemilihan antara *Fixed Effect* dan *Random Effect*, uji Chow berupaya mengevaluasi keunggulan model *Fixed Effect* atas model *Common Effect*. Uji-uji ini akan meletakkan dasar bagi model yang akan digunakan pada akhir penelitian.

Dengan ambang signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$), perangkat lunak statistik seperti EViews versi X (atau program yang sebanding) akan digunakan untuk memproses data. Untuk lebih menjamin bahwa hasil estimasi tidak dipengaruhi oleh korelasi yang kuat antara variabel independen, beberapa uji diagnostik akan dilakukan, termasuk uji multikolinearitas menggunakan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 3. Statistik Deskriptif

	SG	LV	LQ	CF	KM	Y
Mean	0,275620	0,461596	1,080723	0,447942	0,104845	2,413293
Median	-0,170235	0,479170	0,938950	0,137555	0,034850	1,403115
Maximum	29,69282	0,917300	6,127430	5,636670	0,507970	17,90283
Minimum	-11,86975	0,044060	0,006550	-1,005050	0,000000	-0,726273
Std. Dev.	4,917912	0,220185	0,893654	1,088642	0,149857	3,811253
Observations	80	80	80	80	80	80

Sumber: *Output e-views*

Makna dan Interpretasi Statistik Deskriptif

Tabel 3 menyajikan statistik deskriptif untuk enam variabel penelitian, yaitu *Sales Growth* (SG), *Leverage* (LV), Likuiditas (LQ), Arus Kas Operasi (CF), Kepemilikan Manajerial (KM), dan *Financial Distress* (Y) yang diproses dengan Z-Score Altman. Berikut penjelasannya secara rinci:

1. *Sales Growth* (SG)

Nilai mean sebesar 0,276 menunjukkan bahwa secara rata-rata, perusahaan dalam sampel mengalami *sales growth* yang positif. Namun, nilai minimum sebesar -11,87 mengindikasikan bahwa beberapa perusahaan mengalami penurunan penjualan yang cukup tajam, sedangkan nilai maksimum sebesar 29,69 menunjukkan *sales growth* yang sangat tinggi pada perusahaan tertentu. Standar deviasi (4,92) yang cukup besar mengindikasikan adanya variasi yang tinggi antarperusahaan dalam hal *sales growth*.

2. *Leverage* (LV)

Nilai rata-rata *leverage* sebesar 0,462 menunjukkan bahwa hampir separuh aset perusahaan dibiayai oleh utang. Dengan nilai minimum 0,044 dan maksimum 0,917, terlihat bahwa ada perusahaan dengan struktur modal yang sangat konservatif hingga sangat agresif dalam penggunaan utang. Standar deviasi (0,22) relatif rendah, mencerminkan variasi yang lebih homogen dibandingkan variabel lainnya.

3. Likuiditas (LQ)

Nilai mean sebesar 1,081 menunjukkan bahwa secara umum perusahaan memiliki aset lancar yang lebih besar dibanding kewajiban lancarnya, mencerminkan likuiditas yang cukup baik. Namun, nilai minimum yang sangat rendah (0,006) dan maksimum yang

tinggi (6,127) menunjukkan disparitas yang besar antarperusahaan. Standar deviasi (0,89) mendukung adanya penyebaran data yang luas.

4. Arus Kas Operasi (CF)

Rata-rata arus kas operasi sebesar 0,448 menandakan adanya kecenderungan positif dalam kas yang dihasilkan dari aktivitas operasional. Namun, terdapat perusahaan dengan arus kas negatif (minimum -1,005), yang menunjukkan potensi tekanan likuiditas, dan perusahaan dengan arus kas yang sangat tinggi (maksimum 5,636). Standar deviasi (1,089) menunjukkan adanya variasi yang cukup besar antarperusahaan.

5. Kepemilikan Manajerial (KM)

Nilai rata-rata sebesar 0,105 menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan saham oleh manajemen relatif kecil (sekitar 10,5% dari total saham yang beredar). Nilai maksimum 0,508 menunjukkan bahwa di perusahaan tertentu, manajemen menguasai hingga lebih dari 50% saham, sementara di perusahaan lain tidak ada kepemilikan manajerial sama sekali (nilai minimum 0,000). Standar deviasi (0,150) mengindikasikan tingkat variasi kepemilikan yang cukup signifikan.

6. Financial Distress (FD)

Rata-rata Z-score sebesar 2,413 menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan berada di ambang batas antara zona aman dan zona abu-abu menurut klasifikasi Altman ($Z > 2,99 = \text{aman}$; $Z < 1,81 = \text{distress}$). Nilai minimum -0,726 menunjukkan kondisi keuangan yang sangat buruk, sementara nilai maksimum 17,903 mencerminkan perusahaan dengan kondisi keuangan yang sangat sehat. Standar deviasi (3,811) sangat tinggi, menandakan disparitas besar dalam tingkat kesehatan keuangan antarperusahaan.

Simpulan Awal dari Statistik Deskriptif

- Variabilitas data cukup tinggi, khususnya pada variabel *sales growth*, arus kas operasi, dan Z-score.
- Terdapat perusahaan dengan kondisi ekstrem, baik sangat baik maupun sangat buruk, terutama dalam hal *sales growth*, arus kas, dan *distress* keuangan.
- Informasi deskriptif ini memberikan gambaran awal mengenai keragaman karakteristik keuangan dalam sampel dan pentingnya menguji pengaruh masing-masing variabel terhadap financial distress lebih lanjut melalui analisis regresi panel.

Pemilihan Model Estimasi

Untuk menemukan model regresi panel terbaik untuk penelitian ini, *Common Effect*, *Fixed Effect*, dan *Random Effect* diuji dalam dua langkah: Uji Chow dan Uji Hausman.

Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk membandingkan *model Common Effect* dengan *Fixed Effect*. Hasil pengujiannya adalah sebagai berikut, yaitu *Cross-section F* sebesar 6,084614 (nilai $p = 0,0000$) dan *Cross-section Chi-square* sebesar 59,418543 (nilai $p = 0,0000$). Nilai probabilitas sebesar 0,0000 yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05 menunjukkan bahwa model *Fixed Effect* lebih tepat daripada *Common Effect*. Oleh karena itu, model *Common Effect* ditolak.

Uji Hausman

Setelah memilih antara *Common Effect* dan *Fixed Effect*, langkah selanjutnya adalah melakukan Uji Hausman untuk menentukan apakah model yang tepat adalah *Fixed Effect* atau *Random Effect*. Hasilnya disajikan sebagai berikut, yaitu statistik *Chi-Square* sebesar

11,906413, Derajat Kebebasan sebesar 5 dan nilai p sebesar 0,0361. Karena nilai p sebesar 0,0361 lebih kecil dari 0,05, maka *Model Fixed Effect* kembali dinyatakan lebih tepat daripada *Random Effect*, mengingat korelasi yang signifikan antara variabel independen dan efek individual yang tidak dapat diabaikan.

Simpulan Pemilihan Model

Setelah menjalankan Uji Chow dan Uji Hausman, ditemukan bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) adalah yang paling sesuai. Model ini kemudian digunakan dalam analisis regresi panel untuk penelitian ini. Uji *Lagrange Multiplier* tidak diperlukan karena model *Common Effect* telah dieliminasi pada tahap awal pengujian.

Uji Hipotesis

Uji Koefisien Determinasi (R^2) dan Uji F

Nilai R-kuadrat (R^2) menunjukkan tingkat perubahan variabel independen model (*sales growth*, *leverage*, likuiditas, arus kas operasi, dan kepemilikan manajerial) yang dapat menjelaskan perubahan variabel dependen (dalam hal ini, *financial distress*). Anda dapat melihat langkah-langkah yang digunakan untuk memperoleh uji-F dan koefisien determinasi dalam tabel di bawah ini:

Tabel 4. Koefisien Determinasi dan Uji F

R-squared	0,496780
Adjusted R-squared	0,439596
F-statistic	8,687392
Prob(F-statistic)	0,000009

Sumber: *Output e-views*

Hasil estimasi regresi data panel dengan menggunakan model *Fixed Effect*, diperoleh nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,440. Nilai ini menunjukkan bahwa sekitar 44% variasi tingkat *financial distress* pada perusahaan dalam sampel dapat dijelaskan oleh kelima variabel independen yang digunakan dalam model. Sedangkan sisanya, yaitu sekitar 46% dijelaskan oleh faktor lain di luar model, meliputi faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, faktor industri, tata kelola perusahaan, dan faktor manajerial lainnya yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini. Nilai *Adjusted R-squared* digunakan karena sudah mempertimbangkan jumlah variabel independen dalam model dan jumlah observasi, sehingga memberikan ukuran yang lebih akurat dibandingkan *R-squared* biasa dalam konteks regresi multivariat. Dengan nilai determinasi yang cukup moderat ini, dapat disimpulkan bahwa model memiliki daya penjelas yang memadai, meskipun tidak sepenuhnya menjelaskan keseluruhan variasi *financial distress*. Temuan ini memberikan ruang bagi penelitian selanjutnya untuk mengeksplorasi variabel lain yang berpotensi memberikan kontribusi terhadap kondisi keuangan perusahaan secara lebih komprehensif.

Uji F memeriksa apakah semua faktor independen dari model memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen, yang dalam kasus ini adalah *financial distress*. Ditemukan bahwa nilai probabilitas statistik F kurang dari 0,05. Ini berarti bahwa faktor *sales growth*, *leverage*, likuiditas, arus kas operasi, dan kepemilikan manajerial semuanya memiliki dampak signifikan terhadap seberapa besar *financial distress* yang dialami perusahaan. Jadi, kita dapat mengatakan bahwa model regresi yang telah kita buat dapat

digunakan untuk menjelaskan variabel dependen, dan kita dapat beralih ke analisis parsial dengan uji-t.

Uji t

Hasil uji signifikansi parameter individual (uji t) dapat mengetahui apakah hipotesis berpengaruh signifikan atau tidak berpengaruh berdasarkan hasil dari nilai t tabel dan nilai sig pada tabel berikut ini:

Tabel 5. Uji t

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4,629115	1,283913	3,605475	0,0008
SG	0,026562	0,043270	0,613881	0,5425
LV	-5,348088	2,253029	-2,373732	0,0220
LQ	-1,426080	0,442942	-3,219566	0,0024
CF	2,022417	0,440904	4,586979	0,0000
KM	8,300493	2,863811	2,898408	0,0058

Sumber: *Output e-views*

Uji t dilakukan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap *financial distress* secara parsial. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *sales growth* (SG) tidak signifikan yang menunjukkan bahwa peningkatan penjualan tidak berpotensi untuk menurunkan risiko terjadinya *financial distress*. *Leverage* (LV) menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress*, artinya semakin tinggi penggunaan hutang maka nilai Z-score akan semakin rendah, sedangkan semakin rendah nilai Z-score maka kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* akan semakin tinggi. Likuiditas (LQ) memiliki pengaruh negatif dan signifikan yang mencerminkan bahwa perusahaan dengan likuiditas yang tinggi cenderung lebih mampu terhindar dari kondisi *distress*. Arus kas operasi (CF) menunjukkan pengaruh positif dan signifikan, yang memperkuat argumen bahwa kas dari aktivitas operasional merupakan sumber “daya penting dalam menjaga stabilitas keuangan. Kepemilikan Manajerial (KM) menunjukkan pengaruh positif yang signifikan terhadap *financial distress*, yang mendukung pandangan bahwa keterlibatan manajemen dalam kepemilikan saham mampu menyelaraskan kepentingan dan menurunkan risiko *distress*.

Hasil uji t ini secara umum mendukung sebagian besar hipotesis penelitian dan mengindikasikan bahwa kelima variabel independen yang diuji memiliki kontribusi penting dalam mempengaruhi kemungkinan terjadinya *financial distress* pada perusahaan sampel.

PEMBAHASAN

Pengaruh *Sales Growth* Terhadap *Financial Distress*

Variabel *sales growth* (SG) memiliki nilai t-hitung sebesar 0,613881, yang lebih kecil dari nilai t-tabel sebesar 1,993. Selain itu, nilai probabilitas variabel ini adalah 0,5425, yang melebihi tingkat signifikansi 0,05. Oleh karena itu, H1 salah, yang menunjukkan bahwa *financial distress* perusahaan yang diteliti tidak dipengaruhi secara signifikan oleh *sales growth*.

Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Miswaty dan Novitasari (2023), Rahayu dan Handayani (2025), Oktaviani dan Lisiantara (2022),

Ramadhani dan Khairunnisa (2019), Dila dan Ritonga (2024), serta Damayanti dan Fathihani (2024), yang menyatakan bahwa peningkatan penjualan tidak selalu menjadi prediktor yang efektif terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress* perusahaan.

Meskipun *sales growth* menunjukkan kinerja yang secara umum dianggap positif, tidak semua pertumbuhan tersebut mampu mengurangi risiko *financial distress*, terutama jika tidak dibarengi dengan efisiensi biaya dan pengelolaan arus kas yang baik. Misalnya, peningkatan penjualan yang disertai dengan kenaikan beban operasional yang tidak proporsional dapat menekan margin laba perusahaan. Di sisi lain, tingginya piutang tak tertagih akibat lemahnya manajemen kredit dapat menyebabkan terjadinya ketidakseimbangan arus kas. Dalam kondisi seperti itu, perusahaan dapat terlihat mencetak laba secara akuntansi, namun tetap mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Ketidakefektifan dalam pengelolaan manajerial terhadap pertumbuhan yang terjadi justru dapat meningkatkan potensi terjadinya *financial distress*, meskipun perusahaan mencatat kenaikan penjualan.

Pengaruh Leverage Terhadap Financial Distress

Leverage (LV) memiliki t-hitung sebesar -2,373732, yang lebih kecil dari t-tabel sebesar 1,993, dan nilai signifikansi sebesar 0,0220, yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. H2 diterima sebagai konsekuensi dari temuan ini, yang menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Temuan ini sesuai dengan hasil penelitian oleh Wulandari dan Jaeni (2021) serta Utami dan Taqwa (2023) yang menyatakan bahwa peningkatan *leverage* cenderung meningkatkan risiko *financial distress*. Sebaliknya, hasil ini berbeda dari penelitian Oktaviani dan Lisiantara (2022), Muzharoatiningsih dan Hartono (2022), serta Dirman (2020) yang menemukan bahwa *leverage* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Pengaruh negatif *leverage* terhadap *financial distress* dalam konteks *Z-score* berarti bahwa semakin tinggi tingkat *leverage*, semakin rendah nilai *Z-score* yang dihasilkan perusahaan. Nilai *Z-score* yang rendah mencerminkan kondisi keuangan yang mendekati ambang *distress*. Struktur pembiayaan yang didominasi oleh utang menyebabkan beban kewajiban yang tinggi, dan jika tidak diimbangi oleh aset atau arus kas yang dapat mencukupi, perusahaan akan mengalami kesulitan untuk dapat memenuhinya. Ketergantungan terhadap pembiayaan eksternal yang tinggi juga menunjukkan tingkat risiko keuangan yang meningkat, sehingga memperbesar kemungkinan terjadinya *financial distress*.

Pengaruh Likuiditas Terhadap Financial Distress

Variabel likuiditas (LQ) menunjukkan nilai t hitung sebesar -3,219566 yang secara mutlak lebih tinggi dari nilai t tabel sebesar 1,993, sedangkan nilai signifikansi tercatat sebesar 0,0024 yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Dengan demikian, H3 diterima yang menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Temuan ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Kartika dan Hasaudin (2019) yang mengungkapkan bahwa likuiditas merupakan faktor penting dalam mengurangi potensi terjadinya *financial distress*. Namun, hasil ini berbeda dengan temuan Rahayu et al. (2025) dan Dirman (2020) yang menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi memiliki kemampuan yang lebih baik dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, karena nilai aset lancar melebihi utang lancar. Kemampuan untuk segera memenuhi kewajiban tersebut memberikan sinyal positif terkait stabilitas keuangan perusahaan dan

menurunkan risiko terjadinya *financial distress*. Tingkat likuiditas yang memadai juga mencerminkan manajemen kas dan aset lancar yang efisien, yang menjadi fondasi penting untuk mempertahankan kesinambungan operasional perusahaan dalam jangka pendek.

Pengaruh Arus Kas Operasi Terhadap *Financial Distress*

Nilai t-hitung sebesar 2,898408 untuk variabel arus kas operasi (CF) lebih tinggi dari nilai t-tabel sebesar 1,993, dan tingkat signifikansi sebesar 0,0000 jauh lebih rendah dari tingkat signifikansi 0,05. Arus kas operasi berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*, sehingga H4 diterima. Damayanti dan Fathihani (2024), Miswaty dan Novitasari (2023), serta Ramadhani dan Khairunnisa (2019) semuanya sampai pada kesimpulan yang sama kondisi keuangan perusahaan, khususnya dalam menghadapi risiko *financial distress*, sangat berkorelasi dengan kinerja arus kasnya dari aktivitas operasional.

Dalam model ini, arus kas operasi memiliki efek positif pada nilai Z-score, artinya arus kas operasi yang lebih tinggi akan menghasilkan Z-score yang lebih baik bagi perusahaan. Z-score yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan stabil secara finansial dan memiliki kapasitas yang baik untuk menghasilkan uang dari operasi utamanya. Sebaliknya, skor Z yang lebih rendah menunjukkan kemungkinan lebih tinggi terjadinya masalah keuangan karena arus kas operasional yang rendah atau negatif. Salah satu cara terbaik untuk menilai solvabilitas perusahaan adalah dengan melihat arus kas dari operasinya. Hal ini menunjukkan seberapa mudah perusahaan dapat membayar tagihan jangka pendeknya, mendukung operasi, dan tetap beroperasi.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap *Financial Distress*

Dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0000 yang secara signifikan lebih rendah dari ambang batas signifikansi 0,05, kepemilikan manajerial (KM) menunjukkan nilai t-hitung sebesar 4,586979 yang lebih tinggi dari nilai t-tabel sebesar 1,993. Berdasarkan hasil tersebut, H5 diterima, yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap nilai Z-score menunjukkan bahwa posisi keuangan perusahaan semakin sehat dan jauh dari *financial distress*, yang konsisten dengan temuan Radinda dan Hasnawati (2023) dan Utami dan Taqwa (2023). Meskipun demikian, hasil ini bertentangan dengan temuan Alexandra (2022) dan Agule et al. (2024), yang keduanya sampai pada kesimpulan yang berlawanan tentang hubungan antara kepemilikan manajerial dan *financial distress*. Pandangan optimis ini menunjukkan bahwa kemungkinan *financial distress* cenderung berkurang ketika proporsi saham yang dimiliki oleh manajemen, termasuk komisaris dan direktur, meningkat, yang mengarah pada nilai Z-score yang lebih tinggi bagi perusahaan. Manajer cenderung lebih berhati-hati dalam membuat keputusan strategis jangka panjang dan meningkatkan laba bersih perusahaan ketika mereka memiliki kepentingan dalam keberhasilan perusahaan. Fakta ini memberikan kepercayaan pada teori keagenan, yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik *principal-agent* dan kemungkinan tindakan oportunistik yang dapat membahayakan stabilitas keuangan perusahaan.

PENUTUP

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi variabel bisnis internal yang mungkin berdampak pada probabilitas bahwa perusahaan BEI yang beroperasi di industri hotel, restoran, pariwisata, dan tekstil akan menghadapi *financial distress* antara tahun 2021 dan 2024. Hasil dari studi regresi data panel *Fixed Effect Model* (FEM) menunjukkan sejumlah

tren yang patut diperhatikan. Pertama, peningkatan penjualan tidak secara signifikan meringankan *financial distress*. *Sales growth* tidak selalu menunjukkan kesehatan keuangan perusahaan, seperti yang ditunjukkannya. Kedua, *leverage* berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Dengan kata lain, kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* meningkat secara langsung sebanding dengan tingkat utangnya. Ketiga, likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*, memperkuat pandangan bahwa kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dapat menurunkan risiko kebangkrutan. Keempat, arus kas operasi berpengaruh positif terhadap nilai Z-score, menunjukkan bahwa perusahaan dengan kinerja kas operasi yang baik memiliki posisi keuangan yang lebih stabil. Terakhir, kepemilikan manajerial juga menunjukkan pengaruh positif terhadap Z-score, mengindikasikan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen mendorong keselarasan kepentingan dan memperkuat pengawasan, sehingga menurunkan risiko *financial distress*.

Implikasi

Secara praktis, temuan penelitian ini memberikan implikasi bagi manajemen perusahaan, investor, dan pemangku kepentingan lainnya. Bagi manajemen, penguatan pengelolaan likuiditas, arus kas operasional, dan struktur kepemilikan menjadi krusial dalam upaya mitigasi risiko keuangan. Bagi investor dan kreditor, hasil penelitian ini dapat dipergunakan sebagai dasar evaluasi kondisi keuangan dan kinerja perusahaan, terutama dalam menilai risiko kebangkrutan sebelum mengambil keputusan investasi atau pemberian pinjaman. Selain itu, pemahaman terhadap interaksi antara leverage dan likuiditas memberikan wawasan penting untuk menyusun strategi pembiayaan yang optimal dan berkelanjutan.

Keterbatasan

Ada beberapa masalah dalam studi ini yang perlu dipertimbangkan. Pertama, data yang digunakan hanya mencakup beberapa subsektor dan tahun 2021–2024, jadi penting untuk berhati-hati saat menerapkan hasil studi ke area atau periode waktu lain. Kedua, model Altman Z-score adalah satu-satunya yang digunakan untuk mengukur *financial distress*. Model ini terkenal, tetapi tidak terlalu bagus dalam menangkap aspek kualitatif dan dinamika manajerial. Ketiga, variabel independen dalam studi ini hanya melihat faktor-faktor dalam perusahaan. Variabel tersebut tidak melihat hal-hal seperti keadaan ekonomi, perubahan peraturan, atau seberapa besar persaingan dalam bisnis.

Saran

Untuk penelitian selanjutnya, disarankan agar cakupan sektor dan periode diperluas agar dapat memperoleh gambaran yang lebih representatif dan akurat terhadap penyebab *financial distress* di berbagai konteks industri. Selain itu, akan lebih baik jika pengukuran *distress* tidak hanya mengandalkan model Z-score, tetapi juga dilengkapi dengan pendekatan lain seperti model Ohlson atau Zmijewski, untuk memperkuat validitas hasil. Disarankan pula untuk memasukkan variabel eksternal dan aspek governansi korporat lainnya, seperti kepemilikan institusional atau kualitas audit, guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai determinan *financial distress* di pasar Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

Adam Rafli, A. (2025). Pengaruh return on asset (ROA), total asset turnover (TATO), dan debt to equity ratio (DER) terhadap *financial distress* pada PT Astra International Tbk.

Cakrawala: Jurnal Ekonomi, 2(1), 17–26.
<https://jurnalamanah.com/index.php/cakrawala/index>

- Adelia Pramadanty Darmansyah, A., Auliyanti, M. S., & Nur Azizah, W. Z. (2025). Mengungkap penyebab kepailitan PT. Sri Rejeki Isman Tbk (Sritex): Faktor internal, eksternal, manajemen keuangan dan proses hukum. *Jurnal Riset Akuntansi*, 3(1), 330–340. <https://doi.org/10.54066/jura-itb.v3i1.2980>
- Alexandra, C., Lionardi, M., William, W., Jennefer, S., & Meiden, C. M. (2022). Studi literatur: Pengaruh faktor good corporate governance terhadap financial distress. *Owner*, 6(1), 111–122. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i1.536>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- BahanKain.com. (2024, December 28). Banjir pasar RI, ini 7 alasan dibalik murahnya produk tekstil impor dari China. <https://www.bahankain.com/2024/12/28/banjiri-pasar-ri-ini-7-alasan-dibalik-murahnya-produk-tekstil-impor-dari-china>
- Becchetti, L., & Sierra, J. (2003). Bankruptcy risk and productive efficiency in manufacturing firms. *Journal of Banking & Finance*, 27(11), 2099–2120.
- Breaking News. (2025, May 27). Industri hotel RI dibayangi PHK massal hingga aksi jual gedung. <https://ekonomi.bisnis.com/read/20250527/12/1880270/industri-hotel-ri-dibayangi-phk-massal-hingga-aksi-jual-gedung>
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2003). *Intermediate financial management* (8th ed.). McGraw-Hill.
- Chan, K. C., & Chen, N. (1991). Structural and return characteristics of small and large firms. *Journal of Finance*, 46, 1467–1484.
- CNBC Indonesia. (2024, June 10). 6 pabrik tekstil RI tutup-PHK 11.000-an pekerja, ini nama & lokasinya. <https://www.cnbcindonesia.com/news/20240610181111-4-545422/6-pabrik-tekstil-ri-tutup-phk-11000-an-pekerja-ini-nama-lokasinya>
- Courtis, J. K. (1978). Modelling a financial ratios categoric framework. *Journal of Business Finance & Accounting*, 5(4).
- Damayanti, A., & Fathihani, F. (2024). Pengaruh cash flow, sales growth, dan operating capacity terhadap financial distress. *Journal of Management and Innovation Entrepreneurship (JMIE)*, 2(1), 1749–1755. <https://doi.org/10.70248/jmie.v2i1.1721>
- Diah, P. A., & Putri, W. (2021). The effect of operating cash flows, sales growth, and operating capacity in predicting financial distress. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, 6(1). www.ijisrt.com638
- Dirman, A. (n.d.). Financial distress: The impacts of profitability, liquidity, leverage, firm size, and free cash flow. *International Journal of Business, Economics and Law*, 22, 1.

- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Ghozali, I. (2020). *Ekonometrika: Teori, konsep, dan aplikasi dengan SPSS 24*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kasmir. (2019). *Pengantar manajemen keuangan (Edisi ke-2)*. Kencana.
- Kazemian, S., Shauri, N., Sanusi, Z. M., Kamaluddin, A., & Shuhidan, S. M. (2017). Monitoring mechanisms and financial distress of public listed companies in Malaysia. *Journal of International Studies*, 10(1), 92–109. <https://doi.org/10.14254/2071>
- Kumajas, L. I. (2022). Financial distress perusahaan transportasi di Indonesia sebelum dan saat pandemi COVID-19. *Jurnal Informasi, Perpajakan, Akuntansi, dan Keuangan Publik*, 17(1), 19–38. <https://doi.org/10.25105/jipak.v17i1.8698>
- Livia Ramadhani, A., & Khairunnisa, S. M. (2019). Pengaruh operating capacity, sales growth dan arus kas operasi terhadap financial distress (Studi empiris pada perusahaan sektor pertanian yang terdaftar di BEI periode 2013-2017). *JRKA*, 5.
- Mafiroh, S., Mu'arif, S., & Artikel, R. (2025). *Jurnal Sains Ekonomi dan Edukasi INFO ARTIKEL*, 2(2), 649–670. <https://doi.org/10.62335>
- Mellysa Dwi Rahayu, M., Handayani, E., Nurul Innayah, M., & Frida Utami, R. (2025). The effect of leverage, operating capacity, liquidity, sales growth, and firm size on financial distress of non-cyclicals companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period of 2020–2023. *International Journal of Integrated Science and Technology*, 3(1), 1135–1154. <https://doi.org/10.59890/ijist.v3i1.171>
- Muzharoatiningsih, M., & Hartono, U. (2022). Pengaruh rasio keuangan, sales growth dan ukuran perusahaan terhadap financial distress pada sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI 2017–2020. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 747–758.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Novitasari, D. (2023). Pengaruh operating capacity, sales growth, dan arus kas operasi terhadap financial distress. *Jurnal Aplikasi Bisnis dan Manajemen (JABM)*, 9(2), 583–583.
- Oktaviani, N. D. D., & Lisiantara, G. A. (2022). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, aktivitas, leverage, dan sales growth terhadap financial distress. *Owner*, 6(3), 1649–1559. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i3.944>

- Nurhasanah, S. E., Suprianto, I., & Syahida, S. E. (2025). Pengetahuan manajemen keuangan bisnis dalam berwirausaha. *Widina Media Utama*.
- Pebri, T. B., Diana, N., & Junaidi. (2020). Pengaruh good corporate governance dan struktur kepemilikan terhadap tingkat kepatuhan pengungkapan transaksi berelasi berdasarkan PSAK No. 7 tentang pengungkapan pihak-pihak berelasi. *E-JRA Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Malang*, 9(4).
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting corporate financial distress: Reflection on choice-based sample bias. *Journal of Economic and Finance*, 26, 184–199.
- Radinda, A. S., & Hasnawati, H. (2023). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, karakteristik CEO (gender, tingkat pendidikan, pengalaman), dan ukuran perusahaan terhadap teratasnya financial distress. *Jurnal Ekonomi Trisakti*, 3(1), 693–704. <https://doi.org/10.25105/jet.v3i1.15450>
- Rumokoy, L. J., & Wenas, R. S. (2024). The influence of independent commissioner, managerial ownership and CEO education on financial distress in automotive and component subsector manufacturing companies. *Jurnal EMBA*, 12(4), 299–310.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Scott, R. W. (2015). *Financial accounting theory* (7th ed.). Pearson Prentice Hall.
- Setyowati, W., & Sari, N. R. N. (2019). Pengaruh likuiditas, operating capacity, ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan terhadap financial distress (Studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2016–2017). *Magisma: Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis*, 7(2), 73–84.
- Utami, Y. Z., & Taqwa, S. (2023). Pengaruh leverage, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap financial distress. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 5(2), 539–552. <https://doi.org/10.24036/jea.v5i2.720>
- Wanda, N., Dila, S., Ferdiansyah, R., Stan, I., & Merdeka, K. (2024). Pengaruh sales growth dan struktur modal terhadap financial distress. *Journal of Trends Economics and Accounting Research*, 4(4), 802–812. <https://doi.org/10.47065/jtear.v4i4.1331>
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123–132.
- Wulandari, E. W., & Jaeni. (2021). Faktor-faktor yang mempengaruhi financial distress. *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi (JIUBJ)*, 21(2), 734–742. <https://doi.org/10.33087/jiubj.v21i2.1495>
- Zmijewski, M. E. (1984). Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research*, 59–82.