

**PENGARUH *LEVERAGE*, PROFITABILITAS, ARUS KAS OPERASI,
INTELLECTUAL CAPITAL, DAN RISIKO BISNIS TERHADAP
*FINANCIAL DISTRESS***

Widiyaningrum Safenida, Mekani Vestari

STIE Bank BPD Jateng

Email : meka3vesta@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris pengaruh kecenderungan nilai *leverage*, profitabilitas, arus kas operasi, *intellectual capital*, serta risiko bisnis terhadap *financial distress*. Proksi *financial distress* menggunakan model Altman (*Z-Score*) dan model Ohlson (*O-Score*). Populasi penelitian mencakup perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2012 – 2016. Sampel ditentukan berdasarkan metode *purposive sampling* sehingga diperoleh 33 perusahaan. Alat analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan kecenderungan nilai pada variabel profitabilitas yang diukur dengan koefisien regresi ROA dan koefisien regresi saldo laba, serta *intellectual capital* yang diukur dengan koefisien regresi VAIC konsisten berpengaruh terhadap *financial distress* baik yang diukur dengan model Altman maupun model Ohlson. Sedangkan kecenderungan nilai variabel *leverage* yang diukur dengan koefisien regresi DER, koefisien regresi arus kas operasi, dan risiko bisnis tidak konsisten berpengaruh terhadap *financial distress* yang diukur dengan model Altman maupun model Ohlson.

Kata kunci : *financial distress*, ROA, saldo laba, *intellectual capital*.

Abstract

This study aims to obtain empirical evidence about the effect of the tendency value of leverage, profitability, operating cash flow, intellectual capital, and business risk on financial distress. In this study financial distress is measured using the Altman (Z-Score) and Ohlson (O-Score) models. The population of this research is manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange over the period 2012 – 2016. The sample was determined based on the purposive sampling method, consist of 33 companies. The data analysis tool used is multiple linear regression. The results showed that profitability measured by ROA regression coefficient and retained earnings regression coefficient, intellectual capital measured by VAIC regression coefficient consistently affected financial distress as measured by the Altman and Ohlson models. The tendency value of leverage measured by the DER regression coefficient, regression coefficient of operating cash flow, and business risk inconsistent affects the financial distress measured by the Altman model and Ohlson model.

Keyword : *financial distress*, ROA, retained earnings, *intellectual capital*.

1. PENDAHULUAN

Financial distress atau kesulitan keuangan dapat didefinisikan sebagai suatu keadaan atau kondisi perusahaan ketika kewajiban keuangan tidak dapat terpenuhi atau dipenuhi namun dengan kesulitan (Wu et al., 2008). *Financial distress* merupakan bentuk peringatan dini bagi perusahaan-perusahaan yang bermasalah secara finansial dan mendefinisikannya sebagai mediator antara kesehatan keuangan dan kebangkrutan (Farooq et al., 2018). *Financial distress* menjadi suatu hal yang penting untuk diteliti karena berkaitan dengan analisis keuangan

perusahaan agar dapat diketahui prospek masa depan kesehatan keuangan sehingga ketika prospek itu bagus akan memudahkan perusahaan dalam beroperasi serta menjadi tempat bagi investor dalam berinvestasi. Indikasi terjadinya *financial distress* karena ketidakmampuan perusahaan membayar dan melunasi kewajibannya pada saat jatuh tempo, terjadinya peningkatan jumlah utang, selain itu juga dipengaruhi oleh arus kas yang stagnan atau bahkan menurun, biaya operasional yang tinggi sehingga menyebabkan kerugian bagi perusahaan. Oleh karena itu, penelitian *financial distress* tidak dapat disamakan dengan kebangkrutan, melainkan sebagai sistem keuangan untuk peringatan dini atau *early warning system* sebelum akhirnya perusahaan benar-benar mengalami kebangkrutan.

Industri manufaktur merupakan kontributor besar terhadap kenaikan Produk Domestik Bruto (PDB) di Indonesia. Menurut Menteri Perindustrian Airlangga Hartanto (2018) sektor manufaktur menjadi salah satu tombak perekonomian Indonesia karena kontribusinya mencapai 18% – 20% (ekbis.sindonews.com). Kontribusi tersebut menjadikan sektor manufaktur sebagai *the leading sector* diantara sektor-sektor lain. Apabila terjadi pertumbuhan ekonomi yang lesu atau stagnan, maka sektor utama yang menjadi perhatian khusus adalah industri manufaktur. Namun di sisi lain, tidak menutup kemungkinan dibalik kontribusinya yang besar terhadap negara, sektor manufaktur juga sering dihadapkan pada kondisi kesulitan keuangan atau *financial distress*.

Fenomena perusahaan yang mengalami *financial distress* terjadi pada perusahaan manufaktur jenis subsektor industri keramik. Produsen keramik PT. Intikeramik Alamasri Industri, Tbk. (IKAI) menghentikan produksinya pada Maret tahun 2015. Berdasarkan laporan keuangan sejak enam tahun terakhir, perusahaan tersebut terus mengalami kerugian. Membengkaknya kerugian tersebut diantaranya disebabkan oleh peningkatan beban umum dan administrasi, beban bunga, dan beban lain-lain pada 2015 (kemenperin.go.id). Kondisi lain yang menyebabkan IKAI menghentikan operasionalnya dikarenakan depresiasi rupiah terhadap dolar Amerika Serikat hingga mencapai Rp14.700 per US\$ dan lesunya permintaan keramik dari sektor properti sejak tahun 2014. Hal ini memberikan dampak terhadap tergerusnya penjualan hingga mencapai 30%. Berdasarkan laporan keuangan kuartal III tahun 2015, perusahaan mengalami defisit modal kerja sebesar Rp 20,36 miliar. Selain itu perseroan mempunyai utang usaha sebesar Rp 40,37 miliar, dimana Rp 22,33 miliar telah jatuh tempo. Pada Januari 2015, perseroan belum mampu memenuhi kewajiban pajak sebesar Rp 61,49 miliar atau 21,3% dari total liabilitas dengan komposisi utang pajak pertambahan nilai sebesar Rp 55,66 miliar. Sementara untuk utang bank hingga kuartal III tahun lalu sebesar Rp 145,77 miliar (kemenperin.go.id).

Kondisi *financial distress* dapat disebabkan karena faktor internal maupun eksternal. Faktor internal perusahaan berupa *leverage*, profitabilitas, arus kas operasi, *intellectual capital*. Sementara faktor eksternal seperti depresiasi rupiah dan kondisi pasar yang lesu dapat menyebabkan risiko bisnis perusahaan yang meningkat. *Financial distress* juga telah dikembangkan dengan berbagai model pengukuran seperti model Altman, model Springate, model Grover, model Zmijewski, model Fulmer, model Ohlson, model Blums, model *CA-Score*, dan lain sebagainya.

Beberapa penelitian terdahulu telah meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi *financial distress*. Penelitian Kazemian et al. (2017) dengan periode penelitian 2010 – 2014, mempertimbangkan faktor likuiditas, *leverage*, profitabilitas, kinerja keuangan, dan kebijakan dividen. Fahlevi & Marlinah, (2018) menggunakan likuiditas, struktur modal, profitabilitas, dan arus kas sebagai variabel independen dengan periode penelitian 2011 – 2013. Agung & Pritha (2015) mempertimbangkan *corporate governance*, *financial indicators*, dan ukuran perusahaan dengan periode penelitian 2011 – 2013. Ashraf, et al., (2019) meneliti tingkat keakuratan model *financial distress* dengan model Altman, model Ohlson, model Zmijewski, model Shumway,

dan model Blums dalam periode 2001 – 2015 dengan pembagian waktu sebelum, selama, dan setelah krisis keuangan. Widhiadnyana & Ratnadi (2019) meneliti *corporate governance* dan *intellectual capital* terhadap *financial distress* dalam periode 2014 – 2016. Purba & Muslih (2018) dengan periode 2014 – 2017, mempertimbangkan kepemilikan institusional, *intellectual capital*, dan *leverage*. Mustika et al. (2018) meneliti mengenai pengaruh modal intelektual terhadap *financial distress* dengan periode penelitian 2011 – 2015.

Permasalahan penelitian ini berangkat dari penelitian terdahulu. Pertama, terkait waktu atau durasi pengukuran variabel independen dan variabel dependen yang hanya melihat dalam satu titik waktu. Pengukuran variabel dependen *financial distress* dengan model Altman, model Ohlson, model Springate atau sejenisnya telah memiliki komponen perhitungan rasio keuangan, maka ketika diuji dengan variabel independen berupa rasio keuangan yang serupa dalam satu titik waktu yang sama maka pengujian tersebut akan menghasilkan kesimpulan yang bias, karena variabel independen tersebut telah tercermin pada pengukuran variabel dependen. Kedua, ketika variabel independen hanya diukur dalam satu periode waktu akan memberikan hasil yang kurang tepat, karena faktor-faktor penyebab *financial distress* tidak terjadi begitu saja dan tidak bisa disimpulkan berdasarkan pada satu periode waktu namun memerlukan selang beberapa periode waktu.

Berdasarkan permasalahan diatas, penelitian ini akan mengembangkan dan memperbaiki aspek waktu atau durasi pengukuran variabel independen dan variabel dependen dari penelitian terdahulu yang hanya diukur pada satu titik waktu yang sama dan hanya melihat dari satu periode waktu. Dengan demikian, variabel independen dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan kecenderungan nilai yang dilihat dari nilai koefisien regresi masing-masing variabel independen selama lima tahun. Kemudian variabel dependen diukur dalam dua periode waktu terakhir untuk melihat konsistensi dari pengaruh faktor-faktor penyebab *financial distress*.

Penelitian ini akan menggunakan variabel dependen dengan dua proksi yaitu model Altman dan model Ohlson. *Z-Score* yang dikembangkan Altman (1968) dalam komponen perhitungannya mencerminkan masalah dari faktor internal perusahaan. Faktor internal perusahaan seperti yang dialami oleh PT. Intikeramik Alamasri Industri, Tbk. sangat beragam dan salah satu diantaranya berupa keterbatasan modal kerja. Modal kerja merupakan salah satu komponen yang tercermin dalam pengukuran model Altman pada rasio *Working Capital/Total Assets*. Model Altman memiliki komponen lebih lengkap yang dapat meng-cover model *financial distress* lainnya dalam aspek faktor internal saja. Selain model Altman, pemilihan proksi variabel dependen kedua yaitu *O-Score*. *O-Score* yang dikembangkan Ohlson (1980) dapat melengkapi model Altman yang tidak hanya mempertimbangkan faktor internal namun juga faktor eksternal. Faktor eksternal seperti masalah terkait depresiasi rupiah dan kondisi pasar yang lesu dapat menghambat kontribusi perusahaan terhadap Produk Nasional Bruto (PNB). Model Ohlson memiliki komponen perhitungan faktor eksternal berupa PNB, dimana komponen tersebut tidak dimiliki oleh model pengukuran *financial distress* lainnya. Model Ohlson dapat memperbaiki dan melengkapi komponen pengukuran model *financial distress* sebelumnya.

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *leverage* yang diukur dengan koefisien regresi DER, profitabilitas yang diukur dengan koefisien regresi ROA dan koefisien regresi saldo laba, koefisien regresi arus kas operasi, *intellectual capital* yang diukur dengan koefisien regresi VAIC, dan risiko bisnis. Pada penelitian ini objek penelitian yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2012 – 2016.

2. KAJIAN PUSTAKA

2.1 *Financial Distress*

Financial distress merupakan kondisi keuangan perusahaan yang menurun, terjadi krisis ataupun sedang dalam kondisi buruk sebelum benar-benar dinyatakan bangkrut atau likuidasi. Menurut Atmini (2005) dalam Sukirno et al. (2014) menyatakan bahwa *financial distress* memiliki konsep luas atas beberapa kondisi yang dihadapi perusahaan pada permasalahan ekonomi, diantaranya kegagalan (*failure*), kepailitan (*insolvency*), gagal bayar (*default*), dan bangkrut (*bankruptcy*).

Kelima kondisi tersebut dapat didefinisikan bahwa, pertama, kegagalan (*failure*) dilihat dari segi ekonomi, kegagalan yang terjadi karena pendapatan suatu perusahaan tidak dapat meng-cover biaya modal secara keseluruhan, namun perusahaan tidak menghentikan kegiatan operasinya. Dilihat dari segi bisnis, suatu perusahaan mengalami kegagalan bisnisnya dengan cara menghentikan operasi karena mengalami kerugian. Kondisi kedua, kepailitan (*insolvency*) merupakan kondisi perusahaan mengalami kinerja yang buruk, nilai buku utang perusahaan lebih besar daripada nilai pasar aset perusahaan sehingga kondisi likuiditas perusahaan terganggu, dan terjadi kemacetan dalam pembayaran kewajiban pada pihak kreditur. Kondisi ketiga gagal bayar (*default*) menunjukkan kondisi kesulitan keuangan perusahaan hingga mencapai titik ketidakmampuan dalam membayar kewajiban dan perusahaan melanggar perjanjian dengan pihak kreditur yang melewati batas waktu jatuh tempo sehingga secara teknis dikenakan tindakan hukum. Hingga mencapai pada kondisi yang parah yaitu kondisi keempat perusahaan dikatakan bangkrut (*bankruptcy*) apabila perusahaan tersebut sudah berhenti beroperasi atau gagal dan mengajukan tuntutan secara resmi berdasarkan undang-undang yang berlaku. Namun ketika perusahaan yang sedang berada di kondisi ketiga dan mampu *survive* guna melunasi kewajiban yang jatuh tempo serta dapat memperbaiki kinerja keuangan, perusahaan memiliki kesempatan untuk melakukan *turnaround* dari kondisi *financial distress*.

Menurut Damodaran (1997) dalam Wulandari & Gunawan (2016) sebab perusahaan dapat mengalami *financial distress* karena mengalami penurunan arus kas, besarnya total utang yang ditanggung, kegiatan operasional yang mengalami kerugian selama beberapa tahun. Kesulitan atas penurunan arus kas terjadi jika penerimaan hasil dari aktivitas operasi tidak cukup untuk menutupi pengeluaran maupun beban usaha karena kegiatan operasional perusahaan. Besarnya jumlah utang karena digunakan untuk menutupi biaya kegiatan operasional yang dampaknya akan menimbulkan kewajiban bagi perusahaan di masa mendatang, sedangkan kerugian kegiatan operasional disebabkan karena beban operasional lebih besar dari pendapatan yang diperoleh perusahaan.

Menurut Foster (1988) dalam (Ramadhani & Lukviarman (2009) juga menyatakan perusahaan yang mengalami *financial distress* sulit melakukan pembayaran dividen, gagal bayar obligasi dan perusahaan dituntut untuk melakukan tindakan perbaikan. Perusahaan yang mengalami *financial distress* akan kehilangan reputasi perusahaan, berpotensi penalti bahkan teguran dari konsumen ataupun kreditur. Menurut Damodaran (1997) *financial distress* selain didominasi dari faktor internal, tidak menutup kemungkinan *financial distress* juga dipengaruhi dari faktor eksternal. Faktor eksternal tersebut lebih bersifat makro, berupa kebijakan pemerintah dengan menaikkan tarif pajak yang dapat menambah beban usaha perusahaan, kebijakan yang meningkatkan suku bunga pinjaman sehingga menyebabkan peningkatan beban bunga yang ditanggung oleh perusahaan.

Vestari & Farida (2014) mendefinisikan kesehatan keuangan suatu perusahaan dapat digambarkan dari titik sehat yang paling ekstrim sampai ke titik tidak sehat yang paling ekstrim. Kesulitan keuangan jangka pendek bersifat *temporary* dan belum terlalu parah. Tetapi tidak menutup kemungkinan apabila kesulitan tersebut tidak diatasi dengan baik akan menjadi kesulitan yang serius dan tidak dapat dipecahkan. Hal itu akan mengakibatkan perusahaan bisa

dilikuidasi atau direorganisasi. Perusahaan dilikuidasi apabila nilai perusahaan lebih rendah dari nilai likuidasinya jika operasional bisnisnya diteruskan. Perusahaan akan memilih untuk reorganisasi apabila masih menunjukkan peluang prospek kedepan dimana nilai perusahaan saat bisnis tersebut jika dilanjutkan lebih besar dari nilai perusahaan jika dilikuidasi.

Financial distress dapat dijadikan sebagai *early warning system* sehingga pihak manajemen dapat mengambil keputusan yang tepat untuk mencegah terjadinya kebangkrutan, pihak investor juga dapat mengetahui kondisi perusahaan yang menjadi sasaran investasinya, sehingga investor akan lebih hati-hati atau dapat mengubah strategi investasinya untuk meminimalisir kerugian yang lebih banyak. Pencegahan kebangkrutan yang diketahui sejak terjadinya *financial distress* tidak hanya berdampak memperpanjang kehidupan ekonomi suatu perusahaan dan meningkatkan kinerja keuangannya, juga berfungsi untuk meningkatkan kesejahteraan ekonomi suatu negara secara keseluruhan.

2.2 Pengembangan Hipotesis

2.2.1 Pengaruh *Leverage* terhadap *Financial Distress*

Debt to Equity Ratio (DER) adalah rasio untuk mengukur tingkat penggunaan utang (jangka panjang dan jangka pendek) terhadap total ekuitas yang dimiliki perusahaan. Rasio ini digunakan untuk mengetahui sumber pembiayaan perusahaan yang disediakan oleh kreditur kepada perusahaan. Perusahaan tidak hanya mengandalkan ekuitasnya saja dalam menjalankan dan mengembangkan bisnis, tetapi juga membutuhkan modal tambahan berupa utang. Namun perlu diperhatikan bahwa tingkat utang tidak boleh melebihi dari jumlah ekuitasnya, hal tersebut dapat menyebabkan perusahaan berisiko tinggi dan mengganggu kesehatan keuangan perusahaan serta menyebabkan kemungkinan terjadinya *financial distress*.

Sejalan dengan *financial distress*, apabila perusahaan terlampaui banyak utang dan tidak dapat mengendalikan penggunaan utangnya dalam jangka waktu tertentu akan sangat membahayakan keuangan perusahaan sehingga rentan terjebak dan sulit untuk membayar utang tersebut di masa depan hingga mengakibatkan terjadi *financial distress*. Pada penelitian terdahulu yang dilakukan Kazemian et al. (2017), Purba & Muslih (2018) menunjukkan bahwa DER memiliki pengaruh terhadap *financial distress*. Kecenderungan perubahan nilai DER dalam jangka panjang akan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Apabila kecenderungan nilai DER meningkat dalam jangka panjang, mencerminkan bahwa perusahaan memiliki kecenderungan jumlah utang yang semakin meningkat atau memiliki kecenderungan modal tambahan berupa utang yang semakin meningkat, sehingga kondisi keuangan perusahaan akan mengarah pada *financial distress*. Sebaliknya, apabila DER memiliki kecenderungan nilai yang menurun, artinya perusahaan memiliki kecenderungan jumlah utang yang semakin menurun pula sehingga perusahaan akan terhindar dari kondisi *financial distress*.

H_{a1} : Kecenderungan *leverage* yang semakin meningkat berdampak pada kondisi *financial distress* perusahaan yang semakin meningkat.

2.2.2 Pengaruh Profitabilitas (ROA) terhadap *Financial Distress*

Return on Assets (ROA) merupakan bagian dari rasio profitabilitas dimana rasio ini menunjukkan sejauh mana kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba dalam periode tertentu. ROA yang meningkat dapat mengidentifikasi bahwa pihak manajemen perusahaan dapat menjaga kestabilan atau mampu mencetak laba secara maksimal dari penggunaan aset. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektivitas dan efisiensi manajemen suatu perusahaan. Dengan adanya tindakan efektif dan efisien pada penggunaan aset perusahaan maka akan dapat mengurangi biaya yang dikeluarkan, sehingga perusahaan bisa melakukan penghematan dan memiliki laba yang maksimal. Sejalan dengan *financial distress*, apabila kecukupan dana perusahaan tinggi, maka perusahaan akan kecil kemungkinannya mengalami *financial distress*. Penelitian Fahlevi &

Marlinah (2018) memberikan hasil bahwa ROA memiliki pengaruh terhadap *financial distress*. Kecenderungan perubahan nilai ROA dalam jangka panjang akan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Apabila kecenderungan nilai ROA meningkat dalam jangka panjang, mencerminkan perusahaan memiliki kecenderungan jumlah laba yang meningkat dari hasil penggunaan asetnya sehingga kondisi keuangan perusahaan akan terhindar dari *financial distress*. Sebaliknya, apabila kecenderungan nilai ROA menurun, maka kondisi keuangan perusahaan akan mengarah pada *financial distress*.

H_{a2} : Kecenderungan profitabilitas (ROA) yang semakin meningkat berdampak pada kondisi *financial distress* perusahaan yang semakin menurun.

2.2.3 Pengaruh Profitabilitas (Saldo Laba) terhadap *Financial Distress*

Saldo laba merupakan akumulasi hasil usaha periodik setelah memperhitungkan koreksi laba rugi periode lalu, pembagian dividen, dan reklasifikasi surplus revaluasi aset tetap. Saldo laba ini dipertahankan oleh perusahaan yang dapat berguna untuk diinvestasikan kembali dalam jangka panjang dengan tujuan seperti *research and development* (RnD), pembayaran utang, pengembangan bisnis, dan kegiatan operasional. Saldo laba mencerminkan kemampuan perusahaan mengakumulasi laba dari periode sebelumnya yang sewaktu-waktu digunakan untuk kepentingan bisnis perusahaan. Sejalan dengan teori *financial distress*, apabila perusahaan memiliki kecukupan dana dari akumulasi hasil usahanya, maka perusahaan akan terhindar dari *financial distress*. Kecenderungan perubahan saldo laba dalam jangka panjang akan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Apabila saldo laba mengalami kecenderungan nilai yang meningkat dalam jangka panjang, mencerminkan bahwa perusahaan dapat membukukan cadangan laba yang bernilai positif berdasarkan akumulasi hasil usaha periode-periode sebelumnya sehingga kondisi keuangan perusahaan akan terhindar dari *financial distress*. Sebaliknya, apabila saldo laba mengalami kecenderungan yang menurun, maka kondisi keuangan perusahaan akan mengarah pada *financial distress*.

H_{a3} : Kecenderungan profitabilitas (saldo laba) yang semakin meningkat berdampak pada kondisi *financial distress* perusahaan yang semakin menurun.

2.2.4 Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Financial Distress*

Arus kas operasi menjelaskan ketersediaan uang tunai untuk membayar kewajiban atau memenuhi kegiatan operasional bisnisnya. Perusahaan yang memiliki hasil persentase arus kas operasi yang tinggi, maka dapat diartikan bahwa likuiditas perusahaan itu baik. Sejalan dengan *financial distress*, perusahaan mengalami kesulitan keuangan apabila pendapatan perusahaan dari kegiatan operasionalnya tidak dapat menutup beban usaha. Penelitian Fahlevi & Marlinah (2018) menunjukkan arus kas operasi berpengaruh terhadap *financial distress*. Kecenderungan perubahan arus kas operasi dalam jangka panjang akan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Apabila arus kas operasi mengalami kecenderungan nilai yang meningkat dalam jangka panjang, mencerminkan bahwa perusahaan memiliki kecenderungan ketersediaan uang tunai yang semakin meningkat untuk memenuhi kegiatan bisnisnya, sehingga kondisi keuangan perusahaan akan terhindar dari *financial distress*. Sebaliknya, jika kecenderungan rasio arus kas operasi menurun, maka kondisi keuangan perusahaan akan mengarah pada *financial distress*.

H_{a4} : Kecenderungan nilai arus kas operasi yang semakin meningkat berdampak pada kondisi *financial distress* perusahaan yang semakin menurun.

2.2.5 Pengaruh *Intellectual Capital* terhadap *Financial Distress*

Menurut *International Federation of Accountants* (IFAC) dalam Mustika et al. (2018) bahwa *intellectual capital* merupakan modal yang berbasis sumber daya informasi dan pengetahuan yang dimiliki perusahaan. Nilai perusahaan tidak lagi ditentukan mutlak oleh aset tetap, melainkan juga ditentukan atas nilai tambah dari komponen *intellectual capital* yang

dimiliki. Pengelolaan yang baik dalam pemanfaatan *intellectual capital* akan meningkatkan nilai tambah, memberikan keunggulan kompetitif dalam persaingan dengan perusahaan lain dan memberikan manfaat ekonomi di masa depan. *Intellectual capital* dapat dikategorikan menjadi tiga unsur yaitu *Human Capital*, *Struktural Capital*, *Customer Capital*. Apabila nilai *intellectual capital* tinggi maka *value added* yang dimiliki perusahaan semakin tinggi sehingga dapat memperkuat posisi keuangan perusahaan sehingga terhindar dari kondisi *financial distress*. Berdasarkan pada penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Widhiadnyana & Ratnadi (2019), Purba & Muslih (2018) menunjukkan hasil bahwa *intellectual capital* memiliki pengaruh terhadap *financial distress*. Kecenderungan perubahan nilai *intellectual capital* dalam jangka panjang akan mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Apabila *intellectual capital* mengalami kecenderungan yang meningkat dalam jangka panjang, mengindikasikan perusahaan memiliki kecenderungan *value added* semakin meningkat dan posisi keuangan yang menguat sehingga kondisi keuangan perusahaan akan terhindar dari *financial distress*. Sebaliknya, jika kecenderungan *intellectual capital* menurun, maka kondisi keuangan perusahaan akan mengarah pada *financial distress*.

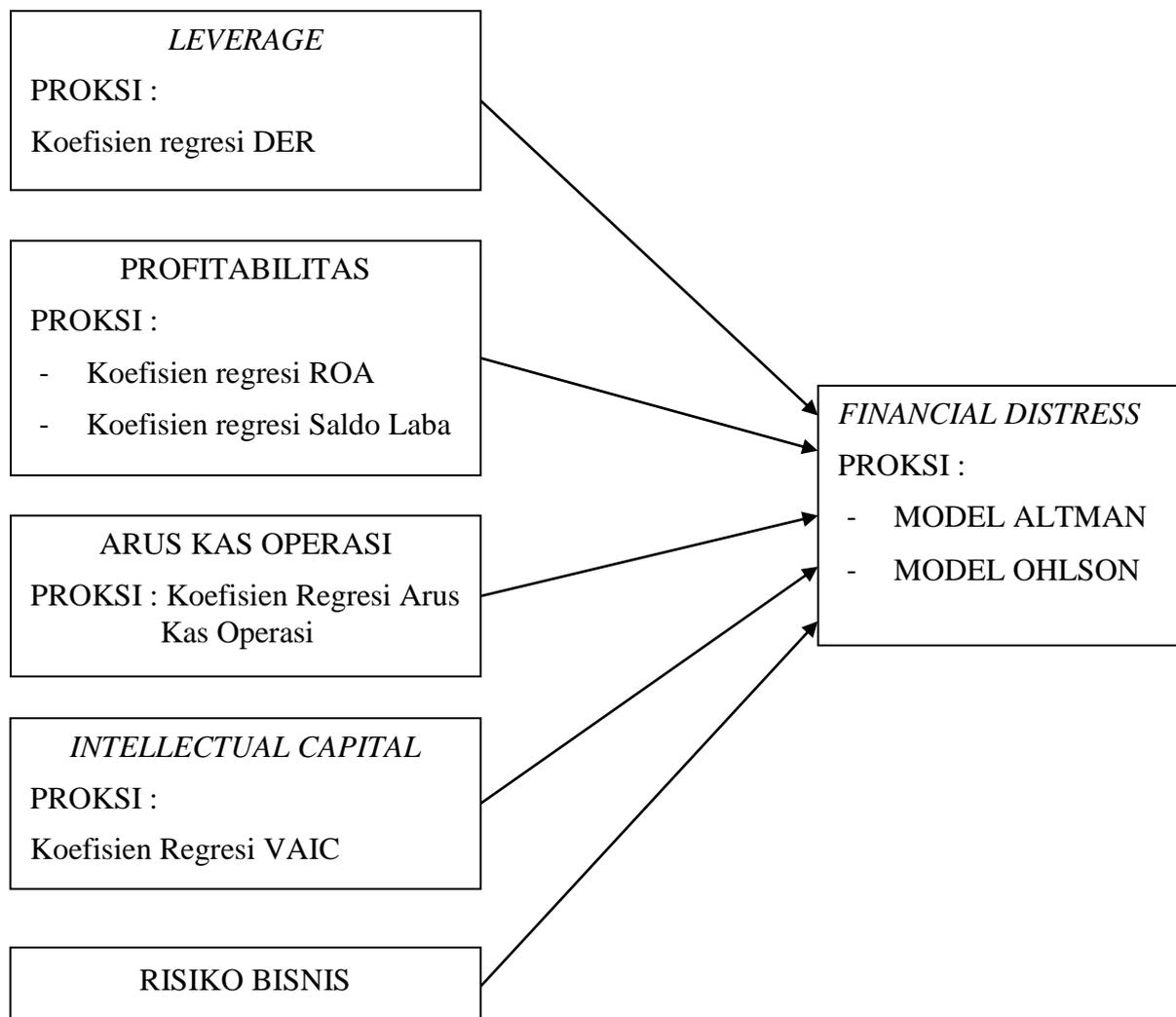
H_{a5} : Kecenderungan nilai *intellectual capital* yang semakin meningkat berdampak pada kondisi *financial distress* perusahaan yang semakin menurun.

2.2.6 Pengaruh Risiko Bisnis terhadap *Financial Distress*

Risiko bisnis dapat diartikan sebagai konsekuensi yang dihadapi perusahaan karena terjadi kondisi ketidakpastian di masa depan dalam memperoleh laba. Konsekuensi risiko cenderung merugikan bagi perusahaan, akan tetapi jika perusahaan mampu mengubah konsekuensi itu menjadi motivasi memperoleh laba, perusahaan akan semaksimal mungkin dalam mengalkulasikan risiko tersebut guna mencapai target laba yang diinginkan (*high risk high return*). Risiko bisnis merupakan hal yang wajar dan selalu beriringan saat menjalankan operasional bisnis, risiko tersebut akan menjadi peluang untuk meningkatkan profit atau laba apabila disertai dengan strategi yang tepat. Namun akan berbalik kondisi menjadi merugi apabila perusahaan tidak dapat menghadapi ataupun meminimalisir risiko. Risiko bisnis dapat bersumber dari faktor internal dan faktor eksternal. Faktor internal berupa risiko sumber daya manusia, produksi, pemasaran, teknologi, dan finansial atau keuangan seperti halnya pinjaman untuk digunakan dalam mendukung bisnis perusahaan. Risiko bisnis yang dihadapi karena faktor eksternal seperti halnya perubahan kurs, kebijakan pemerintah, permintaan atau kondisi pasar, kerjasama, dan lain-lain. Apabila risiko bisnis meningkat, mengindikasikan perusahaan sedang dihadapkan pada ketidakpastian kondisi dari faktor internal maupun faktor eksternal sehingga dapat menghambat perusahaan dalam memperoleh laba dan mengarah pada kondisi *financial distress*. Sebaliknya, apabila risiko bisnis menurun, perusahaan akan terhindar dari kondisi *financial distress*.

H_{a6} : Risiko bisnis yang semakin meningkat berdampak pada kondisi *financial distress* perusahaan yang semakin meningkat.

2.3 Model Penelitian



Gambar 1 Model Penelitian

3. METODE PENELITIAN

3.1 Definisi Konsep dan Operasional

3.1.1 Variabel Dependen

Financial distress merupakan kondisi perusahaan sedang dihadapkan pada permasalahan kesulitan keuangan. *Financial distress* menjadi lampu kuning atau sebuah peringatan bagi perusahaan yang mengalami kondisi penurunan keuangannya sebelum dinyatakan bangkrut (Platt & Platt, 2002).

3.1.1.1 Model Altman

Model pertama yang digunakan dalam penelitian ini adalah model analisis (*Z-score*) dari Altman (1983) yang telah mengalami revisi dari versi Altman pertama (1968). Model tersebut sebagai berikut (Halawa & Wahyuni, 2017) :

$$Z - score = 0,717X1 + 0,847X2 + 3,108X3 + 0,42X4 + 0,988X5$$

Keterangan :

Z-Score = *bankruptcy index*; *bankruptcy index* mencerminkan kondisi keuangan perusahaan yang mengalami *financial distress* hingga kebangkrutan.

X_1 = *working capital/total asset*.

X_2 = *retained earnings/total asset*.

X_3 = *earning before interest and taxes/total asset*.

X_4 = *book value of equity/book value of total debt*.

X_5 = *sales/total asset*.

Kriteria *financial distress* pada model Altman (*Z-Score*) adalah jika nilai *Z-score* $\leq 1,23$ maka dikategorikan perusahaan mengalami *financial distress*; jika nilai *Z-score* $\geq 2,9$ maka dikategorikan perusahaan tidak mengalami *financial distress*; jika $1,23 < Z-Score < 2,9$ diklasifikasikan sebagai *grey area*. Artinya semakin rendah nilai *Z-score*, maka perusahaan tersebut dikategorikan mengalami *financial distress*.

3.1.1.2 Model Ohlson

Model kedua adalah model analisis *O-Score* dari Ohlson (1980). *O-Score* ditemukan James A. Ohlson pada tahun 1980. Model tersebut sebagai berikut (Ashraf et al., 2019) :

$$O - Score = \{1 + \exp(- [-1,3 - 0,4X_1 + 6,0X_2 + 1,4X_3 + 0,1X_4 - 2,4X_5 - 1,8X_6 + 0,3X_7 - 1,7X_8 - 0,5X_9])\}^{-1}$$

Keterangan :

O-Score = *bankruptcy index*; *bankruptcy index* mencerminkan kondisi keuangan perusahaan yang mengalami *financial distress* hingga kebangkrutan.

X_1 = *log (total assets/GNP price-level index)*.

X_2 = *total liabilities/total assets*.

X_3 = *working capital/total assets*.

X_4 = *current liabilities/current assets*.

X_5 = *one if total liabilities exceed total assets, zero otherwise*.

X_6 = *net income/total assets*.

X_7 = *funds provided by operations/total liabilities*.

X_8 = *one if net income was negative for the last two years, zero otherwise*.

X_9 = $\frac{NIt - NIt_{-1}}{|NIt| + |NIt_{-1}|}$ where *NIt* and *NIt₋₁* is the net income for the most recent and preceding year respectively. The variabel measures the change in net income.

Kriteria *financial distress* pada model Ohlson (*O-Score*) adalah jika nilai *O-Score* $> 0,038$ maka perusahaan dikategorikan mengalami *financial distress*, sedangkan jika nilai *O-Score* $< 0,038$ maka perusahaan dikategorikan tidak mengalami *financial distress*. Artinya semakin tinggi nilai *O-score*, maka perusahaan tersebut dikategorikan mengalami *financial distress* (Ohlson, 1980).

3.1.2 Variabel Independen

3.1.2.1 Leverage

Rasio *leverage* merupakan rasio untuk mengukur sejauh mana perusahaan dibiayai dengan utang dan mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban baik jangka panjang maupun jangka pendek. Dalam penelitian ini *leverage* diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajibannya (utang jangka panjang dan jangka pendek).

$$DER = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3.1.2.2 Profitabilitas

Rasio profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan guna menghasilkan laba dalam kaitannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Rasio ini memberikan ukuran tingkat efektivitas dan efisiensi manajemen suatu perusahaan. Dalam penelitian ini, rasio profitabilitas diukur menggunakan proksi *Return on Assets* (ROA) dan saldo laba.

a. *Return on Assets* (ROA)

Rasio ini menunjukkan sejauh mana kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dari pemanfaatan atau penggunaan asetnya dalam waktu satu periode tertentu. ROA dapat dihitung dengan persamaan rumus sebagai berikut :

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total aktiva}}$$

b. Saldo Laba

Saldo laba merupakan akumulasi hasil usaha periodik setelah memperhitungkan koreksi laba rugi periode lalu, pembagian dividen dan reklasifikasi surplus revaluasi aset tetap. Saldo laba menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan akumulasi hasil usaha periode-periode sebelumnya yang sewaktu-waktu digunakan untuk kepentingan bisnisnya. Adanya penambahan saldo laba apabila perusahaan membukukan laba bersih dan berkurang apabila berkurang rugi bersih ataupun menetapkan pembagian dividen kepada pemegang saham. Saldo laba dalam penelitian ini diukur dengan:

$$\begin{aligned} \sum \text{Saldo laba} &= \text{Saldo laba yang sudah ditentukan penggunaannya} \\ &+ \text{saldo laba yang belum ditentukan penggunaannya} \end{aligned}$$

3.1.2.3 Arus Kas Operasi

Arus kas operasi menentukan apakah perusahaan mampu menghasilkan kas yang dapat digunakan untuk melunasi pinjaman, membayar pemasok dan karyawan, memelihara kegiatan operasi perusahaan. Rasio arus kas operasi ini dapat mencerminkan sejauh mana perusahaan dapat merealisasikan laba perusahaan dalam bentuk uang kas. Arus kas operasi memberikan gambaran uang kas/tunai dari operasi perusahaan dalam satu periode tertentu (Febriyan & Prasetyo, 2019). Dalam penelitian ini arus kas operasi dirumuskan :

$$CFO = \frac{\text{Arus Kas Operasi}}{\text{Laba operasi}}$$

3.1.2.4 *Intellectual Capital*

Intellectual Capital merupakan aset tak berwujud berbasis sumber daya informasi dan pengetahuan yang dimiliki perusahaan yang dapat memberikan nilai tambah (*value added*) dan keunggulan bersaing bagi perusahaan (Cahyani, Widiyanti, & Ferdiana, 2015). Dalam penelitian ini *Intellectual Capital* diukur dengan metode VAIC, yakni metode untuk mengukur *value added* oleh Pulic (1998) dengan tahapan sebagai berikut :

1. *Value Added* (VA) = *Output* – *Input*

Keterangan :

Output : total penjualan dan pendapatan lain

Input : Beban-beban (selain beban karyawan)

2. *Value Added Capital Employed* (VACA)

$$VACA = \frac{VA}{CE}$$

Keterangan :

Value Added (VA) : selisih antara *output* dan *input*

Capital Employed (CE) : Dana yang tersedia (ekuitas)

3. *Value Added Human Capital* (VAHU)

$$VAHU = \frac{VA}{HC}$$

Keterangan :

Value Added (VA) : selisih antara *output* dan *input*

Human Capital (HC) : Beban Karyawan

4. *Structural Capital Value Added* (STVA)

$$STVA = \frac{SC}{VA}$$

Keterangan :

Structural Capital (SC) : VA – HC

5. VAIC = VACA + VAHU + STVA

3.1.2.5 Risiko Bisnis

Risiko bisnis merupakan kondisi ketidakpastian perusahaan dalam menjalankan operasional bisnisnya untuk memperoleh laba. Dalam penelitian ini menggunakan nilai standar deviasi dari profitabilitas yakni ROA selama lima tahun.

3.2 Populasi dan Sampel

3.2.1 Populasi

Populasi adalah sekumpulan data yang mengidentifikasi suatu fenomena. Atas dasar pengertian tersebut populasi yang dipakai dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

3.2.2 Sampel

Sampel adalah sekumpulan data yang diseleksi atau diambil dari suatu populasi. Pada penelitian ini metode yang digunakan adalah metode *purposive sampling*, penentuan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Berikut ini merupakan sampel dalam penelitian :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 2012 – 2016.
2. Perusahaan yang menyampaikan laporan keuangan ataupun *annual report*.
3. Perusahaan yang tidak keluar dari sektor manufaktur.
4. Perusahaan yang tidak delisting, relisting, dan terkena suspensi.
5. Perusahaan yang tidak IPO dalam masa periode penelitian.
6. Perusahaan yang menggunakan mata uang rupiah.
7. Perusahaan yang memiliki data lengkap terkait variabel penelitian.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data adalah teknik yang dipakai oleh peneliti dalam mengumpulkan data yang diperlukan mengenai objek penelitian. Metode pengumpulan data yang dipakai dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi yang diperoleh dari subjek penelitian yang berkaitan dengan masalah penelitian. Dalam penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu data yang diperoleh dari sumber tidak langsung (www.idx.co.id) berupa laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur periode 2012 – 2016 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

3.4 Metode Analisis Data

3.4.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai maksimum, minimum, rata-rata (*mean*), standar deviasi (Ghozali, 2018).

3.4.2 Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk mendeteksi apakah terdapat penyimpangan asumsi klasik atas persamaan regresi berganda yang digunakan.

3.4.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui distribusi data dalam variabel yang akan digunakan dalam penelitian. Data yang baik dan layak digunakan dalam penelitian adalah data yang memiliki distribusi normal. Normalitas data dapat dilihat dengan menggunakan uji Normal Kolmogorov-Smirnov. Uji ini dilakukan dengan membandingkan probabilitas yang diperoleh dengan taraf signifikansi sebesar 0,05. Apabila signifikansi > 0,05 maka data berdistribusi normal, sebaliknya apabila signifikansi < 0,05 maka data tidak berdistribusi normal (Ghozali, 2018).

3.4.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas digunakan untuk mengetahui ada tidaknya kemiripan antar variabel independen, kemiripan antar variabel independen akan mengakibatkan korelasi yang sangat kuat. Tujuan lain untuk menghindari kebiasaan dalam pengambilan keputusan tentang pengaruh pada uji parsial (uji t) pada masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Untuk mendeteksi adanya multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Faktor* (VIF). Multikolinearitas terjadi apabila nilai *tolerance* < 0,1 dan nilai VIF > 10. Sebaliknya apabila nilai *tolerance* > 0,1 dan nilai VIF < 10 dapat dikatakan bahwa model regresi tidak terjadi multikolinearitas (Ghozali, 2018).

3.4.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Untuk mendeteksi terjadinya heteroskedastisitas dalam penelitian ini dapat diuji dengan menggunakan *Uji White*. *Uji White* dapat dilakukan dengan meregres residual kuadrat (U^2t) dengan variabel independen, variabel independen kuadrat dan perkalian (interaksi) variabel independen. Apabila nilai chi square hitung lebih kecil (<) dari Nilai chi square tabel maka tidak terdapat gejala heteroskedastisitas. Jika sebaliknya, chi square hitung lebih besar (>) dari nilai chi square tabel maka terdapat gejala heteroskedastisitas. (Ghozali, 2018)

3.4.3 Analisis Regresi Linier Berganda

Regresi linier berganda digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Persamaan analisis regresi linear berganda sebagai berikut :

$$FD = \beta_1 DER + \beta_2 ROA + \beta_3 SL + \beta_4 CFO + \beta_5 IC + \beta_6 RISK + \epsilon_i$$

Keterangan :

FD = *financial distress*

$\beta_{1,2,3,4,5,6}$ = koefisien regresi masing-masing proksi

DER = *debt to equity ratio*

ROA = *return on assets*

SL = saldo laba

CFO = *cash flow operasi* (arus kas operasi)

IC = *intellectual capital*

RISK = risiko Bisnis

ϵ_i = *error*

3.4.4 Uji Keباikan Model

3.4.4.1 Uji Model (Uji F)

Tujuan dilakukannya uji F adalah untuk menguji apakah semua variabel independen memiliki pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen. Cara untuk mengetahui pengaruh tersebut dapat dilihat berdasarkan probabilitas. Jika probabilitas $< 0,05$ maka variabel independen secara simultan memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Sebaliknya apabila nilai signifikansi $> 0,05$ maka variabel independen secara simultan tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen (Ghozali, 2018).

3.4.4.2 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Nilai R^2 yang mendekati 1 (satu) berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2018).

3.4.5 Uji Hipotesis (Uji t)

Uji hipotesis bertujuan untuk menguji seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Pengaruh tersebut dilihat dari tingkat signifikansi dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen (Ghozali, 2018). Pengujian ini menggunakan tingkat signifikansi 0,05.

Kriteria dari uji t adalah :

- Apabila nilai signifikansi $\leq 0,05$ maka H_0 ditolak. Artinya hipotesis alternatif memiliki pengaruh.
- Apabila nilai signifikansi $\geq 0,05$ maka H_0 tidak dapat ditolak. Artinya hipotesis alternatif tidak memiliki pengaruh.

4. HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Berikut ini tabel rincian dalam penentuan sampel yang digunakan :

Tabel 1. Kriteria Sampel

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2012-2016	152
2.	Perusahaan yang tidak melaporkan laporan keuangan	(27)
3.	Perusahaan yang keluar dari sektor manufaktur	(2)
4.	Perusahaan yang delisting, relisting dan terkena suspensi	(6)
5.	Perusahaan yang IPO dalam masa periode penelitian	(13)
6.	Perusahaan yang menggunakan mata uang dolar AS	(23)
7.	Perusahaan yang melampirkan data tidak sesuai dengan kriteria pengukuran variabel penelitian	(26)
	Sampel	55
	Data yang di-outlier	(22)
	Total perusahaan yang dijadikan sampel	33

Sumber : Data sekunder diolah, 2020

4.2 Statistik Deskriptif

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Keterangan	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Std.Deviasi
ALTMAN	-2,578	3,768	1,30540	1,597856
OHLSON	$1,889 \times 10^{-22}$	1	29299×10^{-5}	36478×10^{-5}
DER	-5,004	0,560	-0,17913	0,894255
ROA	-0,113	0,025	-0,01404	0,026481
SALDO LABA	-217134542000	2780600000000	311170512854,189	670480101596,210
ARUS KAS OPERASI	-19085,480	0,726	-578,23961	3322,375070
IC	-11,429	0,444	-0,77162	2,199779
RISIKO BISNIS	0,003	0,210	0,04326	0,042665

Sumber : Data sekunder diolah, 2020

Variabel *financial distress* yang diukur dengan model Altman menunjukkan rata-rata perusahaan sampel termasuk dalam kriteria perusahaan yang *grey area*. Nilai rata-rata lebih kecil dari nilai standar deviasi menunjukkan penyimpangan data tinggi sehingga *financial distress* model Altman memiliki penyebaran data yang tidak merata (heterogen). Variabel *financial distress* yang diukur dengan model Ohlson menunjukkan nilai rata-rata perusahaan sampel termasuk dalam kriteria perusahaan yang mengalami *financial distress*. Nilai rata-rata lebih kecil dari nilai standar deviasi menunjukkan penyimpangan data tinggi sehingga *financial distress* model Ohlson memiliki penyebaran data yang tidak merata (heterogen).

Variabel *leverage* yang diukur dengan koefisien regresi DER memiliki nilai rata-rata yang menunjukkan bahwa pada perusahaan sampel terjadi kecenderungan penurunan rasio DER per tahunnya sebesar 0,17913 kali. Nilai rata-rata lebih kecil dari nilai standar deviasi menunjukkan penyimpangan data tinggi sehingga variabel *leverage* memiliki penyebaran data yang tidak merata (heterogen).

Variabel profitabilitas yang diukur dengan koefisien regresi ROA memiliki nilai rata-rata yang menunjukkan bahwa pada perusahaan sampel terjadi kecenderungan penurunan rasio ROA per tahunnya sebesar 0,01404 kali. Nilai rata-rata lebih kecil dari nilai standar deviasi menunjukkan penyimpangan data tinggi sehingga profitabilitas yang diukur dengan koefisien regresi ROA memiliki penyebaran data yang tidak merata (heterogen).

Variabel profitabilitas yang diukur dengan koefisien regresi saldo laba memiliki nilai rata-rata yang menunjukkan bahwa pada perusahaan sampel terjadi kecenderungan peningkatan saldo laba per tahunnya sebesar 311.170.512.854 kali. Nilai rata-rata lebih kecil dari nilai standar deviasi menunjukkan penyimpangan data tinggi sehingga variabel profitabilitas yang diukur dengan koefisien regresi saldo laba memiliki penyebaran data yang tidak merata (heterogen).

Variabel arus kas operasi dengan pengukuran dari koefisien regresi arus kas operasi memiliki nilai rata-rata yang menunjukkan bahwa pada perusahaan sampel terjadi kecenderungan penurunan rasio arus kas operasi per tahunnya sebesar 578,23961 kali. Nilai rata-rata lebih kecil dari nilai standar deviasi menunjukkan penyimpangan data tinggi sehingga koefisien regresi arus kas operasi dari masing-masing sampel memiliki penyebaran data yang tidak merata (heterogen).

Variabel *intellectual capital* yang diukur dengan koefisien regresi *Value Added Intellectual Capital* (VAIC) memiliki nilai rata-rata yang menunjukkan bahwa pada perusahaan sampel terjadi kecenderungan penurunan *intellectual capital* per tahunnya sebesar 0,77162 kali. Nilai rata-rata lebih kecil dari nilai standar deviasi menunjukkan penyimpangan data tinggi

sehingga koefisien regresi *intellectual capital* dari masing-masing sampel memiliki penyebaran data yang tidak merata (heterogen).

Variabel risiko bisnis memiliki nilai rata-rata yang menunjukkan perusahaan sampel memiliki risiko bisnis cukup tinggi sebesar 0,04326. Nilai rata-rata lebih besar dari nilai standar deviasi menunjukkan penyimpangan data tinggi sehingga variabel risiko bisnis memiliki penyebaran data yang merata (homogen).

4.3 Uji Asumsi Klasik

4.3.1 Uji Normalitas

Tabel 3. Uji Normalitas

Keterangan	Model Altman	Model Ohlson
Test Statistic	0,134	0,094
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,142	0,200

Sumber : Data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan tabel diatas pengujian dengan *kolmogrov-smirnov*, *financial distress* dengan model Altman memiliki signifikansi 0,142 dan lebih besar dari 0,05 sehingga data berdistribusi normal. *Financial distress* dengan model Ohlson memiliki signifikansi 0,200 dan lebih besar dari 0,05 sehingga data tersebut berdistribusi normal.

4.3.2 Uji Multikolinearitas

Tabel 4. Uji Multikolinearitas

Keterangan	Collinearity Statistics		Hasil
	Tolerance	VIF	
DER	0,470	2,126	Tidak terjadi multikolinearitas
ROA	0,258	3,882	Tidak terjadi multikolinearitas
SALDO LABA	0,722	1,385	Tidak terjadi multikolinearitas
ARUS KAS OPERASI	0,984	1,017	Tidak terjadi multikolinearitas
IC	0,848	1,179	Tidak terjadi multikolinearitas
RISIKO BISNIS	0,197	5,072	Tidak terjadi multikolinearitas

Sumber : Data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan tabel diatas, diketahui bahwa dari masing-masing variabel independen pada model regresi mempunyai nilai *tolerance* > 0,1 dan nilai VIF < 10, yang berarti variabel independen yang digunakan pada model persamaan tidak terjadi multikolinearitas.

4.3.3 Uji Heterokedastisitas

Tabel 5. Uji Heteroskedastisitas

Model	Model Altman		Model Ohlson	
	R square	Std. Error of the Estimate	R square	Std. Error of the Estimate
1	0,084	2,33512	0,286	0,06637

Sumber : Data sekunder diolah, 2020

Financial distress dengan model Altman menyatakan hasil bahwa berdasarkan tabel diatas diketahui nilai *R square* model Altman sebesar 0,111. *Chi square* hitung diperoleh dari *R square* dikalikan dengan jumlah sampel ($c^2 = R^2 \times n$), maka nilai *chi square* hitung sebesar 2,772 diperoleh dari (0,084 x 33). *Chi square* tabel pada α 5% dengan df (k-1), k merupakan

jumlah variabel independen. Dalam penelitian ini variabel independen berjumlah 6, artinya jumlah variabel independen dikurangi 1, maka pada tabel *chi square* tabel dapat dilihat pada df (6-1) diperoleh data *chi square* tabel urutan ke-5 sebesar 11,07. *Chi square* hitung sebesar 2,772 lebih kecil dari *chi square* tabel 11,07 maka artinya model regresi yang digunakan tidak terjadi heterokedastisitas.

Financial distress dengan model Ohlson menyatakan hasil bahwa berdasarkan tabel diatas diketahui nilai *R square* sebesar 0,286. *Chi square* hitung diperoleh dari *R square* dikalikan dengan jumlah sampel ($c^2 = R^2 \times n$), maka nilai *chi square* hitung sebesar 8,844 diperoleh dari (0,286 x 33). *Chi square* tabel pada α 5% dengan df (k-1), k merupakan jumlah variabel independen. Dalam penelitian ini variabel independen berjumlah 6, artinya jumlah variabel independen dikurangi 1, maka pada tabel *chi square* tabel dapat dilihat pada df (6-1) diperoleh nilai *chi square* tabel urutan ke-5 sebesar 11,07. *Chi square* hitung sebesar 8,844 lebih kecil dari *chi square* tabel 11,07 maka artinya model regresi yang digunakan tidak terjadi heterokedastisitas.

4.4 Analisis Regresi Linear Berganda

Hasil analisis regresi linear berganda dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 6. Uji Regresi Linear Berganda

Keterangan	Model Altman		Model Ohlson	
	<i>Standardized Coefficients</i>	Sig.	<i>Standardized Coefficients</i>	Sig.
	Beta		Beta	
DER	0,165	0,388	-0,469	0,016
ROA	1,000	0,001	-0,523	0,042
SALDO LABA	0,337	0,035	-0,331	0,032
ARUS KAS OPERASI	-0,094	0,475	-0,283	0,033
IC	0,359	0,017	-0,444	0,003
RISIKO BISNIS	0,629	0,040	-0,317	0,267

Sumber : Data sekunder diolah, 2020

Persamaan regresi *financial distress* dengan model Altman sebagai berikut :

$$FD = 0,165DER + 1,000ROA + 0,337SL - 0,094CFO + 0,359IC + 0,629RISK$$

Variabel *leverage*, profitabilitas, IC, risiko bisnis memiliki arah beta atau koefisien positif, sedangkan arus kas operasi memiliki arah beta atau koefisien negatif.

Persamaan regresi *financial distress* dengan model Ohlson sebagai berikut :

$$FD = -0,469DER - 0,523ROA - 0,331SL - 0,283CFO - 0,444IC - 0,317RISK$$

Variabel *leverage*, profitabilitas, arus kas operasi, IC, risiko bisnis memiliki arah beta atau koefisien negatif.

4.5 Uji Kebaikan Model

4.5.1 Uji Model (Uji F)

Tabel 7. Uji Model

Model Altman						
Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.	
Regression	46,366	6	7,728	5,686	0,001	
Residual	35,335	26	1,359			
Total	81,701	32				
Model Ohlson						
Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.	
Regression	2,553	6	0,425	6,485	0,000	
Residual	1,705	26	0,066			
Total	4,258	32				

Sumber : Data sekunder diolah, 2020

Dari tabel diatas, nilai F hitung dari model Altman adalah 5,686 dengan nilai probabilitas sebesar $0,001 < 0,05$, Hasil pada nilai F hitung dari model Ohlson adalah 6,485 dengan nilai probabilitas sebesar $0,000 < 0,05$, artinya bahwa variable *leverage* yang diukur dengan koefisien regresi DER, profitabilitas yang diukur dengan koefisien regresi ROA dan koefisien regresi saldo laba, arus kas operasi, *intellectual capital* dan risiko bisnis secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap *financial distress*.

4.5.2 Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 8. Hasil Koefisien Determinasi R^2

Model Altman			Model Ohlson		
R	R Square	Adjusted R Square	R	R Square	Adjusted R Square
0,753	0,568	0,468	0,774	0,599	0,507

Sumber : Data sekunder diolah, 2020

Berdasarkan tabel diatas, nilai koefisien determinasi (*Adjusted R Square*) *financial distress* dengan model Altman adalah 0,468. Artinya seluruh variabel independen yang terdiri dari *leverage*, profitabilitas, arus kas operasi, *intellectual capital*, dan risiko bisnis mampu menjelaskan variasi dari variabel dependen yaitu model Altman sebesar 46,8%, sedangkan sisanya yaitu 53,2% dapat dijelaskan oleh variabel lain yang tidak tercantum dalam penelitian ini.

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R Square*) *financial distress* dengan model Ohlson adalah 0,507. Artinya seluruh variabel independen yang terdiri dari *leverage*, profitabilitas, arus kas operasi, *intellectual capital*, dan risiko bisnis mampu menjelaskan variasi dari variabel dependen yaitu model Ohlson sebesar 50,7%, sedangkan sisanya yaitu 49,3% dapat dijelaskan oleh faktor lain yang tidak tercantum dalam penelitian ini.

4.6 Uji Hipotesis (Uji t)

Tabel 9. Hasil Uji t

Keterangan	Hipotesis	Model Altman			Model Ohlson		
		Beta	Sig	Hasil	Beta	Sig	Hasil
DER	H _{a1}	0,165	0,388	Tidak dapat diterima	-0,469	0,016	Tidak dapat diterima
ROA	H _{a2}	1,000	0,001	Diterima	-0,523	0,042	Diterima
SALDO LABA	H _{a3}	0,337	0,035	Diterima	-0,331	0,032	Diterima
ARUS KAS OPERASI	H _{a4}	-0,094	0,475	Tidak dapat diterima	-0,283	0,033	Diterima
IC	H _{a5}	0,359	0,017	Diterima	-0,444	0,003	Diterima
RISIKO BISNIS	H _{a6}	0,629	0,040	Tidak dapat diterima	-0,317	0,267	Tidak dapat diterima

Sumber : Data sekunder diolah, 2020

4.6.1 Pengaruh Leverage terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan Tabel 4.9 *financial distress* dengan model Altman, *leverage* yang diukur dengan koefisien regresi DER memiliki nilai beta sebesar 0,165 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,388 maka dapat disimpulkan H_{a1} tidak dapat diterima. Hasil menunjukkan bahwa kecenderungan nilai DER tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress*. Model Altman tidak mampu meng-cover atau mengidentifikasi rasio *leverage* atau rasio utang dengan baik sehingga meningkat atau menurunnya kecenderungan nilai DER belum dapat mempengaruhi *financial distress* yang diukur dengan model Altman.

Hasil model Ohlson, *leverage* yang diukur dengan koefisien regresi DER memiliki nilai beta sebesar -0,469 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,016 lebih kecil dari 0,05 artinya *leverage* yang diprosikan dengan DER memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress* yang diukur dengan proksi model Ohlson, hasil H_{a1} tidak dapat diterima. Dalam penelitian ini memang dalam hipotesis menyatakan kecenderungan nilai DER yang semakin meningkat akan menyebabkan kondisi *financial distress* perusahaan yang semakin meningkat. Tetapi untuk menarik analisis model Ohlson, menggunakan kecenderungan nilai DER yang memiliki pengaruh positif terhadap *financial distress*. Karena semakin tinggi nilai *O-score*nya maka kondisi keuangan perusahaan mengalami *financial distress*, nilai *O-score* yang tinggi searah dengan kecenderungan nilai DER yang semakin meningkat sehingga arah hipotesisnya adalah positif. Hasil tersebut tidak dapat diterima karena menunjukkan bahwa kecenderungan perubahan nilai DER menunjukkan arah negatif atau berlawanan dengan arah *financial distress* model Ohlson. Kecenderungan nilai DER yang signifikan dikarenakan proksi *financial distress* dengan model Ohlson mampu mengidentifikasi atau meng-cover dengan baik rasio *leverage* atau rasio utang. Kecenderungan nilai DER memiliki arah negatif terhadap *financial distress* dengan model Ohlson mengindikasikan bahwa terdapat faktor lain seperti adanya peningkatan dari kecenderungan nilai profitabilitas. Apabila perusahaan yang memiliki kecenderungan nilai DER yang meningkat dan juga diikuti kecenderungan nilai saldo laba yang meningkat artinya perusahaan mampu memaksimalkan dan mengoptimalkan penggunaan utangnya dalam kebutuhan operasional bisnisnya untuk mendongkrak atau memperoleh laba sehingga perusahaan dapat membukukan akumulasi laba yang positif.

4.6.2 Pengaruh Profitabilitas (ROA) terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan Tabel 4.9 *financial distress* dengan model Altman, profitabilitas yang diukur dengan koefisien regresi ROA memiliki nilai beta sebesar 1,000 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,001 lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan H_{a2} diterima. Hasil menunjukkan bahwa kecenderungan nilai ROA memiliki pengaruh positif terhadap *financial distress* dengan proksi model Altman. Dalam model Altman arah hipotesis profitabilitas dengan koefisien regresi ROA adalah positif, semakin rendah nilai *Z-score*nya maka kondisi keuangan perusahaan mengalami *financial distress*, nilai *Z-score* yang rendah berlawanan arah dengan kecenderungan nilai ROA yang semakin meningkat sehingga hasil hipotesis diterima.

Hasil model Ohlson, profitabilitas yang diproksikan koefisien regresi ROA memiliki nilai beta sebesar -0,523 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,042 lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan H_{a2} diterima. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kecenderungan nilai ROA memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress* dengan proksi model Ohlson. Dalam model Ohlson arah hipotesis profitabilitas dengan koefisien regresi ROA adalah negatif, semakin tinggi nilai *O-Score*nya kondisi keuangan perusahaan mengalami *financial distress*, nilai *O-score* yang tinggi searah dengan kecenderungan nilai ROA yang semakin meningkat sehingga hasil hipotesis diterima.

Secara keseluruhan baik model Altman dan model Ohlson, koefisien regresi atau kecenderungan nilai ROA dapat mempengaruhi kondisi *financial distress*. Perubahan kecenderungan nilai ROA yang meningkat atau menurun dapat berdampak pada kondisi *financial distress*. Apabila kecenderungan nilai ROA meningkat, artinya laba perusahaan yang dihasilkan dari hasil pemanfaatan asetnya cenderung semakin meningkat sehingga dapat berdampak pada semakin menurunnya kondisi *financial distress*. Ketika kecenderungan nilai ROA menurun, artinya laba yang diperoleh perusahaan dari pemanfaatan asetnya juga cenderung menurun sehingga dapat berdampak pada semakin meningkatnya kondisi *financial distress*.

4.6.3. Pengaruh Profitabilitas (Saldo Laba) terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan Tabel 4.9 hasil model Altman, profitabilitas yang diukur dengan koefisien regresi saldo laba memiliki nilai beta sebesar 0,337 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,035 lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan H_{a3} diterima. Hasil menunjukkan bahwa kecenderungan perubahan nilai saldo laba memiliki pengaruh positif terhadap *financial distress* dengan model Altman. Dalam model Altman arah hipotesis profitabilitas dengan koefisien regresi saldo laba adalah positif, semakin rendah nilai *Z-score*nya maka menandakan kondisi keuangan perusahaan mengalami *financial distress*, nilai *Z-score* yang rendah berlawanan arah dengan kecenderungan nilai saldo laba yang semakin meningkat sehingga hasil hipotesis diterima.

Hasil model Ohlson, profitabilitas yang diukur dengan koefisien regresi saldo laba memiliki nilai beta sebesar -0,331 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,032 lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan H_{a3} diterima. Hasil menunjukkan bahwa kecenderungan perubahan nilai saldo laba memiliki pengaruh negatif secara signifikan terhadap *financial distress* dengan model Ohlson. Dalam model Ohlson arah hipotesis profitabilitas dengan koefisien regresi saldo laba adalah negatif, semakin tinggi nilai *O-Score*nya maka kondisi keuangan perusahaan mengalami *financial distress*, nilai *O-score* yang tinggi searah dengan kecenderungan nilai saldo laba yang semakin meningkat sehingga hasil hipotesis diterima.

Secara keseluruhan baik model Altman dan model Ohlson, koefisien regresi atau kecenderungan nilai saldo laba dapat mempengaruhi kondisi *financial distress*. Perubahan kecenderungan nilai saldo laba yang meningkat atau menurun dapat berdampak pada kondisi *financial distress*. Apabila kecenderungan nilai saldo laba meningkat, artinya perusahaan dapat

membukukan cadangan laba yang bernilai positif berdasarkan akumulasi hasil usaha periode-periode sebelumnya yang semakin meningkat sehingga dapat berdampak pada semakin menurunnya kondisi *financial distress*. Sebaliknya, ketika kecenderungan nilai saldo laba menurun, artinya akumulasi hasil usaha yang dimiliki perusahaan dari periode-periode sebelumnya mengalami penurunan dan perusahaan membukukan cadangan laba bernilai negatif sehingga dapat berdampak pada semakin meningkatnya kondisi *financial distress*.

4.6.4 Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan Tabel 4.9 *financial distress* dengan model Altman, variabel arus kas operasi dengan pengukuran dari koefisien regresi arus kas operasi memiliki nilai beta sebesar -0,094 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,475 lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan H_{a4} tidak dapat diterima. Hasil menunjukkan bahwa koefisien regresi atau perubahan kecenderungan nilai arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Model Altman tidak mampu mengidentifikasi atau meng-cover rasio arus kas operasi dengan baik sehingga meningkat atau menurunnya kecenderungan nilai arus kas operasi belum dapat mempengaruhi *financial distress* yang diukur dengan model Altman.

Hasil model Ohlson, variabel arus kas operasi dengan pengukuran dari koefisien regresi arus kas operasi memiliki nilai beta sebesar -0,283 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,033 lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan H_{a4} diterima. Hasil menunjukkan bahwa koefisien regresi atau kecenderungan nilai rasio arus kas operasi memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress* dengan model Ohlson. Dalam model Ohlson arah hipotesis koefisien regresi arus kas operasi adalah negatif, semakin tinggi nilai *O-Score*nya maka kondisi keuangan perusahaan mengalami *financial distress*, nilai *O-score* yang tinggi searah dengan kecenderungan nilai arus kas operasi yang semakin meningkat sehingga hasil hipotesis diterima. Kecenderungan nilai arus kas operasi yang signifikan juga disebabkan karena pada proksi model Ohlson mampu mengidentifikasi atau meng-cover dengan baik rasio arus kas operasi. Artinya bahwa dari kedua model *financial distress*, model Ohlson lebih mampu mengidentifikasi keberadaan rasio arus kas operasi dengan tepat. Dengan demikian, model Ohlson lebih akurat atau lebih dapat mengetahui dengan jeli perubahan kecenderungan nilai arus kas operasi yang berdampak pada kondisi *financial distress*.

4.6.5 Pengaruh *Intellectual Capital* terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan Tabel 4.9 hasil model Altman, variabel *intellectual capital* yang diukur dengan koefisien regresi VAIC memiliki nilai beta sebesar 0,359 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,017 lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan H_{a5} diterima. Hasil menunjukkan bahwa kecenderungan nilai *intellectual capital* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *financial distress* dengan model Altman. Dalam model Altman arah hipotesis koefisien regresi *intellectual capital* adalah positif, semakin rendah nilai *Z-score*nya maka kondisi keuangan perusahaan mengalami *financial distress*, nilai *Z-score* yang rendah berlawanan arah dengan kecenderungan nilai *intellectual capital* yang semakin meningkat sehingga hasil hipotesis diterima.

Hasil dari model Ohlson, pada tabel 4.9 variabel *intellectual capital* yang diukur dengan koefisien regresi VAIC memiliki nilai beta sebesar -0,444 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,003 lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan H_{a5} diterima. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kecenderungan nilai *intellectual capital* memiliki pengaruh negatif secara signifikan terhadap *financial distress* dengan model Ohlson. Dalam model Ohlson arah hipotesis koefisien regresi *intellectual capital* adalah negatif, semakin tinggi nilai *O-Score*nya maka kondisi keuangan perusahaan mengalami *financial distress*, nilai *O-score* yang tinggi searah dengan kecenderungan nilai *intellectual capital* semakin meningkat sehingga hasil hipotesis diterima.

Secara keseluruhan baik model Altman dan model Ohlson, koefisien regresi atau kecenderungan nilai *intellectual capital* dapat mempengaruhi kondisi *financial distress*. Perubahan kecenderungan nilai *intellectual capital* yang meningkat atau menurun dapat berdampak pada kondisi *financial distress*. Apabila kecenderungan nilai *intellectual capital* meningkat, artinya perusahaan dapat menciptakan *value added* perusahaan yang semakin meningkat sehingga dapat menguatkan posisi keuangan perusahaan dan berdampak pada semakin menurunnya kondisi *financial distress*. Ketika kecenderungan nilai *intellectual capital* menurun, artinya perusahaan belum optimal dalam meningkatkan *value added* dan keunggulan kompetitifnya sehingga posisi keuangan perusahaan melemah dan berdampak pada semakin meningkatnya kondisi *financial distress*.

4.6.6 Pengaruh Risiko Bisnis terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan Tabel 4.9 hasil model Altman, variabel risiko bisnis memiliki nilai beta sebesar 0,629 dengan signifikansi sebesar 0,040 artinya risiko bisnis memiliki pengaruh positif terhadap *financial distress* dengan model Altman. Dalam model Altman, semakin rendah nilai *Z-score*nya maka perusahaan mengalami *financial distress*, nilai *Z-score* yang rendah berlawanan dengan nilai risiko bisnis yang semakin tinggi maka arah hipotesis risiko bisnis adalah berpengaruh negatif. Hasil risiko bisnis diatas menunjukkan arah yang berlawanan dengan arah hipotesis, maka dapat disimpulkan H_{a6} tidak dapat diterima. Risiko bisnis yang tinggi namun kondisi keuangan perusahaan tidak mengalami *financial distress* kemungkinan karena adanya nilai rata-rata profitabilitas setiap tahunnya atau setiap periode berjalan masih menunjukkan nilai yang positif, artinya kemungkinan perusahaan masih dapat mengendalikan risiko dan menghasilkan laba untuk memenuhi kebutuhan bisnis perusahaan dan mempertahankan keberlangsungan hidup aktivitas bisnisnya dari kondisi ketidakpastian yang terjadi. Hasil dari model Ohlson, risiko bisnis memiliki nilai beta sebesar -0,317 dengan tingkat signifikan sebesar 0,267 lebih besar dari signifikan 0,05 maka dapat disimpulkan H_{a6} tidak dapat diterima. Secara keseluruhan baik model Altman dan model Ohlson, risiko bisnis belum dapat mempengaruhi kondisi *financial distress*. Kedua model kurang mampu untuk memprediksi risiko bisnis. Model Altman tidak memperhitungkan risiko bisnis dalam menentukan nilai *bankruptcy index*. Ketika risiko bisnis itu semakin tinggi yang diindikasikan dengan fluktuasi laba yang semakin tinggi, ternyata perusahaan mampu mengimbangi dengan nilai rata-rata profitabilitas yang masih dalam rentang positif. *Bankruptcy index* yang dihasilkan model Ohlson walaupun telah mempertimbangkan faktor eksternal, namun model Ohlson kurang mampu memperhitungkan risiko bisnis.

5. PENUTUP

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dipaparkan, maka kesimpulan yang dapat diambil sebagai berikut :

1. Variabel independen dari profitabilitas yang diukur dengan koefisien regresi ROA dan koefisien regresi saldo laba, serta *intellectual capital* yang diukur dengan koefisien regresi VAIC konsisten berpengaruh terhadap *financial distress* dengan model Altman dan model Ohlson.
2. Variabel independen dari *leverage* yang diukur dengan koefisien regresi DER, koefisien regresi arus kas operasi dan risiko bisnis tidak konsisten berpengaruh terhadap *financial distress* dengan model Altman dan model Ohlson.

5.2 Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, diantaranya adalah :

1. Periode penelitian ini hanya terbatas sampai tahun 2016 karena pada model Ohlson memiliki komponen *Gross National Product* (GNP) atau Produk Nasional Bruto (PNB). Data PNB yang disajikan oleh Badan Pusat Statistik (BPS) terdapat kategori status angka yang berbeda-beda yaitu status angka final yang telah diaudit oleh inspektorat, status angka sementara, status angka sangat sementara. Ketersediaan data PNB yang telah dipublikasikan BPS baru mencapai angka final di tahun 2016. Oleh karenanya, penelitian ini menggunakan data PNB dengan angka yang sudah final dan telah teraudit yaitu tahun 2016.
2. Formula untuk pengukuran risiko bisnis kurang relevan jika hanya diukur dengan standar deviasi ROA.
3. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini tidak menggolongkan kecenderungan nilai atau koefisien regresi dari masing-masing variabel yang tergolong positif dan negatif.

5.3 Saran

Atas dasar keterbatasan tersebut, maka saran untuk penelitian selanjutnya adalah :

1. Dapat melakukan penelitian *financial distress* dengan model Ohlson menggunakan data PNB tahun 2017 dan tahun-tahun berikutnya yang menunjukkan angka final dan telah diaudit.
2. Penggunaan variabel risiko bisnis perlu mempertimbangkan pada aspek pengukuran risiko pasar dari masing-masing perusahaan atau masing-masing sektor agar pengaruhnya lebih relevan terhadap kondisi *financial distress*.
3. Kecenderungan nilai atau koefisien regresi variabel independen dari tiap sampel sebaiknya dibagi menjadi dua kondisi yang tergolong positif dan negatif sehingga dapat diketahui secara spesifik pengaruhnya terhadap kondisi *financial distress*.

DAFTAR PUSTAKA

- Agung, I. G., & Pritha, A. (2015). Pengaruh Corporate Governance, Financial Indicator, dan Ukuran Perusahaan Pada Financial Distress. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 3, 897–915.
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, XXIII(4), 589–609.
- Ashraf, S., G. S. Félix, E., & Serrasqueiro, Z. (2019). Do Traditional Financial Distress Prediction Models Predict the Early Warning Signs of Financial Distress? *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 55. <https://doi.org/10.3390/jrfm12020055>
- Cahyani, R. I., Widiyanti, T., & Ferdiana, J. L. (2015). Pengaruh Intellectual Capital Terhadap Profitabilitas Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Perpajakan*, 2(1), 1–18.
- Fahlevi, M. R., & Marlinah, A. (2018). The Influence of Liquidity, Capital Structure, Profitability and Cash Flows on the Company's Financial Distress. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 20(1), 59–68. <https://doi.org/10.34208/jba.v20i1.409>
- Farooq, U., Jibrán Qamar, M. A., & Haque, A. (2018). A three-stage dynamic model of financial distress. *Managerial Finance*, 44(9), 1101–1116. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2017-0244>
- Febriyan, & Prasetyo, A. H. (2019). Pengaruh Arus Kas Operasi, Likuiditas, Leverage, Diversifikasi, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress. *Akuntansi*

Keuangan, 8(1), 103–116.

- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Halawa, S. D., & Wahyuni, S. (2017). Analisis Pengaruh Growth Company, Firm Size dan Financial Distress Berdasarkan Metode Z-Score terhadap Penerimaan Going Concern Opinion atas Kemungkinan Terjadinya Forced Delisting Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017. *Valuta*, 13(3), 2502–1419.
- Kazemian, S., Shauri, N. A. A., 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/10.14254/2071-8330.2017/10-1/6>
- Mustika, R., Ananto, R. P., & Surya, F. (2018). Pengaruh Modal Intelektual Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Dharma Andalas*, 20(1), 120–130.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109–131.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting Corporate Financial Distress : Reflections on Choice-Based Sample Bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2). <https://doi.org/10.1007/BF02755985>
- Purba, S., & Muslih, M. (2018). *Pengaruh Kepemilikan Institusional, Intellectual Capital dan Leverage Terhadap Financial Distress*. 2(2), 27–40.
- Ramadhani, A. S., & Lukviarman, N. (2009). Perbandingan Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Model Altman Pertama, Altman Revisi dan Altman Modifikasi dengan Ukuran dan Umur Perusahaan Sebagai Variabel Penjelas (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Siasat Bisnis*, 13(1), 15–28.
- Sukirno, Haryadi, & Laeli, B. (2014). Prediksi Financial Distress Pada Koperasi Di Kabupaten Pemalang. *Jurnal Akuntansi Dan Auditing*, 10(2), 157–180. <https://doi.org/10.14710/jaa.v10i2.12134>
- Vestari, M., & Farida, D. N. (2014). Analisis Rasio-Rasio Dan Ukuran Keuangan, Prediksi Financial Distress, Dan Reaksi Investor. *AKRUAL: Jurnal Akuntansi*, 5(1), 26. <https://doi.org/10.26740/jaj.v5n1.p26-44>
- Widhiadnyana, I. K., & Ratnadi, N. M. D. (2019). *The impact of managerial ownership, institutional ownership, proportion of independent commissioner, and intellectual capital on financial distress*. 21(3), 351–360. <https://doi.org/10.14414/jebav.v21i3.1233>
- Wu, D. (D), Liang, L., & Yang, Z. (2008). Analyzing the financial distress of Chinese public companies using probabilistic neural networks and multivariate discriminate analysis. *Socio-Economic Planning Sciences*, 42(3), 206–220. <https://doi.org/10.1016/j.seps.2006.11.002>
- Wulandari, N., & Gunawan, B. (2016). Analisis Determinan Keberhasilan Turnaround Pada Perusahaan yang Mengalami Kondisi Financial Distress. *Ekspansi*, 8(2), 173–186. <https://ekbis.sindonews.com/read/1328469/34/industri-manufaktur-diyakini-akan-jadi-ujung-tombak-ekonomi-1533638526> (Dikutip pada hari Rabu, 29 Januari 2020 pukul 06.40

wib)

<https://kemenperin.go.id/artikel/11461/Dua-Perusahaan-Keramik-Lokal-Berhenti-Produksi>
(Dikutip pada hari Sabtu, 15 Februari 2020 pukul 04:04 wib)

<https://www.dartaoutsourcing.co.id/2017/02/06/manfaat-menggunakan-jasa-outsourcing-bagi-perusahaan/> (Dikutip pada hari Sabtu, 15 Februari 2020 pukul 20:08 wib)

<https://industri.kontan.co.id/news/pasar-bisnis-keramik-mulai-membaik> (Dikutip pada hari Sabtu, 15 Februari 2020 pukul 20:22 wib)