

DETERMINAN FINANCIAL DISTRESS PADA INDUSTRI TEKSTIL DAN ALAS KAKI DI INDONESIA: BUKTI EMPIRIS DARI BEI

DETERMINANTS OF FINANCIAL DISTRESS IN THE TEXTILE AND FOOTWEAR INDUSTRY IN INDONESIA: EMPIRICAL EVIDENCE FROM THE INDONESIAN STOCK EXCHANGE

¹⁾Yasir Maulana, ²⁾Muhammad Alpazrul, ³⁾Herma Wiharno,
⁴⁾Arief Surya Lesmana

^{1,2)}Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi & Bisnis

³⁾Program Studi Magister Manajemen, Sekolah Pascasarjana

⁴⁾Program Studi Bisnis Digital, Fakultas Ekonomi & Bisnis

Universitas Kuningan

Jl. Cut Nyak Dien, Kab. Kuningan, Jawa Barat

*Email: yasir@uniku.ac.id

ABSTRAK

Kesulitan keuangan (financial distress) merupakan ancaman serius bagi keberlangsungan operasional perusahaan, khususnya di tengah dinamika industri yang kompetitif. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh profitabilitas, leverage, ukuran perusahaan, dan suku bunga terhadap kondisi financial distress pada perusahaan sub sektor alas kaki serta tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017–2022. Pendekatan yang digunakan adalah metode deskriptif-verifikatif dengan teknik purposive sampling yang menghasilkan 13 perusahaan sebagai sampel. Analisis dilakukan menggunakan regresi data panel dengan model fixed effect. Hasil penelitian membuktikan bahwa secara parsial, profitabilitas, leverage, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap financial distress, sementara suku bunga tidak terbukti berpengaruh. Secara simultan, keempat variabel mampu menjelaskan variasi kondisi financial distress secara signifikan. Implikasi manajerial penelitian ini mengarahkan perusahaan pada pentingnya efisiensi pengelolaan aset, pengendalian struktur modal, dan optimalisasi kapasitas usaha guna mencegah kondisi kesulitan keuangan.

Kata Kunci: Financial Distress, Leverage, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Suku Bunga

A.PENDAHULUAN

Kesulitan keuangan (*financial distress*) merupakan kondisi yang mencerminkan deteriorasi kinerja keuangan perusahaan secara sistemis dan berpotensi berujung pada kebangkrutan apabila tidak segera ditangani secara strategis (Kristanti, 2019). Dalam perspektif manajemen keuangan, kondisi ini tidak terjadi secara tiba-tiba, melainkan merupakan akumulasi dari berbagai kelemahan internal dan tekanan eksternal yang secara bertahap mengikis kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya.

Fenomena *financial distress* menjadi perhatian serius di lingkungan industri manufaktur Indonesia, khususnya pada sub sektor alas kaki serta tekstil dan garmen yang tergabung dalam sektor aneka industri di Bursa Efek Indonesia (BEI). Kedua sub sektor ini mencatat tekanan kinerja keuangan yang konsisten sepanjang periode 2017–2022, yang tercermin dari persistensi nilai

Earning Per Share (EPS) negatif. Menurut Widhiari dan Merkusiwati (2015), EPS negatif yang berlangsung selama dua tahun berturut-turut merupakan indikator awal dari kondisi *financial distress*. Sub sektor alas kaki mencatat EPS negatif secara konsisten pada periode 2020–2022, sedangkan sub sektor tekstil dan garmen mengalami hal serupa pada periode 2019–2021. Kondisi ini menandakan adanya tekanan struktural yang serius terhadap profitabilitas dan kelangsungan usaha kedua sub sektor tersebut.

Secara teoritis, penyebab *financial distress* dapat ditelusuri dari dua dimensi utama, yaitu faktor internal dan faktor eksternal perusahaan (Kristanti, 2019). Dari sisi internal, profitabilitas yang diprosikan melalui *Return on Assets* (ROA) menjadi indikator kritis, mengingat rendahnya kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dimiliki akan mempersempit ruang gerak permodalan internal. Selain itu, struktur permodalan yang tercermin dalam rasio *leverage* (DAR) turut memengaruhi tingkat eksposur perusahaan terhadap risiko gagal bayar; semakin besar proporsi utang dalam struktur modal, semakin rentan perusahaan terhadap kesulitan keuangan (Hidayat & Meiranto, 2014). Ukuran perusahaan sebagai indikator kapasitas aset juga relevan, mengingat perusahaan berskala besar umumnya memiliki akses lebih luas terhadap sumber pendanaan eksternal, yang secara teoritis berdampak pada ketahanan finansial (Sudaryo et al., 2020).

Dari sisi eksternal, tingkat suku bunga Bank Indonesia (BI Rate) berpotensi memengaruhi kondisi keuangan perusahaan melalui mekanisme transmisi biaya modal. Kenaikan suku bunga akan meningkatkan beban bunga pinjaman, yang pada akhirnya menekan laba operasional dan memperbesar risiko kesulitan keuangan (Priyatnasari & Hartono, 2019). Namun demikian, pengaruh suku bunga bersifat kondisional dan bergantung pada komposisi kewajiban berbunga dalam neraca perusahaan.

Berbagai penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak konsisten mengenai pengaruh keempat variabel tersebut terhadap *financial distress*, sehingga mendorong perlunya kajian empiris yang lebih mendalam pada konteks industri dan periode waktu yang spesifik. Kesenjangan penelitian (*research gap*) ini menjadi landasan kuat bagi pelaksanaan studi ini.

B. LANDASAN TEORI

Financial Distress

Financial distress didefinisikan sebagai kondisi di mana perusahaan menghadapi ketidakmampuan finansial dalam memenuhi kewajiban-kewajibannya secara tepat waktu, yang dapat berujung pada reorganisasi atau likuidasi (Ross, Westerfield & Jordan, 2019). Altman (1968) memperkenalkan model prediksi *financial distress* berbasis analisis diskriminan multipel yang kemudian dimodifikasi menjadi Z"-Score untuk perusahaan non-manufaktur. Dalam perspektif teori *trade-off*, perusahaan berupaya menyeimbangkan antara manfaat pajak dari penggunaan utang dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress costs*) yang timbul ketika proporsi utang melampaui kapasitas perusahaan untuk menanggungnya.

Profitabilitas dan Financial Distress

Profitabilitas mencerminkan efektivitas manajemen dalam mengalokasikan dan memanfaatkan sumber daya perusahaan guna menghasilkan imbal hasil yang optimal (Brigham & Houston, 2019). Dalam kajian ini, profitabilitas diukur melalui *Return on Assets* (ROA), yang mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih atas keseluruhan aset yang diinvestasikan. Dari sudut pandang *corporate finance*, profitabilitas yang tinggi mencerminkan kapasitas perusahaan dalam menciptakan arus kas internal yang memadai sehingga mengurangi ketergantungan pada pembiayaan eksternal dan memperkuat kemampuan pemenuhan kewajiban finansial secara berkelanjutan (Ross, Westerfield & Jordan, 2019). Sebaliknya, ROA yang rendah atau negatif mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mampu menghasilkan pengembalian yang cukup atas aset yang dikelola, yang secara langsung mengikis cadangan modal internal dan mempersempit ruang gerak operasional. Dalam perspektif *signaling theory* (Spence, 1973), penurunan ROA merupakan sinyal negatif yang direspons oleh pasar modal melalui peningkatan *credit spread* dan pembatasan akses pembiayaan, yang pada gilirannya memperburuk kondisi likuiditas dan memperbesar probabilitas *financial distress*. Dari perspektif investasi, investor yang rasional akan menggunakan ROA sebagai proksi kualitas manajemen aset; perusahaan dengan ROA

yang terus menurun akan mengalami penurunan valuasi dan peningkatan biaya ekuitas, menciptakan tekanan finansial yang bersifat kumulatif. Berdasarkan argumentasi teoritis tersebut, semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, semakin rendah probabilitas terjadinya *financial distress*, sehingga hubungan antara keduanya bersifat negatif (Cempaka & Simatupang, 2025).

H1: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap financial distress.

Leverage dan Financial Distress

Leverage merupakan cerminan dari struktur modal perusahaan yang menggambarkan proporsi pembiayaan melalui utang (Ross, Westerfield & Jordan, 2019). Dalam penelitian ini, leverage diukur menggunakan rasio Debt to Assets Ratio (DAR). Berdasarkan trade-off theory, peningkatan utang di luar titik optimal akan meningkatkan biaya kesulitan keuangan secara eksponensial karena beban bunga yang harus ditanggung semakin besar, sehingga mengurangi fleksibilitas keuangan perusahaan (Myers, 1984). Semakin tinggi rasio leverage, semakin besar pula ketergantungan perusahaan pada kreditur eksternal, yang berarti meningkatnya risiko gagal bayar dan pada akhirnya memperbesar probabilitas financial distress (Hidayat & Meiranto, 2014).

H2: Leverage berpengaruh positif terhadap financial distress.

Ukuran Perusahaan dan Financial Distress

Ukuran perusahaan (*firm size*) merupakan indikator kapasitas dan skala operasional yang lazim *diprosikan* melalui logaritma natural total aset (LnTA). Dalam perspektif pecking order theory (Myers & Majluf, 1984), perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki akses lebih luas terhadap pasar modal, instrumen pembiayaan eksternal yang beragam, serta biaya utang yang lebih rendah karena reputasi kredit yang lebih baik di mata kreditur institusional. Kapasitas aset yang besar juga memberikan collateral base yang lebih kuat dalam negosiasi pembiayaan, sehingga mampu meredam tekanan likuiditas jangka pendek secara lebih efektif (Ross, Westerfield & Jordan, 2019). Dari sudut pandang manajemen risiko korporasi, perusahaan berskala besar umumnya memiliki diversifikasi lini bisnis dan geografi yang lebih baik, sehingga lebih tahan terhadap guncangan sektoral dibandingkan perusahaan kecil. Selain itu, dari perspektif investasi, perusahaan berukuran besar cenderung memperoleh penilaian kredit yang lebih tinggi dari lembaga pemeringkat, yang berimplikasi pada kemudahan refinancing kewajiban jangka pendek dan berkurangnya risiko gagal bayar. Berdasarkan logika teoritis tersebut, ukuran perusahaan yang lebih besar diharapkan mampu menjadi buffer finansial yang efektif terhadap kondisi financial distress, sehingga hubungan antara keduanya bersifat negatif (Sudaryo et al., 2020).

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap financial distress.

Suku Bunga dan Financial Distress

Suku *bunga* merupakan variabel makroekonomi yang mencerminkan biaya peminjaman dana dalam suatu perekonomian dan dioperasionalkan melalui tingkat suku bunga acuan Bank Indonesia (BI Rate). Dalam kerangka corporate finance, suku bunga merupakan komponen penentu weighted average cost of capital (WACC); kenaikan suku bunga secara langsung meningkatkan biaya utang perusahaan, menekan nilai sekarang arus kas proyek investasi, dan mengurangi kelayakan proyek yang sebelumnya menguntungkan (Mishkin, 2016). Dari sudut pandang manajemen keuangan, kenaikan suku bunga meningkatkan beban bunga pinjaman secara proporsional bagi perusahaan yang memiliki porsi utang berbunga mengambang (*floating rate*) dalam struktur liabilitasnya, yang berdampak pada penurunan laba bersih, pengetatan arus kas operasional, dan peningkatan rasio debt service coverage yang mengindikasikan tekanan finansial lebih besar (Priyatnasari & Hartono, 2019). Dari perspektif investasi, lingkungan suku bunga tinggi juga mempersulit perusahaan yang mengalami tekanan keuangan untuk melakukan refinancing utang yang jatuh tempo, sehingga memperbesar risiko gagal bayar. Berdasarkan mekanisme transmisi tersebut, kenaikan suku bunga diperkirakan akan memperparah kondisi financial distress, sehingga hubungan antara keduanya diperkirakan bersifat positif (Sandi & Amanah, 2019).

H4: Suku bunga berpengaruh positif terhadap financial distress.

Hipotesis Simultan

Berdasarkan kerangka teori yang telah diuraikan, kondisi financial distress pada suatu perusahaan tidak ditentukan oleh satu faktor tunggal, melainkan merupakan hasil interaksi simultan antara dimensi kinerja internal dan tekanan lingkungan eksternal. Dari perspektif manajemen keuangan korporasi, ketahanan finansial perusahaan bersifat multidimensional: profitabilitas menyediakan sumber pendanaan internal, struktur leverage menentukan beban kewajiban tetap, ukuran perusahaan menentukan kapasitas akses pembiayaan eksternal, dan suku bunga mencerminkan kondisi biaya modal yang dihadapi seluruh industri. Ketika keempat tekanan ini berinteraksi secara bersamaan ROA yang menurun, DAR yang meningkat, kapasitas aset yang tidak dioptimalkan, serta kenaikan biaya modal eksternal—maka probabilitas kesulitan keuangan akan meningkat secara kumulatif dan non-linear (Brigham & Houston, 2019). Dari sudut pandang analisis investasi, model prediksi financial distress yang mengintegrasikan indikator fundamental internal dan faktor makroekonomi akan memiliki daya prediksi yang lebih komprehensif dibandingkan model yang hanya bertumpu pada satu dimensi. Integrasi keempat variabel ini sejalan dengan pendekatan holistik dalam credit risk assessment yang digunakan oleh lembaga keuangan dalam mengevaluasi kelayakan kredit perusahaan (Runis et al., 2021).

H5: Profitabilitas, leverage, ukuran perusahaan, dan suku bunga secara simultan berpengaruh signifikan terhadap financial distress.

C.METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode deskriptif-verifikatif untuk menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara empiris. Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan sub sektor alas kaki serta tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 24 perusahaan. Sampel ditentukan melalui metode *purposive sampling*, dengan menghasilkan 13 perusahaan yang memenuhi kriteria kelengkapan laporan keuangan selama periode 2017–2022, yaitu: PT Primarindo Asia Infrastructure Tbk (BIMA), PT Argo Pantes Tbk (ARGO), PT Century Textile Industry Tbk (CNTX), PT Eratex Djaja Tbk (ERTX), PT Ever Shine Tex Tbk (ESTI), PT Panasia Indo Resources Tbk (HDTX), PT Indorama Synthetics Tbk (INDR), PT Asia Pacific Investama Tbk (MYTX), PT Asia Pacific Fibers Tbk (POLY), PT Ricky Putra Globalindo Tbk (RICY), PT Sejahtera Binatang Abadi Textile Tbk (SBAT), PT Sri Rejeki Isman Tbk (SRIL), dan PT Sunson Textile Manufacturer Tbk (SSTM).

Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan yang diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Variabel dependen yaitu *financial distress* diukur menggunakan model Altman Z"-Score yang dimodifikasi untuk perusahaan non-manufaktur. Variabel independen meliputi: profitabilitas (ROA), *leverage* (DAR), ukuran perusahaan (LnTA), dan suku bunga (BI Rate). Teknik analisis yang digunakan adalah regresi data panel yang meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, uji autokorelasi, pemilihan model terbaik melalui Uji Chow dan Uji Hausman, serta pengujian hipotesis melalui Uji t dan Uji F. Seluruh pengolahan data dilakukan dengan bantuan aplikasi Eviews.

D.HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Variabel *financial distress* memperlihatkan variabilitas yang sangat tinggi sebagaimana tercermin dari besarnya rentang antara nilai maksimum dan minimum, yang mengindikasikan heterogenitas kondisi keuangan antarperusahaan sampel. Ini terlihat pada Tabel 1, Variabel profitabilitas (ROA) secara rata-rata bernilai negatif, yang mengkonfirmasi bahwa mayoritas perusahaan sampel mengalami tekanan laba sepanjang periode pengamatan. *Leverage* (DAR) rata-rata melampaui satu, yang berarti total kewajiban perusahaan telah melampaui total aset—suatu kondisi yang secara teoritis menempatkan perusahaan dalam posisi *technically insolvent*. Sementara itu, suku bunga BI Rate bergerak dalam kisaran yang relatif stabil dan homogen sepanjang periode penelitian.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	FD	ROA	DAR	LNTA	SBI
Mean	-7,555	-0,028	1,252	27,971	0,045
Median	-3,131	-0,028	0,774	27,708	0,044
Maximum	4,990	1,378	5,168	30,879	0,056
Minimum	-60,872	-0,876	0,460	25,216	0,035
Std. Dev.	15,166	0,211	1,181	1,312	0,007
Observations	78	78	78	78	78

Sumber: Data diolah dengan Eviews

Uji Asumsi Klasik

Hasil uji normalitas menunjukkan nilai probabilitas *p-value* sebesar 0,3438 yang melebihi ambang batas signifikansi 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa residual model berdistribusi normal dan memenuhi persyaratan dasar analisis regresi parametrik.

Tabel 2. Uji Multikolinearitas

Variabel	Coeff. Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	165,305	497,325	NA
ROA	7,622	1,031	1,012
DAR	0,246	2,181	1,019
LNTA	0,200	472,272	1,023
SBI	5999,581	40,311	1,003

Sumber: Data diolah dengan Eviews

Hasil uji multikolinearitas pada Tabel 2 menunjukkan bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai *Centered VIF* jauh di bawah ambang batas 10, sehingga tidak terdapat indikasi multikolinearitas yang dapat mendistorsi estimasi koefisien regresi.

Tabel 3. Uji Heteroskedastisitas dan Autokorelasi

Uji Asumsi	Prob. Chi-Square	Kesimpulan
Heteroskedastisitas (Breusch-Pagan-Godfrey)	0,1528	Bebas Heteroskedastisitas
Autokorelasi (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM)	0,0531	Bebas Autokorelasi

Sumber: Data diolah dengan Eviews

Berdasarkan Tabel 3, model regresi terbebas dari permasalahan heteroskedastisitas maupun autokorelasi, sebagaimana ditunjukkan oleh nilai probabilitas kedua pengujian yang melebihi taraf signifikansi 5%. Kondisi ini memastikan bahwa estimasi *Ordinary Least Squares* (OLS) bersifat *BLUE* (*Best Linear Unbiased Estimator*) sesuai dengan teorema Gauss-Markov.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Tabel 4. Hasil Uji Chow dan Uji Hausman

Uji Seleksi Model	Statistik	d.f.	Prob.	Model Terpilih
-------------------	-----------	------	-------	----------------

Uji Chow (CEM vs FEM)	10,011 / 84,891	(12,61) / 12	0,0000	Fixed Effect
Uji Hausman (REM vs FEM)	19,562	4	0,0006	Fixed Effect

Sumber: Data diolah dengan Eviews

Tabel 4 menunjukkan bahwa baik Uji Chow maupun Uji Hausman secara konsisten menghasilkan nilai probabilitas yang lebih kecil dari 0,05. Uji Chow memprioritaskan *Fixed Effect Model* (FEM) dibandingkan *Common Effect Model*, sedangkan Uji Hausman mengkonfirmasi keunggulan FEM atas *Random Effect Model*. Pemilihan FEM menunjukkan bahwa terdapat karakteristik individual yang bersifat tetap dan unik pada setiap perusahaan (*firm-specific fixed effects*) yang secara signifikan memengaruhi kondisi *financial distress*, sehingga pendekatan ini mampu mengontrol heterogenitas tidak teramati antar entitas perusahaan.

Hasil Estimasi Model Fixed Effect

Tabel 5. Estimasi Model Fixed Effect

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistik	Prob.
Konstanta (C)	-106,340	21,954	-4,844	0,0000**
ROA (Profitabilitas)	4,213	1,462	2,882	0,0055**
DAR (Leverage)	-3,254	1,038	-3,135	0,0026**
LNTA (Ukuran Perusahaan)	3,659	0,757	4,836	0,0000**
SBI (Suku Bunga)	14,120	17,254	0,818	0,4163

Sumber: Hasil output Eviews, ** signifikan pada $\alpha = 5\%$

Berdasarkan Tabel 5, persamaan estimasi model *fixed effect* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$FD = -106,340 + 4,213 ROA - 3,254 DAR + 3,659 LNTA + 14,120 SBI + e$$

Persamaan regresi menunjukkan bahwa konstanta sebesar -106,340 mencerminkan kondisi baseline perusahaan sampel yang sudah sangat tertekan secara finansial. Perlu dipahami bahwa variabel dependen FD diukur menggunakan Z"-Score di mana nilai lebih tinggi mencerminkan kondisi keuangan yang lebih sehat, sehingga tanda koefisien harus diinterpretasikan dalam kerangka tersebut. Koefisien ROA sebesar +4,213 berarti peningkatan profitabilitas memperbaiki skor kesehatan keuangan (mengurangi distress), koefisien DAR sebesar -3,254 berarti peningkatan leverage menurunkan skor Z"-Score (memperburuk distress), dan koefisien LNTA sebesar +3,659 berarti perusahaan yang lebih besar memiliki skor kesehatan yang lebih baik (lebih jauh dari distress) ketiganya secara substantif konsisten dengan arah hipotesis H1, H2, dan H3. Adapun koefisien SBI sebesar +14,120 tidak dapat dimaknai sebagai pengaruh nyata karena tidak signifikan secara statistik, sementara besarnya nilai koefisien tersebut semata-mata merupakan konsekuensi dari skala pengukuran SBI yang sangat kecil (0,035–0,056).

Tabel 6. Koefisien Determinasi dan Goodness of Fit

Statistik	Nilai	Statistik	Nilai
R-squared	0,9640	Mean dep. var.	-7,555
Adjusted R-squared	0,9546	S.D. dep. var.	15,166
F-statistic	102,114	Durbin-Watson	1,328
Prob(F-statistic)	0,0000		

Sumber: Hasil output Eviews

Nilai *Adjusted R-Squared* sebesar 0,9546 mengindikasikan bahwa secara kolektif, keempat variabel independen mampu menjelaskan lebih dari sembilan puluh lima persen variasi kondisi *financial distress* pada perusahaan sampel. Nilai *Durbin-Watson* yang mendekati dua mengkonfirmasi tidak adanya autokorelasi residual, yang memperkuat validitas model estimasi yang digunakan.

Pembahasan

Profitabilitas dan *Financial Distress*.

Hasil pengujian membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress*, sehingga H1 yang memprediksikan arah negatif ditolak. Meski arah koefisien berbeda dari prediksi teoritis umum, temuan ini tidak serta-merta bertentangan dengan logika keuangan, melainkan mencerminkan konteks khusus sampel yang diteliti. Perlu dicermati bahwa rata-rata ROA perusahaan sampel sepanjang periode pengamatan bernilai negatif (-0,028), yang berarti kondisi dasar perusahaan sudah berada dalam zona rugi secara konsisten. Dalam kondisi demikian, pergerakan ROA dari nilai negatif yang sangat rendah menuju nilai negatif yang lebih moderat tetap dibaca sebagai “perbaikan profitabilitas” secara statistik, namun secara fundamental perusahaan belum mampu membukukan laba positif yang cukup untuk memperbaiki kondisi *financial distress*-nya. Fenomena ini dikenal dalam literatur sebagai “*distress earnings management*”, di mana perusahaan yang mendekati kebangkrutan kerap melaporkan angka laba yang termodifikasi tanpa disertai perbaikan arus kas yang sesungguhnya (Brigham & Houston, 2019). Dari perspektif *corporate finance*, kondisi ini menandakan bahwa pada industri tekstil dan alas kaki yang sedang mengalami tekanan struktural, angka ROA yang meningkat tidak selalu diikuti oleh perbaikan kemampuan pelunasan kewajiban, karena peningkatan laba masih belum cukup untuk menutup defisit ekuitas yang telah terakumulasi. Dalam kerangka *signaling theory* (Spence, 1973), ROA negatif yang persisten merupakan sinyal *distress* yang sudah terlanjur tertanam dalam persepsi pasar dan kreditur, sehingga perbaikan ROA secara marginal tidak otomatis memulihkan kepercayaan pasar ataupun menurunkan skor *financial distress*. Implikasi bagi manajemen adalah bahwa perbaikan profitabilitas harus bersifat substansial dan berkelanjutan, bukan sekadar fluktuasi marginal, agar mampu mengubah trajektori *financial distress* secara nyata. Temuan ini sejalan dengan Evita dan Mildawati (2019), Aldo et al. (2020), serta Prastyatini dan Novikasari (2023), namun kontras dengan prediksi teoritis yang mengasumsikan kondisi profitabilitas perusahaan yang berada dalam zona positif.

Leverage dan *Financial Distress*.

Leverage terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress*, sehingga H2 diterima. Temuan ini sepenuhnya konsisten dengan prediksi teoritis dan memiliki implikasi yang sangat relevan bagi praktik manajemen keuangan korporasi. Rata-rata DAR perusahaan sampel yang melampaui nilai satu (1,252) secara fundamental mengindikasikan bahwa total kewajiban telah melebihi total aset, menempatkan perusahaan dalam kondisi *technically insolvent* atau ekuitas negatif. Dalam perspektif *trade-off theory* (Myers, 1984), terdapat titik optimal penggunaan utang di mana manfaat pajak dari bunga sebanding dengan biaya kesulitan keuangan yang ditimbulkan; namun ketika struktur utang melampaui batas tersebut, biaya *financial distress* meningkat secara tajam karena munculnya beban bunga tetap yang tidak fleksibel. Dari sudut pandang *corporate finance*, perusahaan dengan DAR tinggi menghadapi risiko *debt overhang* di mana beban kewajiban yang besar menghalangi perusahaan untuk berinvestasi pada proyek bernilai positif karena hasil investasi lebih banyak mengalir ke kreditur daripada pemegang saham, sehingga memperlemah

insentif untuk memperbaiki kinerja operasional dan menciptakan spiral penurunan nilai perusahaan. *Agency theory* (Jensen & Meckling, 1976) lebih lanjut menjelaskan bahwa tingginya *leverage* memperparah konflik kepentingan antara manajemen, pemegang saham, dan kreditur; manajemen yang menghadapi tekanan kreditur cenderung mengambil keputusan yang berisiko tinggi demi mempertahankan likuiditas jangka pendek, yang justru memperburuk posisi keuangan jangka panjang. Dari perspektif analisis investasi, tingginya DAR menjadi sinyal merah bagi investor dan lembaga pemeringkat yang merespons dengan menurunkan peringkat kredit dan menaikkan imbal hasil yang disyaratkan, sehingga biaya modal semakin meningkat dan memperdalam kondisi distress. Temuan ini konsisten dengan penelitian Susilawati et al. (2017), Sandi dan Amanah (2019), serta Amanda dan Tasman (2019).

Ukuran Perusahaan dan Financial Distress.

Ukuran perusahaan terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress*, sehingga H3 yang memprediksikan arah negatif ditolak. Temuan ini pada permukaannya tampak paradoks, namun dapat dijelaskan secara logis melalui karakteristik spesifik industri yang diteliti. Kunci untuk memahami temuan ini terletak pada perbedaan antara kapasitas aset yang besar dan efisiensi penggunaan aset tersebut. Dalam sub sektor tekstil dan alas kaki Indonesia, perusahaan berskala besar umumnya memiliki struktur aset yang padat modal—berupa mesin, bangunan pabrik, dan inventori bahan baku dalam jumlah besar—namun utilitas aset-aset ini sangat rendah akibat tekanan permintaan global, kompetisi impor, dan pergeseran rantai pasokan pasca-pandemi. Kondisi aset yang besar namun tidak produktif ini menciptakan beban depresiasi dan pemeliharaan yang membebani arus kas operasional tanpa menghasilkan pendapatan yang sebanding. Fenomena ini menjelaskan mengapa dalam konteks penelitian ini, perusahaan yang lebih besar justru mengalami tekanan *financial distress* yang lebih besar. Dari perspektif *pecking order theory* (Myers & Majluf, 1984), perusahaan besar yang dinilai lebih kredibel oleh kreditur justru memanfaatkan kapasitas pinjaman yang lebih besar, sehingga ketika kondisi industri memburuk secara struktural, akumulasi utang yang lebih tinggi memperbesar eksposur terhadap *financial distress*. Dari sudut pandang manajemen keuangan korporasi, hal ini menggarisbawahi prinsip bahwa skala usaha yang besar hanya menjadi keunggulan kompetitif ketika disertai dengan efisiensi operasional dan manajemen modal kerja yang disiplin—sesuatu yang tidak terpenuhi dalam kondisi industri yang sedang tertekan. Dari perspektif analisis investasi, temuan ini memberikan sinyal bahwa dalam industri yang mengalami *secular decline*, ukuran perusahaan tidak dapat dijadikan proksi tunggal ketahanan finansial tanpa mempertimbangkan kualitas penggunaan aset. Hasil ini selaras dengan temuan Maulana dan Suhartati (2022), Prastyatini dan Novikasari (2023), serta Susilawati et al. (2017) yang menemukan pola serupa pada industri dengan tekanan struktural yang persisten.

Suku Bunga dan Financial Distress.

Suku bunga tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*, sehingga H4 ditolak. Hasil ini mengindikasikan bahwa meskipun secara teoritis kenaikan suku bunga berpotensi memperburuk kondisi keuangan perusahaan, mekanisme transmisi tersebut tidak terbukti secara statistik dalam konteks penelitian ini. Terdapat beberapa penjelasan yang relevan dari perspektif manajemen keuangan korporasi. Pertama, sebagian besar kewajiban keuangan perusahaan sampel kemungkinan menggunakan skema suku bunga tetap (*fixed rate*) yang disepakati dalam perjanjian kredit awal, sehingga fluktuasi BI Rate tidak langsung ditransmisikan ke dalam beban bunga aktual yang tercatat dalam laporan keuangan (Mishkin, 2016). Kedua, dari perspektif makroekonomi, BI Rate sepanjang periode 2017–2022 bergerak dalam kisaran yang relatif moderat (3,5%–5,6%) dan tidak mengalami *shock* yang ekstrem, sehingga variabilitas suku bunga dalam sampel tidak cukup besar untuk menghasilkan pengaruh yang dapat terdeteksi secara statistik. Sebagai perbandingan, kondisi *financial distress* perusahaan sampel lebih banyak dipengaruhi oleh faktor idiosinkratik internal—seperti ROA negatif persisten dan DAR yang melampaui satu—dibandingkan faktor makroekonomi sistemik. Ketiga, dalam konteks industri yang sudah berada dalam kondisi distress yang dalam, perubahan suku bunga yang moderat menjadi faktor marginal yang efeknya tenggelam oleh dominasi tekanan internal. Dari sudut pandang analisis investasi, temuan ini menggarisbawahi bahwa dalam penilaian risiko perusahaan yang sudah dalam kondisi tertekan, analisis fundamental internal jauh lebih determinan dibandingkan variabel makroekonomi jangka pendek. Hasil ini

konsisten dengan penelitian Sandi dan Amanah (2019), Hendrawan et al. (2022), serta Priyatnasari dan Hartono (2019).

Pengaruh Simultan terhadap Financial Distress.

Secara bersama-sama, keempat variabel terbukti berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*, sehingga H5 diterima. Nilai *Adjusted R-Squared* sebesar 0,9546 mengkonfirmasi bahwa lebih dari 95 persen variasi kondisi *financial distress* dapat dijelaskan secara kolektif oleh keempat variabel tersebut, yang menunjukkan daya prediksi model yang sangat kuat. Temuan ini mengkonfirmasi bahwa kondisi kesulitan keuangan merupakan fenomena multidimensional yang tidak dapat dijelaskan oleh satu faktor tunggal, melainkan merupakan produk interaksi simultan antara kinerja laba internal, struktur modal, kapasitas aset, dan lingkungan makroekonomi. Dalam perspektif *corporate finance*, ketahanan finansial perusahaan dapat dipandang sebagai fungsi dari tiga pilar utama: kemampuan menghasilkan arus kas internal yang cukup (profitabilitas), pengelolaan beban kewajiban yang terukur (*leverage*), dan kapasitas aset yang dikelola secara efisien (ukuran perusahaan), yang ketiganya beroperasi dalam konteks lingkungan biaya modal tertentu (suku bunga). Ketika ketiga pilar internal melemah secara bersamaan dalam lingkungan yang tidak kondusif, tekanan *financial distress* bersifat kumulatif dan saling memperkuat. Dari perspektif analisis investasi dan penilaian kredit, model yang mengintegrasikan keempat dimensi ini memberikan *early warning system* yang lebih andal dibandingkan pendekatan parsial. Tingginya koefisien determinasi yang diperoleh mengindikasikan bahwa model fixed effect yang dikembangkan memiliki daya prediksi yang sangat kuat dan dapat dimanfaatkan sebagai instrumen *screening* risiko bagi investor, analisis keuangan, maupun manajemen perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Runis et al. (2021) dan Amin dan Hidayah (2023) yang mengkonfirmasi relevansi pengaruh simultan variabel fundamental keuangan terhadap kondisi kesulitan keuangan perusahaan.

E. KESIMPULAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis empiris terhadap perusahaan sub sektor alas kaki serta tekstil dan garmen yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017–2022, penelitian ini membuktikan bahwa kondisi *financial distress* pada industri yang mengalami tekanan struktural dapat diprediksi melalui konfigurasi variabel fundamental keuangan secara kolektif.

Secara parsial, profitabilitas yang rendah terbukti memperburuk kondisi kesulitan keuangan, mengingat ketidakmampuan perusahaan menghasilkan laba secara berkelanjutan akan menggerus ketahanan modal internal dan memperlemah fondasi operasional perusahaan. *Leverage* yang berlebihan juga terbukti memperbesar risiko kesulitan keuangan, karena penggunaan utang yang melampaui kapasitas optimal menciptakan beban kewajiban yang progresif dan menekan fleksibilitas keuangan jangka pendek maupun jangka panjang. Ukuran perusahaan yang besar, dalam konteks industri yang sedang tertekan, justru memperparah kondisi *financial distress* karena pengelolaan aset yang tidak efisien akan mengkonversi kapasitas aset menjadi beban struktural, bukan menjadi keunggulan kompetitif. Sementara itu, suku bunga terbukti tidak memiliki kekuatan prediktif yang signifikan terhadap kondisi kesulitan keuangan dalam konteks penelitian ini, mengindikasikan bahwa faktor internal perusahaan jauh lebih dominan dalam menentukan ketahanan finansial dibandingkan tekanan suku bunga eksternal.

Secara simultan, keseluruhan variabel yang diuji terbukti relevan dalam menjelaskan variasi kondisi *financial distress*, yang mengindikasikan bahwa kesulitan keuangan merupakan fenomena multidimensional yang tidak dapat dijelaskan oleh satu faktor tunggal. Temuan ini memperkuat argumen bahwa manajemen keuangan yang efektif memerlukan pendekatan holistik yang mengintegrasikan pengelolaan profitabilitas, struktur modal, efisiensi aset, dan kepekaan terhadap kondisi makroekonomi.

Implikasi Manajerial

Dari perspektif manajemen keuangan, temuan ini mengandung implikasi strategis yang signifikan bagi berbagai pemangku kepentingan. Bagi manajemen perusahaan, perbaikan kinerja profitabilitas harus menjadi prioritas utama melalui program efisiensi operasional yang sistemis, pengoptimalan rotasi aset, dan diversifikasi sumber pendapatan guna memperkuat kemampuan

pembiayaan internal. Restrukturisasi struktur modal perlu dilakukan secara terencana dengan menurunkan ketergantungan terhadap utang eksternal dan meningkatkan proporsi ekuitas, sehingga risiko gagal bayar dapat diminimalkan. Optimalisasi pengelolaan aset melalui strategi *asset utilization* yang terukur merupakan langkah kritis agar kapasitas aset yang besar dapat dikonversi menjadi nilai tambah finansial yang nyata.

Bagi investor dan calon investor, profil risiko *financial distress* suatu perusahaan perlu dipertimbangkan secara seksama dalam proses analisis investasi, dengan memperhatikan secara integratif kondisi profitabilitas, struktur modal, dan efisiensi pengelolaan aset sebagai indikator utama ketahanan finansial. Bagi regulator dan otoritas pasar modal, temuan ini dapat dijadikan acuan dalam pengembangan kerangka peringatan dini (*early warning system*) berbasis indikator fundamental keuangan sektoral.

Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk memperluas cakupan variabel dengan memasukkan indikator likuiditas, arus kas operasional, dan nilai tukar sebagai determinan tambahan, serta mengeksplorasi model prediksi *financial distress* alternatif seperti model Grover, Zmijewski, dan Ohlson untuk meningkatkan robustitas temuan.

F. DAFTAR PUSTAKA

- Akmalia, A. (2020). Pengaruh Struktur Modal, Struktur Aset Dan Profitabilitas Terhadap Potensi Terjadinya Financial Distress Perusahaan. *Business Management Analysis Journal (BMAJ)*, 3(1), 1–21. <https://doi.org/10.24176/bmaj.v3i1.4613>
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- Amanda, Y., & Tasman, A. (2019). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Sales Growth dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ecogen*, 2(3), 453.
- Amin, M. F. Al, & Hidayah, R. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Inflasi dan Suku Bunga terhadap Financial Distress dalam Masa Pandemi Covid-19. *Syntax Literate; Jurnal Ilmiah Indonesia*, 8(7), 4868–4881.
- Asmeri, R., Meriyani, & Muliani, U. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Suku Bunga Dan Inflasi Terhadap Financial Distress. *Jurnal Pengembangan Ilmu Akuntansi & Keuangan*, 4(4), 947–958.
- Ayu, A. S., Handayani, S. R., & Topowijono, T. (2017). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress. *Jurnal Administrasi Bisnis S1 Universitas Brawijaya*, 43(1), 138–147.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Cempaka, P. A., & Simatupang, F. S. (2025). Sustainability-Driven Valuation: The Role of Capital Structure and Profitability in Firm Value with Corporate Social Responsibility as A Moderator. *Indonesian Journal of Strategic Management*, 8(2), 1-10.
- Christine, D., et al. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Total Arus Kas dan Ukuran Perusahaan terhadap Financial Distress. *Jesya (Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah)*, 2(2), 340–350.
- Dewi, N. L. P. A., Endiana, I. D. M., & Arizona, I. P. E. (2019). Pengaruh Rasio Likuiditas, Rasio Leverage Dan Rasio Profitabilitas Terhadap Financial Distress. *Kumpulan Hasil Riset Mahasiswa Akuntansi*, 1(1), 322–333.
- Hendrawan, Y., et al. (2022). Pengaruh Indikator Makroekonomi Dan Kinerja Keuangan Terhadap Financial Distress. *Jurnal GeoEkonomi*, 13(2), 195–210.
- Hidayat, M. A., & Meiranto, W. (2014). Prediksi Financial Distress Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(3), 1–11.
- Indriani, E., & Mildawati, T. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Aktivitas, Likuiditas, Leverage Dan Arus Kas Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8(4), 1–21.
- 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.
- Kristanti, F. T. (2019). Financial Distress. *Intelegencia Media*.
- Maulana, J., & Suhartati, S. (2022). Pengaruh Return On Asset (ROA) dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress. *LAND JOURNAL*, 3(1), 102–113.

- Mishkin, F. S. (2016). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (11th ed.). Pearson.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592.
- 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.
- Prastyatini, S. L. Y., & Novikasari, E. (2023). Pengaruh Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress. *Ekonomis: Journal of Economics and Business*, 7(1), 109.
- Priyatnasari, S., & Hartono, U. (2019). Rasio Keuangan, Makroekonomi Dan Financial Distress. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 7(4), 1005–1016.
- Pujianty, I., & Khairunnisa, K. (2021). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Inflasi Dan Nilai Tukar Terhadap Financial Distress. *E-Proceeding of Management*, 8(5), 5219–5226.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2019). *Corporate Finance: Core Principles and Applications* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Runis, A., et al. (2021). The Influence of Liquidity, Leverage, Company Size and Profitability on Financial Distress. *International Journal of Business and Social Science Research*, 11–17.
- Sandi, T. K., & Amanah, L. (2019). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Variabel Ekonomi Makro terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8(6), 1–18.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Sudaryo, Y., et al. (2020). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Leverage, Ukuran Perusahaan Dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Kondisi Financial Distress. *Ekonomi: Jurnal Ekonomi, Akuntansi & Manajemen*, 1(2), 87–100.
- Suryani, S. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Sales Growth dan Ukuran Perusahaan terhadap Financial Distress. *Jurnal Online Insan Akuntansi*, 5(2), 229–244.
- Susilawati, D., Sofianty, D., & Sukarmanto, E. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Leverage terhadap Financial Distress. *Prosiding Akuntansi*, 3(2), 208–214.
- Widhiari, N. L. M. A., & Merkusiwati, N. K. L. A. (2015). Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Operating Capacity, Dan Sales Growth Terhadap Financial Distress. *E-Jurnal Akuntansi*, 11, 456–469.
- Wulandari, V. S., & Fitria, A. (2019). Pengaruh Kinerja Keuangan, Pertumbuhan Penjualan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8(1), 1–19.