

WORKSHEET : Jurnal Akuntansi

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Dharmawangsa
ISSN (Print): 2808 – 8557 ISSN (Online): 2808 – 8573
Volume. 5 Nomor. 2, April 2026

DETERMINASI FINANCIAL DISTRESS PADA PERUSAHAAN FARMASI DI INDONESIA

Trixi Farhan Yaziq ¹⁾; Nining Ika Wahyuni ²⁾; Oktaviani Ari Wardhaningrum ^{3*)}

1). Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jember
email: trixifarhanyazid@gmail.com

2). Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jember
email: nining.feb@unej.ac.id

3). Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jember
email: oktaviani.ariw@unej.ac.id

*Corresponding email: oktaviani.ariw@unej.ac.id

Abstract

The volatility experienced by pharmaceutical companies during and after the COVID-19 pandemic has intensified operational and financial pressures, raising concerns regarding financial sustainability and the potential for financial distress. This study aims to analyze the effect of profitability, leverage, and liquidity on financial distress in pharmaceutical sub-sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2020–2024 period. Employing a quantitative approach with an associative causal design, the research uses purposive sampling to obtain 11 companies with 55 firm-year observations. Financial distress is measured using the Altman Z-Score Model, while profitability, leverage, and liquidity are represented by Return on Equity (ROE), Long-Term Debt to Equity Ratio (LDER), and Cash Ratio (CAR). Panel data regression with the Fixed Effect Model (FEM) and robust standard errors is applied to analyze the relationships among variables. The results reveal that profitability and leverage do not significantly affect financial distress, whereas liquidity has a significant negative effect, indicating that firms with stronger short-term liquidity are less exposed to financial instability. These findings imply that maintaining adequate liquidity is a key strategy for enhancing financial resilience in the pharmaceutical industry, especially in periods of heightened uncertainty.

Keyword: Financial Distress; Leverage; Liquidity; Profitability

PENDAHULUAN

Kestabilan ekonomi nasional pada periode pascapandemi COVID-19 menuntut perusahaan untuk mampu menjaga kesehatan finansial agar tetap beroperasi secara berkelanjutan dan terhindar dari kondisi *financial distress*. *Financial distress* merupakan kondisi ketika perusahaan mengalami tekanan keuangan yang menyebabkan penurunan kemampuan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang, yang pada akhirnya dapat mengarah pada kebangkrutan apabila tidak ditangani dengan tepat (Rosadah, 2020). Isu ini menjadi semakin penting mengingat dampaknya tidak hanya pada keberlangsungan perusahaan, melainkan juga pada kepercayaan investor, stabilitas industri, serta kontribusinya terhadap perekonomian nasional. Sektor yang sangat terdampak dan memiliki potensi risiko *financial distress* yang cukup tinggi adalah industri farmasi, terutama karena karakteristik sektor ini yang bergantung pada impor bahan baku, sensitif terhadap nilai tukar, dan berorientasi pada kebutuhan medis yang mengalami fluktuasi pascapandemi.

Industri farmasi Indonesia pada periode 2020–2024 menunjukkan pergerakan yang fluktuatif. Pada tahun 2020 dan 2021, industri ini mengalami pertumbuhan positif masing-masing sebesar 9,39% dan 9,61% didorong oleh meningkatnya kebutuhan obat dan alat kesehatan pada masa pandemi (Kemenperin, 2021). Namun, memasuki periode pascapandemi, terjadi penurunan signifikan hingga hanya 0,69% pada 2022 dan 0,11% pada 2023. Penurunan

tersebut disebabkan oleh gejala normalisasi konsumsi obat, kenaikan biaya bahan baku impor, serta terganggunya rantai pasok global (Annisa et al., 2025). Pemulihan mulai tampak pada 2024 melalui strategi diversifikasi bahan baku dan efisiensi produksi dengan pertumbuhan mencapai 5,86% (Maulida et al., 2025). Kondisi tersebut menggambarkan bahwa perusahaan farmasi menghadapi tekanan operasional dan finansial yang tidak stabil, sehingga rentan memasuki kondisi *financial distress*.

Ketidakstabilan tersebut terlihat dari perbedaan kondisi finansial antar perusahaan berdasarkan Altman Z-score. PT Phapros Tbk memiliki nilai Z-score 1,66 yang menunjukkan posisi distress dan risiko kebangkrutan yang tinggi. PT Kimia Farma Tbk berada pada kategori grey area dengan Z-score 2,17, menandakan potensi tekanan keuangan jika tidak dilakukan strategi pembenahan. Sementara itu, PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk memiliki Z-score 20,68 yang mencerminkan kinerja keuangan sangat sehat. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa faktor internal seperti profitabilitas, leverage, dan likuiditas memainkan peran penting dalam menentukan ketahanan finansial perusahaan (Primasari, 2017).

Namun demikian, penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak konsisten mengenai pengaruh ketiga faktor tersebut terhadap *financial distress*. Pada variabel profitabilitas, beberapa studi menemukan pengaruh negatif signifikan (Kartika & Hasanudin, 2019; Sofyan & Mahroji, 2024), sementara penelitian lainnya menemukan pengaruh positif signifikan atau bahkan tidak signifikan (Aprilia & Fauzan, 2025; Asmarani & Purbawati, 2020). Variabel leverage juga menunjukkan temuan yang beragam, mulai dari pengaruh positif signifikan (Antoniawati & Purwohandoko, 2022; Aprilia & Fauzan, 2025), pengaruh negatif signifikan (Wijaya & Suhendah, 2023), hingga tidak signifikan (Amalia & Trisaningsih, 2023). Variabel likuiditas pun tidak konsisten, di mana beberapa penelitian menemukan pengaruh negatif signifikan (Kartika & Hasanudin, 2019; Asmarani & Purbawati, 2020), sementara penelitian lain menemukan pengaruh positif signifikan (Wijaya & Suhendah, 2023) atau tidak signifikan (Antoniawati & Purwohandoko, 2022). Ketidakkonsistenan ini menunjukkan adanya *empirical gap* yang penting untuk diteliti kembali, khususnya dalam konteks industri farmasi pascapandemi yang mengalami dinamika unik.

Secara teoretis, penelitian ini berlandaskan pada *Pecking Order Theory* yang menjelaskan urutan preferensi pendanaan perusahaan berdasarkan tingkat asimetri informasi (Myers & Majluf, 1984). Menurut teori ini, perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal sebelum mengambil utang atau menerbitkan saham baru. Teori ini relevan dalam menjelaskan hubungan antara profitabilitas, leverage, dan likuiditas dengan risiko *financial distress*.

Profitabilitas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktivitas operasional (Hasan, 2021). Semakin tinggi tingkat profitabilitas, semakin kuat posisi keuangan perusahaan karena laba yang dihasilkan dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional tanpa bergantung pada pembiayaan eksternal. Berdasarkan *Pecking Order Theory*, perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi lebih cenderung menggunakan dana internal dibandingkan utang, sehingga risiko tekanan keuangan dapat diminimalkan. Dalam konteks pengukuran menggunakan *Altman Z-Score*, peningkatan profitabilitas akan menaikkan nilai *Z-Score*, yang menandakan kondisi keuangan perusahaan semakin sehat. Sebaliknya, profitabilitas yang rendah menurunkan nilai *Z-score* dan menunjukkan meningkatnya potensi *financial distress*. Hasil penelitian Kartika & Hasanudin (2019) dan Sofyan & Mahroji (2024) mendukung temuan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Profitabilitas tinggi mengurangi kebutuhan dana eksternal sehingga menurunkan risiko tekanan keuangan.

Sebaliknya, leverage tinggi meningkatkan beban kewajiban yang dapat memicu financial distress. *Leverage* menggambarkan sejauh mana perusahaan membiayai asetnya dengan menggunakan utang dibandingkan modal sendiri (Febriyani & Rifkhan, 2024). Semakin tinggi proporsi utang, semakin besar pula kewajiban bunga dan pokok yang harus dibayar, sehingga meningkatkan tekanan keuangan. Berdasarkan *Pecking Order Theory*, perusahaan yang kekurangan dana internal cenderung meningkatkan utang, yang dapat memperbesar risiko *financial distress*. Dalam konteks *Altman Z-Score*, kenaikan *leverage* cenderung menurunkan nilai *Z-score* karena peningkatan beban utang mengurangi fleksibilitas keuangan perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian (Dwiantari *et al.*, 2021; Saudicha & Kautsar, 2024) yang menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap *financial distress* semakin tinggi *leverage*, semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan.

Likuiditas yang memadai menjadi *buffer* penting terhadap ketidakpastian keuangan dan mendukung stabilitas jangka pendek. Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek menggunakan aset lancar yang dimiliki (Hamdani *et al.*, 2018). Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi memiliki kemampuan kas yang cukup untuk menutupi kewajiban, sehingga mampu menghindari tekanan keuangan jangka pendek. Berdasarkan *Pecking Order Theory*, perusahaan dengan likuiditas baik akan lebih mengandalkan dana internal untuk operasional, yang pada akhirnya mengurangi ketergantungan terhadap utang eksternal. Dalam konteks *Altman Z-Score*, meningkatnya likuiditas akan menaikkan nilai *Z-score* dan menunjukkan kondisi keuangan yang semakin sehat, sedangkan likuiditas rendah menurunkan nilai *Z-score* dan memperbesar risiko *financial distress*. Hasil penelitian Asmarani & Purbawati (2020) dan Susanti *et al.* (2020) membuktikan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, kerangka konseptual penelitian ini mengarah pada tiga hipotesis utama, yaitu:

H1: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

H2: *Leverage* berpengaruh positif terhadap *financial distress*.

H3: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Hipotesis ini menjadi dasar analisis dalam memahami faktor-faktor yang menentukan ketahanan finansial perusahaan farmasi pada periode pascapandemi.

Berdasarkan urgensi dan empirical gap tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh profitabilitas, leverage, dan likuiditas terhadap financial distress pada perusahaan sub-sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024. Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi akademik berupa penguatan literatur mengenai determinan financial distress, serta kontribusi praktis bagi manajemen perusahaan dalam merumuskan strategi pengelolaan keuangan dan mitigasi risiko agar perusahaan mampu bertahan menghadapi ketidakpastian ekonomi pada masa mendatang.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausal-asosiatif. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan sub-sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2020–2024. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: (1) perusahaan secara konsisten terdaftar di BEI selama periode 2020–2024, (2) perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan tahunan secara lengkap selama periode penelitian, dan (3) perusahaan yang memiliki data yang cukup untuk menghitung variabel penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 11 perusahaan sebagai sampel, menghasilkan 55 data panel observasi (11 perusahaan × 5 tahun). Jumlah ini dinilai memadai

untuk analisis regresi data panel, sebagaimana dinyatakan Jenkins & Quintana-Ascencio (2020), minimum N = 25 sudah cukup untuk menghasilkan inferensi yang stabil dalam regresi, sehingga jumlah observasi 55 cukup memadai.

Tabel 1. Kriteria Sampel Penelitian

Kriteria Sampel	Jumlah
Perusahaan sub-sektor farmasi yang terdaftar di BEI (2020–2024)	15
Pengurangan sampel karena data tidak lengkap	(4)
Sampel akhir	11
Periode penelitian	5 tahun
Jumlah observasi	55

Sumber: Data yang telah diolah, 2025

Analisis statistik dilakukan dengan menggunakan software EViews 13 dengan pendekatan *Fixed Effect Model* (FEM) dan *robust standard errors*. Uji yang dilakukan meliputi: Analisis deskriptif, Uji asumsi klasik (normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi), dan Uji hipotesis menggunakan uji F, uji t, dan koefisien determinasi (R^2).

Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$$

$$FD = \alpha + \beta_1 PROF + \beta_2 LEV + \beta_3 LIK + \varepsilon$$

Keterangan:

- α = Konstanta
- β = Koefisien regresi
- ε = Error term

Tabel 2. Variabel Operasional

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Sumber
<i>Financial distress</i> (Y)	Kondisi potensi kebangkrutan yang diukur dengan <i>Altman Z-Score</i>	$Z'' \text{ Score} = 6,56T1 + 3,26T2 + 6,72T3 + 1,05T4$	Altman (1968)
Profitabilitas (X1)	Kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari ekuitas	ROE = Laba Bersih / Ekuitas	Ridha <i>et al.</i> (2019)
<i>Leverage</i> (X2)	Tingkat utang jangka panjang terhadap ekuitas	LDER = Utang Jangka Panjang / Ekuitas	Febriyani & Rifkhan (2024)
Likuiditas (X3)	Kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek dengan kas	CAR = Kas / Kewajiban Lancar	Hasan (2021)

Sumber: Data yang telah diolah, 2025

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran awal mengenai variabel dependen dan independen yang digunakan dalam penelitian ini. Analisis dilakukan terhadap 55 observasi dari 11 perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI selama periode 2020–2024. Statistik ini mencerminkan distribusi dan variasi rasio keuangan, yaitu *financial distress* (*Z-Score*), profitabilitas (ROE), *leverage* (LDER), dan likuiditas (CAR).

Tabel 3. Statistik Deskriptif

	Z SCORE	ROE	LDER	CAR
Mean	5,787658	0,032158	0,440986	0,680416
Median	4,015446	0,132026	0,080096	0,477315
Maximum	25,84104	0,896596	5,355113	1,991680
Minimum	-7,359170	-4,962305	-0,413968	0,006710
Std. Dev.	6,729003	0,720657	0,963796	0,593383
Skewness	1,418348	-6,197337	3,343055	0,800441
Kurtosis	4,946315	43,59190	15,22758	2,316776
Jarque-Bera	27,12185	4128,048	445,0826	6,942869
Probability	0,000001	0,000000	0,000000	0,031072
Sum	318,3212	1,768698	24,25423	37,42289
Sum Sq. Dev.	2445,092	28,04472	50,16075	19,01359
Observations	55	55	55	55

Sumber: Output EViews 13, 2025

Variabel *Z-score* memiliki nilai rata-rata sebesar 5.7877, yang menunjukkan bahwa secara umum, perusahaan farmasi dalam sampel berada dalam kondisi keuangan yang sehat dan tidak berada dalam risiko distress yang langsung. Nilai maksimum *Z-score* sebesar 25.8410 menunjukkan bahwa beberapa perusahaan berada dalam posisi keuangan yang sangat kuat, sedangkan nilai minimum -7.3592 mencerminkan masalah keuangan yang parah pada perusahaan lainnya. Standar deviasi yang relatif tinggi (6.7290) menunjukkan adanya variasi besar dalam kondisi keuangan antar perusahaan dalam sampel.

Variabel profitabilitas yang diukur dengan ROE memiliki rata-rata sebesar 0.0322 (3.22%). Hasil ini menunjukkan bahwa sektor ini cenderung menghasilkan pengembalian ekuitas yang relatif rendah. Nilai minimum negatif -4.9623 menunjukkan bahwa beberapa perusahaan mengalami kerugian keuangan yang signifikan, sementara nilai maksimum 0.8966 menunjukkan bahwa perusahaan lain mampu mencapai profitabilitas yang sangat tinggi. Jarak yang besar antara nilai minimum dan maksimum menyoroti perbedaan kemampuan menghasilkan laba dari perusahaan-perusahaan di sub-sektor farmasi.

Variabel *leverage* (LDER) menunjukkan rata-rata sebesar 0.4410, yang berarti bahwa secara umum perusahaan membiayai kurang dari setengah ekuitasnya dengan utang jangka panjang. Namun, nilai maksimum sebesar 5.3551 menunjukkan bahwa beberapa perusahaan sangat bergantung pada utang, yang dapat meningkatkan risiko keuangan mereka. Sebaliknya, nilai minimum -0.4139 menunjukkan adanya kasus di mana ekuitas melebihi total kewajiban, mencerminkan solvabilitas yang lebih kuat. Temuan ini menunjukkan bahwa *leverage* sangat bervariasi antar perusahaan, memengaruhi ketahanan mereka terhadap *financial distress*.

Variabel likuiditas (CAR) memiliki nilai rata-rata 0.6804, yang berada di bawah tolok ukur ideal sebesar 1. Temuan ini menunjukkan bahwa secara umum, perusahaan farmasi menghadapi kesulitan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dengan aset likuid mereka. Nilai minimum CAR sebesar 0.0067 menunjukkan perusahaan dalam posisi likuiditas yang sangat lemah, sementara nilai maksimum 1.9917 menunjukkan bahwa beberapa perusahaan menjaga cadangan kas atau aset setara kas yang cukup untuk menutupi kewajiban lancar.

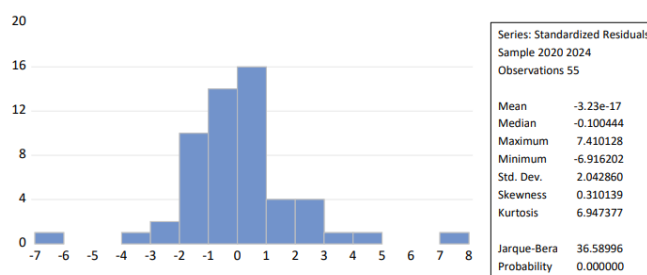
Standar deviasi sebesar 0.5934 menunjukkan variasi sedang dalam kondisi likuiditas di antara perusahaan dalam sampel.

Secara keseluruhan, statistik deskriptif menyoroti adanya heterogenitas kondisi keuangan di sub-sektor farmasi selama tahun 2020–2024. Meskipun beberapa perusahaan menunjukkan kondisi keuangan yang kuat, perusahaan lainnya menghadapi tantangan dalam aspek profitabilitas, *leverage*, dan likuiditas yang meningkatkan risiko *financial distress*. Variasi ini menekankan pentingnya analisis regresi untuk mengevaluasi bagaimana faktor-faktor internal tersebut secara bersama-sama memengaruhi stabilitas keuangan.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan menggunakan statistik Jarque-Bera.



Gambar 1. Hasil Uji Normalitas

Sumber: Hasil output EViews 13, 2025

Nilai probabilitas sebesar 0.000000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05, yang berarti residual tidak berdistribusi normal. Namun demikian, dalam regresi data panel dengan lebih dari 30 observasi, ketidakterpenuhan asumsi normalitas tidak secara kritis memengaruhi estimator karena adanya *Central Limit Theorem* (Koh & Ahad, 2020). Oleh karena itu, model tetap valid untuk pengujian hipotesis.

Uji Multikolinearitas

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	1,089567	3,449583	NA
ROE	1,392308	2,252249	2,247691
LDER	0,820419	2,874043	2,368918
CAR	0,997605	2,554122	1,091875

Sumber: Hasil output EViews 13, 2025

Uji multikolinearitas dilakukan dengan pendekatan *Variance Inflation Factor* (VIF). Hasil menunjukkan bahwa ROE memiliki VIF sebesar 2.247691, LDER sebesar 2.368918, dan CAR sebesar 1.091875. Karena semua nilai berada di bawah ambang batas kritis 10, maka model regresi bebas dari masalah multikolinearitas. Hal ini menunjukkan tidak adanya korelasi linier yang kuat antar variabel independen, dan masing-masing variabel memberikan kontribusi independen dalam menjelaskan variabel dependen. Dengan demikian, model regresi valid dalam hal multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 5. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6,314487	2,549441	2,476812	0,0166
ROE	1,228126	2,881946	0,426145	0,6718
LDER	-0,226726	2,212260	-0,102486	0,9188
CAR	-3,169527	2,439481	-1,299263	0,1997
R-squared	0,037610	Mean dependent var		4,097401
Adjusted R-squared	-0,019002	S.D. dependent var		10,08453
S.E. of regression	10,17989	Akaike info criterion		7,548652
Sum squared resid	5285,138	Schwarz criterion		7,694640
Log likelihood	-203,5879	Hannan-Quinn criter.		7,605107
F-statistic	0,664350	Durbin-Watson stat		0,668994
Prob(F-statistic)	0,577811			

Sumber: Hasil output EViews 13, 2025

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan metode *Breusch–Pagan* LM. Berdasarkan Tabel 5, nilai R^2 adalah 0,037610 dengan jumlah observasi 55 dan jumlah variabel bebas 3. Statistik LM dihitung sebagai $R^2 \times n = 2,07$. Jika dibandingkan dengan nilai tabel Chi-Square sebesar 7,815 pada tingkat signifikansi 5% dan derajat kebebasan 3, maka statistik LM lebih kecil ($2,07 < 7,815$). Ini menandakan model regresi tidak mengalami heteroskedastisitas, artinya varians residual konstan di seluruh observasi sehingga estimasi regresi efisien dan dapat dipercaya.

Uji Autokorelasi

Tabel 6. Hasil Uji Autokorelasi

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0,184662	0,255465	-0,722846	0,4738
RESID LAG	0,368955	0,138257	2,668622	0,0108
R-squared	0,144978	Mean dependent var		-0,143025
Adjusted R-squared	0,124620	S.D. dependent var		1,807790
S.E. of regression	1,691400	Akaike info criterion		3,933379
Sum squared resid	120,1550	Schwarz criterion		4,014478
Log likelihood	-84,53434	Hannan-Quinn criter.		3,963454
F-statistic	7,121545	Durbin-Watson stat		1,465235
Prob(F-statistic)	0,010778			

Sumber: Output EViews 13, 2025

Uji Wooldridge digunakan untuk memeriksa keberadaan autokorelasi pada regresi data panel (Croissant & Millo, 2018). Hasil uji menunjukkan nilai F-statistik sebesar 7,121545 dengan nilai probabilitas 0,0108. Karena nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0,05, ini menunjukkan bahwa autokorelasi ada dalam model regresi. Keberadaan autokorelasi berarti residual tidak independen dari waktu ke waktu, yang dapat menyebabkan standar error menjadi bias (D'Adamo, 2019). Untuk mengatasi masalah ini, penelitian menggunakan standar error robust (*White cross-section*) untuk memperbaiki autokorelasi (Yoon & Galvao, 2020). Hal ini sejalan dengan Bai *et al.* (2020), yang menekankan pentingnya metode *inference* yang *robust* dalam data panel agar struktur asli data tetap terjaga namun hasil tetap konsisten. Dengan penyesuaian ini, hasil estimasi dapat dianggap konsisten dan dapat diandalkan untuk pengujian hipotesis.

Analisis Regresi Data Panel

Tabel 7. Hasil Uji Regresi Data Panel (Fixed Effect Model – Robust)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4,515002	0,808355	5,585418	0,0050
ROE	-0,872063	0,653689	-1,334065	0,2531
LDER	-0,463616	0,843185	-0,549839	0,6117
CAR	2,212098	0,724125	3,054858	0,0378
R-squared	0,907833	Mean dependent var		5,787658
Adjusted R-squared	0,878609	S.D. dependent var		6,729003
S.E. of regression	2,344464	Akaike info criterion		4,757321
Sum squared resid	225,3571	Schwarz criterion		5,268278
Log likelihood	-116,8263	Hannan-Quinn criter.		4,954912
F-statistic	31,06494	Durbin-Watson stat		0,990519
Prob(F-statistic)	0,000000			

Sumber: Output EViews 13, 2025

Model regresi yang diperoleh dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$Z\text{-Score}_{it} = 4,515 - 0,872 \text{ ROE}_{it} - 0,464 \text{ LDER}_{it} + 2,212 \text{ CAR}_{it} + e_{it}$$

Interpretasi Hasil Regresi

1. Konstanta sebesar 4,515 menunjukkan nilai rata-rata *Z-score* ketika seluruh variabel independen berada pada angka nol. Nilai ini menandakan bahwa, perusahaan farmasi berada pada kondisi keuangan yang cukup sehat secara baseline.
2. Profitabilitas (ROE) memiliki koefisien negatif sebesar -0,872, namun tidak signifikan secara statistik ($p = 0,253$). Hal ini menunjukkan bahwa meskipun terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dan *Z-Score*, pengaruh tersebut tidak cukup kuat secara statistik. Artinya, profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*.
3. *Leverage* (LDER) juga menunjukkan koefisien negatif sebesar -0,464, dan tidak signifikan ($p = 0,612$). Ini berarti peningkatan *leverage* cenderung menurunkan nilai *Z-Score*, yang dapat diartikan sebagai peningkatan risiko *financial distress*, namun pengaruhnya tidak signifikan.
4. Likuiditas (CAR) menunjukkan koefisien positif sebesar 2,212 dan signifikan pada tingkat 5% ($p = 0,038$). Ini mengindikasikan bahwa setiap peningkatan rasio likuiditas akan meningkatkan nilai *Z-score* perusahaan. Karena nilai *Z-score* yang lebih tinggi mencerminkan kondisi keuangan yang lebih sehat, maka dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Tabel 8. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

Statistik	Nilai
R-squared	0,8972
Adjusted R-squared	0,8786

Sumber: Output EViews 13, 2025

Nilai Adjusted R² sebesar 0.8786 menunjukkan bahwa sebesar 87,86% variasi pada variabel *financial distress* (*Z-Score*) dapat dijelaskan oleh profitabilitas, *leverage*, dan likuiditas. Sementara 12,14% sisanya dijelaskan oleh faktor lain di luar model, seperti efisiensi

operasional, struktur biaya, maupun kondisi makroekonomi. Nilai ini menandakan bahwa model memiliki daya jelas yang sangat kuat.

Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Tabel 9. Hasil Uji F

Statistik	Nilai
F-statistik	31,065
Prob(F-statistic)	0,0000

Sumber: Output EViews 13, 2025

Nilai Prob(F) sebesar $0.0000 < 0.05$ menunjukkan bahwa profitabilitas, *leverage*, dan likuiditas secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Hal ini berarti model regresi layak digunakan untuk menjelaskan hubungan antar variabel yang diteliti.

Uji Signifikansi Parsial (Uji t)

Tabel 10. Hasil Uji t (Parsial)

Variabel	t-Statistik	Probabilitas	Kesimpulan
ROE	-1,334	0,253	Tidak Signifikan
LDER	-0,550	0,612	Tidak Signifikan
CAR	3,055	0,038	Signifikan

Sumber: Output EViews 13, 2025

Berdasarkan tabel di atas, dapat dijelaskan hasil uji t sebagai berikut:

1. Profitabilitas (ROE)

Nilai t-hitung untuk variabel ROE sebesar $-1,334 < t\text{-tabel } 1,675$ dengan nilai signifikansi (*p-value*) sebesar $0,253 > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan farmasi selama periode penelitian. Artinya, perubahan ROE, baik peningkatan maupun penurunan, tidak berdampak signifikan terhadap kondisi keuangan perusahaan yang diukur menggunakan *Z-Score*.

2. Variabel *Leverage* (LDER)

Hasil uji t menunjukkan bahwa variabel *leverage* memiliki t-hitung sebesar $-0,550 < t\text{-tabel } 1,675$ dengan nilai signifikansi $0,612 > 0,05$. Ini mengindikasikan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Dengan demikian, perubahan rasio utang jangka panjang terhadap ekuitas belum cukup mampu menjelaskan perubahan kondisi keuangan perusahaan farmasi yang diamati.

3. Variabel Likuiditas (CAR)

Variabel likuiditas yang diukur dengan *cash ratio* memiliki t-hitung sebesar $3,055 > t\text{-tabel } 1,675$ dan nilai signifikansi $0,038 < 0,05$. Hasil ini menunjukkan bahwa Likuiditas (CAR) berpengaruh positif terhadap *Z-Score*, karena *Z-score* berbanding terbalik dengan *financial distress*, maka secara tidak langsung Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Artinya, semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan, maka semakin tinggi juga nilai *Z-score* yang mencerminkan kondisi keuangan semakin sehat dan semakin menurunkan risiko *financial distress*.

Interpretasi dan Pembahasan

Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Financial distress*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa profitabilitas yang diukur dengan ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan farmasi di BEI periode 2020–2024. Nilai koefisien negatif $-0,872$ dan p-value sebesar $0,253$ menandakan hubungan yang tidak signifikan secara statistik. Oleh karena itu, hipotesis bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial distress* ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas saja belum cukup menjadi indikator utama dalam mengantisipasi risiko keuangan perusahaan farmasi dalam konteks penelitian ini.

Secara teoritis, *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung menggunakan dana internal untuk mengurangi ketergantungan pada pembiayaan eksternal, sehingga menurunkan risiko *financial distress*. Namun, dalam industri farmasi yang padat modal, berjangka panjang, dan regulasi ketat, laba perusahaan mungkin dialokasikan untuk ekspansi, pengembangan produk, atau pembagian dividen. Tekanan eksternal seperti pandemi COVID-19 dan gangguan rantai pasok turut mengurangi peran profitabilitas dalam menjaga kesehatan keuangan.

Temuan ini konsisten dengan penelitian Asmarani & Purbawati (2020) yang juga menemukan bahwa laba perusahaan belum terbukti secara signifikan mengurangi risiko kesulitan keuangan di beberapa industri. Namun, hasil ini berbeda dengan penelitian Kartika & Hasanudin (2019) dan Sofyan & Mahroji (2024) yang menunjukkan pengaruh negatif signifikan profitabilitas terhadap *financial distress*. Perbedaan tersebut mengindikasikan bahwa pengaruh profitabilitas sangat bergantung pada karakteristik industri, strategi manajemen, dan kondisi operasional perusahaan.

Pengaruh *Leverage* Terhadap *Financial distress*

Pengujian variabel *leverage* (LDER) menunjukkan koefisien $-0,464$ dengan p-value sebesar $0,612$, sehingga pengaruh *leverage* terhadap *financial distress* tidak signifikan. Hipotesis yang menyatakan *leverage* berpengaruh positif terhadap risiko *financial distress* ditolak pada sampel perusahaan farmasi di BEI selama 2020–2024. Nilai t-statistik yang rendah memperkuat kesimpulan bahwa *leverage* tidak menjadi faktor utama dalam menentukan kesehatan keuangan perusahaan farmasi pada periode tersebut.

Menurut *Pecking Order Theory*, *leverage* yang tinggi seharusnya meningkatkan risiko *financial distress* karena beban utang yang harus dilayani. Namun, karakter industri farmasi yang regulatif, permintaan stabil pasca pandemi, dan kemungkinan dukungan pemerintah membuat tekanan utang tidak langsung menurunkan skor kesehatan keuangan. Beberapa perusahaan juga tampaknya mengelola rasio utang dan ekuitas dengan konservatif sehingga *leverage* tidak berdampak signifikan terhadap risiko distress.

Penelitian Amalia & Trisnarningsih (2023) mendukung temuan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Sebaliknya, Dwiantari *et al.* (2021) serta Saudicha & Kautsar (2024) menemukan pengaruh positif signifikan antara *leverage* dan risiko *financial distress*. Perbedaan hasil ini menunjukkan bahwa hubungan *leverage* dan *financial distress* bergantung pada konteks industri, regulasi, dan pengelolaan struktur modal perusahaan. Dalam konteks perusahaan farmasi Indonesia periode 2020–2024, *leverage* tidak menjadi faktor dominan risiko *financial distress*.

Pengaruh Likuiditas Terhadap *Financial distress*

Variabel likuiditas yang diukur dengan Cash Ratio (CAR) terbukti memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap *Z-Score*, dengan koefisien $2,212$ dan p-value $0,038$. Ini menunjukkan bahwa likuiditas yang lebih tinggi meningkatkan kesehatan keuangan dan

menurunkan risiko *financial distress* perusahaan farmasi di BEI pada periode 2020–2024. Dengan demikian, hipotesis bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap risiko *financial distress* diterima.

Menurut *Pecking Order Theory*, likuiditas tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan membiayai operasi dan memenuhi kewajiban jangka pendek tanpa bergantung pada utang eksternal. Di industri farmasi, dengan risiko gangguan rantai pasok dan regulasi yang berubah cepat, likuiditas menjadi penyangga utama untuk menghadapi ketidakpastian. Perusahaan dengan likuiditas baik memiliki fleksibilitas keuangan yang lebih besar sehingga mampu mengurangi risiko *financial distress*.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Asmarani & Purbawati (2020) dan Susanti *et al.* (2020) yang menegaskan bahwa likuiditas berkontribusi signifikan dalam menurunkan risiko *financial distress*. Namun, hasil ini berbeda dengan temuan Saudicha & Kautsar (2024), menyatakan tidak menemukan pengaruh signifikan likuiditas terhadap *financial distress*. Dalam konteks perusahaan farmasi Indonesia pasca pandemi, likuiditas muncul sebagai faktor paling krusial dalam menjaga stabilitas keuangan perusahaan.

KESIMPULAN

Kesimpulan dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel profitabilitas yang diukur dengan Return on Equity (ROE) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap risiko *financial distress* pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI selama periode 2020–2024. Temuan ini mengindikasikan bahwa meskipun profitabilitas secara teori berperan penting dalam memperkuat kondisi keuangan perusahaan, dalam konteks industri farmasi yang padat modal dan penuh ketidakpastian eksternal seperti pandemi dan fluktuasi biaya, laba perusahaan belum tentu menjadi faktor utama dalam menjaga stabilitas keuangan. Selanjutnya, variabel *leverage* (LDER) juga tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Hal ini menguatkan pemahaman bahwa struktur modal perusahaan farmasi di Indonesia selama periode tersebut dikelola dengan hati-hati dan mendapat dukungan dari kondisi industri yang stabil serta kebijakan pemerintah, sehingga beban utang jangka panjang tidak secara langsung meningkatkan risiko kesulitan keuangan. Sementara itu, likuiditas (*Cash Ratio*) berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek dan menjaga fleksibilitas keuangan merupakan faktor krusial dalam menjaga kesehatan finansial perusahaan farmasi.

Implikasi utama dari penelitian ini menegaskan pentingnya pengelolaan likuiditas yang baik sebagai strategi utama untuk mengantisipasi risiko keuangan dalam industri farmasi, terutama dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi dan operasional yang tinggi. Penelitian ini memberikan kontribusi keilmuan dengan memperkaya literatur tentang hubungan antara kondisi keuangan perusahaan dan risiko *financial distress* pada sektor farmasi di Indonesia, yang memiliki karakteristik industri khusus dan regulasi ketat. Temuan yang menunjukkan tidak signifikannya pengaruh profitabilitas dan *leverage* juga mengingatkan praktisi dan akademisi bahwa faktor-faktor risiko keuangan dapat bervariasi secara kontekstual dan perlu diperhatikan secara holistik. Dengan demikian, hasil penelitian ini dapat menjadi acuan dalam pengambilan keputusan manajerial dan kebijakan yang lebih tepat untuk meningkatkan ketahanan keuangan perusahaan farmasi di masa depan.

REFERENSI

- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- Amalia, N. N., & Trisnaningsih, S. (2023). Pengaruh Leverage, Likuiditas, Dan Ukuran Perusahaan

- Terhadap Financial Distress. *Jambura Economic Education Journal*, 5(2).
<https://ejournal.ung.ac.id/index.php/jej/index>,
- Annisa, K., Indarti, & Rinayanti. (2025). Pengaruh ROA, DER Dan Inflasi Terhadap Harga Saham Pada Sub Sektor Farmasi. *Baseline: Jurnal Mahasiswa Magister Manajemen*, 2(1), 189–202.
- Antoniawati, A., & Purwohandoko, P. (2022). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage terhadap Financial Distress pada Perusahaan Transportasi yang Terdaftar di BEI Tahun 2018-2020. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(1), 28–38. <https://doi.org/10.26740/jim.v10n1.p28-38>
- Aprilia, R., & Fauzan. (2025). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Dan Leverage Terhadap Financial Distress. *Jurnal Kajian Ekonomi & Bisnis Islam*, 6(2), 955–967. <https://doi.org/10.33747/capital.v5i1.184>
- Asmarani, S. A., & Purbawati, D. L. (2020). Analisis Pengaruh Likuiditas, Leverage dan Profitabilitas Terhadap Financial Distress (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar di BEI Pada Periode Tahun 2014-2018). *Jurnal Ilmu Administrasi Bisnis*, 9(3), 369–379. <https://doi.org/10.14710/jiab.2020.28140>
- Bai, J., Choi, S. H., & Liao, Y. (2020). Standard errors for panel data models with unknown clusters. *Journal of Econometrics*, 240(2). <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2020.08.006>
- Croissant, Y., & Millo, G. (2018). *Panel Data Econometrics with R* (1st ed.). Wiley. https://www.google.co.id/books/edition/Panel_Data_Econometrics_with_R/Uu5oDwAAQBAJ?hl=id&gbpv=1
- D’Adamo, R. (2019). *Cluster-Robust Standard Errors for Linear Regression Models with Many Controls*. <http://arxiv.org/abs/1806.07314>
- Dwiantari, R. A., Gede, L., & Artini, S. (2021). The Effect of Liquidity, Leverage, and Profitability on Financial Distress (Case Study of Property and Real Estate Companies on the IDX 2017-2019). *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, 5(1), 367–373. www.ajhssr.com
- Hamdani, Wahyuni, N. I., Amin, A., & Sulfitra. (2018). Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi Kinerja Keuangan Bank Umum Syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) (Periode 2014-2016). *Jurnal Ekonomi Dan Manajemen Teknologi*, 2(2), 55–109. <https://doi.org/10.35870/emt.v2i2.55>
- Jenkins, D. G., & Quintana-Ascencio, P. F. (2020). A solution to minimum sample size for regressions. *PLoS ONE*, 15(2), 1–15. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0229345>
- Kartika, R., & Hasanudin, H. (2019). Analisis Pengaruh Likuiditas, Leverage, Aktivitas, Dan Profitabilitas Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Terbuka Sektor Infrastruktur, Utilitas, Dan Transportasi Periode 2011-2015. *Oikonomia: Jurnal Manajemen*, 15(1), 1–16. <https://doi.org/10.47313/oikonomia.v15i1.640>
- Kemenperin. (2021). Membangun Kemandirian Industri Farmasi Nasional: Buku Analisis Pembangunan Industri-Edisi II 2021. In *Buku Analisis Pembangunan Industri* (pp. 1–38). <https://www.kemenperin.go.id/download/26388/Buku-Analisis-Industri-Farmasi-2021>
- Koh, K. L., & Ahad, N. A. (2020). Normality for Non-normal Distributions. *Journal of Science and Mathematics Letters*, 8(2), 51–60. <https://doi.org/10.37134/jsml.vol8.2.7.2020>
- Maulida, S., Rahmadani, N., & Latifah, N. (2025). Review Jurnal Strategi Penanganan Keluhan, Penarikan Produk, Dan Inspeksi Diri Dalam Rantai Pasok Industri Farmasi Modern. *Jurnal Cakrawala Ilmiah*, 4(10), 1353–1363.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *National Bureau of Economic Research*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/S0040-4039\(00\)91429-1](https://doi.org/10.1016/S0040-4039(00)91429-1)
- Primasari, N. S. (2017). Analisis Altman Z-Score, Grover Score, Springate, Dan Zmijewski Sebagai Signaling Financial Distress (Studi Empiris Industri Barang-Barang Konsumsi Di Indonesia). *Accounting and Management Journal*, 1(1), 23–43. <https://doi.org/10.33086/amj.v1i1.70>
- Rosadah, D. (2020). *Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Farmasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2019*. www.idnfinancials.com
- Saudicha, M. S., & Kautsar, A. (2024). The Effect of Liquidity, Leverage, Firm Size, Ceo Duality, Political Connection on Financial Distress with Profitability as a Moderating Variable in Property & Real Estate Sector Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange for the Period 2018-

2022. *Journal of Business and Management Review*, 5(3), 215–233. <https://doi.org/10.47153/jbmr53.9312024>
- Sofyan, A. K., & Mahroji. (2024). Pengaruh likuiditas, leverage, dan profitabilitas terhadap financial distress. *Jurnal Kajian Ekonomi & Bisnis Islam*, 5(12), 5530–5545. <https://doi.org/10.32670/fairvalue.v5i3.2459>
- Susanti, N., Latifa, I., & Sunarsi, D. (2020). The Effects of Profitability, Leverage, and Liquidity on Financial Distress on Retail Companies Listed on Indonesian Stock Exchange. *Jurnal Ilmiah Ilmu Administrasi Publik*, 10(1), 45. <https://doi.org/10.26858/jiap.v10i1.13568>
- Widyastuti, I., & Rahayu, S. (2018). Akurasi Potensi Memprediksi Kebangkrutan Metode Altman Z-Score Dan Metode Ohlson O-Score. *ProBank: Jurnal Ekonomi Dan Perbankan*, 3(2), 1–7.
- Wijaya, J., & Suhendah, R. (2023). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Dan Arus Kas Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ekonomi*, 28(2), 177–196. <https://doi.org/10.24912/je.v28i2.1468>
- Yoon, J., & Galvao, A. F. (2020). Cluster robust covariance matrix estimation in panel quantile regression with individual fixed effects. *Quantitative Economics*, 11(2), 579–608. <https://doi.org/10.3982/qe802>