



## Analisis penentu biaya kesulitan keuangan

Hendi<sup>1\*</sup>, Jessica<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup>Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Internasional Batam, Indonesia

\*Corresponding author: [hendi.chan@uib.ac.id](mailto:hendi.chan@uib.ac.id)

### Article Info:

Received : September 2021

Revised : Oktober 2021

Accepted : Oktober 2021

DOI : [10.21067/mbr.v5i2.5927](https://doi.org/10.21067/mbr.v5i2.5927)

Copyright : Management and Business Review

Keywords : Kesulitan keuangan, kebangkrutan, biaya kesulitan keuangan, Bursa Efek Indonesia (BEI), sektoral.

**Abstract:** Empirical studies aims to prove that the selected independent and control variables are indicators of determining the cost of financial distress. The object of research is all public companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) which are classified into 8 (eight) sectors, except for the financial sector. Data analysis uses Panel Regression analysis on secondary data samples obtained from the company's annual financial statements for the period of 2016-2020. The findings found that there is a significant negative effect between change in investment, return on assets and firm size on the cost of financial distress. The variables of probability of financial distress, holding of liquid assets, liquidity ratio, change in employment, leverage, return on equity, tobin's q, average profitability of its sector do not have a significant relationship to the cost of financial distress. Recommendations for future researchers are suggested for future research coverage not to occur during a pandemic. It is advisable for the next research to separate research that occurred during the pandemic period or the time range during normal conditions so that the sample comparison is fairer.

**Abstrak:** Studi empiris pada penelitian bertujuan membuktikan variabel independen serta variabel kontrol terpilih merupakan indikator penentu biaya kesulitan keuangan. Objek penelitian adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang tergolong ke dalam 8 (delapan) sektor terkecualikan sektor keuangan. Analisis Data menggunakan Regresi Panel, data sekunder diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan selama periode 2016-2020. Temuan penelitian menunjukkan adanya pengaruh signifikan negatif antara *change in investment, return on asset dan firm size* terhadap biaya kesulitan keuangan. Variabel *probability of financial distress, holding of liquid asset, liquidity ratio, change in employment, leverage, return on equity, tobin's q, average profitability of its sector* tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap biaya kesulitan keuangan. Penelitian mendatang disarankan untuk waktu jangkauan penelitian kedepannya tidak terjadi pada masa pandemi, serta memisahkan penelitian yang terjadi di masa pandemi saja atau jangkauan waktu saat keadaan normal saja agar perbandingan sampel lebih *fair*.

This is an open access article under the CC-BY licence.



## Pendahuluan

Keuangan merupakan salah satu faktor pendukung dan sekaligus penghambat keberlanjutan (*going concern*) suatu perusahaan. Keuangan juga sering disebut sebagai aspek yang sangat *confidential* bagi suatu perusahaan. Demikian hal ini yang menjadikan keuangan suatu aspek ekonomi dalam perusahaan yang harus lebih diperhatikan dan diatur, serta memerlukan strategi-strategi agar tidak terjadi kesulitan keuangan (*financial distress*). Kondisi ini dapat mengantarkan suatu perusahaan ke titik terburuk yaitu kebangkrutan. Kesulitan keuangan (*financial distress*) bukan lagi hal yang asing bagi pelaku bisnis dalam menjalankan usaha, melainkan sudah menjadi hal lazim yang sering terjadi dan/atau dapat dikatakan sebagai risiko bagi setiap perusahaan (Opler, 2013).

Kesulitan keuangan (*financial distress*) didefinisikan sebagai masalah likuiditas dimana perusahaan yang belum bangkrut atau dengan kata lain di ambang kebangkrutan dan tidak memiliki dana yang cukup untuk membayar obligasi keuangan perusahaan. Perusahaan harus menanggung biaya-biaya ketika mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*). Berbagai upaya dilakukan perusahaan saat mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*), mendorong perusahaan memilih cara tertentu untuk mendapatkan dana dengan mengandalkan aset likuid perusahaan maupun melakukan pinjaman (*leverage*) serta melakukan restrukturisasi keuangan baik investasi, aset likuid maupun utang (*debt*) (Widarwati & Sartika, 2019).

Permasalahan yang diangkat memiliki tingkat probabilitas yang tinggi terjadi pada setiap perusahaan. Di tengah masa pandemik ini, banyak sekali masyarakat yang terdampak virus Covid-19 ini. Dampak pandemik tidak hanya pada kehidupan masyarakat, tetapi hampir seluruh bisnis di berbagai sektor industri terdampak oleh situasi saat ini. Sudah dipastikan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan menurun. Penurunan omzet terjadi besar-besaran atau dapat dikatakan seluruh sektor industri terdampak. Ketika perusahaan mengalami penurunan omzet, terjadi penurunan pada nilai pendapatan yang dapat mempengaruhi likuiditas sebuah perusahaan, terlebih lagi terdapat kewajiban yang perlu dibayar oleh perusahaan (Pindado *et al.*, 2008).

Kegagalan atau kebangkrutan bisnis yang menonjol serta prediksinya merupakan sebuah informasi yang sangat penting bagi pemangku kepentingan termasuk investor, pemasok, kreditor, dan pemegang saham. Sebuah bisnis mengalami kegagalan sebagai akibat dari alasan ekonomi, dimana pendapatan perusahaan tidak dapat menutupi biayanya. Ketika perusahaan berada dalam kondisi kesulitan keuangan (Samanhyia *et al.*, 2016). Perusahaan akan dihadapkan dengan desakkan untuk mengambil langkah upaya melewati masa kesulitan keuangan tersebut. Upaya-upaya yang dilakukan sedikit banyaknya akan menimbulkan biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan. Biaya ini terbagi

menjadi dua, di antaranya biaya langsung (*direct cost*) dan biaya tidak langsung (*indirect cost*). Biaya langsung (*direct cost*) yang timbul biasanya hanya proporsi yang relatif kecil dari total keseluruhan kerugian, biaya langsung (*direct cost*) meliputi *administrative cost* dan *legal cost* yang berkaitan dengan proses kebangkrutan) (Opler, 2013).

Dibandingkan dengan *direct cost*, *indirect cost* diperhitungkan jauh lebih besar apabila manajemen perusahaan tidak dapat memformulasi dan berkomunikasi mengenai reorganisasi perencanaan kepada pemangku kepentingan (*stakeholders*). Oleh karena itu, total biaya kesulitan keuangan tidak langsung (*indirect cost of financial distress*) berpotensi besar. Pemangku kepentingan yang dimaksud seperti: *customers* atau pelanggan, *suppliers* atau pemasok dan pihak pemangku kepentingan lainnya (Opler, 2013; Wijantini, 2007). *Indirect cost of financial distress* adalah bentuk dari konsekuensi perusahaan yang tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya. Biaya ini tidak dapat diamati secara alami, sehingga biaya ini dinamakan *opportunity cost* (Pindado & Rodrigues, 2005). Meskipun sulit untuk diukur, penelitian ini akan berfokus pada *indirect financial distress cost*. Penelitian ini tidak akan mengukur kerugian dalam bentuk nilai pasar, tetapi mengidentifikasi faktor-faktor penentu timbulnya biaya tersebut, yang mana menyebabkan kerugian bagi perusahaan yang sedang mengalami kesulitan keuangan. Pengukuran yang diterapkan dengan mengukur indikator dari performa perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan mendalami indikator-indikator penentu dari kesulitan keuangan yang dihadapi oleh sebuah perusahaan. Hal ini dapat menjadi acuan untuk manajemen dari perusahaan serta *finance* dalam mengelola keuangan dan memperhatikan penentu biaya-biaya yang mungkin dapat muncul ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) (Opler, 2013). Peneliti akan mengevaluasi sejauh mana krisis keuangan yang dialami perusahaan dengan membandingkan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan sektornya. Pindado dan Rodrigues (2005) pada penelitiannya juga menggunakan metode pengukuran pada indikator yang sama untuk mengukur biaya kesulitan keuangan. Biaya kesulitan keuangan (*financial distress costs*) merupakan variabel dependen pada penelitian. Variabel dependen dipengaruhi oleh beberapa variabel independen, diantaranya yaitu: *probability of financial distress (Zscore)*, *leverage (LEV)*, *holding of liquid asset (LA)*, *tobin's q*, *change in investment (INV)*, *liquidity ratio (Current ratio / CR dan quick ratio/QR)*, *profitability ratio (ROA dan ROE)*, *average profitability of its sector (Sector)*, dan *change in employment (EMP)*) serta dipengaruhi oleh variabel kontrol *firm size (SIZE)*.

Probabilitas dari kesulitan keuangan menjadi salah-satu indikator penentu biaya dari kesulitan keuangan. Kemungkinan atau probabilitas dari kesulitan keuangan menjadi pintu utama dalam menganalisa munculnya biaya kesulitan keuangan. Dengan adanya indikator-indikator yang meningkatkan probabilita dari

kesulitan keuangan, maka dapat diprediksi munculnya biaya kesulitan keuangan tersebut (Pindado & Rodrigues, 2005).

Elkamhi *et al.* (2009) melakukan riset yang menemukan bahwa terdapat pengaruh signifikan positif antara *probability of financial distress* terhadap biaya kesulitan keuangan (*financial distress cost*). Semakin tinggi kemungkinan suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan, perusahaan akan mengambil keputusan atas langkah atau tindakan yang akan dilakukan untuk menyelamatkan perusahaan dari kondisi tersebut. Akibatnya terdapat biaya-biaya yang muncul, yang mana biaya tersebut akan diakui sebagai *financial distress costs*. Pernyataan ini dipaparkan oleh beberapa peneliti terdahulu yakni Almeida dan Philippon (2005), Elkamhi *et al.* (2009), Hilberink dan Rogers (2002), Molina (2005), dan Pindado *et al.* (2008). Menurut Keasey *et al.* (2015), *probability of financial distress* tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap biaya kesulitan keuangan, hal ini dikarenakan biaya kesulitan keuangan tidak semata-mata disebabkan oleh probabilitas dari kesulitan keuangan, tetapi variabel yang mempengaruhi jumlah waktu dan biaya yang ditanggung perusahaan pada saat mengalami *financial distress*. Estimasi yang tepat dari probabilitas kesulitan keuangan mencerminkan keadaan sebenarnya dari masing-masing perusahaan.

**H1:** *Probability of financial distress* berpengaruh signifikan positif terhadap biaya kesulitan keuangan.

Aset likuid merupakan salah satu variabel atau indikator yang paling dekat dengan indikasi terjadinya *financial distress* pada suatu perusahaan, hal ini didukung oleh berbagai pernyataan dari peneliti terdahulu bahwasannya ketika suatu perusahaan mengalami *financial distress* dikarenakan faktor yang biasa sering terjadi. Kondisi yang dimaksud adalah ketika aset yang dimiliki perusahaan tidak mampu atau tidak cukup untuk memenuhi kewajiban dari perusahaan pada masa itu.

Menurut Bulot *et al.* (2014) dalam penelitiannya, menyatakan bahwa semakin tinggi biaya atas kesulitan keuangan, maka perusahaan akan memegang aset likuid lebih banyak pula. Pernyataan terkait juga didukung oleh temuan dalam beberapa penelitian yang dilakukan oleh peneliti terdahulu Bulot *et al.* (2017) dan Pranowo *et al.* (2010). Kondisi *financial distress* mendorong perusahaan mengubah aset yang tidak likuid menjadi aset likuid. Saat perusahaan melakukan likuidasi pada aset yang tidak likuid menjadi aset likuid, aktivitas ini akan menimbulkan biaya yang dapat diakui sebagai biaya dari kesulitan keuangan (John, 2014). Menurut Pindado dan Rodrigues (2005), terdapat pengaruh signifikan negatif antara *holding of liquid asset* dengan biaya kesulitan keuangan. Dalam penelitiannya, beliau menegaskan bahwa perusahaan lebih memilih menjaga tingkat aset likuid yang lebih tinggi daripada mengimbangi *opportunity cost*. Pengaruh signifikan negatif menggambarkan perusahaan lebih memilih mempertahankan aset likuidnya, sehingga mengurangi biaya yang timbul akibat *opportunity cost* ketika perusahaan mencairkan aset tersebut. Berbanding

terbalik dengan kedua temuan di atas.  *Holding of liquid asset*  secara statistik tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap biaya kesulitan keuangan. Temuan ini merupakan hasil dari penelitian Bulot  *et al.*  (2014). Pengaruh yang tidak signifikan menunjukkan biaya kesulitan keuangan membuat kerugian yang terjadi pada rata-rata arus kas, namun tidak berpengaruh secara langsung atas  *holding of liquid asset* . Bulot  *et al.*  (2014) mengatakan bahwa aset berupa komponen kas biasanya digunakan untuk membantu perusahaan dalam mengurangi efek dari kesulitan keuangan. Hal ini tidak berpengaruh secara langsung pada biaya, melainkan membantu perusahaan dalam mengurangi efek kesulitan dalam membayar utang.

**H2:**  *Holding of liquid asset*  berpengaruh signifikan positif terhadap biaya kesulitan keuangan.

Aset likuid sangat familiar dan berdekatan dengan pengukurannya sendiri, yaitu  *liquidity ratio* .  *Liquidity ratio*  menilai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan dalam jangka waktu pendek. Apabila aset perusahaan tidak mencukupi untuk membayar utang dalam jangka pendek dapat menjadi tanda probabilitas perusahaan mengalami kesulitan keuangan (John, 2014; Kuncoro, 2019; Rohmadini  *et al.* , 2018).

Likuidasi dapat menentukan probabilitas dari  *financial distress* , yang mana menjadi dasar dalam pengambilan keputusan guna menghadapi situasi kesulitan keuangan pada perusahaan, kemudian akan muncul biaya dari upaya melewati kesulitan keuangan (John, 2014; Khaliq  *et al.* , 2014). John (2014) mengemukakan temuan dari hasil penelitiannya, yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan positif antara likuiditas optimal yang dipertahankan oleh perusahaan dan biaya likuiditas asetnya. Biaya ini termasuk biaya penjualan aset yang tertekan dan hilangnya nilai kelangsungan hidup dalam likuidasi. Bertolak belakang dari pernyataan sebelumnya, hasil penelitian yang dikaji oleh Heniwati dan Essen (2020) menunjukkan tidak ada hubungan yang signifikan antara  *liquidity ratio*  terhadap biaya kesulitan keuangan, hasil serupa ditemukan oleh Rohmadini  *et al.*  (2018). Hubungan yang tidak signifikan dikarenakan rasio likuiditas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendek saat jatuh tempo, hal ini tidak terlalu signifikan berpengaruh terhadap  *financial distress*  maupun biaya dari  *financial distress* .  *Liquidity ratio*  lebih berpengaruh pada prediksi kesulitan keuangan dibandingkan biaya yang timbul akibat kondisi kesulitan keuangan.

**H3:**  *Liquidity ratio*  berpengaruh signifikan positif terhadap biaya kesulitan keuangan.

Pada situasi perusahaan mengalami  *financial distress* , perusahaan cenderung melakukan restrukturisasi aset atau restrukturisasi  *debt*  (John, 2014). Aksi restrukturisasi aset dilakukan dengan restrukturisasi pada investasi atau melakukan penyesuaian pada jumlah karyawan. Dua pilihan ini tentunya akan menciptakan biaya seperti  *opportunity cost* , dan biaya-biaya lainnya. Biaya yang timbul diakui

sebagai biaya kesulitan keuangan, karena biaya ini disebabkan oleh aktivitas perusahaan yang dilakukan sebagai upaya melewati masa kesulitan keuangan pada perusahaan. Aktivitas investasi membuat kemungkinan besar terjadinya risiko ketidakpastian ekonomi yang akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Perusahaan berpotensi mengalami penurunan jika manajemen tidak mampu mengantisipasi dampaknya (Widarwati & Sartika, 2019).

Menurut Tshitangano (2010) perubahan pada kebijakan investasi (*change in investment*) memiliki hubungan yang negatif terhadap biaya kesulitan keuangan. Perubahan pada kebijakan investasi dapat mempengaruhi biaya kesulitan keuangan, dikarenakan ketika perusahaan melakukan divestasi akan meningkatkan biaya dari kesulitan keuangan. Dapat disimpulkan bahwa *underinvestment* memiliki pengaruh yang lebih kuat daripada *overinvestment* dalam kebijakan keuangan. Divestasi biasanya menjadi langkah yang diambil oleh perusahaan untuk mencairkan aset sebagai cara untuk melewati masa sulit pada keuangan perusahaan (Bulot *et al.*, 2017; Tshitangano, 2010). Bertolak belakang dengan hasil yang ditemukan oleh Tshitangano (2010). Bulot *et al.* (2017) menemukan tidak adanya pengaruh yang signifikan antara *change in investment* terhadap biaya kesulitan keuangan. Hal ini digambarkan dengan perusahaan memilih cara divestasi untuk mencairkan aset sebagai cara untuk melewati masa sulit dalam bentuk *cashflow*, yang mana tidak akan menimbulkan *opportunity cost*, hal berbanding terbalik apabila divestasi yang terjadi dalam bentuk aset tetap yang akan menimbulkan *opportunity cost* Pindado dan Rodrigues (2005).

**H4:** *Change in investment* berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya kesulitan keuangan.

*Changes in employment* menyebabkan biaya yang cukup tinggi bagi perusahaan yang mengalami financial distress. Perusahaan yang melakukan *changes in employment* baik dengan mengurangi jumlah dari pekerja, maupun dengan mengurangi gaji para pekerja menunjukkan bahwa tingkat probabilitas dari kesulitan keuangan semakin tinggi. Apabila perusahaan melakukan PHK kepada para pekerja, setidaknya akan muncul *firing cost* yang tinggi sebagai biaya atas keputusan tersebut. Kebijakan karyawan juga mempengaruhi *firm performance* yang kedepannya akan mempengaruhi profitabilitas perusahaan, berujung pada perusahaan mengalami *financial distress* (Baghai *et al.*, 2016).

Peneliti *financial distress costs* yang bernama Pindado dan Rodrigues (2005) menemukan adanya hubungan positif antara *change in employment policy* terhadap *cost of financial distress*, dikarenakan kebijakan undang-undang ketenagakerjaan membuat pengurangan tenaga kerja sebagai pilihan yang tidak memungkinkan saat menghadapi proses *financial distress*. Dengan demikian kemampuan perusahaan yang tertekan untuk menarik dan menahan karyawan yang paling sesuai kriteria menurun karena kondisi tertekan memburuk dan *cost of financial distress* meningkat. Widarwati

dan Sartika (2019) menyatakan bahwa perusahaan yang tertekan secara keuangan dapat kehilangan pelanggan, pemasok yang berharga, dan karyawan kunci atau karyawan inti yang berpotensi. Tingkat retensi karyawan meningkat sehingga kemungkinan besar terjadi tanda pemulihan keuangan oleh entitas, hal ini menunjukkan hubungan positif antara *change in employment* dengan *cost of financial distress*. Hasil yang berbanding terbalik ditemukan dalam penelitian Bulot *et al.* (2014) yang menemukan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan di antara kedua variabel, temuan ini juga ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Tshitangano (2010). Ambiguitas ini merupakan akibat dari ketergantungan kebijakan ketenagakerjaan pada konteks kelembagaan.

**H5:** *Change in employment* berpengaruh signifikan positif terhadap biaya kesulitan keuangan.

*Leverage* merupakan variabel yang sangat familiar dengan topik *financial distress*, variabel ini diteliti hampir di seluruh jurnal penelitian mengenai *financial distress* maupun *cost of financial distress* itu sendiri. Perusahaan yang sedang mengalami kesulitan keuangan, dapat melakukan restrukturisasi debt. Rata-rata peneliti menyatakan bahwa *leverage* merupakan salah satu variabel penentu yang sering kali ditemukan pada situasi kesulitan keuangan perusahaan. Tetapi terdapat penelitian yang menyatakan situasi yang berbanding terbalik, *leverage* dapat memiliki manfaat/keuntungan bagi perusahaan untuk melewati masa sulit keuangan (Bulot *et al.*, 2017, 2014; John, 2014).

Penilaian *leverage* dapat menggunakan *leverage ratio* dengan mengukur utang yang dimiliki perusahaan atas aset yang digunakan untuk kegiatan usaha, hal ini juga berkaitan dengan kinerja dari perusahaan. Apabila *cost of leverage* tinggi, namun kinerja perusahaan menurun, dapat mendorong perusahaan pada *financial distress* dengan diikuti oleh biaya-biaya lainnya. Semakin tingginya *leverage* dapat mengakibatkan semakin besarnya resiko pada keuangan perusahaan (Bulot *et al.*, 2017; Heniwati & Essen, 2020; Hussain *et al.*, 2020). Kondisi ini menggambarkan *leverage* memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap biaya kesulitan keuangan. Sedangkan keuntungan dari *leverage* bagi perusahaan untuk bertahan di masa kesulitan keuangan, merupakan gambaran atas pengaruh yang tidak signifikan antara *leverage* dengan biaya kesulitan keuangan, hasil ini ditemukan pada penelitian Bulot *et al.* (2014), Bulot *et al.* (2017); dan John (2014).

**H6:** *Leverage* berpengaruh signifikan positif terhadap biaya kesulitan keuangan.

Profitabilitas perusahaan dipengaruhi oleh tingkat kinerja perusahaan. Kinerja Perusahaan terindikasi dapat mempengaruhi kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*, salah satu contoh yang dapat diambil yakni penurunan dari pertumbuhan penjualan yang mana menjadi salah satu variabel yang berhubungan positif dengan kinerja perusahaan (Bulot *et al.*, 2017).

*Sales growth* menjadi gambaran dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. Pendapatan sendiri berkaitan dengan profitabilitas, apabila kinerja perusahaan menurun, ditandai dengan penurunan dari penjual atau penurunan dari kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan, maka hal ini berpengaruh pula pada tingkat profitabilitas perusahaan. Situasi ini akan membawa perusahaan berhadapan dengan *financial distress*, karena kurangnya pendapatan, tidak mampu memenuhi kewajiban dan biaya-biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan (Bulot *et al.*, 2017; Heniwati & Essen, 2020). Ketika perusahaan dihadapkan dengan situasi tersebut, perusahaan akan mengupayakan segala cara untuk melewati masa sulit. Dalam upaya-upaya yang dipilih memiliki kemungkinan timbulnya *opportunity cost* yang menjadi biaya kesulitan keuangan. Hasil signifikan negatif ini menjelaskan bahwasannya peningkatan *profitability ratio* dapat menurunkan tingkat biaya kesulitan keuangan. Kebangkrutan sebuah perusahaan diakibatkan oleh tekanan ekonomi yang berasal dari penurunan pendapatan operasi industri dan manajemen yang buruk (Rohmadini *et al.*, 2018; Samanhyia *et al.*, 2016). Menurut Pindado dan Rodrigues (2004), penurunan keuntungan dari sebuah perusahaan dapat membawa perusahaan menghadapi kesulitan keuangan hingga kebangkrutan, sehingga dapat dinilai bahwa *profitability ratio* dapat menjadi variabel pengukur *financial distress* namun tidak berhubungan dengan biaya *financial distress* itu sendiri.

**H7:** *Return on Asset* berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya kesulitan keuangan.

**H8:** *Return on Equity* berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya kesulitan keuangan.

Peluang investasi (*Investment opportunity*) diproyeksikan kedalam *tobin's q*. Variabel ini mengontrol peluang investasi ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Menurut Lang *et al.* (1996), *tobin's q* memiliki hubungan signifikan positif yang kuat dengan seluruh proksi untuk pertumbuhan perusahaan, yang membuat peluang investasi perusahaan akan mempengaruhi *expected sales growth* dari perusahaan (Pindado & Rodrigues, 2005). Respon dari *tobin's q* mencerminkan *cost of financial distress*, jika nilai pasar yang ditambahkan oleh entitas yang mengalami *financial distress* meningkat selama periode *financial distress*, tingkat *reinvestment* suatu entitas akan menurun dan karenanya *cost of financial distress* akan meningkat. *Tobin's q* berbanding terbalik dengan kebijakan *reinvestment*.

Rasio *tobin's q* adalah proxy yang baik dalam memperkuat pengaruh keputusan kebijakan investasi. Rasio *tobin's q* juga menggambarkan bahwa peluang investasi yang baik dapat mengurangi efeknya (Bulot *et al.*, 2017; Tshitangano, 2010). Menurut temuan Tshitangano (2010), adanya hubungan signifikan positif antara *tobin's q* dengan biaya kesulitan keuangan. Ketersediaan peluang investasi yang baik dibandingkan dengan sektornya dapat membantu perusahaan untuk mengurangi



biaya kesulitan keuangan yang ditanggung oleh perusahaan. Hasil serupa juga ditemukan oleh Bulot *et al.* (2014).

**H9:** *Tobin's q* berpengaruh signifikan positif terhadap biaya kesulitan keuangan.

Sektor perusahaan berhubungan dengan performa dari perusahaan. Perusahaan yang kinerjanya di bawah rata-rata sektor perusahaannya, dapat berdampak pada hilangnya posisi perusahaan pada sektor industri perusahaan. *Sectoral performance* diukur berdasarkan performa dari profitabilitas perusahaan dengan membandingkan tren pada sektor. Perbedaan kinerja sektoral juga disertakan dalam model penelitian. Hal ini diperlukan karena kinerja perusahaan hanya dapat dievaluasi dengan memperhatikan tren profitabilitas yang diikuti oleh sektornya. Variabel ini diukur dengan membandingkan pendapatan rata-rata sebelum bunga dan pajak (*Earning Before Interest and Taxes*) (Pindado & Rodrigues, 2005).

**H10:** *Average profitability of its sector* berpengaruh signifikan positif terhadap biaya kesulitan keuangan.

Variabel kontrol pada penelitian ini adalah *firm size*. Secara teoritikal, perusahaan yang kecil lebih sering dan berpotensi memiliki masalah dalam menilai modal karena asimetris informasi antara orang dalam dan orang luar, serta akan semakin parah ketika terjadi situasi yang memaksa perusahaan melakukan likuidasi. Perusahaan yang lebih besar ketika mengalami *financial distress*, cenderung semakin besar pula biaya yang harus ditanggung perusahaan. Ukuran perusahaan yang semakin besar, menunjukkan tingkat konflik kepentingan yang lebih kompleks. Menyoroti ke dalam aspek pinjaman, perusahaan yang lebih besar saat mengalami kesulitan keuangan, diindikasikan akan terlibat pinjaman yang lebih besar, yang mana akan muncul biaya atas pinjaman yang lebih besar (Bulot *et al.*, 2017, 2014; Novaes & Zingales, 2003).

Menurut temuan Tshitangano (2010), ukuran perusahaan memiliki hubungan yang signifikan negatif, hal ini dikarenakan perusahaan yang lebih besar dinilai lebih mudah dalam menyelesaikan masalah kesulitan keuangan. Efek kesulitan keuangan memiliki dampak negatif yang lebih tinggi pada perusahaan kecil dibanding perusahaan ukuran besar. Hal ini mengingat kemungkinan peningkatan kegagalan dan kesulitan yang lebih besar dalam menilai modal karena informasi asimetris. Di sisi lain, perusahaan kecil mungkin lebih mampu menghindari masalah kesulitan keuangan karena perjanjian kontrak internal mereka yang tidak terlalu rumit (Opler, 2013).

## Metode

Penelitian dilakukan sebagai perluasan serta pengembangan dari penelitian maupun teori yang sebelumnya telah dikemukakan, dan dijadikan dasar teoritikal yang diterapkan. Penelitian dilakukan dengan membangun model yang diperbarui sesuai dengan tujuan penelitian dengan menyeimbangkan urgensi yang ada sebagai

pendukung hipotesis dalam penelitian. Jenis penelitian menggunakan data yang bersifat kuantitatif, data yang dikumpulkan merupakan skala waktu *time series* yaitu data yang diambil pada interval laporan keuangan tahun 2016-2020. Sumber data yang akan diteliti dan diuji dikumpulkan dari sumber sekunder, data yang dibutuhkan berupa data laporan keuangan yang dapat diperoleh dari laporan tahunan perusahaan.

Objek penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di *Indonesia Stock Exchange (IDX)*. Seluruh perusahaan yang terdaftar di *IDX* merupakan populasi dari objek penelitian ini. Sampel data penelitian merupakan data perusahaan terbuka di Indonesia kecuali perusahaan yang tergolong sektor keuangan. Pengecualian sektor *finance* dikarenakan Bank Indonesia (BI) telah menetapkan regulasi dan aturan mengenai kewajiban untuk melakukan penilaian tingkat kesehatan bank secara individu dengan metode CAMEL. Serta sektor keuangan pada dasarnya mendapat pengawasan dari OJK. Hal ini merupakan bentuk sebuah pencegahan terjadinya *financial distress* pada sektor terkait. Temuan yang dipaparkan oleh Budianto (2020), menunjukkan bank minim mengalami *financial distress*, dikarenakan capital structure yang kuat serta regulasi Bank Indonesia menjadi tindakan preventif terjadinya *financial distress*. Berikut merupakan tabel pemilihan data sampel.

Tabel 1. Proses Pemilihan Sampel Data Penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar di <i>Indonesia Stock Exchange</i>	729 perusahaan
Sektor perusahaan terpilih	8 sektor
Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria	(391) perusahaan
Perusahaan yang dijadikan sampel	338 perusahaan
Interval periode penelitian	5 tahun
Jumlah data penelitian	1690 data
Data <i>outlier</i>	(10) data
Total data	1680 data

Sumber: Data Diolah, 2021.

Variabel independen dan variabel kontrol dalam model penelitian mempengaruhi variabel dependen yaitu biaya kesulitan keuangan (*financial distress costs/FDC*). Pengukuran masing-masing variabel disajikan pada tabel 2.

## Hasil

FDC diukur dengan membandingkan pertumbuhan penjualan antara perusahaan dengan sektor perusahaannya. Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada tabel 3, rata-rata perusahaan memiliki pertumbuhan penjualan yang hampir sama

Tabel 2. Pengukuran Variabel

No	Variabel	Pengukuran	Sumber
1	<i>Financial Distress Costs</i>	$IC_{it} = \left( \frac{Sales_{it} - Sales_{it-1}}{Sales_{it-1}} \right)_{sec} - \left( \frac{Sales_{it} - Sales_{it-1}}{Sales_{it-1}} \right)$ <p>IC = Biaya kesulitan keuangan (<i>financial distress costs</i>);  <i>Salesit</i> = Penjualan periode berjalan;  <i>Salesit-1</i> = Penjualan periode sebelumnya</p>	Pindado dan Rodrigues (2005)
2	<i>Probability of Financial Distress</i>	$Z = 1,2Z_1 + 1,4Z_2 + 3,3Z_3 + 0,6Z_4 + 0,999Z_5$ <p><i>Z</i> = Zscore  <i>Z</i><sub>1</sub> = Modal kerja/Total aset;  <i>Z</i><sub>2</sub> = Laba ditahan/Total aset;  <i>Z</i><sub>3</sub> = Penghasilan sebelum pajak dan bunga/Total aset;  <i>Z</i><sub>4</sub> = Kapitalisasi pasar/Nilai buku liabilitas;  <i>Z</i><sub>5</sub> = Penjualan/Total aset</p>	Edi dan Tania (2018)
3	<i>Leverage</i>	$D_{it} = \frac{MVLTD_{it}}{MVLTD_{it} + VME_{it}}$ <p><i>Dit</i> = <i>Leverage</i>;  MVLTD = Nilai pasar utang jangka panjang;  VME = Nilai pasar ekuitas</p>	Pindado dan Rodrigues (2005)
4	<i>Holding of Liquid Asset</i>	$LA_{it} = \frac{CA_{it}}{K_{it-1}}$ <p><i>LAit</i> = <i>Holding of liquid asset</i>;  <i>CAit</i> = Aset lancar;  <i>Kit-1</i> = Nilai pergantian total aset tahun sebelumnya</p>	Pindado dan Rodrigues (2005)
5	<i>Tobin's Q</i>	$Q_{it} = (q_{it} - q_{it\ sec})$ $Q_{it} = \frac{(MVE_{it} + PS_{it} + MVD_{it})}{K_{it-1}}$ <p><i>Qit</i> = <i>Tobin's q</i>;  <i>PS</i> = Nilai buku <i>outstanding Preferred stock</i>  MVE = Nilai pasar ekuitas  MVD = Nilai pasar utang</p>	Pindado dan Rodrigues (2005)

No	Variabel	Pengukuran	Sumber
6	<i>Change in Investment</i>	$\Delta INV_{it} = \left( \frac{I}{K} \right)_{it} - \left( \frac{I}{K} \right)_{it-1}$ $I_{it} = NF_{it} - NF_{it-1} + D_{it}$ <p>I = Nilai investasi;            Kit = Nilai pergantian total aset;            NF = Nilai net aset tetap;            Dit = Beban depresiasi tahun berjalan</p>	Pindado dan Rodrigues (2005)
7	<i>Liquidity Ratio</i>	$\text{Current ratio} = \frac{\text{Asset lancar}}{\text{Liabilitas jangka pendek}}$ $\text{Quick ratio} = \frac{\text{Asset lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Liabilitas jangka pendek}}$	Heniwati dan Essen (2020)
8	<i>Profitability Ratio</i>	$\text{ROA} = \frac{\text{Laba tahun berjalan}}{\text{Total aset}}$ $\text{ROE} = \frac{\text{Laba tahun berjalan}}{\text{Ekuitas common stock}}$	Heniwati dan Essen (2020)
9	<i>Average Profitability of its Sector</i>	$\text{Sector}_{it} = \left( \frac{\text{EBIT}_{it} / K_{it}}{\text{EBIT}_{it-1} / K_{it-1}} - 1 \right)_{\text{sec}}$ <p>EBIT = Laba sebelum bunga dan pajak penghasilan;            K = Nilai pergantian total aset            it = Periode berjalan            it-1 = Periode sebelumnya            sec = sektoral</p>	Pindado dan Rodrigues (2005)
10	<i>Change in Employment</i>	$\Delta EMP_{it} = \left( \frac{\text{No EMP}}{K} \right)_{it} - \left( \frac{\text{No EMP}}{K} \right)_{it-1}$ <p>No EMP = Jumlah karyawan;            K = Nilai pergantian total aset            it = Periode berjalan            it-1 = Periode sebelumnya</p>	Pindado dan Rodrigues (2005)
11	<i>Firm Size</i>	<b>SIZE</b> = Logaritma natural dari penjualan	Pindado dan Rodrigues (2005)

Sumber: diolah dari berbagai sumber

dengan pertumbuhan penjualan pada sektornya. Hasil statistik deskriptif juga menunjukkan nilai minimum yang dapat diartikan bahwa terdapat perusahaan yang pertumbuhan penjualannya di atas pertumbuhan penjualan sektornya. Terdapat pula perusahaan yang nilai pertumbuhan penjualannya lebih rendah dari pertumbuhan penjualan pada sektornya.

Tabel 3. Hasil Statistik Deskriptif

	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
<i>Financial Distress Costs</i>	-3,8427	1,2479	0,0090	0,3329
<i>Probability of Financial Distress</i>	-8034,4314	653,7258	-1,3249	206,0814
<i>Leverage</i>	-0,0463	3461,9776	3,5786	90,5196
<i>Holding of Liquid Assets</i>	-104,1607	234,9543	0,8902	8,3960
<i>Tobin's Q</i>	-135,1337	287,5963	-0,0121	11,5995
<i>Change in Investment</i>	-13,0349	4,0720	-0,0226	0,4781
<i>Current Ratio</i>	0,0002	612,4253	3,2132	18,8898
<i>Quick Ratio</i>	-194,2425	303,2819	1,8351	12,3721
<i>Return of Assets</i>	-33,1099	0,9210	-0,0096	0,8447
<i>Return of Equity</i>	-544,4536	136,0222	-0,2915	14,5288
<i>Average Profitability of its sector</i>	-92,5816	72,9225	-0,0561	3,1659
<i>Change in Employment</i>	-0,1988	0,1426	-0,0002	0,0102
<i>Firm Size</i>	19,3838	33,1083	28,1636	1,9426

Sumber: Data diolah, 2021.

Kriteria tingkat prediksi *probability of financial distress* dibagi menjadi tiga tingkatan yaitu : Nilai *Zscore* di bawah 1,8 menunjukkan perusahaan mengalami *financial distress*, nilai *Zscore* berada di antara 1,81 hingga 2,99 dapat diprediksi bahwa perusahaan berada pada kondisi kritis (*grey area*), dan nilai *Zscore* berada di atas 2,99 yang berarti perusahaan sehat. Berdasarkan hasil statistik deskriptif, terdapat perusahaan dalam kondisi *financial distress* (*Zscore* < 1,8). Selain itu, terdapat pula perusahaan yang dinilai sehat (*Zscore* > 2,99). Meskipun demikian rata-rata perusahaan yang menjadi sampel mengalami kondisi *financial distress*.

Berdasarkan tabel 3 rata-rata perusahaan memiliki *leverage* yang tinggi, kondisi ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan memilih *leverage* untuk mendanai usaha yang dijalankan. Kondisi ini sangat memungkinkan suatu perusahaan mengalami *financial distress* maupun biaya-biaya keuangan yang harus ditanggung. Selanjutnya variabel *holding of liquid assets* (*LA*), variabel independent lainnya pada penelitian. Hasil olah data statistik deskriptif menunjukkan rata-rata nilai *LA* pada perusahaan tidak terlalu tinggi meski masih pada nilai positif, menandakan bahwa

rata-rata perusahaan memiliki nilai *LA* yang aman. Meskipun demikian terdapat perusahaan yang nilai *LA* yang cukup rendah.

Variabel *tobin's q* diukur dengan membandingkan peluang investasi perusahaan dan sektornya. Hasil pada tabel 3 menunjukkan bahwa rata-rata peluang investasi yang dimiliki oleh perusahaan sangat kecil bahkan menyentuh nilai minus, yang mana lebih tinggi peluang divestasi dibanding investasi. Namun tetap terdapat perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi yang lebih tinggi dari sektornya. Perusahaan yang mengalami *financial distress* umumnya melakukan restrukturisasi pada utang maupun investasi. *Change in investment (INV)* merupakan restrukturisasi investasi perusahaan. Hasil uji olah data statistik deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan tidak memilih untuk menambah investasi, hal ini sejalan dengan hasil *tobin's q* yang menunjukkan rendahnya peluang investasi rata-rata perusahaan.

Berdasarkan hasil uji olah data statistik deskriptif, rata-rata perusahaan memiliki nilai likuiditas yang tinggi. Meskipun terdapat perusahaan yang memiliki nilai likuiditas yang rendah. *Liquidity ratio* mengukur kemampuan aset likuid perusahaan untuk menutupi kewajiban jangka pendek. Hasil *CR* dan *QR* yang diperoleh menunjukkan rata-rata perusahaan mampu menutupi liabilitas jangka pendek yang merupakan kewajiban perusahaan untuk membayar. Variabel selanjutnya adalah *profitability ratio*, rasio ini digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan. Hasil statistik deskriptif menunjukkan rata-rata perusahaan memiliki *profitability ratio* yang buruk. Sehingga dapat dikatakan perusahaan memiliki kinerja yang buruk dalam memanfaatkan aset maupun ekuitasnya untuk menghasilkan keuntungan. Meskipun demikian masih terdapat perusahaan yang memiliki nilai *ROA* dan *ROE* yang sangat baik, serta sangat buruk.

*Average profitability of its sectors (Sector)* mengukur pertumbuhan *earning before interest and taxes (EBIT)* sektoral dari tahun sebelumnya. Hasil uji data menunjukkan bahwa rata-rata *EBIT* sektoral mengalami penurunan dari periode sebelumnya. Hal ini juga menunjukkan penurunan *EBIT* pada rata-rata perusahaan pada seluruh sektor yang tercatat. Variabel selanjutnya adalah *change in employment (EMP)*. Berdasarkan tabel 3 *EMP* mengalami penurunan dari periode sebelumnya, hal ini dapat menunjukkan bahwa restrukturisasi karyawan merupakan salah satu dari upaya yang diambil perusahaan untuk menekan biaya.

Variabel kontrol pada penelitian adalah *firm size (Size)*. *Size* merupakan variabel yang menjadi representasi ukuran dari perusahaan. Variabel ini diukur dari jumlah penjualan perusahaan sebagai penentu ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan tertinggi adalah 33, sedangkan ukuran perusahaan terkecil dengan nilai logaritma natural dari penjualan dengan rasio 19. Rata-rata ukuran perusahaan pada sampel memiliki rasio 28, yang mana dapat disimpulkan rata-rata perusahaan yang menjadi sampel tergolong sedang hingga besar.

### Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Panel

Tabel 4 merupakan hasil uji model dalam menentukan model yang sesuai dengan penelitian.

Tabel 4. Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Panel

Hasil	Prob.	Kesimpulan
<i>Cross-section Chi-square</i>	0,0000	<i>Fixed effect model (FEM)</i>
<i>Cross-section Random</i>	0,0000	<i>Fixed effect model (FEM)</i>
<i>Prob (F-statistic)</i>	0,0000	Signifikan ( <i>Model fit</i> )
<i>Adjusted R-squared</i>	0,209718	<i>Model fit</i>

Sumber: Data diolah, 2021

Berdasarkan hasil uji *chow* yang diproyeksikan ke dalam tabel 4, probabilitas pada *cross-section chi-square* menunjukkan hasil dibawah 0,05, yang artinya model yang tepat sesuai dengan data adalah *FEM*. Hasil uji *-chow* menunjukkan model terpilih adalah *FEM*, tahapan selanjutnya ialah melakukan uji *hausman*. Uji *hausman* dilakukan untuk memilih model terbaik antara *REM* dengan *FEM*. Apabila  $prob \geq 0,05$  maka model terbaik ialah *REM*, sebaliknya apabila hasil menunjukkan  $prob \leq 0,05$  maka model terpilih adalah *FEM*. Hasil uji *hausman* menunjukkan probabilitas pada *cross-section random*  $< 0,05$  yaitu 0,0000 dapat disimpulkan model terpilih ialah *FEM* yang sesuai dengan data penelitian.

### Hasil Uji Hipotesis

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, terdapat 2 dari 10 hipotesis awal yang terbukti. Hasil uji hipotesis diproyeksikan ke dalam tabel 5.

Tabel 5 Hasil Uji *t*

Variabel Penelitian	Koefisiensi	Probabilitas	Kesimpulan	Hasil Uji Hipotesis
<i>C</i>	7,7077	0,0000		
<i>Probability of FD</i>	0,0009	0,1225	Tidak Sig.	Ditolak
<i>Leverage</i>	-0,0040	0,1272	Tidak Sig.	Ditolak
<i>Holding of Liquid Assets</i>	-0,0004	0,7248	Tidak Sig.	Ditolak
<i>Tobin's Q</i>	-0,0006	0,5944	Tidak Sig.	Ditolak
<i>Change in Investment</i>	-0,0523	0,0125	Sig. Negatif	Diterima
<i>Current Ratio</i>	27332,9400	0,9751	Tidak Sig.	Ditolak
<i>Quick Ratio</i>	0,0010	0,4055	Tidak Sig.	Ditolak
<i>Return of Assets</i>	-0,0909	0,0064	Sig. Negatif	Diterima
<i>Return of Equity</i>	0,0001	0,7951	Tidak Sig.	Ditolak
<i>Average Profitability of its sector</i>	0,0005	0,7751	Tidak Sig.	Ditolak
<i>Change in Employment</i>	0,0011	0,7075	Tidak Sig.	Ditolak
<i>Firm Size</i>	-0,2733	0,0000		

Sumber: Data diolah, 2021

## Pembahasan

Hasil uji data sampel menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan antara *probability of financial distress* terhadap *financial distress cost*. Hasil ini berbanding terbalik dari Almeida & Philippon (2005); Elkamhi *et al.* (2009); Hilberink & Rogers (2002); Molina (2005) dan Pindado *et al.* (2008) yang menunjukkan hasil yang signifikan positif karena semakin tinggi kemungkinan suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan, perusahaan akan mengambil keputusan atas langkah atau tindakan yang akan dilakukan untuk menyelamatkan perusahaan dari kondisi tersebut, sehingga akan ada biaya-biaya yang muncul, yang mana biaya tersebut akan diakui sebagai *financial distress costs*.

Hasil yang berbanding terbalik ini konsisten dengan pernyataan dari Keasey *et al.* (2015), menurut beliau biaya kesulitan keuangan tidak semata-mata disebabkan oleh probabilitas dari kesulitan keuangan, tetapi variabel yang mempengaruhi jumlah waktu dan biaya yang ditanggung perusahaan pada saat mengalami *financial distress*. Pernyataan tersebut disimpulkan bahwa probabilitas dari kesulitan keuangan dapat memberikan sinyal atas kondisi yang mungkin saja dihadapi sebuah perusahaan, namun tidak menentukan secara langsung biaya yang timbul atas kondisi tersebut. Berdasarkan hasil uji data yang telah dilakukan, maka hipotesis 1 (H1) tidak terbukti.

Hasil uji data sampel menunjukkan hasil uji hipotesis 2 mengenai hubungan antara *holding of liquid asset (LA)* dengan *financial distress cost* adalah tidak signifikan. Hasil ini konsisten dengan hipotesis peneliti serta hasil dari penelitian Bulot *et al.* (2014) dalam penelitiannya menyatakan bahwa *LA* secara statistik tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap biaya kesulitan keuangan. Aset berupa komponen kas biasanya digunakan perusahaan untuk membantu perusahaan dalam mengurangi efek dari kesulitan keuangan. Hal ini tidak berpengaruh secara langsung pada biaya, melainkan membantu perusahaan dalam mengurangi efek kesulitan dalam membayar utang. Berdasarkan hasil uji hipotesis 2, maka dapat disimpulkan hipotesis 2 (H2) tidak terbukti.

*Liquidity ratio* tidak memiliki hubungan maupun pengaruh yang signifikan terhadap *financial distress cost*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dikaji Heniwati & Essen (2020) dan Rohmadini *et al.* (2018) menunjukkan tidak ada hubungan yang signifikan antara rasio likuiditas terhadap *financial distress costs*. Hubungan yang tidak signifikan dikarenakan rasio likuiditas merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendek saat jatuh tempo, hal ini tidak terlalu signifikan berpengaruh terhadap *financial distress* maupun biaya dari *financial distress*. Berdasarkan pembahasan dari hasil uji variabel *liquidity ratio*, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis ke 3 (H3) tidak terbukti.

Hasil pengujian data sampel menunjukkan variabel *change in investment (INV)* memiliki dampak yang signifikan negatif terhadap *financial distress costs* yang berarti



hipotesis ke empat (H4) terbukti. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pindado dan Rodrigues (2005); Tshitangano (2010) yang menyatakan bahwa *INV* memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap FDC. Hubungan tersebut menggambarkan bahwa perubahan pada kebijakan investasi dapat mempengaruhi biaya kesulitan keuangan, dikarenakan ketika perusahaan melakukan divestasi akan meningkatkan biaya dari kesulitan keuangan. Dapat disimpulkan bahwa *underinvestment* memiliki pengaruh yang lebih kuat daripada *overinvestment* dalam kebijakan keuangan.

Berdasarkan hasil uji data pada penelitian ini menunjukkan tidak ada hubungan yang signifikan antara *EMP* dengan *financial distress costs*, hasil tersebut tidak sejalan dengan hasil penelitian Pindado dan Rodrigues (2005) yang menemukan adanya hubungan positif antara *EMP* dengan *financial distress cost*. Hasil penelitian konsisten dengan penemuan yang dikaji oleh Bulot *et al.* (2014) dan Tshitangano (2010) yang menemukan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan di antara kedua variabel. Ambiguitas ini adalah akibat dari ketergantungan kebijakan ketenagakerjaan pada konteks kelembagaan. Statistik koefisien variabel yang menunjukkan hasil tidak signifikan mungkin dikarenakan ambiguitas ini. Dengan demikian hipotesis 5 (H5) tidak terbukti

Hasil yang berlawanan arah ditemukan pada hasil uji data penelitian ini yang menunjukkan variabel *leverage* bukan merupakan variabel penentu *financial distress cost*. Tanda tidak signifikan ini dapat ditafsir sebagai keuntungan dari *leverage* bagi perusahaan untuk bertahan di masa kesulitan keuangan, hal serupa didukung oleh Bulot *et al.* (2014), Bulot *et al.* (2017) dan John (2014) yang mengatakan bahwa *leverage* memiliki manfaat/keuntungan yang dapat dilakukan perusahaan untuk melewati masa sulit keuangan. Berdasarkan hasil uji data yang dilakukan, maka peneliti menyimpulkan hipotesis 6 (H6) tidak terbukti.

*Profitability ratio* terdapat dua jenis pengukuran, pengukuran satu menggunakan unsur aset dalam pengukurannya yaitu ROA, pengukuran lainnya menggunakan unsur ekuitas disebut ROE. Pengaruh signifikan negatif antara variabel *profitability ratio* dengan variabel pengukuran ROA terhadap *financial distress cost* ditemukan pada hasil uji data panel pada penelitian ini. Hasil yang didapat konsisten dengan hasil penelitian Bulot *et al.* (2017) yang menunjukkan adanya dampak yang signifikan negatif antara *profitability ratio* terhadap *financial distress cost*, temuan serupa juga ditemukan oleh Heniwati dan Essen (2020). Hubungan signifikan negatif antara kedua variabel dapat disimpulkan, apabila *profitability ratio* mengalami penurunan akibat kinerja perusahaan yang menurun, mengakibatkan probabilitas kesulitan keuangan perusahaan akan meningkat, yang mana memicu keputusan perusahaan untuk mengupayakan segala cara melewati masa kesulitan. Keputusan yang diambil perusahaan akan mengakibatkan biaya yang disebut dengan *opportunity cost*. Berdasarkan temuan yang ada, maka dapat disimpulkan hipotesis 7 (H7) terbukti.

Hasil penelitian untuk variabel ROE tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan biaya kesulitan keuangan. Hubungan yang tidak signifikan ini sejalan dengan hasil penelitian Pindado dan Rodrigues (2004), Rohmadini *et al.* (2018), dan Samanhyia *et al.* (2016). Hubungan yang tidak signifikan antara kedua variabel dijelaskan dengan penurunan keuntungan dari sebuah perusahaan dapat membawa perusahaan menghadapi kesulitan keuangan hingga kebangkrutan, hal ini mendukung kemampuan *profitability ratio* dalam menentukan tingkat kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*, tetapi tidak menentukan biaya kesulitan keuangan. Berdasarkan temuan pada hasil uji data, maka dapat disimpulkan hipotesis 8 (H8) ROE tidak terbukti.

Hasil uji hipotesis 9 (H9) menunjukkan tidak terbuktinya hipotesis 9 dikarenakan tidak ada pengaruh signifikan antara *tobin's q* dengan *financial distress cost*. Rasio *tobin's q* adalah proxy yang baik dalam memperkuat pengaruh keputusan kebijakan investasi. Rasio *tobin's q* juga menggambarkan bahwa peluang investasi yang baik dapat mengurangi efeknya (Bulot *et al.*, 2017; Tshitangano, 2010). *Tobin's q* mengukur nilai pasar perusahaan melebihi nilai aset atau dibawahnya. Pengukuran *tobin's q* pada penelitian ini tidak hanya sekedar mengukur nilai pasar perusahaan, tetapi dilanjutkan dengan perbandingan *tobin's q* perusahaan dengan sektor perusahaan, hal ini dinilai menjadi penyebab *tobin's q* tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress cost*. Perbandingan peluang investasi perusahaan dengan peluang investasi perusahaan pada sektornya tidak memiliki pengaruh terhadap penentuan biaya kesulitan keuangan.

Hubungan *average profitability of its sectors* dengan biaya kesulitan keuangan berdasarkan hasil uji data tidak memiliki hubungan maupun pengaruh yang signifikan. Hasil yang didapat berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Pindado dan Rodrigues (2005). Pada penelitian Pindado dan Rodrigues (2005), peneliti menghubungkan sampel dari beberapa negara menggunakan data sektoral, temuan dari penelitian terdapat adanya pengaruh signifikan positif maupun signifikan negatif dari perusahaan dari negara berbeda. Hasil yang didapat berbanding terbalik dengan hasil penelitian ini. Hal ini dikarenakan variabel sektoral digunakan sebagai penghubung sampel dari beberapa negara, sedangkan pada penelitian ini hanya menggunakan sampel negara tunggal yaitu Indonesia. Kondisi ini diyakini sebagai penyebab hubungan yang tidak signifikan antara *average profitability of its sectors* terhadap biaya kesulitan keuangan. Maka kesimpulan yang didapat adalah hipotesis 10 (H10) tidak terbukti.

Penelitian ini menguji data sampel untuk mendapatkan bukti adanya pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap *financial distress cost*. Berdasarkan hasil uji data dengan koefisien dan probabilitas variabel dapat disimpulkan bahwa adanya pengaruh signifikan negatif antara ukuran perusahaan dengan *financial distress cost*. Hasil yang didapat sejalan dengan hasil yang ditemukan oleh Tshitangano (2010) pada penelitiannya. Tanda dari signifikan negatif mengindikasikan bahwa

perusahaan yang lebih besar dinilai lebih mudah dalam menghadapi *financial distress* sehingga biaya dari kesulitan keuangan lebih rendah (Opler, 2013).

### Simpulan

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menganalisis penentu *financial distress costs* dengan menguji beberapa variabel independen terpilih. Data yang digunakan sebagai sampel pengujian merupakan data panel yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang terdaftar di BEI dengan periode pelaporan 2016-2020. Hasil uji data menunjukkan adanya pengaruh signifikan negatif antara *change in investment (INV)*, *return on asset (ROA)*, dan *firm size (Size)* terhadap *financial distress cost*. Pengaruh signifikan negatif *INV* dikarenakan ketika perusahaan melakukan perubahan pada kebijakan investasi dengan melakukan divestasi akan meningkatkan biaya dari kesulitan keuangan. Pengaruh signifikan negatif *ROA* sebagai representasi dari *profitability ratio* dikarenakan ketika perusahaan mengalami penurunan kinerja dengan akibat terburuk mengalami *financial distress* hingga kebangkrutan, hal ini akan memicu keputusan perusahaan untuk mengupayakan segala cara melewati masa kesulitan. Keputusan yang diambil perusahaan akan mengakibatkan biaya yang disebut dengan *opportunity cost*. Pengaruh *Size* terhadap FDC adalah signifikan negatif, hal ini diindikasikan ukuran perusahaan yang lebih besar, lebih mudah dalam menghadapi *financial distress*, sehingga perusahaan lebih mampu menekan biaya yang timbul. Selain dari 3 (tiga) variabel yang disebutkan, delapan variabel lainnya tidak memiliki hubungan atau pengaruh yang signifikan terhadap FDC.

Implikasi praktis berdasarkan penelitian dengan menimbang masa pandemik yang berdampak pada kelancaran bisnis pada setiap sektor industri. Penentu biaya kesulitan keuangan dapat dimanfaatkan sebagai salah satu pertimbangan dalam pengambilan keputusan perusahaan pada masa kritis saat ini. Faktanya selama masa pandemik terjadi restrukturisasi karyawan dengan PHK maupun *change in employment policy* dengan pemotongan gaji 50% dan *work from home* sebagai tindakan pemangkasan biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan. Banyaknya perusahaan yang mundur dari proyek-proyek besar menimbang krisis ekonomi perusahaan maupun negara. Tindakan ini merupakan bentuk implikasi praktis dari variabel *INV*.

Penelitian ini meneliti indikator penentu *financial distress cost*, direkomendasikan pada peneliti mendatang untuk meneliti cara menekan biaya yang timbul. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan sampel data 2016 hingga 2020, yang mana pandemik terjadi sejak 2019. Peneliti menyarankan waktu jangkauan penelitian kedepannya tidak terjadi pada masa pandemi. Sebaiknya penelitian berikutnya memisahkan penelitian yang terjadi di masa pandemi saja atau jangkauan waktu saat keadaan normal saja agar perbandingan sampel lebih *fair*.

### Daftar Pustaka

- Almeida, H., & Philippon, T. (2005). The risk-adjusted cost of financial distress. In *National Bureau of Economic Research*.
- Baghai, R., Silva, R., Thell, V., & Vig, V. (2016). Talent in distressed firms: Investigating the labor costs of financial distress. *SSRN Electronic Journal*, January. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2854858>
- Budianto, B. (2020). Analisis tingkat kesehatan PT. Bank Aceh Syariah dengan menggunakan metode RGEC. *Jurnal Riset Ekonomi Manajemen (REKOMEN)*, 3(2), 98–108. <https://doi.org/10.31002/rn.v3i2.1985>
- Bulot, N., Salamudin, N., & Aziz, R. A. (2017). The size of indirect financial distress costs: Which variable is reliably important? *Jurnal Intelek*, 12(1), 12–20.
- Bulot, N., Salamudin, N., & Mutalib, H. A. (2014). Estimates of the indirect financial distress costs and its determinants: Evidence from Malaysia. *16th Malaysian Finance Association Conference, May 2017*.
- Edi, E., & Tania, M. (2018). Ketepatan model altman, springate, zmijewski, dan grover dalam memprediksi financial distress. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 8(1), 79. <https://doi.org/10.22219/jrak.v8i1.28>
- Elkamhi, R., Parsons, C. A., & Ericsson, J. (2009). The cost of financial distress and the timing of default. *SSRN Electronic Journal*, 1–49. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1337298>
- Heniwati, E., & Essen, E. (2020). Which retail firm characteristics impact on financial distress? *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 22(1), 40–46. <https://doi.org/10.9744/jak.22.1.30-36>
- Hilberink, B., & Rogers, L. C. G. (2002). Optimal capital structure and endogenous default. *Finance and Stochastics*, 6(2), 237–263. <https://doi.org/10.1007/s007800100058>
- Hussain, R. Y., Saad, M., & Sciences, E. (2020). Interaction of asset tangibility on the relationship between leverage structure and financial distress in agriculture linked non-financial firms. *Scientific Papers Series Management, Economic Engineering in Agriculture and Rural Developmen, October*. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.31514.26563>
- John, T. A. (2014). Accounting measures of corporate liquidity, leverage and cost of financial distress. *Financial Management*, 22(3), 91–100. <https://doi.org/10.2307/3665930>
- Keasey, K., Pindado, J., & Rodrigues, L. (2015). The determinants of the costs of financial distress in SMEs. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*, 33(8), 862–881. <https://doi.org/10.1177/0266242614529317>

- Khaliq, A., Motawe Altarturi, B. H., Mohd Thas Thaker, H., Harun, M. Y., & Nahar, N. (2014). Identifying financial distress firms: A case study of Malaysia ' s government linked companies ( GLC ). *International Journal of Economic, Finance and Management*, 3(3), 141–150.
- Kuncoro. (2019). The effect of liquidity ratio leverage ratio and activity ratio in predicting financial distress. *Management and Economic Journal*, 3(05), 581–592.
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. M. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3–29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00842-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00842-3)
- Molina, C. A. (2005). Are firms underleveraged? An examination of the effect of leverage on default probabilities. *The Journal of Finance*, 60(3), 1427–1459. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00766.x>
- Novaes, W., & Zingales, L. (2003). Capital structure choice when managers are in control entrenchment versus efficiency. *Journal of Business*, 76(1), 1–40. <https://doi.org/10.3386/w5384>
- Opler, T. C. (2013). Controlling financial distress costs in leveraged buyouts with financial innovations. *Financial Management*, 22(3), 79–90. <https://doi.org/10.2307/3665929>
- Opler, T. C., & Titman, S. (1994). Financial distress and corporate performance. *The Journal of Finance*, 49(3), 1015–1040.
- Pindado, J., & Rodrigues, L. (2005). Determinants of financial distress costs. *Financial Markets and Portfolio Management*, 19(4), 343–359. <https://doi.org/10.1007/s11408-005-6456-4>
- Pindado, J., Rodrigues, L., & de la Torre, C. (2008). Estimating financial distress likelihood. *Journal of Business Research*, 61(9), 995–1003. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.10.006>
- Pindado, J., & Rodrigues, L. F. (2004). Parsimonious models of financial in small companies insolvency. *Springer*, 22(1), 51–66.
- Pranowo, K., Achsani, N. A., Manurung, A. H., & Nuryartono, N. (2010). The dynamics of corporate financial distress in emerging market economy: Empirical evidence from the Indonesian Stock Exchange 2004-2008. *European Journal of Social Sciences*, 16(1), 138–149.
- Rohmadini, A., Saifi, M., & Darmawan, A. (2018). Pengaruh profitabilitas, likuiditas dan leverage terhadap financial distress (Studi pada perusahaan food & beverage yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 61(2), 11–19.

- Samanhya, S., Oware, K. M., & Anisom-yaansah, F. (2016). Financial distress and bankruptcy prediction: Evidence from Ghana. *Expert Journal of Finance*, 4(1), 52–65.
- Tshitangano, F. (2010). Cost of financial distress model for JSE listed companies : A case of South Africa. In *Doctoral Dissertation*. University of Pretoria.
- Widarwati, E., & Sartika, D. (2019). Cost of financial distress and firm performance. *Indonesian Capital Market Review*, 10(2), 105–114. <https://doi.org/10.21002/icmr.v10i2.10831>
- Wijantini, W. (2007). The Indirect Costs of Financial Distress in Indonesia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 9(2), 157. <https://doi.org/10.22146/gamaijb.5599>