



**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *FINANCIAL DISTRESS* PERUSAHAAN TERDAMPAK COVID-19 DI ASEAN**

**Aurellie Zulfa Islamy<sup>1\*</sup>, Unggul Purwohed<sup>2</sup>, Rida Prihatni<sup>3</sup>**

<sup>1,2,3</sup>Universitas Negeri Jakarta

\*Corresponding Author ([jax.aurellie@gmail.com](mailto:jax.aurellie@gmail.com))

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji profitabilitas, arus kas aktivitas operasi, dan kepemilikan manajerial terhadap probabilitas financial distress pada perusahaan yang paling terdampak pandemi Coronavirus Disease 2019 (COVID-19) di Association of Southeast Asian Nations (ASEAN). Sampel penelitian dipilih dengan teknik purposive sampling dan menghasilkan total sampel sebanyak 114 perusahaan selama periode penelitian tahun 2020. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder melalui metode dokumentasi. Data diperoleh dari laman bursa masing-masing negara anggota ASEAN, laman resmi perusahaan, dan laman pendukung lainnya. Penelitian ini menggunakan analisis regresi logistik dengan menggunakan Microsoft Excel dan SPSS 25. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap probabilitas financial distress, arus kas aktivitas operasi berpengaruh positif terhadap probabilitas financial distress, dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap probabilitas financial distress.

**Kata Kunci:** COVID-19, *financial distress*, kepemilikan manajerial, arus kas aktivitas operasi, profitabilitas

**ABSTRACT**

*This study aims to examine profitability, operating activity cash flow, and managerial ownership on the probability of financial distress on the companies which most affected by the Coronavirus Disease 2019 (COVID-19) pandemic in the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN). The research sample was selected with purposive sampling technique and resulted to a total sample of 114 companies during the 2020 research period. This study uses a quantitative approach with secondary data through the documentation method. The data was obtained from the stock exchange website of each member country of the ASEAN, the company's official website, and another complementing website. This study used logistic regression analysis using Microsoft Excel and SPSS 25. The results of this study indicate that profitability has a negative effect on the probability of financial distress, operating activity cash flow has a positive effect on the probability of financial distress, and managerial ownership has no effect on the probability of financial distress.*

**Keywords:** COVID-19, *financial distress*, managerial ownership, operating activity cash flow, profitability

**How to Cite:**

Islamy, A. Z., Purwohed, U., Prihatni, R., (2021). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Financial Distress* Perusahaan Terdampak Covid-19 di Asean. Jurnal Akuntansi, Perpajakan, dan Auditing, Vol. 2, No. 3, hal 710-734. <https://doi.org/xx.xxxx/JAPA/xxxxx>.

## PENDAHULUAN

Akhir Desember 2019 lalu, terdeteksi suatu virus asing bernama *Severe Acute Respiratory Syndrome Coronavirus 2* (SARSCoV-2) yang merupakan penyebab dari penyakit *Coronavirus Disease 2019* (COVID-19). COVID-19 mempunyai laju penyebaran yang sangat pesat dan diketahui telah tersebar secara global, termasuk negara-negara anggota Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), yaitu Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, Laos, Kamboja, Vietnam, Myanmar, dan Brunei Darussalam. Maka dari itu, muncul kebijakan dari masing-masing negara untuk beradaptasi dengan peristiwa ini sebagai suatu upaya untuk menekan angka positif COVID-19 berupa pembatasan kontak langsung antar individu, pembatasan perjalanan, karantina, bahkan *lockdown*. Hal ini secara langsung akan menimbulkan konsekuensi yang menyebar secara global dan mempengaruhi aspek-aspek kehidupan, termasuk aspek ekonomi.

Pengaruh global dari COVID-19 terhadap aspek ekonomi dapat terlihat dari kontraksi pertumbuhan ekonomi yang terjadi di sepanjang tahun 2020, salah satunya pada negara-negara anggota ASEAN. Berdasarkan data *Gross Domestic Product* (GDP) *growth* yang dilaporkan oleh *The World Bank* (2020) Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, dan Kamboja berturut-turut mengalami pertumbuhan ekonomi negatif sebesar -2,1%, -5,6%, -5,4%, -6,1%, -9,6%, dan -3,1%. Sementara itu, hanya Laos, Myanmar, Vietnam, dan Brunei Darussalam yang mengalami pertumbuhan ekonomi yaitu sebesar 0,5%, 3,2%, 2,9%, dan 1,1% secara berturut-turut. Selanjutnya, kontraksi pertumbuhan ekonomi akan memberikan reaksi berantai bagi seluruh pelaku ekonomi, termasuk perusahaan. Kondisi tersebut dapat terlihat dari perubahan perilaku konsumen yang cenderung melakukan pembelian yang lebih sedikit, bahkan menunda atau memilih untuk tidak membeli sama sekali. Selain itu, kewaspadaan investor dan kreditur dalam bertransaksi dengan perusahaan cenderung akan meningkat. Pada akhirnya, perusahaan ditempatkan di tengah kondisi dengan tantangan besar dalam menjalankan bisnisnya karena terdapat tekanan finansial pada perusahaan berupa penurunan dalam tingkat penerimaan dan kesulitan dalam mendapatkan dana dari pihak luar serta diperburuk dengan adanya fenomena ketidakpastian (*uncertainty*) mengenai waktu berakhirnya.

Secara spesifik, perusahaan pada sektor *travel and tourism* akan merasakan dampak ekonomi paling besar dari pandemi COVID-19. *World Tourism Organization* (UNWTO) (2020b) menyatakan bahwa sektor *tourism* adalah salah satu sektor yang paling terpengaruh karena semua bagian dari rantai nilainya yang luas terkena dampak dari COVID-19. Di Indonesia, Badan Pusat Statistik (BPS) (2020) menyatakan bahwa sektor penyediaan akomodasi dan makan minum adalah sektor yang terkena dampak dari COVID-19 paling besar. Hal ini diperburuk dengan keputusan konsumen untuk membatasi perjalanan internasional yang selanjutnya mengakibatkan kontraksi tajam pada sektor pariwisata dengan konsekuensi ekonomi yang parah (Vanzetti & Peters, 2021). Selain itu, UNWTO (2020a) per April 2020 menyatakan bahwa 100% destinasi di seluruh dunia memberlakukan pembatasan perjalanan berupa penutupan seluruh atau sebagian perbatasan untuk turis, penangguhan seluruh atau sebagian penerbangan internasional, pelarangan masuknya turis dari negara asal tertentu, karantina atau isolasi mandiri, dan kebijakan lainnya. Konsekuensi tersebut dibuktikan oleh laporan dari UNWTO (2020c) yang menyatakan bahwa ASEAN mengalami penurunan kedatangan turis internasional yang signifikan yaitu sebesar 82% dari tahun lalu.

Terdampaknya sektor *travel and tourism* oleh pandemi COVID-19 dibuktikan oleh beberapa laporan kebangkrutan di sektor terkait. Di Indonesia, Sandi (2020) menyatakan bahwa menurut Perhimpunan Hotel dan Restoran Indonesia (PHRI) terdapat 698 hotel yang tutup dalam jangka waktu satu bulan sejak April 2020. Sementara itu, Komarudin (2020) menyatakan bahwa kasus kebangkrutan di Malaysia terjadi di penutupan salah satu perusahaan penyediaan akomodasi, Holiday Inn Resort, yang terletak di Batu Ferringhi, Malaysia, setelah 41 tahun beroperasi. Selanjutnya di Thailand, Komarudin (2020b) mengatakan bahwa kemungkinan akan terdapat 50% operator tur bangkrut atau tak dapat melanjutkan usahanya di akhir tahun 2020. Peristiwa

kebangkrutan ini tentu dapat menjadi peringatan besar kepada perusahaan lainnya untuk meningkatkan upaya dalam menghindari kebangkrutan. Dalam merespons situasi ini, perusahaan sebaiknya memberikan perhatian lebih terhadap kondisi keuangannya, terutama jika terdapat kondisi kesulitan keuangan (*financial distress*) sebagai tahap yang mendahului kebangkrutan.

Karena *financial distress* dapat menjadi suatu peringatan bagi perusahaan sebagai tahap sebelum kebangkrutan, sudah sepatutnya bagi perusahaan untuk melakukan deteksi lebih dini atas *financial distress*, terlebih lagi di tengah pandemi COVID-19 yang mengakibatkan peristiwa kebangkrutan massal. Dwijayanti (2010) menyatakan bahwa jika kondisi *financial distress* diperkirakan lebih awal, maka pihak manajemen perusahaan dapat melakukan upaya dalam rangka memperbaiki kondisi keuangan perusahaan. Prediksi tersebut akan memberikan dorongan bagi perusahaan untuk meningkatkan kinerja keuangannya, mempersiapkan rencana bisnis untuk memperkecil dampak dari *financial distress* dan mencari solusi untuk keluar dari posisi tersebut. Upaya lainnya guna menghindari kebangkrutan juga dapat dilakukan dengan mengetahui pemahaman mengenai faktor-faktor yang dapat memicu *financial distress*.

*World Travel & Tourism Council* (WTTC) (2021) menyebutkan bahwa sektor *travel and tourism* secara global mengalami kerugian mencapai US\$ 4,7 triliun di tengah pandemi *Coronavirus Disease 2019* (COVID-19) pada tahun 2020. Maka dari itu, muncul kepentingan untuk menganalisis efektivitas perusahaan dalam memperoleh pendapatan dengan menggunakan rasio profitabilitas. Pada penelitian ini, profitabilitas diproksi dengan persentase *Return to Total Assets* (ROA) guna menunjukkan upaya dan kinerja perusahaan dalam menjaga keberlangsungan hidupnya melalui salah satu sumber daya ekonomi di tengah kondisi yang menurunkan peluang bisnis. Menurut Hilman & Laturette (2021), di tengah pandemi COVID-19, ROA memberikan kontribusi dalam pertimbangan untuk menilai tingkat pengembalian bisnis atau perputaran aset yang akan menunjukkan kinerja perusahaan di tengah perekonomian yang melemah. Perusahaan dengan ROA yang tinggi mengartikan bahwa kemampuan aktiva perusahaan dalam menghasilkan laba berjalan secara efektif dan produktif, sehingga kemungkinan perusahaan mengalami kondisi *financial distress* akan semakin menurun.

Unsur lainnya yang perlu menjadi atensi perusahaan sektor *travel and tourism* di tengah pandemi COVID-19 efektivitas kegiatan operasional perusahaannya. Hal ini dikarenakan terdapat kebijakan dan peraturan baru yang meliputi pembatasan aktivitas operasional perusahaan, terutama yang bergerak di sektor non esensial. Selain itu, perusahaan cenderung memperkecil tingkat mobilitas Sumber Daya Manusia (SDM) yang di sisi lain merupakan penggerak, pemikir, dan perencana dalam mendukung kelancaran penyelenggaraannya. Terhambatnya kegiatan operasional perusahaan selanjutnya akan mengarah kepada tingkat ketidakpastian dan kekhawatiran pada kegagalan pelunasan utang oleh perusahaan. Terlebih lagi, perusahaan cenderung telah mempunyai kewajiban sebelum kemunculan pandemi COVID-19. Maka dari itu, diperlukan analisis mendalam mengenai aset yang paling likuid, yaitu uang tunai (kas), sebagai unsur utama dalam menentukan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban lancarnya terutama di tengah ketidakpastian bisnis (*business uncertainty*) menggunakan rasio *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR). Rasio OCFR yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu melunasi kewajiban lancarnya dari arus kas yang dihasilkan secara internal, khususnya aktivitas operasi, sehingga perusahaan dapat terhindar dari probabilitas mengalami *financial distress*.

Selain itu, aspek lainnya yang perlu menjadi sorotan adalah penerapan prinsip transparansi *Corporate Governance* (CG) oleh suatu perusahaan. Kepentingan ini muncul karena sebagaimana yang dinyatakan oleh *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) (2020), prinsip ini merupakan kunci penyediaan informasi yang dibutuhkan baik bagi pihak internal maupun eksternal perusahaan sebagai penilaian tingkat peluang dan risiko serta dorongan dalam menentukan keputusan bisnis yang tepat dan meningkatkan kinerja perusahaan. Komponen dari prinsip transparansi CG yang perlu diungkapkan oleh perusahaan adalah struktur kepemilikan di perusahaan, salah satunya kepemilikan manajerial. Informasi mengenai kepemilikan manajerial penting untuk diungkapkan karena diasumsikan dapat memperkecil masalah keagenan berupa perbedaan tujuan antara manajemen perusahaan (prinsipal) dan pemegang saham (agen), khususnya

di tengah pandemi COVID-19 yang cenderung membawa kerugian pada seluruh pelaku ekonomi. Maka dari itu, diperlukan penerapan mekanisme insentif untuk mendorong manajemen perusahaan untuk tetap bertindak secara konsisten dengan kepentingan pemegang saham. Menurut Jensen & Meckling (1976), direksi yang memiliki kepemilikan di perusahaan tidak akan mengambil keputusan yang berpotensi mempengaruhi kekayaannya. Sehingga, sebagaimana yang diungkapkan oleh Rafliis & Arita (2021), kenaikan proporsi saham yang dimiliki manajer dan direksi akan menurunkan kemungkinan adanya perbuatan yang dimanipulasi secara berlebihan, sehingga kepentingan antara manajer dan pemegang saham akan menjadi satu. Kondisi ini kemudian akan meningkatkan kondisi keuangan perusahaan dan mengurangi probabilitas perusahaan mengalami *financial distress*.

Terdapat beberapa penelitian tentang pengaruh profitabilitas terhadap *financial distress*. Kurniasanti & Musdholifah (2018) dan Andre & Taqwa (2014) menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*. Namun, penelitian Mafiroh & Triyono (2016) tidak dapat membuktikan adanya pengaruh antara dua variabel tersebut. Pernyataan ini serupa dengan hasil penelitian Bachri et al. (2021) yang melakukan pengujiannya di Indonesia dan Malaysia.

Dalam pengujian pengaruh kesanggupan perusahaan dalam membayar kewajiban lancarnya menggunakan arus kas aktivitas operasi terhadap *financial distress*, Fahlevi & Marlinah (2019); Putri (2021); Tutliha & Rahayu (2019) menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara kedua variabel tersebut. Tetapi, A. L. Ramadhani & Nisa (2019) menyatakan bahwa rasio arus kas aktivitas operasi terhadap kewajiban lancar memiliki pengaruh yang positif terhadap *financial distress*. Sementara itu, Sudaryanti & Dinar (2019) menyimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh antara rasio arus kas aktivitas operasi terhadap kewajiban lancar dengan *financial distress*.

Beberapa penelitian menyimpulkan hasil yang berbeda untuk pengujian pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *financial distress*. Nur DP (2007) dan Widhiadnyana & Dwi Ratnadi (2019) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Hasil yang sama juga ditunjukkan oleh kesimpulan penelitian S. N. Abdullah (2006) dan Md-Rus et al. (2013) yang masing-masing menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *financial distress* di perusahaan yang terdaftar di Bursa Malaysia. Sementara itu, Fathonah (2016) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Sementara itu, Kurniasanti & Musdholifah (2018) dan Mappadang et al. (2019) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress*.

Penjabaran di atas menunjukkan adanya *research gap* pada masing-masing hasil penelitian pengaruh profitabilitas, arus kas aktivitas operasi, dan kepemilikan manajerial terhadap *financial distress* berupa hasil penelitian yang beragam sehingga menunjukkan adanya inkonsistensi pada penelitian terdahulu. Selain itu, penelitian tentang *financial distress* masih jarang dilakukan dalam konteks pandemi COVID-19, sehingga secara keseluruhan, penelitian ini memegang suatu *research gap* berupa *less-studies (under-researched)*. Oleh karena itu, ketertarikan peneliti muncul untuk menguji pengaruh profitabilitas, arus kas aktivitas operasi, dan kepemilikan manajerial terhadap *financial distress*, khususnya pada perusahaan sektor *travel and tourism* sebagai sektor yang paling terdampak pandemi COVID-19 di ASEAN.

## TINJAUAN TEORI

### Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal (*signalling theory*) diperkenalkan oleh Spence (1972) dalam *Job Market Signalling*. Teori ini melibatkan dua pihak, yaitu pengirim sinyal dan penerima sinyal. Pengirim sinyal merupakan pihak internal perusahaan seperti manajemen perusahaan yang menyediakan informasi mengenai kondisi suatu perusahaan yang relevan, sementara penerima sinyal merupakan pihak eksternal perusahaan, contohnya investor dan kreditur yang menerima informasi tersebut. Informasi

dari pengirim sinyal akan diterima oleh penerima sinyal yang kemudian menghasilkan suatu pemahaman dan mengambil keputusan yang sesuai. Syuhada et al. (2020) menyatakan bahwa laporan keuangan merupakan laporan yang digunakan untuk memberikan sinyal, baik sinyal positif (*good news*) ataupun sinyal negatif (*bad news*).

### **Teori Agensi (Agency Theory)**

Teori agensi (*agency theory*) diperkenalkan oleh Jensen & Meckling (1976) pada *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Perusahaan didefinisikan sebagai kumpulan kontrak (*nexus of contract*) yang di dalamnya terdapat peran prinsipal dan agen. Prinsipal merupakan pemilik sumber daya ekonomis (pemegang saham) yang mempunyai peran sebagai pemberi perintah berupa layanan atas nama mereka yang mencakup pendelegasian beberapa wewenang terkait *decision-making* kepada agen. Sementara itu, agen berperan sebagai pengurus dan pengendali sumber daya ekonomis yang dimiliki oleh prinsipal sehingga dapat menyejahterakannya. Pada praktiknya, tujuan keduanya dapat terjadi divergensi karena agen tidak selalu bertindak secara konsisten atas peran awal yang telah ditentukan dan kemudian menyimpang dari pemenuhan kepentingan prinsipal untuk menguntungkan dirinya sendiri, kondisi ini yang kerap disebut sebagai masalah keagenan (*agency conflict*).

### **Financial Distress**

Platt & Platt (2002) menyatakan bahwa *financial distress* adalah tahap akhir penurunan perusahaan dan tahap awal dari kebangkrutan atau likuidasi. Pernyataan yang sama juga diungkapkan oleh I. P. Sari et al. (2019), yaitu bahwa *financial distress* adalah tahap sebelum perusahaan mengalami kebangkrutan di mana kondisi keuangannya terjadi masalah, krisis atau tidak sehat. Selain itu, Kordestani et al. (2011) menyatakan bahwa kondisi *financial distress* merupakan kondisi sebelum tahap kebangkrutan yang pertama kali diawali oleh tahap *latency* dan *shortage of cash*. Menurut Nailufar et al. (2018), *financial distress* terjadi jika perusahaan mengalami kerugian atau laba operasi negatif. Menurut Hapsari (2012), *financial distress* adalah suatu situasi di mana arus kas aktivitas operasi perusahaan tidak mengimbangi pelunasan kewajiban lancar, sehingga muncul kepentingan bagi perusahaan untuk melakukan tindakan perbaikan. Dari beberapa pengertian tersebut, dapat disimpulkan bahwa *financial distress* adalah tahap yang mengawali kebangkrutan berupa kondisi kesulitan keuangan perusahaan yang tidak sehat, di mana perusahaan mengalami kerugian dan tidak dapat membayar kewajiban lancar sehingga harus melakukan tindakan untuk melakukan perbaikan.

### **Profitabilitas**

Menurut Agustini & Wirawati (2019), rasio profitabilitas merupakan rasio yang dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba pada satu periode tertentu yang berhubungan dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Menurut Aznedra & Putra (2020), rasio ini menunjukkan tinggi atau rendahnya efektivitas manajemen perusahaan melalui laba dari penjualan atau pendapatan investasi. Dirman (2020) mengungkapkan bahwa profitabilitas meliputi seluruh pendapatan dan beban yang perusahaan sebagai penggunaan aset dan kewajiban dalam suatu periode. Penelitian ini menggunakan proksi profitabilitas berupa persentase *Return on Asset* (ROA). Menurut Murni (2018), ROA merupakan rasio profitabilitas yang digunakan untuk mendeteksi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dalam periode tertentu dan yang mengatur akumulasi laba selama periode operasi perusahaan

### **Arus Kas Aktivitas Operasi**

Arus kas dari aktivitas operasi melaporkan arus kas masuk dan keluar dari kegiatan operasi perusahaan sehari-hari (Warren et al., 2018). Dalam pemanfaatannya, arus kas aktivitas operasi dapat digunakan sebagai salah satu komponen untuk menghasilkan suatu rasio keuangan yang paling tepat dalam menilai kemampuan internal dari aktivitas operasi perusahaan. Kamaluddin et al. (2019) menyatakan bahwa kas merupakan aset yang paling likuid, sehingga arus kas menjadi unsur yang lebih akurat dari pada neraca dalam mencerminkan posisi likuiditas suatu perusahaan.

Untuk mengetahui kesanggupan perusahaan untuk melunasi kewajiban lancar melalui arus kas aktivitas operasinya, dapat digunakan rasio *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR).

### **Kepemilikan Manajerial**

Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa terdapat dua jenis dari struktur kepemilikan pada perusahaan, yaitu *insiders* (manajemen) dan *outsiders* (investor tanpa peran langsung dalam manajemen perusahaan). Selanjutnya, Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan oleh *insiders* merupakan variabel yang penting untuk ditentukan dalam konteks pengurangan konflik keagenan (*agency conflict*). Kepemilikan oleh *insiders* meliputi kepemilikan manajerial. Mujiyati et al. (2021) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah rasio kepemilikan saham manajerial dengan jumlah saham yang beredar di pasar modal.

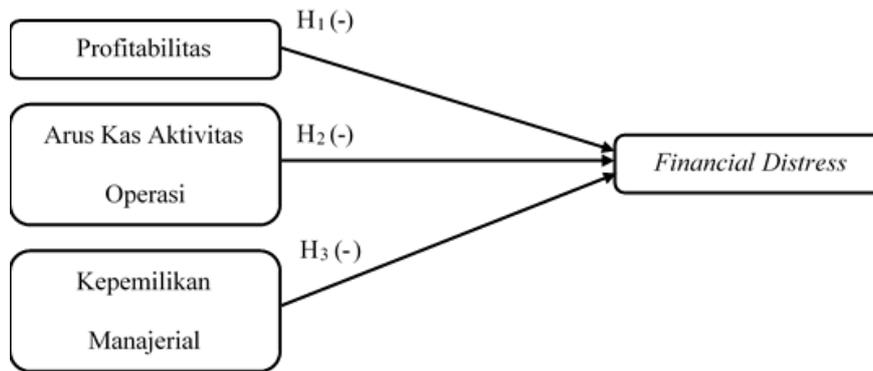
### **Kerangka Konseptual dan Pengembangan Hipotesis**

#### **Kerangka Konseptual**

Pandemi *Coronavirus Disease* 2019 (COVID-19) membawa konsekuensi terhadap pada kondisi keuangan perusahaan sehingga dapat meningkatkan risiko kebangkrutan karena melanda perusahaan di tengah situasi aktivitas perekonomian yang menurun dengan ketidakpastian mengenai waktu berakhirnya. Maka dari itu, sebagaimana yang dinyatakan oleh Armadani et al. (2021), analisis terhadap *financial distress* penting bagi perusahaan terdampak pandemi karena dapat digunakan sebagai mitigasi dan prediksi *going concern* perusahaan di masa depan sehingga dapat menjadi pertimbangan pengambilan kebijakan perusahaan.

Berdasarkan teori sinyal (*signalling theory*), kondisi *financial distress* dapat menjadi sinyal atau gambaran yang berguna yang dapat mendeskripsikan kinerja dan kondisi keuangan perusahaan berdasarkan hasil yang telah dicapai pada suatu periode tertentu. Pada penelitian ini, informasi perusahaan atau faktor internal yang dianggap dapat dimanfaatkan sebagai sinyal yang dapat memicu kondisi *financial distress* perusahaan pada pandemi COVID-19 adalah rasio profitabilitas dan rasio arus kas aktivitas operasi terhadap kewajiban lancar. Kedua rasio ini dianggap tepat untuk diimplementasikan pada pengujian terhadap kondisi *financial distress* di tengah pandemi COVID-19 karena adanya fenomena berupa kerugian atas pendapatan dan berkurangnya aktivitas operasional di sebagian besar perusahaan, sehingga seberapa efektif perusahaan dalam pemanfaatan asetnya untuk memperoleh laba dan kesanggupan perusahaan dalam melunasi kewajibannya melalui kas dari aktivitas operasi perusahaan perlu menjadi perhatian utama.

Selain itu, peran manajemen di tengah pandemi COVID-19 juga perlu diperhatikan karena keputusan yang diambil oleh manajemen selama pandemi akan sangat berpengaruh terhadap keberlanjutan jangka panjang perusahaan, sehingga manajemen perlu secara hati-hati mempertimbangkan kewajiban mereka dalam mengelola perusahaan secara teliti, tekun, dan cakap serta bertindak demi kepentingan terbaik perusahaan. Namun, dalam praktiknya, tindakan manajemen tidak selalu sesuai dengan kepentingan perusahaan dan pihak yang berkepentingan. Hal ini dijelaskan pada teori agensi (*agency theory*) sebagai teori yang melekat dan melandasi masalah keagenan berupa divergensi kepentingan antar keterlibatan dua pihak dalam pengelolaan perusahaan. Oleh karena itu, dibutuhkan suatu upaya untuk memperkecil masalah tersebut menggunakan perspektif penerapan *corporate governance*. Pada penelitian ini, perspektif tersebut diproksi dengan kepemilikan manajerial karena diasumsikan sebagai mekanisme pengendalian dan pengawasan melewati peran ganda oleh agen yaitu sebagai manajemen dan pemegang saham perusahaan.



Berdasarkan penjelasan keterkaitan *grand theory* yang mendasari penelitian dan kerangka penelitian di atas, maka ditetapkan hipotesis penelitian:

H<sub>1</sub>: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Probabilitas *Financial Distress*

H<sub>2</sub>: Arus Kas Aktivitas Operasi berpengaruh negatif terhadap Probabilitas *Financial Distress*

H<sub>3</sub>: Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap Probabilitas *Financial Distress*

### Pengembangan Hipotesis

#### Profitabilitas terhadap *Financial Distress*

Rasio profitabilitas memberikan sinyal mengenai kesuksesan dan efektivitas penggunaan aset perusahaan dalam memperoleh laba. Profitabilitas dengan nilai yang tinggi memberikan sinyal positif bagi penerima sinyal karena menunjukkan bahwa pengelolaan aktiva perusahaan dalam memperoleh laba berjalan secara efektif dan produktif. Andre & Taqwa (2014) menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi secara tidak langsung akan menurunkan pengeluaran biaya perusahaan sehingga terdapat kecukupan dana untuk menjalankan kegiatan usahanya, termasuk pembayaran dividen dan pelunasan utang. Sementara itu, profitabilitas yang rendah menunjukkan kemampuan yang minim dari aktiva perusahaan dalam menghasilkan laba sehingga kegiatan usaha dan pelunasan kewajiban perusahaan menjadi tidak efektif dan dapat mengarah kepada kondisi *financial distress*. Menurut Alimilia & Kristijadi (2017), profitabilitas yang rendah berdampak terhadap penurunan aset lancar, pelunasan kewajiban yang terhambat, dan penurunan aset lainnya untuk dijadikan modal operasi sehingga dapat menimbulkan suatu gejala kondisi *financial distress* bagi suatu perusahaan.

**H<sub>1</sub>: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Probabilitas *Financial Distress***

#### Arus Kas Aktivitas Operasi terhadap *Financial Distress*

Arus kas aktivitas operasi dapat digunakan sinyal yang paling tepat dalam menilai kemampuan internal dari aktivitas operasi perusahaan, salah satunya dalam pelunasan kewajiban. Kamaluddin et al. (2019) menyatakan bahwa kas merupakan aset yang paling likuid, sehingga arus kas menjadi unsur yang lebih akurat dari pada neraca dalam mencerminkan posisi likuiditas perusahaan. Rasio arus kas aktivitas operasi yang tinggi menunjukkan sinyal baik yaitu bahwa perusahaan mampu melunasi semua kewajiban lancarnya dari arus kas dari aktivitas operasi. Giarto & Fachrurrozie (2020) menyatakan bahwa arus kas aktivitas operasi akan menunjukkan kualitas kinerja perusahaan dalam mengelola kas untuk memenuhi keperluan internal perusahaan, sehingga semakin tinggi arus kas aktivitas operasi, maka semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*. Sebaliknya, arus kas aktivitas operasi yang rendah menunjukkan bahwa perusahaan tidak mempunyai kemampuan untuk melunasi semua kewajiban lancarnya dari arus kas dari aktivitas operasi sehingga membutuhkan dana dari pihak eksternal. Tutliha & Rahayu (2019) menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menghasilkan kas dari kegiatan operasi tidak akan bisa bertahan dalam jangka panjang, sehingga selanjutnya akan mengarah kepada kondisi *financial distress*.

**H<sub>2</sub>: Arus Kas Aktivitas Operasi berpengaruh negatif terhadap Probabilitas *Financial Distress***

## **Kepemilikan Manajerial terhadap *Financial Distress***

Kepemilikan manajerial merupakan salah satu dari *corporate governance mechanism* yang diasumsikan dapat memperkecil masalah keagenan (*agency conflict*) berupa perbedaan tujuan antara manajemen perusahaan (prinsipal) dan pemegang saham (agen). Dengan suatu proporsi kepemilikan saham manajemen perusahaan itu sendiri, maka manajemen perusahaan akan membuat keputusan yang menguntungkan bagi mereka sebagai pemegang saham. Sebagaimana yang dinyatakan oleh Widhiadnyana & Dwi Ratnadi (2019) bahwa manajer tidak akan bertindak sebagai pemegang saham jika mereka bukan pemegang saham. Hal tersebut akan mengangkat kinerja keuangan perusahaan dan mendorong manajemen untuk mengambil keputusan secara lebih hati-hati karena akan ikut menanggung konsekuensi sebagai pemegang saham. Maka dari itu, dengan adanya proporsi kepemilikan manajerial di suatu perusahaan, *financial distress* akan terhindar karena pihak manajemen akan menjaga kesehatan keuangan perusahaan.

### **H<sub>3</sub>: Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap Probabilitas *Financial Distress***

## **METODE**

Penelitian ini menerapkan metode penelitian kuantitatif. Menurut Sugiyono (2015), metode penelitian kuantitatif merupakan metode yang menggunakan data berupa angka dan alat analisis berupa statistik. Data yang dikumpulkan merupakan laporan keuangan, tahunan, dan arus kas perusahaan terkait. Data yang dikumpulkan merupakan informasi dari perusahaan di Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), yang anggotanya terdiri dari Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina, Laos, Kamboja, Myanmar, Vietnam, dan Brunei Darussalam. Dari sepuluh negara anggota tersebut, Brunei Darussalam merupakan satu-satunya negara yang tidak mempunyai bursa efek sehingga tidak dapat dianalisis. Data diperoleh melalui laman bursa efek negara-negara ASEAN yang mempunyai bursa efek, yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI) (<https://www.idx.co.id/>), Bursa Malaysia (MYX) (<https://www.bursamalaysia.com/>), Singapore Stock Exchange (SGX) (<https://www.sgx.com/>), the Stock Exchange of Thailand (SET) (<https://www.set.or.th/en>), the Philippine Stock Exchange, Inc. (PSE) (<https://www.pse.com.ph/> dan <https://edge.pse.com.ph/>), Lao Securities Exchange (LSX) (<http://www.lsx.com.la/>), Cambodia Securites Exchange (CSX) (<http://csx.com.kh/>), Yangon Stock Exchange (YSX) (<https://ysx-mm.com/>), HoChiMinh Stock Exchange (HOSE) (<http://hsx.vn/>), dan laman resmi perusahaan serta laman pendukung lainnya. Data tersebut kemudian dianalisis menggunakan teknik analisis statistik deskriptif dan statistik inferensial berupa regresi logistik yang sebelumnya telah melewati uji multikolinearitas dan uji kesesuaian model yang didukung oleh aplikasi Microsoft Excel dan Statistical Package Social Sciences (SPSS) Statistics 25.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang bergerak pada sektor paling terdampak COVID-19, yaitu sektor *travel and tourism*, yang meliputi beberapa sub-sektor yaitu penyediaan jasa terkait akomodasi dan makan minum, pariwisata, hiburan, transportasi dan logistik, serta beberapa sub-sektor yang terkait lainnya, yang terdaftar di bursa efek di Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI), Bursa Malaysia (MYX), Singapore Stock Exchange (SGX), The Stock Exchange of Thailand (SET), The Philippine Stock Exchange, Inc. (PSE), Lao Securities Exchange (LSX), Cambodia Securites Exchange (CSX), Yangon Stock Exchange (YSX), dan HoChiMinh Stock Exchange (HOSE) dalam kurun waktu tahun 2020. Penelitian ini menentukan sampel melalui teknik *purposive sampling*. Berikut kriteria *purposive sampling* penelitian ini:

**Tabel 1. Seleksi Sampel**

No	Kriteria Sampel	Sampel
1	Perusahaan sektor <i>travel and tourism</i> yang telah terdaftar di bursa efek masing-masing negara ASEAN, yaitu BEI, MYX, SGX, SET, PSE, LSX, CSX, YSX, dan HOSE pada kurun waktu penelitian periode tahun 2020	280
2	Laporan keuangan atau laporan tahunan periode tahun 2020 yang tidak tersedia atau tidak dipublikasikan	(21)
3	Laporan keuangan atau laporan tahunan yang disediakan tidak menggunakan Bahasa Indonesia atau Bahasa Inggris	(22)
4	Perusahaan yang melakukan kegiatan tutup buku selain pada bulan Desember	(60)
5	Laporan keuangan atau tahunan yang tidak menyajikan variabel amatan selama periode penelitian	(13)
6	Perusahaan yang tidak mempunyai kepemilikan manajerial	(50)
	<b>Jumlah sampel yang memenuhi kriteria</b>	<b>114</b>
	<b>Jumlah sampel observasi (tahun 2020)</b>	<b>114</b>

Sumber: Data Diolah Peneliti, 2021

Berikut penjabaran definisi operasional variabel penelitian ini:

### **Financial Distress**

Salah satu teknik pengukuran *financial distress* adalah model Altman (*Z-Score*), yaitu model prediksi kebangkrutan pertama dengan model *Multivariate Discriminant Analysis* (MDA) yang dicetuskan oleh Edward I. Altman, Ph.D. Hingga saat ini, telah terdapat dua kali pengembangan model Altman, yaitu model Altman revisi (*Z'-Score*) dan model Altman modifikasi (*Z''-Score*). Penelitian ini menggunakan model Altman modifikasi dengan beberapa alasan yang melatarbelakanginya. Pertama, penerapan model ini dapat dilakukan pada seluruh perusahaan swasta (*privately held company*) maupun publik, baik pada sektor manufaktur dan non-manufaktur. Kedua, model ini dinilai telah dikembangkan menjadi model yang dapat digunakan dalam lingkup internasional walau secara garis besar dalam literturnya terbatas di lingkup Amerika Serikat. Ketiga, sebagaimana yang tertuang pada hasil penelitian Diakomihalis (2012), model Altman dapat diterapkan dengan tingkat keandalan dan akurasi yang tinggi pada sektor yang menjadi objek penelitian ini, yaitu *hospitality sector*, sehingga model ini dinilai dapat menjadi model yang tepat untuk digunakan. Berikut rumus dari model Altman modifikasi:

$$Z'' = 6.56 X_1 + 3.26 X_2 + 6.72 X_3 + 1.05 X_4$$

Di mana:

$Z'' = \text{Bankruptcy Index (Model Altman Modifikasi)}$

$X_1 = \text{Working Capital / Total Asset}$

$X_2 = \text{Retained Earnings / Total Asset}$

$X_3 = \text{Earning Before Interest and Taxes / Total Asset}$

$X_4 = \text{Book Value of Equity / Book Value of Total Debt}$

**Tabel 2. Skala Nilai Z''-Score Model Altman Modifikasi**

Nilai Z''-Score	Keterangan
$Z'' > 2,6$	Zona Aman Kondisi Perusahaan: Sehat Perusahaan memiliki kemungkinan kebangkrutan yang kecil
$1,1 < Z'' < 2,6$	Zona Abu-abu Kondisi Perusahaan: Rawan Perusahaan mengalami masalah keuangan
$Z'' < 1,1$	Zona Berbahaya Kondisi Perusahaan: Bangkrut Perusahaan mengalami kesulitan keuangan dengan risiko tinggi

Sumber: Altman, 2002

Berdasarkan skala nilai Z''-Score model Altman modifikasi, penelitian ini mengonversi kategori tersebut menjadi variabel *dummy*:

**Tabel 3. Kriteria Variabel Dependen (*Financial Distress*)**

Kategori	<i>Non Financial Distress</i>	<i>Financial Distress</i>
Zona Aman	✓	
Zona Abu-abu	✓	
Zona Berbahaya		✓

Sumber: Udin et al., 2017 dan Assaji & Machmuddah, 2019

**Tabel 4. Kode Variabel Dummy: *Financial Distress***

Kriteria	Kode
<i>Non Financial Distress</i>	0
<i>Financial Distress</i>	1

Sumber: Data Diolah Peneliti, 2021

## Profitabilitas

Menurut Kieso et al. (2002), rasio profitabilitas merupakan pengukuran tingkat keberhasilan atau kegagalan perusahaan dalam memperoleh pendapatan yang memadai untuk penutupan biaya operasinya dan pemberian pengembalian kepada pemilik. Pada penelitian ini, profitabilitas dihitung menggunakan persentase melalui rasio *Return on Asset* (ROA). Brigham & Houston (2019) mengungkapkan bahwa ROA adalah rasio keuangan untuk pengukuran tingkat pengembalian aset perusahaan. Pengukuran ROA pada penelitian ini mengacu pada rumus yang ditetapkan oleh Brigham & Houston (2019). Berikut pengukuran ROA pada penelitian ini:

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}}$$

Pada penelitian ini, ROA dikonversi menjadi persentase. Persentase ROA yang tinggi mengartikan bahwa kemampuan aktiva perusahaan dalam menghasilkan laba berjalan secara efektif dan produktif. Sebaliknya, persentase ROA yang rendah mengindikasikan kemampuan dari aktiva perusahaan dalam menghasilkan laba kurang efektif dan produktif.

## Arus Kas Aktivitas Operasi

Arus kas dari aktivitas operasi melaporkan arus kas masuk dan keluar dari kegiatan operasi perusahaan selama sehari-hari (Warren et al., 2018). Menurut Casey & Bartczak (1984), arus kas aktivitas operasi saja tidak andal dalam mengukur potensi kebangkrutan, sehingga perlu dihubungkan dengan tingkat hutang perusahaan untuk mengimbangi kekurangan tersebut. Penelitian ini menggunakan proksi arus kas aktivitas operasi melalui persentase dari *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR). OCFR merupakan rasio untuk menilai kesanggupan perusahaan dalam pelunasan kewajiban lancarnya melalui arus kas aktivitas operasi. Pengukuran OCFR pada penelitian ini mengacu pada penelitian Ahmad et al. (2010) dan Casey & Bartczak (1984). Berikut pengukuran OCFR pada penelitian ini:

$$\text{OCFR} = \frac{\text{Operating Cash Flow}}{\text{Current Liabilities}}$$

Pada penelitian ini, OCFR dikonversi menjadi persentase. Semakin tinggi persentase OCFR, semakin besar kemampuan perusahaan dalam membayar seluruh kewajiban lancarnya dengan arus kas aktivitas operasi tanpa bantuan dana dari pihak eksternal. Sebaliknya, semakin rendah persentase OCFR, maka perusahaan mempunyai kemampuan yang minim pada pemenuhan kewajiban lancarnya melalui arus kas aktivitas operasi.

## Kepemilikan Manajerial

Mujiyati et al. (2021) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah rasio kepemilikan saham manajerial terhadap total saham beredar di pasar modal. Pengukuran kepemilikan manajerial penelitian ini menggunakan pengukuran pada penelitian Mujiyati et al. (2021). Berikut pengukuran kepemilikan manajerial pada penelitian ini:

$$\text{MAN} = \frac{\text{Management Share}}{\text{Total Shares Outstanding}} \times 100\%$$

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk melakukan interpretasi data masing-masing variabel independen secara umum melalui penyajian tabel nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, minimum, dan maksimum. Berikut *output* dari analisis statistik deskriptif dan penjelasannya:

**Tabel 5. Analisis Statistik Deskriptif**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	114	-66,20%	19,96%	-4,3506%	12,81145%
OCFR	114	-1968,52%	352,98%	1,6990%	198,09783%
MAN	114	0,00%	80,00%	12,9738%	19,20346%
Valid N (listwise)	114				

Sumber: Output SPSS 25, 2021

1. Nilai minimum dan maksimum dari variabel *Return on Asset* (ROA) secara berturut-turut adalah sebesar -66,20% dan 19,96%. Nilai *mean* dan standar deviasi dari variabel ROA secara berturut-turut adalah sebesar -4,3506% dan 12,81145%. Karena nilai *mean* lebih kecil dari standar deviasi, maka data ROA bervariasi dan tidak berkelompok.
2. Nilai minimum dan maksimum dari variabel *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR) secara berturut-turut adalah sebesar -1968,52% dan 352,98%. Nilai *mean* dan standar deviasi dari variabel OCFR secara berturut-turut adalah sebesar 1,6990% dan 198,09783%. Karena nilai *mean* lebih kecil dari standar deviasi, maka data OCFR bervariasi dan tidak berkelompok.

3. Nilai minimum dan maksimum dari variabel MAN secara berturut-turut adalah 0,000006% dan 80% Nilai *mean* dan standar deviasi dari variabel MAN secara berturut-turut adalah sebesar 12,9738% dan 19,20346%. Karena nilai *mean* lebih kecil dari standar deviasi, maka data MAN bervariasi dan tidak berkelompok.

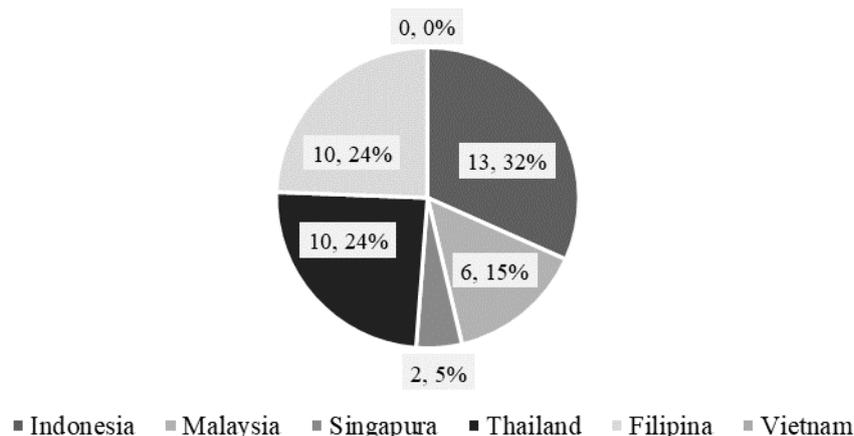
**Tabel 6. Distribusi Frekuensi: Variabel *Financial Distress***

		FD			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Non Financial Distress	73	64,0	64,0	64,0
	Financial Distress	41	36,0	36,0	100,0
	Total	114	100,0	100,0	

Sumber: Output SPSS 25, 2021

Berdasarkan Tabel 6, terdapat total 114 perusahaan sektor *travel and tourism* di wilayah Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) yang menjadi sampel penelitian ini. Dari keseluruhannya, terdapat 29 perusahaan Indonesia, 24 perusahaan Malaysia, 21 perusahaan Singapura, 19 perusahaan Thailand, 19 perusahaan Filipina, dan dua perusahaan Vietnam. Kemudian, dari total 114 perusahaan, terdapat 41 perusahaan atau 36,0% di antaranya yang mempunyai kondisi *financial distress* dan 73 perusahaan atau 64,0% di antaranya tidak mengalami *financial distress*.

**Perusahaan Sektor *Travel and Tourism* di ASEAN yang Mengalami *Financial Distress* (Tahun 2020)**



**Gambar 1. Persentase Perusahaan Sektor *Travel and Tourism* yang Mengalami *Financial Distress* di ASEAN (Tahun 2020)**

Berdasarkan Gambar 1, dapat diinterpretasikan bahwa dari 41 perusahaan sektor *travel and tourism* di ASEAN yang mengalami *financial distress* selama masa pandemi COVID-19, Vietnam tidak menunjukkan adanya perusahaan sektor *travel and tourism* dari wilayahnya yang mengalami *financial distress* selama pandemi COVID-19. Untuk Singapura, jumlah perusahaan yang mengalami *financial distress* tergolong sedikit karena hanya terdapat dua atau 5% dari keseluruhan perusahaan dengan status *financial distress* di ASEAN. Sementara itu, perusahaan dengan kondisi *financial distress* di Malaysia hanya sebanyak enam perusahaan atau 15% dari seluruh perusahaan dengan kondisi *financial distress* di ASEAN. Selanjutnya, Thailand dan Filipina masing-masing menghasilkan sebanyak sepuluh perusahaan dengan kondisi *financial distress* atau sebesar 24% dari seluruh perusahaan yang mengalami *financial distress* di ASEAN. Sementara itu, penyebaran perusahaan dengan kondisi *financial distress* di ASEAN didominasi di wilayah Indonesia sebanyak 13 perusahaan atau sebesar 32% dari keseluruhannya. Maka dari itu, dengan menjadi perusahaan yang memiliki persentase perusahaan dengan kondisi *financial distress*, dapat terlihat bahwa

pandemi memberikan pengaruh terhadap kinerja perusahaan yang bergerak di sektor *travel and tourism* di Indonesia sehingga tidak memiliki kemampuan yang cukup untuk mempertahankan kondisi keuangannya.

### Uji Multikolinearitas

Ghozali (2020) menyatakan bahwa uji multikolinearitas mempunyai tujuan untuk menemukan jawaban apakah model regresi memiliki korelasi antar variabel independen di dalamnya. Pengujian ini dilihat dari nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF), dimana apabila nilai *tolerance* > 0,10 atau sama dengan nilai VIF < 10 maka tidak terdapat gejala multikolinearitas dalam model regresi. Sebaliknya, apabila nilai *tolerance* ≤ 0,10 atau sama dengan nilai VIF ≥ 10, terdapat gejala multikolinearitas dalam model regresi. Berikut *output* uji multikolinearitas model regresi penelitian ini:

**Tabel 7. Output Uji Multikolinearitas Model Regresi**

Coefficients <sup>a</sup>			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ROA	,706	1,417
	OCFR	,710	1,408
	MAN	,991	1,009

a. Dependent Variable: FD

Sumber: Output SPSS 25, 2021

Berdasarkan Tabel 7, *Return on Asset* (ROA) (X1) menunjukkan nilai *tolerance* 0,706 dan nilai VIF 1,417, variabel *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR) (X2) menunjukkan nilai *tolerance* 0,710 dan nilai VIF 1,408, serta variabel Kepemilikan Manajerial (MAN) (X3) menunjukkan nilai *tolerance* 0,991 dan nilai VIF 1,009. Seluruh nilai *tolerance* dan VIF variabel independen adalah di atas 0,10 dan nilai VIF di bawah 10. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa di antara ROA, OCFR, dan MAN tidak terdapat korelasi antara satu sama lain sehingga model regresi tidak mengalami gejala multikolinearitas.

### Uji Kesesuaian Model

#### Penilaian Keseluruhan Model (Overall Model Fit Test)

Ghozali (2020) mengungkapkan bahwa menilai *overall model fit test* merupakan langkah awal dalam melakukan pengujian data dengan regresi logistik untuk menentukan apakah model yang dihipotesiskan fit dengan data. Uji ini dilakukan dengan melakukan perbandingan antara nilai -2LogL awal (*block number* = 0) dan nilai -2LogL akhir (*block number* = 1). Jika terdapat penurunan, maka model yang dihipotesiskan fit dengan data. Sebaliknya, jika terjadi peningkatan, maka model yang dihipotesiskan tidak fit dengan data. Berikut hasil dari *overall model fit test* pada data sampel observasi penelitian ini:

**Tabel 8. Output SPSS: Overall Model Fit Test (Model Awal)**

Iteration History <sup>a,b,c</sup>			
Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients
			Constant
Step 0	1	148,940	-,561
	2	148,933	-,577
	3	148,933	-,577

a. Constant is included in the model.  
b. Initial -2 Log Likelihood: 148,933  
c. Estimation terminated at iteration number 3 because parameter estimates changed by less than ,001.

Iteration History <sup>a,b,c</sup>		
Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients
		Constant
Iteration History <sup>a,b,c,d</sup>		

Sumber: Output SPSS 25, 2021

**Tabel 9. Output SPSS: Overall Model Fit Test (Model Akhir)**

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients				
		Constant	ROA	OCFR	MAN	
Step 1	1	115,455	-1,087	-,094	,003	,008
	2	111,625	-1,426	-,140	,005	,013
	3	111,353	-1,519	-,156	,006	,015
	4	111,351	-1,527	-,158	,006	,015
	5	111,351	-1,527	-,158	,006	,015
a. Method: Enter						
b. Constant is included in the model.						
c. Initial -2 Log Likelihood: 148,933						
d. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than ,001.						

Sumber: Output SPSS 25, 2021

**Tabel 10. Perbandingan -2LogL Model Awal dan Akhir**

-2LogL	Nilai
Awal	148,933
Akhir	111,351

Sumber: Data Diolah Peneliti, 2021

### Uji Kelayakan Model Regresi (*Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*)

Menurut Ghozali (2020), *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* dilakukan untuk menegaskan bahwa tidak terdapat perbedaan antara model dengan data sehingga dapat disimpulkan bahwa model fit dan menjawab pertanyaan apakah data empiris sesuai dengan model. Pengujian ini dilakukan dengan dasar pengambilan keputusan di mana apabila nilai Sig. > 0,05, maka *goodness of fit model* mampu memprediksi nilai observasinya dan model dapat diterima. Sebaliknya, apabila nilai Sig. ≤ 0,05, maka *goodness of fit model* tidak baik karena ketidakmampuan model dalam memprediksi nilai observasinya. Berikut Berikut *output* uji kelayakan model penelitian ini menggunakan *Hosmer and Lemeshow's goodness of fit test*:

**Tabel 11. Output SPSS: Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test**

Hosmer and Lemeshow Test			
Step	Chi-square	df	Sig.
1	9,277	8	,319

Sumber: Output SPSS 25, 2021

Nilai Sig. pada *output* pengujian *Hosmer and Lemeshow* terhadap model regresi pada penelitian ini adalah sebesar 0,319 yang berada pada tingkat Sig. > 0,05. Hal ini menghasilkan suatu kesimpulan di mana *goodness of fit model* mampu memprediksi nilai observasinya sehingga model pada penelitian ini dapat diterima dan layak digunakan.

### Koefisien Determinasi (*Nagelkerke's R Square*)

Ghozali (2020) menyatakan bahwa *Nagelkerke's R Square* adalah bentuk modifikasi koefisien *Cox and Snell* yang merupakan ukuran tiruan nilai *R Square* pada *multiple regression*. Modifikasi ini dilakukan karena koefisien *Cox and Snell* didasari oleh teknik estimasi *likelihood* yang sulit diinterpretasikan karena nilai maksimumnya kurang dari satu. Maka dari itu, *Nagelkerke's R Square* memastikan bahwa nilai tersebut bersifat variatif dari nol sampai satu sehingga dapat diartikan seperti nilai *R Square* dalam *multiple regression*. Berikut *output* pengujian koefisien determinasi pada penelitian ini melalui nilai *Nagelkerke's R Square*:

**Tabel 12. Output SPSS: Nagelkerke's R Square**

Model Summary			
Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	111,351 <sup>a</sup>	,281	,385
a. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than ,001.			

Sumber: Output SPSS 25, 2021

Berdasarkan Tabel 12, nilai koefisien determinasi yang diperoleh dari *Nagelkerke's R Square* adalah 0,385. Hasil tersebut menunjukkan bahwa 38,5% variasi *financial distress* dapat dijelaskan oleh variasi dari ketiga variabel independen yaitu *Return on Asset (ROA)*, *Operating Cash Flow Ratio (OCFR)*, dan *Kepemilikan Manajerial (MAN)*. Sementara itu, sisa persentasenya yang berjumlah 61,5% dijelaskan oleh sebab lainnya yang tidak termasuk dalam model penelitian ini.

### Uji Tingkat Kemampuan Klasifikasi (Tabel Klasifikasi 2 x 2)

Tabel klasifikasi 2 x 2 menghitung nilai estimasi yang benar (*correct*) dan salah (*incorrect*) (Ghozali, 2020). Pada tabel klasifikasi 2 x 2, kolom pada tabel akan menyajikan dua nilai prediksi dari variabel dependen (*financial distress*) dengan nilai satu (*financial distress*) dan nol (*non financial distress*). Sementara itu, baris pada tabel akan menyajikan nilai observasi sesungguhnya dari kedua nilai prediksi *financial distress*. Berikut *output* pengujian tingkat kemampuan klasifikasi pada penelitian ini:

**Tabel 13. Output SPSS: Tabel Klasifikasi 2 x 2**

Classification Table <sup>a</sup>					
		Predicted			Percentage Correct
		FD		Overall Percentage	
Observed		Non Financial Distress	Financial Distress		
Step 1	FD	Non Financial Distress	66	7	90,4
	Financial Distress		19	22	53,7
Overall Percentage					77,2

a. The cut value is ,500

Sumber: Output SPSS 25, 2021

Berdasarkan Tabel 13, penelitian ini menggunakan total sampel observasi sebanyak 114 perusahaan, yaitu 73 perusahaan yang tidak mempunyai kondisi *financial distress* dan 41 perusahaan yang mengalami *financial distress*. Dari 73 perusahaan yang tidak mempunyai kondisi *financial distress*, terdapat 66 perusahaan atau sebesar 90,4% di antaranya yang dapat diprediksikan secara tepat oleh model pada penelitian ini. Sementara itu, dari 41 perusahaan yang mengalami *financial distress*, terdapat 22 perusahaan atau sebesar 53,7% di antaranya yang dapat diprediksikan secara tepat oleh model pada penelitian ini. Dengan demikian, model regresi logistik penelitian ini secara keseluruhan dapat memprediksikan secara tepat sebesar 77,2% kondisi *financial distress* perusahaan sektor *travel and tourism* pada masa pandemi *Coronavirus Disease 2019 (COVID-19)* di wilayah Association of Southeast Asian Nations (ASEAN).

## Analisis Regresi Logistik

Ghozali (2020) menyatakan bahwa regresi logistik mempunyai tujuan untuk menguji apakah probabilitas terjadinya variabel dependen dapat diprediksi oleh variabel independennya. Pada penelitian ini, probabilitas terjadinya kondisi *financial distress* diasumsikan dapat diprediksi oleh tiga variabel independen yaitu *Return on Asset* (ROA), *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR), dan Kepemilikan Manajerial (MAN). Berikut *output* analisis regresi logistik pada penelitian ini:

**Tabel 14. Output Analisis Regresi Logistik**

Variables in the Equation							
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup>	ROA	-,158	,036	19,405	1	,000	,854
	OCFR	,006	,002	9,349	1	,002	1,006
	MAN	,015	,012	1,551	1	,213	1,015
	Constant	-1,527	,346	19,426	1	,000	,217
a. Variable(s) entered on step 1: ROA, OCFR, MAN.							

Sumber: Output SPSS 25, 2021

Berdasarkan Tabel 14, dapat dinyatakan sebuah persamaan untuk model regresi pada penelitian ini:

$$\ln \left[ \frac{P}{(1-P)} \right] = -1,527 - 0,158 ROA + 0,006 OCFR + 0,015 MAN$$

Di mana:

$\ln[P/(1-P)]$  = Probabilitas Perusahaan Mengalami *Financial distress* (*Dummy Variable* yaitu 1 (*Financial Distress*); 0 (*Non Financial Distress*))

ROA = *Return on Asset*

OCFR = *Operating Cash Flow Ratio*

MAN = Kepemilikan Manajerial

1. Variabel *Return on Asset* (ROA) ( $X_1$ ) menghasilkan nilai B sebesar -0,158 dan nilai Exp(B) sebesar 0,854. Maka dari itu, perusahaan dengan ROA yang lebih tinggi memiliki probabilitas mengalami *financial distress* lebih kecil 0,854 kali dari perusahaan dengan ROA yang lebih rendah.
2. Variabel *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR) ( $X_2$ ) menghasilkan nilai B sebesar 0,006 dan nilai Exp(B) sebesar 1,006. Maka dari itu, perusahaan dengan OCFR yang lebih tinggi memiliki probabilitas mengalami *financial distress* lebih besar 1,006 kali dari perusahaan dengan OCFR yang lebih rendah.
3. Variabel Kepemilikan Manajerial (MAN) ( $X_3$ ) menghasilkan nilai B sebesar 0,015 dan nilai Exp(B) sebesar 1,015. Maka dari itu, perusahaan dengan MAN yang lebih tinggi memiliki probabilitas mengalami *financial distress* lebih besar 1,015 kali dari perusahaan dengan MAN yang lebih rendah.

## Uji Hipotesis

### Uji Signifikansi Keseluruhan dari Regresi Sampel (*Omnibus Test*)

Ghozali (2020) menyatakan bahwa uji signifikansi keseluruhan dari regresi sampel bertujuan untuk menguji *joint hypothesis* bahwa  $b_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$  secara bersama-sama sama dengan nol. Pada pengujian ini, *output Omnibus Test* digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan yang di mana apabila nilai Sig. < 0,05, maka semua variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Sebaliknya, apabila nilai Sig. > 0,05, maka variabel independen secara bersama-

sama tidak mempengaruhi variabel dependen. Berikut *output omnibus test* model regresi pada penelitian ini:

**Tabel 15. Output Uji Pengaruh Simultan: Omnibus Test**

Omnibus Tests of Model Coefficients		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	37,582	3	,000
	Block	37,582	3	,000
	Model	37,582	3	,000

Sumber: Output SPSS 25, 2021

Berdasarkan Tabel 15, nilai Sig. adalah sebesar 0,000 (Sig. < 0,05), sehingga menghasilkan suatu keputusan di mana *Return on Asset (ROA)*, *Operating Cash Flow Ratio (OCFR)*, dan *Kepemilikan Manajerial (MAN)* secara serentak (simultan) mempengaruhi probabilitas perusahaan mengalami *financial distress*.

### Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Wald)

Ghozali (2020) menyatakan bahwa uji signifikansi parameter individual menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Pada pengujian ini, *output Uji Wald* digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan. Jika nilai Sig. < 0,05, maka variabel independen secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen. Sebaliknya, apabila nilai Sig. > 0,05, maka variabel independen secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Berikut *output Uji Wald* model regresi pada penelitian ini:

**Tabel 16. Output Uji Pengaruh Parsial: Uji Wald**

Variables in the Equation							
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup>	ROA	-,158	,036	19,405	1	,000	,854
	OCFR	,006	,002	9,349	1	,002	1,006
	MAN	,015	,012	1,551	1	,213	1,015
	Constant	-1,527	,346	19,426	1	,000	,217

a. Variable(s) entered on step 1: ROA, OCFR, MAN.

Sumber: Output SPSS 25, 2021

1. Variabel *Return on Asset (ROA)* memiliki nilai Sig. 0,000 (Sig. < 0,05) dan nilai B sebesar -0,158 artinya ROA secara parsial berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. (**H<sub>1</sub> diterima**)
2. Variabel *Operating Cash Flow Ratio (OCFR)* memiliki nilai Sig. 0,002 (Sig. < 0,05) dan nilai B sebesar 0,006 artinya OCFR secara parsial berpengaruh positif terhadap *financial distress*. (**H<sub>2</sub> tidak diterima**)
3. Variabel *Kepemilikan Manajerial (MAN)* memiliki nilai Sig. 0,213 (Sig. > 0,05), artinya MAN secara parsial tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. (**H<sub>3</sub> tidak diterima**)

## Pembahasan

### Pengaruh Profitabilitas terhadap Probabilitas *Financial Distress*

Hasil uji hipotesis pada penelitian menyatakan bahwa variabel profitabilitas yang diukur menggunakan persentase *Return on Asset (ROA)* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. Maka dari itu, dapat dinyatakan bahwa perusahaan sektor *travel and tourism* pada masa pandemi *Coronavirus Disease 2019 (COVID-19)* di wilayah *Association of Southeast Asian Nations (ASEAN)* dengan ROA yang lebih tinggi memiliki probabilitas mengalami *financial distress* lebih kecil dari perusahaan dengan ROA yang lebih rendah. Hasil tersebut sesuai dengan perumusan hipotesis pada penelitian ini, sehingga dapat disimpulkan bahwa **H<sub>1</sub> diterima**.

Berdasarkan teori sinyal (*signalling theory*), informasi yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan dapat menjadi sinyal untuk mencerminkan kondisi internal suatu perusahaan. Penelitian ini dapat membuktikan teori tersebut melalui hasil penelitian bahwa profitabilitas yang diproksi dengan ROA dapat digunakan sebagai sinyal dalam memprediksi probabilitas perusahaan sektor *travel and tourism* mengalami *financial distress* pada masa pandemi COVID-19 di wilayah ASEAN. Pada dasarnya, ROA dapat memberikan sinyal untuk menunjukkan kemampuan perusahaan dalam pengelolaan aset suatu perusahaan dalam menghasilkan laba. Terlebih lagi, di masa pandemi COVID-19, ROA dapat digunakan sebagai sinyal untuk menunjukkan kinerja, kondisi keuangan, dan kekuatan perusahaan untuk bertahan di tengah guncangan ekonomi.

Kemudian, ditinjau dari komponen-komponen  $Z''$ -Score, yaitu pengukuran *financial distress* pada penelitian ini, akan muncul beberapa asumsi lainnya. Pada dasarnya, rasio yang mendominasi penyusun  $Z''$ -Score adalah rasio profitabilitas yang tertuang pada rasio kedua ( $X_2$ ) melalui perhitungan *retained earnings* terhadap *total asset* dan rasio ketiga ( $X_3$ ) melalui perhitungan *earning before interest and taxes* terhadap *total asset* sehingga perubahan minimum dari komponen rasio profitabilitas pun akan mempengaruhi keseluruhan  $Z''$ -Score secara signifikan. Terlebih lagi, selama pandemi COVID-19, perusahaan tidak dapat memaksimalkan perolehan pendapatannya karena kegiatan operasional pada perusahaan sektor *travel and tourism* mengalami gangguan dan menyebabkan kerugian pada perusahaan. Kerugian ini akan membawa perusahaan kepada tanggungan tingkat utang mau pun beban yang lebih besar dari pendapatannya, sehingga akan mengarah kepada ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Hal ini dapat terlihat secara nyata dari rasio pertama ( $X_1$ ) dari  $Z''$ -Score melalui penurunan rasio *working capital* terhadap *total asset*. Selain itu, kerugian perusahaan yang terjadi di tengah guncangan ekonomi pada masa pandemi COVID-19 berpotensi memberikan tekanan pada nilai aset perusahaan yang akan berimbas pada penurunan *book value of equity*-nya. Di saat bersamaan, beberapa perusahaan terpaksa mengajukan pinjaman lebih tinggi untuk menjaga berjalannya kegiatan operasionalnya karena aktivitas ekonomi yang melambat. Akibatnya, rasio keempat ( $X_4$ ) yang melibatkan rasio *book value of equity* terhadap *book value of total debt* akan menghadapi ketidakseimbangan yang terjadi antara penurunan *book value of equity* dan kenaikan *book value of debt* yang akan berdampak kepada hasil akhir yang rendah dari rasio terkait. Nilai rendah dari  $X_4$  memberikan gambaran bahwa untuk pelaksanaan kegiatan operasional, perusahaan lebih bergantung kepada utang dari pada modal kerjanya.

Berdasarkan keterkaitan empat komponen tersebut, dapat diambil asumsi lainnya. ROA yang lebih rendah terbukti dapat menghasilkan rasio penyusun  $Z''$ -Score yang lebih kecil sehingga probabilitas perusahaan mengalami *financial distress* akan meningkat. Sebaliknya, ROA yang lebih tinggi terbukti dapat menghasilkan rasio penyusun  $Z''$ -Score yang lebih besar sehingga probabilitas perusahaan mengalami *financial distress* akan menurun.

Hasil penelitian ini sejalan oleh penelitian yang dilakukan oleh Andre & Taqwa (2014) dan Nurhayati et al. (2017). Kedua penelitian tersebut menyatakan bahwa perusahaan dengan *Return on Asset* (ROA) yang tinggi mempunyai probabilitas mengalami *financial distress* lebih kecil daripada perusahaan dengan ROA yang rendah. Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mafiroh & Triyono (2016) dan Bachri et al. (2021) yang menyimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara profitabilitas terhadap probabilitas *financial distress*.

### **Pengaruh Arus Kas Aktivitas Operasi terhadap Probabilitas *Financial Distress***

Hasil uji hipotesis pada penelitian menunjukkan bahwa variabel arus kas aktivitas operasi yang diukur menggunakan persentase *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR) berpengaruh terhadap probabilitas terjadinya *financial distress*. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh OCFR terhadap probabilitas perusahaan mengalami *financial distress* mempunyai arah positif. Maka dari itu, dapat dinyatakan bahwa perusahaan perusahaan sektor *travel and tourism* pada masa pandemi *Coronavirus Disease* 2019 (COVID-19) di wilayah Association of Southeast Asian

Nations (ASEAN) dengan OCFR yang lebih tinggi memiliki probabilitas mengalami *financial distress* lebih besar dari perusahaan dengan OCFR yang lebih rendah. Hasil tersebut tidak sesuai dengan perumusan hipotesis pada penelitian ini, sehingga dapat disimpulkan bahwa **H<sub>2</sub> tidak diterima**.

Berdasarkan teori sinyal (*signalling theory*), penerima sinyal dapat mengetahui kondisi internal perusahaan melalui laporan yang dipublikasikan oleh perusahaan itu sendiri. Penelitian ini dapat membuktikan teori tersebut melalui hasil penelitian bahwa arus kas aktivitas operasi yang diproksi dengan OCFR dapat digunakan sebagai sinyal dalam memprediksi probabilitas perusahaan sektor *travel and tourism* mengalami *financial distress* pada masa pandemi COVID-19 di wilayah ASEAN. Pada dasarnya, OCFR dapat memberikan sinyal mengenai kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban lancarnya melalui ketersediaan kas operasinya. Namun, penilaian ini dapat menimbulkan prasangka yang keliru apabila diuraikan di tengah pandemi COVID-19. Apabila disesuaikan dengan pertimbangan adanya kemunculan pembatasan kegiatan operasi perusahaan sektor *travel and tourism*, perusahaan secara tidak langsung akan menghadapi gangguan pada pengeluaran arus kas operasinya karena adanya pengurangan atau pemberhentian dalam jangka pendek. Selain itu, selama masa pandemi COVID-19, muncul beberapa mekanisme insentif pajak di beberapa negara ASEAN yang digunakan sebagai insentif pajak tambahan sebagai solusi sementara untuk menyelamatkan ekonomi dalam jangka pendek. Adanya insentif ini secara langsung akan mengurangi pembayaran pajak suatu perusahaan, khususnya pajak penghasilan, yang merupakan suatu informasi yang perlu diungkapkan pada laporan arus kasnya. Kondisi-kondisi tersebut akan menyebabkan terjadinya penurunan arus kas keluar aktivitas operasi sebagai komponen pengurang nilai bersih arus kas aktivitas operasi dan kemudian meningkatkan nilai akhirnya.

Apabila kondisi tersebut dianalisis melalui rasio-rasio penyusun model Altman modifikasi ( $Z''$ -Score) sebagai model pengukuran *financial distress* pada penelitian ini, maka akan muncul beberapa asumsi lainnya. Dengan adanya pembatasan kegiatan operasional, terutama pada sektor *travel and tourism*, perusahaan akan menghadapi kesulitan dalam memperoleh pendapatan dikarenakan aktivitas utamanya yang terganggu. Situasi ini akan memberikan pengaruh yang signifikan terhadap rendahnya nilai akhir dari  $Z''$ -Score yang didominasi oleh rasio profitabilitas melalui  $X_2$  dan  $X_3$  sehingga mengutamakan tinggi atau rendahnya pendapatan perusahaan sebagai faktor yang paling berpengaruh dalam menentukan kondisi keuangan suatu perusahaan. Selanjutnya, kerugian perusahaan karena adanya gangguan pada kegiatan operasional selama pandemi COVID-19 dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan dalam menghadapi kegagalan pelunasan kewajiban jangka pendeknya karena tidak tersedianya aset lancar yang cukup. Hal ini akan ditunjukkan pada kecilnya rasio pertama ( $X_1$ ) dari pengukuran  $Z''$ -Score yang melibatkan komponen *working capital* terhadap *total asset*. Selain itu, perusahaan yang mengalami kerugian cenderung mengalami penurunan pada rasio keempat ( $X_4$ ) yang meliputi rasio *book value of equity* terhadap *book value of total debt* dikarenakan penekanan pada nilai aset yang terjadi secara bersamaan dengan penambahan utang sebagai salah satu upaya untuk bertahan di tengah pandemi COVID-19. Sehingga, perusahaan terlihat lebih mengandalkan utang dari pada modal kerjanya untuk kegiatan operasionalnya.

Berdasarkan penjelasan tersebut, akan muncul suatu bias dari penilaian ini karena perusahaan melaporkan arus kas aktivitas operasinya dengan nilai yang tinggi namun kondisi keuangannya tergolong pada kondisi *financial distress*. Maka dari itu, probabilitas *financial distress* perusahaan sektor *travel and tourism* selama masa pandemi COVID-19 tidak hanya disebabkan oleh tinggi atau rendahnya ketersediaan arus kas suatu perusahaan untuk melunasi kewajiban lancarnya, namun lebih mengarah kepada tingkat perolehan pendapatannya.

Hasil penelitian ini sejalan oleh penelitian yang dilakukan oleh A. L. Ramadhani & Nisa (2019). Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa perusahaan dengan *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR) yang tinggi mempunyai probabilitas mengalami *financial distress* lebih besar daripada perusahaan dengan OCFR yang rendah. Namun, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian M. A. Fitri & Dillak (2020) yang menyatakan bahwa OCFR tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

## Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Probabilitas *Financial Distress*

Hasil uji hipotesis pada penelitian menunjukkan bahwa variabel Kepemilikan Manajerial (MAN) yang diukur menggunakan persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen terhadap total saham beredar tidak berpengaruh terhadap probabilitas *financial distress*. Hal ini menunjukkan bahwa probabilitas perusahaan sektor *travel and tourism* pada masa pandemi *Coronavirus Disease* 2019 (COVID-19) di wilayah Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) mengalami *financial distress* tidak ditentukan oleh tinggi atau rendahnya komposisi jumlah lembar saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan. Hasil tersebut tidak sesuai dengan perumusan hipotesis pada penelitian ini, sehingga dapat disimpulkan bahwa **H<sub>3</sub> tidak diterima**.

Berdasarkan teori agensi (*agency theory*), kepemilikan yang dipegang oleh manajemen sebagai agen dapat menyamaratakan kepentingannya dengan prinsipal melewati peran ganda sebagai manajemen dan pemegang saham perusahaan. Penelitian ini tidak dapat membuktikan teori tersebut melalui hasil penelitian bahwa proporsi kepemilikan manajerial tidak dapat memprediksi probabilitas perusahaan sektor *travel and tourism* mengalami *financial distress* pada masa pandemi COVID-19 di wilayah ASEAN. Hal ini dapat disebabkan oleh Mappadang et al. (2019) menyatakan bahwa *financial distress* bukan disebabkan oleh tinggi atau rendahnya proporsi kepemilikan manajerial, namun lebih mengarah kepada faktor kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan itu sendiri. Selain itu, menurut Cinantya & Merkusiwati (2015), proporsi kepemilikan saham oleh manajemen yang diungkapkan oleh perusahaan cenderung hanya digunakan sebagai simbol dengan tujuan untuk menarik perhatian investor. Maka dari itu, tinggi atau rendahnya komposisi jumlah lembar saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap komponen-komponen penyusun *Z''-Score* sehingga tidak dapat digunakan sebagai tolak ukur penentuan probabilitas *financial distress* suatu perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Mappadang et al. (2019) dan Cinantya & Merkusiwati (2015) yang menyimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh antara kepemilikan manajerial terhadap *financial distress*. Kedua penelitian tersebut menyebutkan bahwa adanya kepemilikan manajerial tidak dapat menjadi tolak ukur untuk menilai probabilitas perusahaan mengalami *financial distress*. Sementara itu, penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian S. N. Abdullah (2006); Md-Rus et al. (2013); Nur DP (2007); Widhiadnyana & Dwi Ratnadi (2019) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap probabilitas perusahaan mengalami *financial distress*.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

1. Variabel profitabilitas yang diproksi dengan *Return on Asset* (ROA) telah terbukti berpengaruh negatif terhadap probabilitas *financial distress* pada perusahaan sektor *travel and tourism* di Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) di masa pandemi COVID-19. Hal tersebut menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba menggunakan asetnya dapat menunjukkan probabilitas suatu perusahaan mengalami kondisi *financial distress*. Sehingga, hipotesis pertama pada penelitian ini diterima.
2. Variabel arus kas aktivitas operasi yang diproksi dengan *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR) telah terbukti berpengaruh positif terhadap probabilitas *financial distress* pada perusahaan sektor *travel and tourism* di ASEAN di masa pandemi COVID-19. Hal tersebut menunjukkan bahwa kesanggupan perusahaan dalam pelunasan kewajiban lancar menggunakan arus kas aktivitas operasinya dapat menunjukkan probabilitas suatu perusahaan mengalami *financial distress*. Namun, karena arah hipotesis dan hasil pengujian hipotesis berbeda, maka hipotesis kedua pada penelitian ini tidak diterima.
3. Variabel kepemilikan manajerial tidak terbukti mempunyai pengaruh terhadap probabilitas *financial distress* pada perusahaan sektor *travel and tourism* di ASEAN di masa pandemi

COVID-19. Hal ini menunjukkan bahwa kecil atau besarnya proporsi atau persentase saham yang dimiliki oleh manajemen tidak mempengaruhi probabilitas perusahaan mengalami *financial distress*. Sehingga, hipotesis ketiga pada penelitian ini tidak diterima.

### Keterbatasan

1. Hanya meliputi tiga variabel independen, yaitu profitabilitas, arus kas aktivitas operasi, dan kepemilikan manajerial
2. Hanya menggunakan satu proksi untuk setiap variabel independennya, yaitu *Return on Asset* (ROA) untuk profitabilitas dan *Operating Cash Flow Ratio* (OCFR) untuk arus kas aktivitas operasi serta kepemilikan manajerial dalam mewakili struktur kepemilikan
3. Sampel yang digunakan tidak dapat mewakili seluruh sektor terdampak pandemi *Coronavirus Disease 2019* (COVID-19) karena hanya mencakup perusahaan sektor *travel and tourism* sebagai sektor yang terkena dampak paling tinggi dari pandemi COVID-19 di Association of Southeast Asian Nations (ASEAN)
4. Laporan keuangan dan tahunan pada beberapa negara di ASEAN tidak dipublikasikan menggunakan Bahasa Inggris sehingga membatasi peneliti dalam menganalisis data terkait.

### Saran

1. Menambah variabel independen untuk diuji pengaruhnya terhadap probabilitas *financial distress* pada perusahaan di tengah pandemi *Coronavirus Disease 2019* (COVID-19) seperti rasio likuiditas, *leverage*, dan efisiensi
2. Menggunakan proksi lainnya untuk variabel independen seperti dengan *Return on Equity* (ROE) untuk variabel profitabilitas, rasio arus kas aktivitas operasi terhadap pengeluaran modal untuk variabel arus kas aktivitas operasi, dan kepemilikan institusional untuk proksi lainnya dari struktur kepemilikan, serta menggunakan model prediksi kebangkrutan lainnya seperti model Taffler, Springate, Ohlson, Zmijewski, atau Grover
3. Memperluas sektor perusahaan dalam sampel penelitian karena terdapat sektor lainnya yang terpengaruh oleh pandemi COVID-19 secara finansial, seperti sektor konstruksi, industri pengolahan, perdagangan, dan lain-lain
4. Memperluas wilayah penelitian dikarenakan dampak ekonomi dari pandemi *Coronavirus Disease 2019* COVID-19 meluas secara global.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Abdullah, S. N. (2006). Board structure and ownership in Malaysia: the case of distressed listed companies. *Corporate Governance*, 6(5), 582–594. <https://doi.org/10.1108/14720700610706072>
- Agustini, N. W., & Wirawati, N. G. P. (2019). Pengaruh Rasio Keuangan Pada Financial Distress Perusahaan Ritel Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *E-Jurnal Akuntansi*, 26, 251. <https://doi.org/10.24843/eja.2019.v26.i01.p10>
- Ahmad, A. R., Azhar, Z., & Wan-Abu-Bakar, W. A. (2010). Cash-flows ratios as predictors of corporate failure. *ISIEA 2010 - 2010 IEEE Symposium on Industrial Electronics and Applications, October*, 255–258. <https://doi.org/10.1109/ISIEA.2010.5679459>
- Alimilia, L. S., & Kristijadi. (2017). Analisis Rasio Keuangan untuk Memprediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *JAAI*, 7(2), 183–210. <https://doi.org/10.23969/jrbm.v10i2.445>
- Altman, E. I. (2002). Revisiting Credit Scoring Models in a Basel 2 Environment. *NYU Working Paper*, May.
- Andre, O., & Taqwa, S. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage Dalam Memprediksi Financial Distress. *Wahana Riset Akuntansi*, 2(1).
- Armadani, Fisabil, A. I., & Salsabila, D. T. (2021). Analisis Rasio Kebangkrutan Perusahaan pada Masa Pandemi. *Jurnal Akuntansi*, 13(1), 99–108.
- Assaji, J. P., & Machmuddah, Z. (2019). Rasio Keuangan Dan Prediksi Financial Distress. *Jurnal Penelitian Ekonomi Dan Bisnis*, 2(2), 58–67. <https://doi.org/10.33633/jpeb.v2i2.2042>
- Aznedra, A., & Putra, R. E. (2020). Analisis Laporan Keuangan Untuk Menilai Kinerja Perusahaan Menggunakan Analisis Rasio Profitabilitas Pada Pt Putra Kundur Transportasi Batam. *Measurement: Jurnal Akuntansi*, 14(1), 55–62. <https://doi.org/10.33373/mja.v14i1.2438>
- Bachri, S., Susono, J., Alethea, M., Habibah, S., & Darwis, I. (2021). The Effect of Leverage, Profitability, Agency Cost, and Inflation Rate in Predicting Company Factor of the Financial Distress with Interest Rate Volatility as Moderating Variable. *The International Journal of Social Sciec*, 3(1), 86–97. <https://doi.org/10.5281/zenodo.4551656>
- Badan Pusat Statistik (BPS). (2020). *Analisis Hasil Survei Dampak COVID-19*. BPS RI.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). CENGAGE Learning.
- Casey, C. J., & Bartczak, N. J. (1984). Cash Flow—It's Not the Bottom Line. *Harvard Business Review*, 6. <https://hbr.org/1984/07/cash-flow-its-not-the-bottom-line>
- Cinantya, I. G. A. A. P., & Merkusiwati, N. K. L. A. (2015). Pengaruh Corporate Governance, Financial Indicators, dan Ukuran Perusahaan pada Financial Distress. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 10(3), 897–915.
- Diakomihalis, M. N. (2012). The Accuracy of Altman's Models in Predicting Hotel Bankruptcy. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), 96. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v2i2.2367>
- Dirman, A. (2020). Financial distress: the impacts of profitability, liquidity, leverage, firm size, and free cash flow. *International Journal of Business, Economics and Law*, 22(1), 17–25.
- Dwijayanti, P. F. (2010). Penyebab, Dampak, dan Prediksi dari Financial Distress serta Solusi untuk Mengatasi Financial Distress. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, 2(2), 191–205.
- Fahlevi, M. R., & Marlinah, A. (2019). The Influence of Liquidity, Capital Structure, Profitability

- and Cash Flows on the Company's Financial Distress. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 20(1), 59–68. <https://doi.org/10.34208/jba.v20i1.409>
- Fathonah, A. N. (2016). Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 1(2), 133–150.
- Fitri, M. A., & Dillak, V. J. (2020). Arus Kas Operasi, Leverage, Sales Growth Terhadap Financial Distress. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, 12(2), 60–64. <https://doi.org/10.23969/jrak.v12i2.3039>
- Ghozali, I. (2020). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 25 (IX)*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Giarto, R. V. D., & Fachrurrozie, F. (2020). The Effect of Leverage, Sales Growth, Cash Flow on Financial Distress with Corporate Governance as a Moderating Variable. *Accounting Analysis Journal*, 9(1), 15–21. <https://doi.org/10.15294/aaaj.v9i1.31022>
- Hapsari, E. I. (2012). Kekuatan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur di BEI. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 3(2), 101–109.
- Hilman, C., & Laturette, K. (2021). Analisis Perbedaan Kinerja Perusahaan Sebelum dan Saat Pandemi COVID-19. *BALANCE: Jurnal Akuntansi, Auditing Dan Keuangan*, 18(1), 91–109.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kamaluddin, A., Ishak, N., & Mohammed, N. F. (2019). Financial distress prediction through cash flow ratios analysis. *International Journal of Financial Research*, 10(3), 63–76. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n3p63>
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2002). *Intermediate Accounting* (2nd ed.). Wiley.
- Komarudin. (2020a). *Hotel Terkenal di Malaysia Tutup Setelah 41 Tahun Beroperasi Akibat Pandemi Corona COVID-19*. Liputan6.
- Komarudin. (2020b). *Turis Asia Ingin Kunjungi Thailand Saat Perbatasan Dibuka*. Liputan6.
- Kordestani, G., Biglari, V., & Bakhtiari, M. (2011). Ability of Combinations of Cash Flow Components to Predict Financial Distress. *Business: Theory and Practice*, 12(3), 277–285. <https://doi.org/10.3846/btp.2011.28>
- Kurniasanti, A., & Musdholifah, M. (2018). Pengaruh Corporate Governance, Rasio Keuangan, Ukuran Perusahaan Dan Makroekonomi Terhadap Financial Distress (Studi Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016). *Jurnal Ilmu Manajemen*, 6(3), 197–212.
- Mafiroh, A., & Triyono, T. (2016). Pengaruh Kinerja Keuangan pada Mekanisme Corporate Governance terhadap Financial Distress (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014). *Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 1(1), 46–53. <https://doi.org/10.23917/reaksi.v1i1.1956>
- Mappadang, A., Ilimi, S., Handayani, W. S., & Indrabudiman, A. (2019). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Financial Distress Pada Perusahaan Transportasi. *Jurnal Riset Manajemen Dan Bisnis (JRMB) Fakultas Ekonomi UNIAT*, 4(3), 683–696. <http://journal.pnm.ac.id/index.php/aksi/article/view/296>
- Md-Rus, R., Mohd, K. N. T., Latif, R. A., & Alassan, Z. N. (2013). Ownership Structure and Financial Distress. *Journal of Advanced Management Science*, 1(4), 363–367. <https://doi.org/10.12720/joams.1.4.363-367>
- Mujiyati, Ariani, K. R., & Pratama, H. N. (2021). The Effect of Corporate Governance Mechanism and Company Size on Financial Distress. *Media Akuntansi Universitas Muhammadiyah Semarang (MAKSIMUM)*, 11(2), 67–74.

- Murni, M. (2018). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Financial Distress Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2010-2014. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 4(1). <https://doi.org/10.31289/jab.v4i1.1530>
- Nailufar, F., Badaruddin, & Sufitrayati. (2018). Pengaruh Laba dan Arus Kas Terhadap Kondisi Financial Distress Pada Perusahaan Non Bank Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Penelitian Ekonomi Akuntansi (JENSI)*, 2(2), 147–162.
- Nur DP, E. (2007). Analisis Pengaruh Praktek Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance) terhadap Kesulitan Keuangan Perusahaan (Financial Distress): Suatu Kajian Empiris. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 9(1), 88–108.
- Nurhayati, Anna Mufidah, & Asna Nur Kholidah. (2017). The Determinants of Financial Distress of Basic Industry and Chemical Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *Review of Management and Entrepreneurship*, 01(02), 19–26.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2020). *Transparency and Disclosure in times of COVID-19*.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting Corporate Financial Distress: Reflections on Choice-Based Sample Bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2), 184–199. <https://doi.org/10.1007/bf02755985>
- Putri, P. A. D. W. (2021). The Effect of Operating Cash Flows, Sales Growth, and Operating Capacity in Predicting Financial Distress. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, 6(1).
- Rafli, R., & Arita, E. (2021). Impak Struktur Modal, Struktur Kepemilikan dan Karakteristik Perusahaan Terhadap Financial Distress dan Financial Health Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Dharma Andalas*, 23(1), 51–63.
- Ramadhani, A. L., & Khairunnisa. (2019). Pengaruh Operating Capacity, Sales Growth Dan Arus Kas Operasi Terhadap Financial Distress. *Jurnal Riset Keuangan Dan Akuntansi*, 5(1), 75–82. <https://doi.org/10.25134/jrka.v5i1.1883>
- Ratna, A., Dewi, S., & Wahyuliana, E. (2019). Analysis Of Profit Performance And Asset Management To Financial Distress Bakrie Group Company Listing In Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 8(03), 106–110.
- Sandi, F. (2020). *Duh! Pengusaha Mulai Tumbang: Tutup Hotel, Stop Produksi, PHK*. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/news/20200403105321-4-149571/duh-pengusaha-mulai-tumbang-tutup-hotel-stop-produksi-phk>
- Sari, I. P., Susbiyani, A., & Syahfrudin, A. (2019). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kondisi Financial Distress Pada Perusahaan Yang Terdapat Di BEI Tahun 2016-2018 (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia ). *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Humanika*, 9(2), 191–203.
- Spence, M. (1972). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 355–374.
- Sudaryanti, D., & Dinar, A. (2019). Analisis Prediksi Kondisi Kesulitan Keuangan dengan Menggunakan Rasio Likuiditas, Profitabilitas, Financial Leverage dan Arus Kas. *Jurnal Ilmiah Bisnis Dan Ekonomi Asia*, 13(2), 101–110. <https://doi.org/10.32812/jibeka.v13i2.120>
- Sugiyono, S. (2015). *Metode Penelitian Pendidikan (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D)*. ALFABETA, cv.
- Syuhada, P., Muda, I., & Rujiman. (2020). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Property dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 8(2), 319–336.

<https://doi.org/10.17509/jrak.v8i2.22684>

- The World Bank. (2020). *GDP growth (annual %)*. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>
- Tutliha, Y. S., & Rahayu, M. (2019). Pengaruh Intangible Asset, Arus Kas Operasi dan Leverage Terhadap Financial Distress. *Ikra-Ith Ekonomika*, 2(1), 95–103.
- Udin, S., Khan, M. A., & Javid, A. Y. (2017). The Effects of Ownership Structure on likelihood of Financial Distress: An Empirical Evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(4), 589–612.
- Vanzetti, D., & Peters, R. (2021). *COVID-19 and Tourism: An Update* (Issue June).
- Warren, C. S., Reeve, J. M., & Duchac, J. E. (2018). *Accounting* (27th ed.). CENGAGE Learning.
- Widhiadnyana, I. K., & Dwi Ratnadi, N. M. (2019). The impact of managerial ownership, institutional ownership, proportion of independent commissioner, and intellectual capital on financial distress. *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, 21(3), 351–360. <https://doi.org/10.14414/jebav.v21i3.1233>
- World Tourism Organization (UNWTO). (2020a). *COVID-19 Related Travel Restrictions: A Global Review for Tourism* (Issue April).
- World Tourism Organization (UNWTO). (2020b). *Impact Assessment of the COVID-19 Outbreak on International Tourism*. <https://www.unwto.org/impact-assessment-of-the-covid-19-outbreak-on-international-tourism>
- World Tourism Organization (UNWTO). (2020c). *International Tourism and COVID-19*. <https://www.unwto.org/international-tourism-and-covid-19>
- World Travel & Tourism Council. (2021). *Economic Impact Reports*. <https://wttc.org/Research/Economic-Impact>