PENGARUH FAKTOR MAKROEKONOMI TERHADAP *FINANCIAL DISTRESS* PADA PERUSAHAAN *GO PUBLIC* DI ASEAN

Disertasi

Program Doktor Ilmu Manajemen

Disusun oleh:

NUR ELLYANAWATI ESTY RAHAYU

22935004

PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

Maret 2025

PENGARUH FAKTOR MAKROEKONOMI TERHADAP *FINANCIAL DISTRESS* PADA PERUSAHAAN *GO PUBLIC* DI ASEAN

Disertasi untuk memperoleh derajat

Doktor Ilmu Manajemen pada Fakultas Bisnis dan Ekonomika

Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta

Disusun oleh:

NUR ELLYANAWATI ESTY RAHAYU

22935004

PROGRAM DOKTOR ILMU MANAJEMEN

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

Maret 2025

HALAMAN PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

"Dengan ini saya menyatakan, bahwa dalam disertasi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam daftar pustaka. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku"

Yogyakarta, 9 Februari 2025

Yang Menyatakan

Nur Ellyanawati Esty Rahayu

HALAMAN PENGESAHAN

Yogyakarta, 13 Maret 2025

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

Promotor,

(Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA.)

Ko Promotor,

(Prof. Dr. Zaenal Arifin, M.Si.)

BERITA ACARA UJIAN DISERTASI

Program Studi Ilmu Manajemen Program Doktor Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah menyelenggarakan Ujian Tertutup Disertasi dan Review Artikel, yang disusun oleh:

Nama Mahasiswa : **Nur Ellyanawati Esty Rahayu**

Nomor Mahasiswa: 22935004

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Dengan Judul:

PENGARUH FAKTOR MAKROEKONOMI TERHADAP *FINANCIAL DISTRESS* PADA PERUSAHAAN *GO PUBLIC* DI ASEAN

Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji,

maka disertasi tersebut dinyatakan **LULUS**

Promotor,

(Prof. Dr. Hadri Kusuma, M.B.A.)

Penguji I,

(Abdul Moin, S.E., M.B.A., M.Res., Ph.D., CQRM)

Ko Promotor,

(Prof. Dr. Zaenal Arifin, M.Si.)

Penguji II,

(Prof. Dr. Sri Hermuningsih, M.M.)

Mengetahui

Ketua Program Studi Ilmu Manajemen Program Doktor

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA ★ YOGYAKARTA ★ FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

(Prof. Dr. Muafi, S.E., M.Si.)

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Syukur Alhamdulillah penulis panjatkan kehadirat Allah SWT karena dengan Rahmat dan Hidayah-Nya penulis dapat menyelesaikan penulisan disertasi ini.

Disertasi yang berjudul "Pengaruh faktor makroekonomi terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN" adalah sebagai salah satu (1) persyaratan untuk mencapai derajat Doktor Ilmu Manajemen pada Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.

Dalam rangka menyelesaikan disertasi ini, penulis banyak menerima arahan, bimbingan, masukan-masukan, dan dorongan semangat dari berbagai pihak. Oleh karena itu sudah sepantasnya jika penulis menyampaikan ucapan terima-kasih dengan tulus kepada :

1. Pimpinan Fakultas, Pimpinan Jurusan Ilmu Ekonomi dan Pimpinan Jurusan Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia.
2. Promotor (Dosen Pembimbing 1 Disertasi), Prof. Dr. Hadri Kusuma, MBA., DBA yang selalu memotivasi agar terus konsisten menyelesaikan disertasi dan selalu meluangkan waktu untuk dapat bimbingan.
3. Ko-Promotor (Dosen Pembimbing 2 Disertasi), Prof Dr. Zaenal Arifin, M.Si yang selalu meluangkan waktu untuk dapat membimbing secara rutin dan dengan teliti merevisi disertasi ini.
4. Ketua Program Studi Doktor Ilmu Manajemen, Prof. Dr. Muafi yang selalu menanyakan progress bimbingan dan terus mendorong agar kuliah S3 ini cepat selesai.

5. Ketua Program Studi Analisis Keuangan, Dr. Phil. Ninik Sri Rahayu beserta rekan-rekan dosen.
6. Prof. Agus Widardjono, yang telah berkenan sharing ilmu olah data untuk penyelesaian disertasi penulis.
7. Prof. Sri Hermuningsih dan Abdul Moin, PH.D yang telah memberikan masukan untuk perbaikan disertasi ini.
8. Orang tua dan keluargaku yang selalu mendoakan keberhasilan studi S3 di PDIM UII.
9. Anakku Hegel tersayang dan papi yang ikhlas selalu mendukung dan menciptakan kondisi sangat kondusif untuk menyelesaikan studi S3.
10. Teman-teman angkatan 1 PDIM UII yang saling menyemangati hingga perjalanan akademik S3 ini selesai.
11. Rekan sejawat dosen, sahabat, dan pihak-pihak lain yang tidak bisa penulis sebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa penulisan disertasi ini jauh dari sempurna, oleh sebab itu penulis sangat berterima-kasih apabila di kemudian hari masih ada masukan untuk penulis. Akhirnya hanya kepada Allah SWT penulis berserah diri dan memohon Ridho-Nya. Penulis berharap semoga karya ini dapat memberikan manfaat.

Wassalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Yogyakarta, 12 Maret 2025

Penulis

Nur Ellyanawati Esty Rahayu

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL i
HALAMAN PRASYARAT GELAR DOKTOR ii
HALAMAN PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME iii
HALAMAN PENGESAHAN iv
BERITA ACARA UJIAN DISERTASI v
KATA PENGANTAR vi
DAFTAR ISI viii
DAFTAR TABEL x
DAFTAR GAMBAR xi
ABSTRAK xii
Bab I PENDAHULUAN 1
A. Latar Belakang Masalah 1
B. Rumusan Masalah 15
C. Tujuan Penelitian 15
D. Kontribusi Hasil Penelitian 16
BAB II KAJIAN PUSTAKA 18
A. *Financial Distress* 18
B. Model-Model Prediksi *Financial Distress* 20
C. Faktor yang Mempengaruhi *Financial Distress* 28
D. Teori *Financial Distress* 45
E. Pengembangan Hipotesis 50
F. Kerangka Teori 53
BAB III METODE PENELITIAN 54
A. Populasi dan Sampel 54
B. Data dan Sumber Data 55
C. Definisi Operasional Variabel Penelitian 55
D. Pengujian Hipotesis 58
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN 60
A. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian 60

B. Pemilihan Model Penelitian 64
C. Hasil Uji Hipotesis 70
D. Pembahasan 81
BAB V PENUTUP 102
A. Kesimpulan 102
B. Kelemahan dan Keterbatasan Penelitian 104
C. Saran 105
DAFTAR PUSTAKA 106
LAMPIRAN 114

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Data *Financial Distress* Perusahaan di Dunia 4

Tabel 1.2. Data *Financial Distress* Perusahaan di ASEAN 6

Tabel 1.3. Data *Financial Distress* Perusahaan di Indonesia 7

Tabel 3.1. Jumlah Sampel Penelitian 54

Tabel 3.2. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian 55

Tabel 4.1. Statistik Deskriptif Variabel Unit Analisis Perusahaan Gabungan..... 60

Tabel 4.2. Statistik Deskriptif Variabel Unit Analisis Perusahaan Per Negara ... 62

Tabel 4.3. Statistik Deskriptif Variabel Unit Analisis Negara 63

Tabel 4.4. Uji Pemilihan Model Unit Analisis Perusahaan 65

Tabel 4.5. Uji Pemilihan Model Unit Analisis Negara..... 65

Tabel 4.6. Uji Simultan Model Unit Analisis Perusahaan 66

Tabel 4.7. Adjusted R-Squared Artikel Rujukan Penelitian 67

Tabel 4.8. Uji Simultan Model Unit Analisis Negara 68

Tabel 4.9. Uji Multikolinieritas Unit Analisis Perusahaan 69

Tabel 4.10. Uji Multikolinieritas Unit Analisis Negara 69

Tabel 4.11. Uji Heteroskedastisitas Unit Analisis Perusahaan 70

Tabel 4.12. Uji Heteroskedastisitas Unit Analisis Negara 70

Tabel 4.13. Uji Hipotesis Unit Analisis Perusahaan 70

Tabel 4.14. Uji Hipotesis Lag-1 Unit Analisis Perusahaan 74

Tabel 4.15. Uji Hipotesis Unit Analisis Negara 78

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Kerangka Teori 53

Gambar 4.1. Pola Nilai Tukar Dollar Amerika di Negara Vietnam 94

Gambar 4.2. Pola Nilai Tukar Dollar Amerika Gabungan Negara ASEAN..... 95

Gambar 4.3. Pola Pasar di Negara Singapore 99

Gambar 4.4. Pola Pasar Gabungan Negara ASEAN 99

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh faktor makroekonomi yaitu produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar Dollar Amerika terhadap *financial distress* perusahaan go public di ASEAN. Sampel penelitian sebanyak 3.285 perusahaan dari tahun 2009-2023 (15 tahun) dengan data sekunder berupa data laporan keuangan tahunan perusahaan. Penelitian ini menggunakan unit analisis perusahaan dan unit analisis negara dan juga menggunakan data lag-1 untuk mengetahui kemungkinan variabel dependen pada tahun (*n*) terpengaruh data tahun sebelumnya. Hasil penelitian secara umum menunjukkan bahwa faktor makroekonomi berpengaruh terhadap *financial distress* ketika menggunakan unit analisis perusahaan, namun tidak berpengaruh signifikan ketika unit analisisnya adalah negara. Produk domestik bruto berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* dengan unit analisis perusahaan data tanpa lag maupun lag-1 secara gabungan maupun masing-masing negara. Perbedaannya hanya di Indonesia data lag-1 yang hasilnya tidak signifikan. Inflasi dan suku bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* dengan unit analisis perusahaan data tanpa lag maupun lag-1 secara gabungan maupun masing-masing negara, kecuali Malaysia data lag-1 menunjukkan negatif signifikan. Nilai tukar Dollar Amerika berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* dengan unit analisis perusahaan data tanpa lag, akan tetapi di negara Vietnam data tanpa lag maupun lag-1 menunjukkan hasil positif dan signifikan. Begitupun data lag-1 untuk Philippines menunjukkan hasil negatif dan signifikan, sedangkan Thailand menunjukkan hasil tidak signifikan.

Kata kunci : *Financial distress,* produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, nilai tukar Dollar Amerika

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Keadaan *financial distress* merupakan peristiwa yang tentunya memerlukan penyelidikan dan penelitian. Selain terus menarik perhatian dalam penelitian keuangan, *financial distress* juga dapat mengakibatkan kerugian bagi perusahaan, karyawan, pemegang saham, dan pemangku kepentingan lainnya. *Financial distress* merupakan permasalahan serius yang dapat terjadi pada dunia usaha dalam dan luar negeri. Jika keadaan darurat keuangan tidak diatasi dapat menyebabkan kebangkrutan (Habib et al., 2020). Namun, tidak kemudian menjadikan sebagian besar perusahaan tiba-tiba bangkrut, sebagian besar bisnis mengalami masa kesulitan keuangan sebelum dinyatakan bangkrut. Berbeda dengan kebangkrutan yang hanya terjadi satu (1) kali, krisis keuangan dapat terjadi berulang kali pada perusahaan yang sama. Oleh karena itu, permasalahan keuangan dapat terjadi jika tujuan (keuntungan) perusahaan kurang optimal atau mengalami penurunan yang signifikan.

Financial distress dianggap sebagai penyebab utama terjadinya kebangkrutan, sehingga para akademisi dan praktisi tertarik untuk mempelajari faktor-faktor yang mempengaruhi *financial distress* perusahaan. Krisis keuangan telah mendapat banyak perhatian dalam literatur karena dapat mempengaruhi kelangsungan bisnis, pembangunan ekonomi, dan bahkan mengancam nilai perusahaan (Farooq et al., 2023). Menelaah *financial distress* hendaknya tidak hanya mengkaji keadaan keuangan saat ini saja, namun juga mempertimbangkan prospek masa depan dan

faktor-faktor yang mungkin mempengaruhi kesehatan keuangan perusahaan (Sumiyana et al., 2023).

Memang *financial distress* mengancam stabilitas seluruh sistem keuangan, berdampak pada ketersediaan kredit, pertumbuhan bisnis dan investasi, merugikan organisasi, menyebabkan kerugian finansial dan sumber daya manusia, bahkan menyebabkan kebangkrutan dan likuidasi perusahaan (Primawan, 2023). Kebangkrutan juga terjadi ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya, mungkin karena investor dan kreditur menderita kerugian finansial yang signifikan akibat masalah likuiditas (Habib et al., 2020).

Financial distress adalah keadaan perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya (Beaver, 1966; Altman, 1968; Younas et al., 2021). Dalam literatur, *financial distress* diartikan sebagai ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya, yang dapat mengakibatkan kebangkrutan, likuidasi, dan jenis perampasan dan distribusi aset lainnya (Farooq et al., 2023). *Financial distress* dapat memberikan kesan bahwa suatu perusahaan berada dalam kondisi yang buruk jika tidak mampu lagi menghasilkan pendapatan atau laba yang cukup untuk memenuhi kewajiban keuangannya. Oleh karena itu, *financial distress* dapat diartikan sebagai gejala awal kebangkrutan suatu perusahaan.

Perusahaan yang mengalami *financial distress* adalah perusahaan yang cenderung kehilangan nilai pasar karena kinerja yang buruk, tidak efisien, dan mempunyai masalah utang dan arus kas yang tinggi (Bhattacharjee & Han, 2014). *Financial distress* merupakan situasi yang mengkhawatirkan perusahaan dan investor. Oleh karena itu, pengelola usaha perlu melakukan deteksi dini. Hal ini disebabkan karena *financial distress* menimbulkan biaya langsung dan tidak

langsung yang ditanggung oleh sekelompok besar pemangku kepentingan suatu perusahaan dan bahkan dapat menimbulkan akibat yang serius bagi perusahaan, seperti menurunnya nilai perusahaan, kesulitan mengumpulkan dana, kebangkrutan, perampingan bisnis, rusaknya reputasi (Habib et al., 2020).

Penelitian tentang *financial distress* penting untuk dilakukan mengingat banyak perusahaan yang mengalami kebangkrutan setiap tahunnya di seluruh dunia. Kasus terjadinya *financial distress* di negara-negara maju seperti Amerika Serikat dan Inggris pada akhirnya membuat negara tersebut lebih memilih menyatakan kebangkrutan untuk mengatasi masalah *financial distress*. Faktanya, lebih dari 3.000 kasus kebangkrutan diajukan setiap tahunnya di Amerika Serikat, dan ribuan lainnya setiap tahunnya di Inggris dan Eropa (Abdullah, 2020).

Krisis keuangan global dapat memberikan dampak yang signifikan terhadap masyarakat karena dapat menyebabkan pengangguran, menurunnya pelayanan publik, dan keresahan sosial di masyarakat (ElBannan, 2021). Krisis keuangan dalam skala yang meluas dapat berdampak pada penurunan pertumbuhan ekonomi suatu negara dan peningkatan kemiskinan (Farooq et al., 2023). Ada juga implikasi terhadap stabilitas politik, yang mempunyai implikasi jangka panjang yang lebih luas. Kepercayaan investor sangat penting bagi pertumbuhan ekonomi suatu negara. Namun, krisis keuangan dapat melemahkan kepercayaan investor dan mengurangi aliran masuk modal dan investasi dari luar negeri. Hal ini tercermin dari terjadinya krisis keuangan dalam beberapa dekade terakhir yang berdampak pada negara maju maupun berkembang, seperti krisis keuangan Asia tahun 1997, krisis ekonomi Indonesia tahun 1998, dan krisis keuangan global tahun 2008 (Mselmi et al., 2017; Fakhar et al., 2023).

Para ekonom dunia bahkan menyebut krisis keuangan global tahun 2008-2009 sebagai induk dari segala krisis, karena merupakan krisis keuangan terburuk dalam 80 tahun terakhir. Krisis keuangan tidak hanya menghancurkan pondasi sektor keuangan, namun juga berdampak pada sektor riil dalam negeri, seperti yang terjadi di Indonesia. Secara umum, dampak krisis keuangan adalah peningkatan inflasi, jatuhnya nilai tukar, penurunan pertumbuhan ekonomi, jatuhnya indeks saham, dan krisis manajemen pada banyak bank/lembaga keuangan/perusahaan. Dampak tidak langsung dari krisis ini antara lain berkurangnya likuiditas, kenaikan suku bunga, penurunan harga komoditas, depresiasi nilai tukar Rupiah, dan melambatnya pertumbuhan sumber pendanaan.

Berikut ini disampaikan tabel data perusahaan di dunia yang mengalami *financial distress* yang masuk dalam Data Kamar Dagang International (ICC) dan Euler Hermes dari tahun 2013 sampai 2022. Berdasarkan data yang diperoleh, jumlah perusahaan yang mengalami *financial distress* terus meningkat.

Tabel 1.1. Data *Financial Distress* Perusahaan di Dunia

Tahun	Data Kamar Dagang International (ICC)	Euler Hermes
2022	3456	4234
2021	3087	3876
2020	2912	3625
2019	2745	3456
2018	2587	3287
2017	2435	3125
2016	2298	2967
2015	2162	2812
2014	2035	2668
2013	1912	2525

Sumber : ICC dan Euler Hermes (2024)

Financial distress di negara berkembang memiliki karakteristik dan tantangan unik yang seringkali berbeda dengan situasi di negara maju (Abdullah, 2020). Negara-negara berkembang memiliki tingkat pembangunan ekonomi, sosial, dan

manusia yang lebih rendah dibandingkan dengan negara-negara maju. Oleh karena itu, mengingat *financial distress* di negara-negara berkembang, perusahaan perlu mengembangkan strategi manajemen risiko yang komprehensif dan fleksibel yang mempertimbangkan lingkungan bisnis dan merespons perubahan kondisi ekonomi dan bisnis. Langkah-langkah proaktif untuk mengelola likuiditas, merestrukturisasi utang jika diperlukan, dan mendiversifikasi operasi dapat membantu perusahaan mengatasi tantangan dan menghindari potensi *financial distress* (bin Abdullah, 2020).

Financial distress juga terjadi di beberapa negara berkembang, yaitu Asia pada tahun 1997–1998, Argentina pada tahun 2001, Nigeria pada tahun 2009, dan Turki pada tahun 2001 (Uğurlu & Aksoy, 2006). *Financial distress* Asia tahun 1997-1998 merupakan salah satu krisis keuangan terbesar yang terjadi di negara-negara berkembang. Di beberapa negara, termasuk Thailand, Indonesia, dan Korea Selatan, nilai tukar terhadap Dollar AS turun drastis, harga saham turun drastis, dan perbankan tertekan. Akibatnya, banyak lembaga keuangan di negara-negara tersebut dilikuidasi. Negara-negara ASEAN mengalami *financial distress*, khususnya pada saat krisis keuangan besar Asia tahun 1997-1998. Bersama Thailand dan Malaysia, Indonesia adalah negara yang paling terkena dampak krisis ini (IMF, 1998).

Berikut ini disampaikan tabel data perusahaan di ASEAN yang mengalami *financial distress* yang masuk dalam daftar laporan ASEAN Business Outlook dan daftar Data ASEAN Credit Rating Agency (ACRA) dari tahun 2013 sampai 2022. Berdasarkan data yang diperoleh, tahun 2021 dari data ASEAN Business Outlook sempat mengalami penurunan perusahaan yang mengalami *financial distress*.

Namun secara keseluruhan jumlah perusahaan di ASEAN berdasarkan laporan ASEAN Business Outlook dan daftar Data ASEAN Credit Rating Agency (ACRA) mengalami *financial distress* mengalami peningkatan.

Tabel 1.2. Data *Financial Distress* Perusahaan di ASEAN

Tahun	Laporan ASEAN Business Outlook	Data ASEAN Credit Rating Agency (ACRA)
2022	1234	1567
2021	1087	1438
2020	1456	1325
2019	1298	1214
2018	1156	1103
2017	1025	997
2016	908	882
2015	798	775
2014	705	668
2013	624	572

Sumber : ASEAN Business Outlook dan ACRA (2024)

Financial distress khususnya terjadi di negara-negara berkembang seperti Indonesia, karena krisis keuangan di negara-negara berkembang dapat berdampak negatif terhadap stabilitas perekonomian global (Manzaneque et al., 2016). Dalam beberapa tahun terakhir, banyak perusahaan di Indonesia menghadapi *financial distress* dan berusaha menghadapi situasi tersebut dengan berbagai cara. Oleh karena itu, *financial distress* dapat memberikan wawasan berharga bagi investor dan perusahaan yang beroperasi di negara-negara berkembang (dalam hal ini Indonesia), karena dapat berdampak luas pada tingkat makro dan mikro, sekaligus merupakan topik penelitian yang menarik (Zhou et al., 2022). Pada tingkat makroekonomi, *financial distress* berdampak pada perekonomian Indonesia, sedangkan pada tingkat mikroekonomi, *financial distress* berdampak pada individu

dan dunia usaha. Oleh karena itu, penting untuk mencegah potensi krisis di masa depan dan menjaga stabilitas sistem keuangan.

Berdasarkan data yang diperoleh, jumlah perusahaan di Indonesia berdasarkan data OJK dan BPS yang mengalami *financial distress* mengalami peningkatan. Berikut ini disampaikan tabel data perusahaan di Indonesia yang mengalami *financial distress* yang terdaftar di OJK dan seluruh perusahaan yang terdaftar di BPS dari tahun 2013 sampai 2022.

Tabel 1.3. Data *Financial Distress* Perusahaan di Indonesia

Tahun	OJK (Perusahaan Keuangan)	BPS (Perusahaan Keuangan dan Non keuangan)
2022	1245	4897
2021	1098	4321
2020	1524	4108
2019	1340	3876
2018	1198	3654
2017	1087	3421
2016	987	3208
2015	897	3012
2014	812	2825
2013	735	2648

Sumber : OJK dan BPS (2024)

Secara teori, ada banyak indikator formula yang dapat digunakan untuk menganalisis perusahaan yang mengalami *financial distress*. Cara termudah adalah dengan menggunakan indikator rasio keuangan. Ada beberapa metode yang dapat digunakan sebagai indikator untuk mengukur kesulitan keuangan, antara lain Biever Rate, Altman Z-Score, model Springgate, model Ohlson O-Score, dan model Zmijewski. Diantara indikator-indikator untuk mengukur krisis keuangan, Altman Z-Score dikembangkan lebih dari 45 tahun yang lalu dan merupakan salah satu indikator yang paling banyak digunakan oleh Bank Dunia dalam database

perkembangan keuangan globalnya untuk mengukur kesehatan lembaga-lembaga keuangan (Bouvatier et al., 2023). Selain fakta bahwa terdapat banyak model untuk memprediksi *financial distress*, Altman Z-Score terus digunakan di seluruh dunia sebagai alat utama atau tambahan untuk memprediksi dan menganalisis *financial distress* (Altman et al., 2017). Altman Z-score banyak digunakan karena hanya informasi akuntansi yang diperlukan untuk menghitungnya. Selain penggunaan variabel rasio keuangan dan masuknya variabel non-keuangan, penulis menemukan pada makalah penelitian sebelumnya mengenai prediksi *financial distress* bahwa variabel-variabel tersebut mulai bergeser dari faktor internal ke faktor eksternal seperti makroekonomi.

Berdasarkan penelitian terdahulu, fenomena krisis keuangan yang terjadi di beberapa negara menunjukkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi terjadinya krisis keuangan digolongkan menjadi empat kelompok yaitu faktor makroekonomi, peraturan pemerintah, Covid-19, dan faktor internal. Faktor makroekonomi meliputi produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, nilai tukar Dollar AS, dan pasar. Faktor internal perusahaan meliputi tata kelola perusahaan, dewan direksi, kepemilikan manajemen, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, usia perusahaan, ukuran perusahaan, tanggung jawab sosial perusahaan, dan rasio keuangan.

Faktor internal perusahaan yaitu rasio keuangan paling banyak diteliti pada penelitian-penelitian sebelumnya. Rasio-rasio keuangan tersebut terdiri dari profitabilitas, aktivitas, likuiditas, *leverage*, dan solvabilitas. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu dijelaskan bahwa rasio-rasio keuangan yang sesuai teori berpengaruh negatif terhadap *financial distress* adalah 1) rasio profitabilitas

(Altman, 1968; Tinoco et al., 2018; Balasubramanian et al., 2019; Gámez et al., 2020; Abdullah, 2020; Fakhar et al., 2023; Ding et al., 2023; Zhao et al., 2023; Cao et al., 2024) 2) rasio aktivitas (Altman, 1968; Boubaker et al., 2020; Abdullah, 2020; Bouvatier et al., 2023; Zhao et al., 2023) dan 3) rasio likuiditas (Beaver, 1966; Altman, 1968; Altman, 2000; Tinoco et al., 2018; Balasubramanian et al., 2019; Gámez et al., 2020; Abdullah, 2020; ElBannan, 2021s; Ding et al., 2023; Zhao et al., 2023; Kalash, 2023; Cao et al., 2024).

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya sesuai dengan teori, rasio-rasio keuangan yang berpengaruh positif terhadap *financial distress* adalah 1) rasio *leverage* (Beaver, 1966; Mselmi et al., 2017; Balasubramanian et al., 2019; Altman, 2000; ElBannan, 2021; Ali et al., 2021; Ding et al., 2023; Zhao et al., 2023; Kalash, 2023; Ryu & Choi, 2023; Farooq et al., 2023; Bevilacqua et al., 2023; Aljughaiman et al., 2023); dan 2) rasio solvabilitas (Tinoco et al., 2018; Gámez et al., 2020).

Penelitian yang hasilnya berbeda dengan teori untuk rasio-rasio keuangan adalah 1) rasio profitabilitas berpengaruh positif (Beaver, 1966; Bouvatier et al., 2023; Sadaa et al., 2023; Aljughaiman et al., 2023); 2) rasio aktivitas berpengaruh positif (ElBannan, 2021; Cao et al., 2024); 3) rasio likuiditas berpengaruh positif (Mselmi et al., 2017; Ali et al., 2021); dan 4) rasio solvabilitas berpengaruh negatif (Mselmi et al., 2017; Zhao et al., 2023). Oleh sebab itu terkait dengan rasio-rasio keuangan masih terdapat perbedaan hasil yang masih bisa untuk digunakan sebagai penelitian selanjutnya.

Penelitian ini diarahkan pada pengaruh faktor makroekonomi terhadap *financial distress*, hal ini karena faktor makroekonomi memiliki dampak yang

signifikan pada *financial distress* perusahaan. Tercermin melalui pertumbuhan produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, nilai tukar Dollar Amerika, dan pasar. Produk domestik bruto dapat digunakan dalam menilai perekonomian suatu negara (Sehgal et al., 2021). Oleh sebab itu perusahaan perlu memantau tingkat pertumbuhan produk domestik bruto agar dapat menentukan arah kebijakan strategis perusahaan untuk mengantisipasi penurunan profitabilitas yang menyebabkan terjadinya *financial distress* (ElBannan, 2021). Jika produk domestik bruto mengalami penurunan, maka kemungkinan terjadinya *financial distress* perusahaan akan meningkat. Begitupun sebaliknya pada saat produk domestik bruto naik akan mengurangi risiko *financial distress* perusahaan (Charalambakis & Garrett, 2019; Sehgal et al., 2021; Li et al., 2023).

Inflasi yang tinggi menunjukkan bahwa perekonomian menjadi tidak stabil dalam lingkungan makroekonomi yang lemah dan mengakibatkan kemungkinan *financial distress* perusahaan (Westgaard & Wijst, 2001; Ninh et al., 2018; Gámez et al., 2020; Sehgal et al., 2021; Bevilacqua et al., 2023; Dewi et al., 2023). Hal ini disebabkan ketika tingkat inflasi tinggi, daya beli masyarakat akan menurun yang kemudian menyebabkan kondisi keuangan perusahaan ikut turun dan berakibat meningkatnya risiko *financial distress*.

Meningkatnya suku bunga yang ditentukan bank sentral masing-masing negara dapat menggerus laba dan likuiditas perusahaan. Suku bunga yang tinggi dapat menyebabkan kondisi perekonomian sulit bagi dunia usaha, terutama yang bergantung pada utang atau memerlukan pembiayaan eksternal, bahkan dapat menyebabkan *financial distress* perusahaan (Khoja et al., 2019; Gámez et al., 2020; Hafeez & Kar, 2021). Ketika suku bunga naik, nilai aset tersebut dapat menurun

sehingga berdampak pada nilai aset perusahaan (Ninh et al., 2018; Gámez et al., 2020) Dengan demikian jika tingkat bunga naik maka tingkat *financial distress* akan meningkat (Westgaard & Wijst, 2001; Ninh et al., 2018; Tinoco et al., 2018; Khoja et al., 2019; Gámez et al., 2020; Hafeez & Kar, 2021).

Krisis nilai tukar Dollar Amerika dapat memperburuk risiko *financial distress* pada perusahaan (Hafeez & Kar, 2021). Hal ini menunjukkan bahwa krisis nilai tukar Dollar Amerika dapat menjadi faktor penting yang mempengaruhi hubungan antara *leverage* keuangan, risiko *financial distress*, dan kinerja keuangan perusahaan. Oleh karena itu, manajemen perusahaan perlu mempertimbangkan risiko nilai tukar Dollar Amerika dan risiko *financial distress* dalam pengambilan keputusan tentang struktur modal dan kebijakan keuangan perusahaan (Kalash, 2023). Hal senada juga dijelaskan bahwa ketidakpastian nilai tukar dapat meningkatkan risiko *financial distress* bagi perusahaan (Bhattacharjee & Han, 2014).

Variabel pasar yang diwakili oleh indeks harga saham gabungan (return pasar cenderung lebih cocok untuk memprediksi *financial distress* karena menjelaskan informasi keuangan ke depan atau ekspektasi arus kas masa depan sekaligus menjadi tolok ukur kinerja keseluruhan pasar saham di suatu negara pada periode tertentu (Charalambakis & Garrett, 2016; Ninh et al., 2018). Di negara berkembang variabel pasar berpengaruh negatif terhadap *financial distress*, artinya semakin luas pasar maka akan semakin mengurangi terjadinya *financial distress* (Tsai, 2013; Ninh et al., 2018; Sehgal et al., 2021; ElBannan, 2021; Baek et al., 2024).

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya sejalan dengan teori bahwa faktor makroekonomi yang berpengaruh negatif terhadap *financial distress* adalah 1)

produk domestik bruto (Charalambakis & Garrett, 2019; Sehgal et al., 2021; ElBannan, 2021; Li et al., 2023); 2) pasar (Tsai, 2013); Charalambakis & Garrett, 2016; Ninh et al., 2018; Sehgal et al., 2021; ElBannan, 2021; Baek et al., 2024). Faktor makroekonomi yang berpengaruh positif terhadap *financial distress* adalah 1) inflasi (Ninh et al., 2018; Gámez et al., 2020; Sehgal et al., 2021**;** Dewi et al., 2023); 2) suku bunga (Ninh et al., 2018; Tinoco et al., 2018; Khoja et al., 2019; Gámez et al., 2020; Hafeez & Kar, 2021); dan 3) nilai tukar Dollar Amerika (Bhattacharjee & Han, 2014; Kalash, 2023).

Berdasarkan artikel penelitian terdahulu pun, untuk faktor makroekonomi terdapat beberapa hasil penelitian yang berbeda dengan teori antara lain 1) produk domestik bruto berpengaruh positif terhadap *financial distress* (Baek et al., 2024) dan produk domestik bruto tidak signifikan terhadap *financial distress* (Hafeez & Kar, 2021); 2) inflasi berpengaruh negatif terhadap *financial distress* (Baek et al., 2024); 3) nilai tukar berpengaruh negatif terhadap *financial distress* (Hafeez & Kar, 2021); dan 4) pasar berpengaruh positif terhadap *financial distress* (Charalambakis & Garrett, 2016; ElBannan, 2021).

Penelitian-penelitian terdahulu yang berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi *financial distress* dapat dijelaskan demikian : (1) Sebagian besar penelitian menggunakan faktor internal perusahaan rasio keuangan untuk memprediksi *financial distress*. Formula yang digunakan adalah Altman Z-Score, Model Springate, Model Ohlson O-Score, Model Zmijewski. Formula Altman Z-Score merupakan formula prediksi *financial distress* paling banyak digunakan, juga merupakan salah satu indikator yang digunakan oleh Bank Dunia dalam basis data pembangunan keuangan global untuk mengukur tingkat kesehatan lembaga

keuangan (Bouvatier et al., 2023). Meluasnya penggunaan Altman Z-Score karena kesederhanaannya dan fakta bahwa Altman Z-Score hanya memerlukan informasi akuntansi untuk penghitungannya (Shahwan & Habib, 2020); (2) Hasil penelitian lima (5) tahun terakhir selain menggunakan rasio keuangan, juga mulai menggunakan faktor makroekonomi. Namun sejauh yang penulis temukan, penelitian terkait faktor makroekonomi relatif belum banyak atau tidak sebanyak faktor internal perusahaan yaitu rasio-rasio keuangan. Faktor makroekonomi yang digunakan antara lain produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar dollar Amerika.

Penelitian-penelitian terdahulu yang akan dijadikan rujukan oleh penulis antara lain karya penulisan dari Charalambakis & Garrett (2019); Khoja et al. (2019); Gámez et al. (2020); Sehgal et al. (2021); Hafeez & Kar (2021); ElBannan (2021); Li et al. (2023); Bevilacqua et al. (2023); Dewi et al. (2023); Kalash (2023); Baek et al. (2024). Kelebihan dari artikel penelitian rujukan penulis adalah 1) Hasil penelitian sebelumnya selain menggunakan indikator faktor internal perusahaan yaitu rasio-rasio keuangan juga sudah memasukkan faktor makroekonomi dalam memprediksi *financial distress.* 2) Sebaran sampel penelitian beragam yaitu tidak hanya di satu (1) negara saja, tetapi juga di wilayah Eropa dan Amerika.

Kekurangan dari artikel-artikel yang menjadi rujukan utama adalah 1) Faktor makroekonomi baru terbatas 2 sampai 3 variabel saja, belum memasukkan semua variabel yang ada; 2) Hasil penelitian dari artikel-artikel rujukan ditemukan masih terdapat perbedaan hasil meskipun variabel yang digunakan sama, misalnya variabel produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan pasar; 3) Penelitian sebelumnya hanya memprediksi faktor-faktor yang mempengaruhi

financial distress, tidak ditemukan hasil penelitian terdahulu mengenai saran dan strategi penyehatan sebagai solusi jika perusahaan mengalami *financial distress*; 4) Penelitian sebelumnya lebih berfokus pada *financial distress* yang terjadi di suatu negara dan juga di negara-negara maju seperti Eropa dan Amerika. Penelitian yang berfokus di ASEAN belum penulis temukan.

Berdasarkan penelitian sebelumnya gap penelitian mengenai *financial distress* banyak dilakukan atau berfokus di negara maju dan kemungkinan bisa terjadi bias jika diterapkan di negara berkembang (Abdullah, 2020; Hussein & Idris, 2023). Perekonomian negara berkembang juga lebih fluktuatif dibandingkan dengan negara maju. Begitupun fokus penelitian sebelumnya mengenai *financial distress* lebih banyak memilih menggunakan faktor internal perusahaan yaitu rasio-rasio keuangan, sedangkan faktor makroekonomi sejauh hasil penelusuran penulis masih belum terlalu banyak diteliti (penelitian yang menjadi rujukan penulis menemukan penggunaan faktor makroekonomi baru sebanyak dua (2) sampai tiga (3) saja). Hal inilah yang menjadi alasan bagi penulis bahwa terdapat gap dan masih bisa menjadi celah untuk dilakukan penelitian *financial distress* pada negara-negara di ASEAN dengan mengambil fokus faktor makroekonomi yang meliputi variabel produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar Dollar Amerika sebagai variabel independen. Penelitian ini juga memasukkan pasar sebagai variabel kontrol.

Berdasarkan uraian di atas maka posisi penelitian ini jika dibandingkan penelitian sebelumnya adalah memiliki kebaruan dengan menggunakan lima (5) faktor makroekonomi sekaligus yang mempengaruhi *financial distress* perusahaan *go public* meliputi produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, nilai tukar Dollar

Amerika, dan pasar. Penelitian ini juga memilih negara-negara di ASEAN karena berdasarkan hasil penelusuran di internet dalam kurun waktu lima (5) tahun terakhir sejauh yang penulis temukan, masih belum terdapat penelitian serupa yang dilakukan di ASEAN. Oleh karena dari uraian di atas, judul yang dipilih dalam penelitian ini adalah ‘‘Pengaruh Faktor Makroekonomi terhadap *Financial Distress* pada Perusahaan *Go Public* di ASEAN.’’

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang masalah yang disampaikan di atas, rumusan masalah yang diperlukan dari penelitian “Pengaruh faktor makroekonomi terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN” adalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh produk domestik bruto terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN ?
2. Bagaimana pengaruh inflasi terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN ?
3. Bagaimana pengaruh suku bunga terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN ?
4. Bagaimana pengaruh nilai tukar Dollar Amerika terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN ?

C. Tujuan Penelitian

Dengan rumusan masalah yang jelas dan terfokus, penelitian yang berjudul “Pengaruh faktor makroekonomi terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN” adalah :

a. Dapat menjelaskan pengaruh produk domestik bruto terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN.

b. Dapat menjelaskan pengaruh inflasi terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN.
c. Dapat menjelaskan pengaruh suku bunga terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN.
d. Dapat menjelaskan pengaruh nilai tukar Dollar Amerika terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN.

D. Kontribusi Hasil Penelitian

Hasil dari penelitian yang berjudul "Pengaruh faktor makroekonomi terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN" diharapkan dapat memberikan kontribusi untuk :

1. Bagi Akademisi
   a. Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai literatur rujukan untuk menambah pemahaman mengenai pengaruh faktor makroekonomi yaitu produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar Dollar Amerika terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public*.
   b. Hasil penelitian ini dapat dijadikan referensi dalam melakukan penelitian lanjutan terkait dengan *financial distress.*
   c. Hasil penelitian ini dapat dijadikan referensi untuk mengembangkan ilmu pengetahuan dan kebijakan terkait dengan masalah *financial distress.*
2. Bagi Praktisi Perusahaan
   a. Hasil penelitian ini dapat digunakan untuk menjelaskan faktor makroekonomi yang menyebabkan terjadinya *financial distress* pada perusahaan *go public*.

b. Hasil penelitian ini dapat digunakan untuk mengambil kebijakan mengurangi *financial distress* pada perusahaan *go public*.

c. Hasil penelitian ini dapat digunakan untuk mengambil kebijakan langkah-langkah perbaikan jika telah terjadi *financial distress* pada perusahaan *go public*.

d. Hasil penelitian ini dapat membuka jalan bagi pengembangan model prediksi *financial distress* lebih lanjut yang dapat membantu perusahaan *go public* dalam merencanakan strategi dan tindakan di masa depan.

3. Bagi Pemerintah / Regulator

a. Hasil penelitian ini dapat digunakan regulator dalam mengantisipasi terjadinya *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN.

b. Hasil penelitian ini dapat digunakan regulator untuk memperbaiki regulasi jika telah terjadi *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. *Financial Distress*

1. Definisi *Financial Distress*

Financial distress adalah kondisi perusahaan mengalami penurunan kinerja keuangan yang berlangsung dalam jangka waktu tertentu dan dapat mengancam kelangsungan hidup perusahaan. Dalam beberapa literatur yang menjadi rujukan, *financial distress* dapat dijelaskan suatu kondisi yang terjadi ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya saat jatuh tempo (Beaver, 1966; Altman, 1968; Amendola et al., 2015; Younas et al., 2021), dan ditambahkan kondisi *financial distress* dapat menyebabkan kebangkrutan, likuidasi, atau jenis penyitaan dan distribusi aset lainnya (Farooq et al., 2023). Penjelasan *financial distress* lainnya adalah kegagalan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya sehingga berakibat terjadinya kemungkinan gagal bayar yang dapat diprediksi dengan perbedaan antara pengembalian dan pembayaran bunga tinggi (Ninh et al., 2018), pada kondisi ini umumnya kondisi kas operasional perusahaan tidak cukup untuk memenuhi kewajibannya saat ini dan perusahaan terpaksa mengambil tindakan perbaikan (Ibrahim, 2019).

Perusahaan yang mengalami *financial distress* memiliki karakteristik sebagai berikut (Altman et al., 2017*;* Altman & Hotchkiss, 2019) :

a. *Insolvency merupakan kondisi perusahaan tidak mampu membayar* kewajibannya akibat perusahaan tidak memiliki likuiditas, hal ini menunjukkan kinerja negatif perusahaan dan situasi yang sifatnya lebih pada jangka pendek.

b. *Financial distress* merupakan tahap kesulitan keuangan yang ditandai dengan penurunan laba (bahkan laba di posisi negatif).
c. *Default* merupakan situasi perusahaan tidak bisa melakukan pembayaran atas kewajiban atau perjanjian yang dibuat dengan pihak debitur. Kegagalan ini merupakan kegagalan teknis yang terjadi dan memicu restrukturisasi pembayaran utang atau pengajuan kebangkrutan formal
d. Kebangkrutan merupakan tahap perusahaan diajukan secara legal sebagai perusahaan yang bangkrut.
e. Likuidasi merupakan tahap perusahaan dinyatakan bangkrut oleh pengadilan.

2. Indikator *Financial Distress*

Financial distress dapat dijadikan sebagai deteksi dini terjadinya kegagalan perusahaan yang berakibat pada kebangkrutan perusahaan (Altman, 1968; Altman & Hotchkiss, 2019). Pada kasus perusahaan yang mengalami *financial distress*, tidak tiba-tiba bangkrut melainkan melalui tahapan *financial distress* terlebih dahulu. Oleh karena itu, *financial distress* adalah tanda yang berguna dari kebangkrutan yang akan datang atau kegagalan perusahaan.

Secara operasional, sebuah perusahaan dapat dikatakan mengalami *financial distress* jika salah satu indikator berikut ini terjadi, yaitu:

1. Gagal bayar obligasi, rekening bank yang ditarik terlalu banyak atau tidak dibayarnya dividen saham preferen (Beaver, 1966).
2. Perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban keuangannya karena penurunan operasi bisnis perusahaan, aset tidak likuid dan biaya tetap yang tinggi (Ninh et al., 2018).

3. Tingkat utang yang tinggi (Chen et al., 2018).
4. Laba bersih, arus kas bersih, dan rasio pembayaran bunga kurang dari satu (1) tahun negatif selama tiga (3) tahun berturut-turut (Ibrahim, 2019).
5. Hasil perhitungan dengan formula Altman Z-Score yaitu : 1) Perusahaan dengan skor Z di bawah 1.81 memiliki probabilitas 70% untuk bangkrut dalam dua (2) tahun; 2) Perusahaan dengan skor Z di atas 2.99 memiliki probabilitas 95% untuk tidak bangkrut dalam dua (2) tahun; dan 3) Perusahaan dengan skor Z diantara 1.81 - 2.99 berada di zona abu-abu dan memerlukan analisis lebih lanjut untuk menentukan risiko kebangkrutannya (Altman, 1968; Altman et al., 2017*;* Altman & Hotchkiss, 2019).
6. Kinerja yang buruk terutama kinerja keuangan (Altman, 1968; Altman et al., 2017*;* Chen et al., 2018; Fakhar et al., 2023; Ding et al., 2023; Zhao et al., 2023; Cao et al., 2024).

B. Model-Model Prediksi *Financial Distress*

Perusahaan yang mengalami *financial distress* cenderung memiliki risiko kebangkrutan yang lebih tinggi dan biaya restrukturisasi modal yang lebih tinggi (Ryu & Choi, 2023). *Financial distress* merujuk pada risiko kebangkrutan yang dihadapi oleh perusahaan dan risiko ini dapat terjadi ketika perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi atau memiliki kinerja keuangan yang buruk (Chen et al., 2018). Untuk mengukur kinerja keuangan dapat menggunakan rasio keuangan sekaligus juga sebagai alat memprediksi potensi *financial distress* pada perusahaan yang dapat berdampak pada risiko kebangkrutan. Sinyal yang mencerminkan situasi operasi perusahaan dapat mengungkap tanda-tanda *financial distress*, yang kemudian dapat diintegrasikan ke dalam model prediksi dengan menggunakan rasio

keuangan dan penggunaan rasio keuangan sebagai alat prediksi *financial distress* bisa diimbangi dengan mempertimbangkan faktor-faktor lain (Beaver, 1966).

Rasio keuangan telah menjadi informasi kunci dalam prediksi *financial distress* selama beberapa dekade (Altman, 1968). Rasio keuangan merupakan hasil bagi dua (2) angka yang berasal dari pos-pos laporan keuangan. Rasio keuangan selain dapat untuk memprediksi laporan keuangan juga dapat memprediksi peristiwa penting berupa *financial distress*. Kegunaan rasio hanya dapat diuji dengan beberapa tujuan tertentu. Walaupun rasio bukanlah satu-satunya prediktor, tapi merupakan titik awal untuk membangun verifikasi empiris dari analisis rasio (Beaver, 1966). Deteksi *financial distress* merupakan subjek yang telah dibahas sangat cocok untuk analisis dengan rasio keuangan.

Berikut ini penjelasan mengenai perkembangan model-model prediksi *financial distress* dengan rasio keuangan *:*

1. Beaver's Ratio

   Analisis rasio keuangan untuk memprediksi *financial distress* dikembangkan oleh William H. Beaver pada tahun 1966. Salah satu penelitiannya yang paling terkenal adalah tentang penggunaan rasio keuangan sebagai prediktor potensi kegagalan keuangan pada perusahaan, yang diterbitkan pada tahun 1966 dengan judul "*Financial Ratios as Predictors of Failure*". Penelitian ini telah menjadi salah satu karya klasik dalam bidang akuntansi keuangan dan masih banyak dikutip hingga saat ini. Inti dari teori yang digunakan dalam artikel Beaver adalah penggunaan rasio keuangan sebagai prediktor potensi kegagalan keuangan pada perusahaan, namun juga menyarankan bahwa penggunaan rasio keuangan harus dipertimbangkan bersama dengan faktor-faktor lain dalam

membuat keputusan investasi (Beaver, 1966). Selain itu, Beaver memberikan saran untuk penelitian lebih lanjut melakukan replikasi pada populasi perusahaan yang lebih kecil dan pengembangan model multirasio.

Beaver's Ratio lebih berfokus pada struktur modal perusahaan, khususnya proporsi antara utang jangka pendek dan total utang.

$$\text{Beaver's Ratio} = \frac{\text{Current Liabilities}}{\text{Total Debt}}$$

Interpretasi Beaver's Ratio:

BR > 0.2 : Mengalami *financial distress*

$0.15 \leq BR \leq 0.2$: Kondisi perusahaan normal

BR < 0.15 : Kondisi perusahaan sehat (kemampuan finansial yang lebih besar dibanding kewajiban).

2. Altman Z-Score

Pengembangan model multirasio dilakukan oleh Edward I Altman dengan formula yang terkenal sampai saat ini digunakan yaitu formula Altman Z-Score. Formula Altman Z-Score adalah suatu model yang dikembangkan oleh Altman pada tahun 1968 untuk memprediksi kemungkinan kebangkrutan suatu perusahaan. Penelitian dengan judul *Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy* ini menggunakan kombinasi dari beberapa rasio keuangan untuk menghasilkan skor yang dapat membantu menilai risiko kebangkrutan. Altman Z-Score umumnya digunakan untuk menilai kesehatan keuangan perusahaan dan memberikan indikasi bahwasannya perusahaan tersebut berada dalam risiko kebangkrutan atau tidak (Altman, 1968).

a. Altman Z-Score

Formula awal rasio keuangan ini diperuntukkan bagi perusahaan manufaktur (non jasa) (Altman, 1968).

$Z=1.2X1+1.4X2+3.3X3+0.6X4+1.0X5.$

Interpretasi nilai dari Z-Score =

- Z-Score > 2.99 : Kondisi sehat
- $1.81 \leq$ Z-Score ≤ 2.99 : Kondisi *grey area*
- Z-Score < 1.81 : Kondisi *financial distress*

X1 : Rasio modal kerja terhadap total aset (*Working Capital/Total Assets*)

X2 : Rasio laba ditahan terhadap total aset (*Retained Earnings/Total Assets*)

X3 : Rasio laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset (*EBIT*/*Total Assets*)

X4 : Nilai pasar ekuitas terhadap utang (*Market Value of Equity/Book Value of Total Liabilities*)

X5 : Rasio penjualan terhadap total aset (*Sales/Total Assets*).

Kelebihan penelitian yang dilakukan oleh Altman menggunakan metode analisis diskriminan yang komprehensif dan data keuangan yang kuat untuk mengembangkan model prediksi kebangkrutan perusahaan. Hal ini menunjukkan kecermatan dan ketelitian dalam pendekatan penelitiannya. Penting untuk dicatat bahwa meskipun Altman Z-Score memberikan indikasi potensi risiko kebangkrutan, namun masih menggunakan rasio-rasio keuangan perusahaan saja dan belum mempertimbangkan faktor eksternal dan kondisi pasar, sehingga saran yang diberikan adalah

mengintegrasikan model Altman Z-Score dengan teknologi dan metode analisis terkini, seperti *machine learning* dan big data analisis untuk meningkatkan kemampuan prediktif dan aplikabilitasnya dalam konteks keuangan yang lebih kompleks.

b. Altman Z'-Score

Pada penelitian selanjutnya Altman tahun 1983 membuat formula Z'-Score yang diperuntukkan bagi perusahaan swasta *go public* (Altman, 2000; Altman et al., 2017; Altman, 2018; Altman & Hotchkiss, 2019).

$Z = 0.717X1 + 0.847X2 + 3.107X3 + 0.420X4 + 0.998X5$

X1 : Rasio modal kerja (Aset lancar-utang lancar) terhadap total aset (*Working Capital/Total Assets*)

X2 : Rasio laba ditahan terhadap total aset (*Retained Earnings/Total Assets*)

X3 : Rasio laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset (*EBIT/Total Assets*)

X4 : Nilai buku ekuitas terhadap utang (*Book Value of Equity/Total Liabilities*):

X5 : Rasio penjualan terhadap total aset (*Sales/Total Assets*).

c. Altman Z''-Score

Altman tahun 1995 kembali merevisi formula Z-Score yang bisa digunakan untuk perusahaan manufaktur dan perusahaan jasa (non manufaktur) dan model baru yaitu Zeta Models, dengan judul penelitian "*Predicting Financial Distress of Companies : Revisiting The Z-Score and Zeta Models*" (Altman, 2000; Altman & Hotchkiss, 2019).

Model Z-Score yang direvisi adalah sebagai berikut :

$Z= 3.25+6.56\ X1+3.26X2+6.72X3+1.05X4$

X1 = (*Current Assets-Current Liabilities)/Total Assets*

X2 = *Retained Earnings/Total Assets*

X3 = *Earning Before Interest and Taxes / Total Assets*

X4 = *Book Value of Equity / Total Liabilities*

Kelemahan dari penelitian ini masih hanya menggunakan data keuangan sebagai variabel prediktor, belum memasukkan faktor-faktor non keuangan seperti faktor ekonomi, politik, dan sosial yang dapat mempengaruhi kebangkrutan perusahaan, namun tidak dimasukkan dalam analisis.

Saran dari penelitian ini adalah 1) Melakukan pengembangan lebih lanjut terhadap model Z-Score dan ZETA® dengan memperluas cakupan data ke perusahaan di berbagai negara dan industri. 2) Memasukkan faktor-faktor eksternal seperti kondisi ekonomi, politik, dan sosial untuk meningkatkan prediksi kebangkrutan perusahaan. 3) Melakukan perbandingan kinerja model Altman Z-Score dan ZETA® dengan model prediksi kebangkrutan lainnya untuk mengevaluasi keunggulan relatif dan kelemahan masing-masing model. 4) Melakukan penelitian lanjutan yang lebih mutakhir untuk memperbarui analisis terkait prediksi kebangkrutan perusahaan sesuai dengan kondisi ekonomi dan keuangan saat ini.

Penelitian yang menggunakan formula model Altman Z-Score ini adalah (Altman, 1968; Altman, 2000; Uğurlu & Aksoy, 2006; Shahwan, 2015; Charalambakis & Garrett, 2016; Udin et al., 2017; Chen et al., 2018; Ninh et al., 2018; Appendini, 2018; Altman & Hotchkiss, 2019*;* Fadrul & Ridawati, 2020; Shahwan & Habib, 2020; Boubaker et al., 2020; Farooq et al., 2021;

ElBannan, 2021; Younas et al., 2021; Ali et al., 2021; Viana et al., 2022; Habib & Kayani, 2022; Bouvatier et al., 2023; Farooqet al., 2023; Kalash, 2023; Aljughaiman et al., 2023; Ryu & Choi, 2023; Ding et al., 2023; Sadaa et al., 2023; Cao et al., 2024; Baek et al., 2024).

Selain formula model Altman Z-Score yang masih menggunakan rasio-rasio keuangan, terdapat beberapa pengembangan model prediksi kesulitan keuangan atau kebangkrutan. Semua model ini dirancang untuk membantu perusahaan, investor, atau lembaga keuangan dalam mengidentifikasi *financial distress* yang berisiko mengalami kebangkrutan dengan menggunakan rasio keuangan. Pemilihan model tergantung pada data yang tersedia, tujuan analisis, dan kompleksitas situasi keuangan perusahaan. Penting untuk diingat bahwa keefektifan model-model ini dapat bervariasi tergantung pada jenis industri, ukuran perusahaan, dan kondisi ekonomi secara umum.

2. Model Springate

   Model Springate adalah model yang dikembangkan oleh Gordon Springate pada tahun 1978 untuk memprediksi kemungkinan kebangkrutan pada perusahaan. Model ini untuk memprediksi kemungkinan kebangkrutan perusahaan dengan mengidentifikasi tanda-tanda kebangkrutan (Fadrul & Ridawati, 2020).

   Formula Springate =

   S = 1,03X1 + 3,07X2 + 0,66X3+ 0,4X4

   X1 = *working capital / total assets*

   X2 = *net profit before interest and taxes / total assets*

   X3 = *net profit before taxes / current liability*

X4 = *sales / total assets*

Interpretasi nilai dari Z-Score =

- S-Score > 0.862 : Kondisi sehat
- S-Score < 0.862 : Kondisi *financial distress*

3. Model Ohlson O-Score

Penemu O-Score ini adalah James Ohlson pada tahun 1980-an. Model ini memberikan indikasi perusahaan berisiko bangkrut atau tidak dengan menggunakan delapan (8) variabel keuangan untuk menghitung skor yang dapat memprediksi kebangkrutan (Ohlson, 1980; Waqas & Rus, 2018). Model O-Score menggunakan kombinasi berbagai rasio keuangan untuk memprediksi kemungkinan kebangkrutan perusahaan. Semakin rendah nilai O-Score, semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan.

Formula Ohlson Score :

O-Score = -1.32 + 6.03(TLTA) - 0.407(SIZE) - 1.43(WCTA) + 0.0757(CLCA) - 2.37(OENEG) - 1.83(NITA) + 0.285(FUTL) - 0.521(CHIN)

TLTA : Total Liabilitas Jangka Panjang / *Total Assets*

SIZE : Logaritma Natural dari *Total Assets*

WCTA : *Working Capital / Total Assets*

CLCA : *Current Liabilities / Current Assets*

OENEG : *Operating Earnings Before Depreciation and Non-Operating Expenses / Total Assets*

NITA : *Net Income Before Extraordinary Items / Total Assets*

FUTL : *Funds From Operations / Total Assets*

CHIN : *Change in Net Income / Total Assets*

Interpretasi Nilai O-Score:

- O-Score Negatif : Kemungkinan *financial distress* lebih tinggi.
- O-Score Nol atau Positif : Kondisi keuangan sehat dan risiko *financial distress* rendah

4. Model Zmijewski

Penemu model ini adalah M. Zmijewski pada tahun 1984. Menilai risiko keuangan perusahaan dengan menggunakan rasio-rasio keuangan untuk memprediksi kebangkrutan. Model ini menggunakan rasio keuangan yang lebih kompleks daripada model Altman Z-Score, yaitu antara lain *earnings before interest and taxes to total assets, market value of equity to book value of total liabilities, sales to total assets, current assets to total assets, dan retained earnings to total assets*. Model penelitian ini dilakukan oleh (Zmijewski, 1984; Fadrul & Ridawati, 2020).

Formula Zmijewski :

X = - 4,336 – 4,513X1 + 5,679X2 – 0,004X3

X1 = *Earning After Tax (Net Profit)/ Total Assets*

X2 = *Total Debt / Total Assets*

X3 = *Current Assets / Current Liabilities*

Interpretasi Nilai Zmijewski Score :

- X ≥ 0 : Kondisi *financial distress*.
- X < 0 : Kondisi sehat /tidak mengalami *financial distress*.

C. Faktor yang Mempengaruhi *Financial Distress*

Berdasarkan penelusuran penelitian terdahulu terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi *financial distress*, namun penelitian ini difokuskan pada faktor

makroekonomi yang terdiri dari pertumbuhan produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, nilai tukar Dollar Amerika, dan pasar sebagai faktor eksternal dan faktor internal perusahaan yang terdiri dari rasio-rasio keuangan.

1. Faktor Makroekonomi

Negara-negara di dunia mengalami berbagai masalah makroekonomi, antara lain lonjakan tajam pengangguran akibat anjloknya pertumbuhan/output ekonomi. Makroekonomi memiliki dampak yang signifikan pada *financial distress* perusahaan melalui pertumbuhan produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, nilai tukar Dollar Amerika, dan pasar.

a. Pertumbuhan Produk Domestik Bruto

Produk domestik bruto merupakan ukuran dari total nilai semua barang dan jasa yang dihasilkan dalam suatu negara dalam jangka waktu tertentu, biasanya dalam satu (1) tahun (Sehgal et al., 2021). Dalam perekonomian suatu negara terdapat suatu indikator yang digunakan untuk menilai perekonomian berlangsung dengan baik atau buruk. Indikator dalam menilai perekonomian tersebut harus dapat digunakan untuk mengetahui total pendapatan yang diperoleh dalam perekonomian. Indikator yang pas dan sesuai dalam melakukan pengukuran tersebut adalah produk domestik bruto. Selain itu, produk domestik bruto juga mengukur dua (2) hal pada saat bersamaan : total pendapatan semua orang dalam perekonomian dan total pembelanjaan negara untuk membeli barang dan jasa hasil dari perekonomian.

Tingkat pertumbuhan ekonomi secara makro, yang mengakibatkan permintaan produk dan jasa perusahaan. Namun, jika perekonomian tidak

stabil, permintaan dapat turun, mengarah pada penurunan penjualan dan pendapatan perusahaan. Oleh sebab itu perusahaan perlu memantau kondisi makroekonomi dan mengambil langkah-langkah yang sesuai dalam perencanaan dan pengelolaan keuangan perusahaan untuk mengatasi terjadinya *financial distress* yang dapat muncul akibat perubahan dalam makroekonomi (ElBannan, 2021). Peningkatan produk domestik bruto dapat menyebabkan penurunan probabilitas *financial distress* perusahaan, yang menunjukkan pentingnya pertumbuhan ekonomi dalam mengurangi risiko *financial distress* perusahaan (Charalambakis & Garrett, 2019). Dengan demikian, produk domestik bruto merupakan salah satu faktor makroekonomi memiliki pengaruh terhadap *financial distress* perusahaan (Sehgal et al., 2021; Li et al., 2023).

b. Inflasi

Inflasi adalah kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan terus-menerus dalam jangka waktu tertentu. Kenaikan harga satu (1) atau dua (2) barang saja bukanlah inflasi kecuali kenaikan tersebut menyebar atau menyebabkan kenaikan harga barang lainnya. Inflasi yang rendah dan stabil merupakan prasyarat bagi pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan, yang pada akhirnya bermanfaat bagi peningkatan kesejahteraan manusia. Menurut siaran pers Kementerian Koordinator Bidang Ekonomi Republik Indonesia (2023) menyatakan bahwa inflasi yang tinggi dan tidak stabil memberikan dampak negatif terhadap keadaan sosial ekonomi suatu masyarakat. Pertama, meningkatnya inflasi akan semakin menurunkan pendapatan riil masyarakat, sehingga menurunkan standar hidup dan pada akhirnya membuat semua

orang, terutama masyarakat miskin, menjadi semakin miskin. Kedua, inflasi yang tidak stabil menimbulkan ketidakpastian dalam pengambilan keputusan pelaku ekonomi. Pengalaman menunjukkan bahwa inflasi yang fluktuatif mempersulit pengambilan keputusan konsumsi, investasi, dan produksi masyarakat, yang pada akhirnya memperlambat pertumbuhan ekonomi. Ketiga, tingkat inflasi suatu negara yang tinggi dibandingkan dengan negara-negara tetangganya, dapat menyebabkan tingkat suku bunga riil dalam negeri menjadi tidak kompetitif dan memberikan tekanan pada nilai Rupiah. Keempat, stabilitas harga berperan penting dalam mendukung upaya menjaga stabilitas sistem keuangan.

Jika inflasi meningkat, biaya bahan baku, tenaga kerja, dan pengeluaran lainnya dapat meningkat, yang dapat menyebabkan penurunan margin keuntungan perusahaan jika harga jual tidak mengikuti kenaikan biaya. Inflasi yang tinggi menunjukkan bahwa ekonomi akan menjadi tidak stabil dalam lingkungan makroekonomi yang lemah dan mengakibatkan kemungkinan *financial distress* perusahaan (Ninh et al., 2018; Gámez et al., 2020; Sehgal et al., 2021; Bevilacqua et al., 2023; Dewi et al., 2023). Artinya lingkungan makroekonomi yang buruk seperti tingkat inflasi yang tinggi cenderung meningkatkan kemungkinan terjadinya *financial distress* pada perusahaan. Pada umumnya, tingkat inflasi yang tinggi menunjukkan bahwa ekonomi akan menjadi tidak stabil dalam lingkungan makroekonomi yang lemah dan dapat menyebabkan penurunan daya beli masyarakat, yang pada gilirannya dapat mengakibatkan penurunan kondisi keuangan perusahaan dan meningkatkan risiko *financial distress* (Dewi et al., 2023).

Pengaruh inflasi terhadap *financial distress* suatu perusahaan didasari dengan beberapa alasan yang mendasari, yaitu Ninh et al. (2018); Gámez et al. (2020); Sehgal et al. (2021); Bevilacqua et al. (2023); Dewi et al. (2023) : 1) Dampak terhadap biaya operasional: Inflasi dapat menyebabkan suatu perusahaan dapat mengakibatkan peningkatan biaya operasional. Jika biaya operasional meningkat tanpa peningkatan penjualan yang proporsional, maka profitabilitas suatu perusahaan dapat tertekan. 2) Penurunan nilai uang: Dalam lingkungan inflasi tinggi, nilai uang cenderung menurun seiring berjalannya waktu. Hal ini dapat mengakibatkan berkurangnya daya beli pelaku usaha untuk membeli barang dan jasa yang diperlukan untuk operasional usaha. Jika suatu perusahaan tidak mampu menaikkan harga produk dan jasanya untuk mengimbangi inflasi, hal ini dapat menyebabkan *financial distress*. 3) Pengaruh terhadap utang: Inflasi juga dapat mempengaruhi nilai utang suatu perusahaan. Jika suatu perusahaan memiliki utang dengan suku bunga mengambang, tingkat inflasi yang lebih tinggi dapat menyebabkan beban bunga yang lebih tinggi, yang dapat mempengaruhi likuiditas dan profitabilitas perusahaan. Oleh karena itu, inflasi yang tinggi dapat menyebabkan kondisi perekonomian tidak stabil dan tantangan bagi perusahaan dalam menjaga kesehatan keuangannya. 4) Pengaruh pada nilai aset: Selama periode inflasi tinggi, nilai aset perusahaan seperti kas, investasi, dan piutang mungkin tergerus nilainya dalam nilai riil. Hal ini dapat mengurangi kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan dan menghadapi kesulitan likuiditas. 5) Pengaruh pada permintaan dan penjualan: Jika inflasi meningkat, biaya bahan baku, tenaga kerja, dan

pengeluaran lainnya dapat meningkat, yang dapat menyebabkan penurunan margin keuntungan perusahaan jika harga jual tidak mengikuti kenaikan biaya. Daya beli konsumen juga dapat menurun karena harga barang dan jasa naik. Hal ini dapat mengakibatkan penurunan permintaan dan penjualan perusahaan, yang pada gilirannya dapat menyebabkan penurunan pendapatan dan profitabilitas, meningkatkan risiko *financial distress*.

Namun juga terdapat hasil lain yang menunjukkan bahwa peningkatan inflasi justru dapat mengurangi terjadinya *financial distress*. Jika dikaitkan dengan teori-teori ekonomi dan keuangan yang menjelaskan mekanisme efek inflasi terhadap kinerja keuangan perusahaan, maka (Baek et al., 2024) 1) inflasi memiliki efek devaluasi utang, yaitu inflasi dapat mengurangi beban utang perusahaan karena nilai uang menurun, sehingga utang dalam nilai riilnya juga turut terdevaluasi, 2) inflasi memiliki dampak pada peningkatan pendapatan, yaitu inflasi yang terkendali dapat menyebabkan kenaikan harga jual produk atau layanan perusahaan dan pada akhirnya dapat meningkatkan pendapatan perusahaan, 3) inflasi yang moderat dapat berdampak positif pada nilai aset perusahaan, dan kenaikan nilai aset ini dapat membantu perusahaan dalam mengurangi *financial distress* dengan meningkatkan nilai kekayaan bersih perusahaan, sesuai dengan temuan dalam artikel penelitian.

c. Tingkat Suku Bunga

Bank Indonesia (BI) memperkuat kerangka operasi keuangannya dengan memperkenalkan BI rate yang lebih erat kaitannya dengan suku bunga pasar uang dan diperdagangkan di pasar, sehingga mendorong pendalaman pemanfaatan pasar keuangan khususnya produk repo. Peningkatan ini

merupakan praktik umum bank sentral dan dianggap sebagai praktik terbaik internasional dalam melakukan operasi mata uang. Bank Indonesia terus menyempurnakan kerangka operasi moneter untuk memperkuat efektivitas kebijakan dalam mencapai sasaran inflasi yang telah ditetapkan. Instrumen keuangan BI rate digunakan sebagai suku bunga utama baru karena dapat berdampak langsung pada pasar uang, perbankan, dan sektor riil. Suku bunga yang ditentukan bank sentral mempengaruhi biaya pinjaman perusahaan. Tingkat suku bunga yang lebih tinggi dapat membuat pinjaman lebih mahal, yang dapat meningkatkan beban utang perusahaan dan dapat menggerus laba dan likuiditas. Jika tingkat bunga naik maka tingkat *financial distress* akan meningkat (Ninh et al., 2018; Tinoco et al., 2018; Khoja et al., 2019; Gámez et al., 2020; Hafeez & Kar, 2021).

Suku bunga yang tinggi dapat menyebabkan kondisi perekonomian sulit bagi dunia usaha, terutama yang bergantung pada utang atau memerlukan pembiayaan eksternal, bahkan dapat menyebabkan *financial distress* perusahaan (Khoja et al., 2019). Hal ini dikarenakan: 1) Peningkatan beban bunga: Suku bunga yang tinggi akan sangat berarti bagi perusahaan yang memiliki utang dengan tingkat bunga variabel. Peningkatan suku bunga dapat menyebabkan biaya pinjaman yang lebih tinggi, yang pada gilirannya dapat mempengaruhi profitabilitas perusahaan, likuiditas, dan kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangan. Jika perusahaan tidak mampu menanggung kenaikan biaya bunga, profitabilitas dan likuiditasnya dapat menurun, sehingga meningkatkan risiko *financial distress* (Hafeez & Kar, 2021). 2) Dampak terhadap investasi dan pembiayaan: Suku bunga yang tinggi dapat

meningkatkan biaya pinjaman bagi perusahaan yang memerlukan pembiayaan tambahan untuk investasi atau operasional. Hal ini dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk mengembangkan bisnisnya atau menghadapi tantangan keuangan (Ninh et al., 2018; Tinoco et al., 2018). 3) Dampak terhadap aset dan investasi: Suku bunga yang tinggi juga dapat mempengaruhi nilai aset perusahaan, terutama yang nilainya bergantung pada suku bunga, seperti obligasi dan investasi pasar modal lainnya. Ketika suku bunga naik, nilai aset tersebut dapat menurun sehingga berdampak pada nilai aset perusahaan dan berpotensi meningkatkan risiko *financial distress* (Gámez et al., 2020).

d. Nilai Tukar Dollar Amerika

Melalui amanat yang tertuang dalam Undang-Undang Perbankan Indonesia, tujuan Bank Indonesia adalah mencapai stabilitas nilai Rupiah, menjaga stabilitas sistem pembayaran, dan meningkatkan stabilitas sistem keuangan dalam rangka mendukung pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Kestabilan nilai Rupiah mencakup dua (2) aspek, yaitu kestabilan nilai mata uang terhadap barang dan jasa, dan kestabilan nilai mata uang terhadap mata uang negara lain. Aspek pertama tercermin dari perkembangan tingkat inflasi, dan aspek kedua tercermin dari perkembangan nilai tukar Rupiah terhadap mata uang negara lain. Tujuan ditetapkannya tujuan ini adalah untuk memperjelas tujuan yang harus dicapai Bank Indonesia dan batasan tanggung-jawabnya.

Krisis nilai tukar Dollar Amerika dapat memperburuk risiko *financial distress* pada perusahaan, yang kemudian dapat memperkuat pengaruh

negatif *leverage* keuangan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Dengan kata lain, krisis mata uang dapat memperkuat efek negatif *leverage* keuangan pada kinerja keuangan perusahaan, terutama pada perusahaan yang memiliki risiko *financial distress* yang lebih tinggi (Hafeez & Kar, 2021). Hal ini menunjukkan bahwa krisis nilai tukar Dollar Amerika dapat menjadi faktor penting yang mempengaruhi hubungan antara *leverage* keuangan, risiko *financial distress*, dan kinerja keuangan perusahaan. Oleh karena itu, manajemen perusahaan perlu mempertimbangkan risiko nilai tukar Dollar Amerika dan risiko *financial distress* dalam pengambilan keputusan tentang struktur modal dan kebijakan keuangan perusahaan (Kalash, 2023). Hal senada juga dijelaskan bahwa ketidakpastian nilai tukar dapat meningkatkan risiko *financial distress* bagi perusahaan (Bhattacharjee & Han, 2014). Sedangkan menurut artikel yang lain, nilai tukar memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan *financial distress* perusahaan, artinya, peningkatan nilai tukar dikaitkan dengan penurunan kemungkinan *financial distress* (Khoja et al., 2019)**.**

e. Pasar

Pasar dalam konteks keuangan sebagai lingkungan tempat perusahaan beroperasi dan berinteraksi dengan pelanggan, pesaing, pemasok, dan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan (Charalambakis & Garrett, 2016). Variabel pasar yang diwakili return pasar cenderung lebih cocok untuk memprediksi *financial distress* karena mencerminkan informasi berwawasan ke depan atau ekspektasi arus kas masa depan sekaligus menjadi tolok ukur kinerja keseluruhan pasar saham di suatu negara pada periode

tertentu, sedangkan model berbasis akuntansi hanya mengungkapkan kinerja masa lalu. Selain itu pasar saham berisi hampir semua informasi dalam laporan akuntansi (Ninh et al., 2018).

Variabel pasar di negara maju seperti AS dan Inggris, memberikan bukti bahwa prediksi *financial distress* menggunakan variabel berbasis pasar tampak kuat, ukuran relatif yang diukur dengan kapitalisasi pasar relatif dan kelebihan pengembalian saham memiliki hubungan negatif dengan *financial distress*, sedangkan volatilitas pengembalian saham memiliki hubungan positif dengan *financial distress* (Charalambakis & Garrett, 2016). Penelitian lain menyebutkan bahwa variabel pasar di negara maju yang diwakili oleh *market capitalization* dan *market value of equity* memiliki pengaruh positif terhadap *financial distress*, yang berarti peningkatan nilainya dapat meningkatkan risiko *financial distress* pada perusahaan, sedangkan *market-to-book ratio* berpengaruh negatif terhadap *financial distress* (ElBannan, 2021).

Berbeda dengan pasar maju, penelitian dengan sampel di negara berkembang variabel pasar berpengaruh negatif terhadap *financial distress*, artinya semakin luas pasar maka akan semakin mengurangi terjadinya *financial distress* (Tsai, 2013; Ninh et al., 2018; Sehgal et al., 2021; ElBannan, 2021; Baek et al., 2024). Variabel pasar yang diwakili harga saham dan nilai pasar ekuitas pun juga memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan *financial distress* perusahaan. Bahkan faktor pasar seperti sentimen pasar, volatilitas pasar, return pasar (harga saham), dan faktor-faktor lain yang mempengaruhi harga saham secara umum memiliki pengaruh

negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan oleh sebab itu juga berdampak pada terjadinya *financial distress.*

2. Faktor Internal Perusahaan

Faktor internal perusahaan dalam penelitian ini difokuskan pada rasio-rasio keuangan. Rasio keuangan merupakan alat analisis yang digunakan untuk mengevaluasi kinerja keuangan suatu perusahaan dengan membandingkan dua (2) atau lebih angka keuangan yang terkait (Beaver, 1966). Rasio keuangan dapat memberikan gambaran tentang kesehatan keuangan perusahaan, termasuk kemampuan perusahaan untuk membayar utang, menghasilkan keuntungan, dan mengelola asetnya dengan efektif (Altman, 1968; Altman & Hotchkiss, 2019).

Rasio keuangan dapat dihitung dari berbagai angka keuangan, seperti laporan laba rugi, neraca, dan laporan arus kas. Beberapa contoh rasio keuangan yang umum digunakan antara lain rasio profitabilitas, rasio aktivitas, rasio likuiditas, rasio *leverage*, dan rasio solvabilitas. Rasio keuangan dapat digunakan oleh manajemen perusahaan, investor, kreditor, dan analis keuangan untuk mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan dan membuat keputusan investasi atau kredit. Tetapi rasio keuangan hanya memberikan gambaran umum tentang kinerja keuangan perusahaan dan tidak dapat digunakan sebagai satu-satunya faktor dalam pengambilan keputusan.

Rasio keuangan dapat memberikan indikasi tentang potensi *financial distress* suatu perusahaan, antara lain :

a. Rasio profitabilitas: digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Rasio profitabilitas juga dapat membantu analis, investor, dan manajemen perusahaan untuk mengevaluasi kinerja keuangan

perusahaan dalam menghasilkan laba yang berkelanjutan. Penurunan profitabilitas secara signifikan dapat menjadi indikasi potensi *financial distress* karena perusahaan mungkin mengalami penurunan pendapatan dan laba. Beberapa rasio profitabilitas yang umum digunakan antara lain: rasio laba bersih terhadap penjualan (*net profit margin*), rasio laba kotor terhadap penjualan (*gross profit margin*), rasio *return on assets* (ROA), dan rasio *return on equity* (ROE).

Berdasarkan penelitian terdahulu, variabel profitabilitas menunjukkan dua (2) hasil yang beragam. Hasil penelitian pertama, menyebutkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Artinya semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka justru akan semakin menambah probabilitas perusahaan mengalami *financial distress*. Pada umumnya perusahaan dengan profit tinggi mungkin cenderung melakukan investasi yang lebih besar dalam proyek-proyek yang berisiko tinggi. Meskipun proyek-proyek ini memiliki potensi keuntungan besar, tetapi juga memiliki potensi risiko besar. Jika proyek-proyek tersebut tidak memberikan hasil yang diharapkan, perusahaan dapat mengalami kerugian finansial yang signifikan. Selain itu perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung akan meningkatkan biaya operasional dan jika ternyata justru melebihi profitabilitas yang dihasilkan, perusahaan dapat menghadapi *financial distress* (Beaver, 1966; Amendola et al., 2015; Bouvatier et al., 2023; Sadaa et al., 2023).

Hasil penelitian kedua menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress*. Artinya, semakin besar

profitabilitas perusahaan maka akan dapat mengurangi *financial distress*. Hasil inilah yang berdasarkan referensi artikel rujukan paling banyak didukung oleh penelitian yang ada, begitupun faktor internal perusahaan yang paling banyak digunakan dalam penelitian terdahulu adalah profitabilitas dengan menggunakan rasio r*eturn on asset* (ROA) (Altman, 1968; Altman, 2000; Uğurlu & Aksoy, 2006; Manzaneque et al., 2016; Charalambakis & Garrett, 2016; Udin et al., 2017; Mselmi et al., 2017; Appendini, 2018; Waqas & Rus, 2018; Dudley & Yin, 2018; Altman & Hotchkiss, 2019*;* Balasubramanian et al., 2019; Boubaker et al., 2020; Abdullah, 2020; Shahwan & Habib, 2020; ElBannan, 2021; Ali et al., 2021; Viana et al., 2022; Ding et al., 2023; Zhao et al., 2023; Aljughaiman et al., 2023; Primawan, 2023; Fakhar et al., 2023; Cao et al., 2024).

b. Rasio aktivitas: digunakan untuk mengukur efisiensi perusahaan dalam mengelola asetnya untuk menghasilkan penjualan atau pendapatan. Rasio aktivitas membantu mengevaluasi perusahaan dapat menggunakan asetnya untuk memperoleh hasil yang diinginkan. Beberapa rasio aktivitas yang umum digunakan antara lain: rasio perputaran aset (*asset turnover ratio*), rasio perputaran piutang (*accounts receivable turnover ratio*), rasio perputaran persediaan (*inventory turnover ratio*), rasio perputaran aktiva tetap (*fixed asset turnover ratio*), dan rasio perputaran kewajiban (*liabilities turnover ratio*). Rasio aktivitas memberikan wawasan tentang kinerja operasional suatu perusahaan, membantu analis dan investor dalam membuat keputusan investasi dan mengevaluasi kesehatan keuangan perusahaan.

Berdasarkan penelitian terdahulu, variabel rasio aktivitas menunjukkan dua (2) hasil yang beragam. Hasil penelitian pertama, menyebutkan bahwa rasio aktivitas berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Artinya semakin tinggi rasio aktivitas perusahaan maka justru akan semakin menambah probabilitas perusahaan mengalami *financial distress*. (Manzaneque et al., 2016; Charalambakis & Garrett, 2016; ElBannan, 2021; Cao et al., 2024). Hasil penelitian kedua menyebutkan bahwa variabel aktivitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*. Artinya semakin tinggi rasio aktivitas maka justru mampu mengurangi *financial distress* perusahaan. (Altman, 1968; Ninh et al., 2018; Altman & Hotchkiss, 2019*;* Boubaker et al., 2020; Abdullah, 2020; Sehgal, 2021; Habib & Kayani, 2022; Zhao et al., 2023; Primawan, 2023; Bouvatier et al., 2023).

c. Rasio likuiditas: digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang jatuh tempo dengan menggunakan aset lancar. Jika rasio likuiditas menurun secara signifikan, hal ini dapat menjadi indikasi potensi *financial distress* karena perusahaan mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Meskipun tingkat likuiditas yang tinggi adalah indikator positif, terlalu tinggi juga bisa menunjukkan bahwa perusahaan mungkin tidak mengoptimalkan penggunaan asetnya. Sebaliknya, tingkat likuiditas yang rendah bisa menunjukkan risiko pembayaran kewajiban yang sulit atau bahkan gagal membayar kewajiban jangka pendek. Beberapa rasio likuiditas yang umum digunakan antara lain: rasio lancar (*current ratio*), rasio cepat (*quick ratio*), rasio kas terhadap aset lancar (*cash ratio*), dan

rasio perputaran persediaan terhadap kewajiban (*inventory turnover to liabilities ratio*). Berdasarkan penelitian terdahulu, variabel rasio likuiditas menunjukkan dua (2) hasil yang beragam.

Hasil penelitian pertama, menyebutkan bahwa rasio likuiditas berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Artinya semakin tinggi likuiditas perusahaan maka justru akan semakin menambah probabilitas perusahaan mengalami *financial distress* (Chen et al., 2018; Mselmi et al., 2017; Ali et al., 2021; Primawan, 2023). Hasil penelitian kedua menyebutkan bahwa variabel likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*. Artinya semakin tinggi likuiditas perusahaan maka justru mampu mengurangi *financial distress* perusahaan (Beaver, 1966; Altman, 1968; Altman, 2000; Uğurlu & Aksoy, 2006; Shahwan, 2015; Amendola et al., 2015; Manzaneque et al., 2016; Charalambakis & Garrett, 2016; Waqas & Rus, 2018; Ninh et al., 2018; Dudley & Yin, 2018; Altman & Hotchkiss, 2019; Balasubramanian et al., 2019; bin Abdullah, 2020; ElBannan, 2021; Habib & Kayani, 2022; Ding et al., 2023; Farooq et al., 2023; Zhao et al., 2023; Kalash, 2023; Cao et al., 2024).

d. Rasio *leverage* : digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan utang oleh suatu perusahaan dengan struktur modalnya. Struktur modal mencakup kombinasi antara ekuitas (modal sendiri) dan utang (modal pinjaman) yang digunakan oleh perusahaan untuk mendanai operasinya. Rasio *leverage* memberikan pandangan tentang besar utang yang digunakan perusahaan untuk mendukung operasional dan investasinya. Rasio *leverage* memberikan informasi tentang tingkat risiko finansial perusahaan.

Penggunaan utang dapat meningkatkan potensi keuntungan bagi pemegang saham, tetapi juga meningkatkan risiko karena harus membayar bunga dan pokok utang. Perusahaan yang menggunakan utang dengan bijak dapat mengoptimalkan struktur modalnya untuk mencapai pertumbuhan dan keuntungan yang lebih baik, sementara perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi cenderung memiliki risiko keuangan yang lebih besar. Pada umumnya rasio *leverage* yang digunakan antara lain: rasio utang terhadap ekuitas (*debt-to-equity ratio*), rasio total utang terhadap aset (*total debt to total assets ratio*), dan rasio kewajiban terhadap ekuitas (*liabilities to equity ratio*).

Berdasarkan penelitian terdahulu, variabel *leverage* menunjukkan dua (2) hasil yang beragam. Hasil penelitian pertama, menyebutkan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap *financial distress*. Artinya semakin tinggi *leverage* perusahaan maka justru akan semakin menambah probabilitas perusahaan mengalami *financial distress* (Beaver, 1966; Altman, 2000; Uğurlu & Aksoy, 2006; Charalambakis & Garrett, 2016; Mselmi et al., 2017; Udin et al., 2017; Appendini, 2018; Waqas & Rus, 2018; Altman & Hotchkiss, 2019; Ibrahim, 2019; Balasubramanian et al., 2019; Shahwan & Habib, 2020; Sehgal, 2021; Younas et al., 2021; ElBannan, 2021; Ali et al., 2021; Habib & Kayani, 2022; Viana et al., 2022; Farooq et al., 2023; Primawan, 2023; Ding et al., 2023; Aljughaiman et al., 2023; Zhao et al., 2023; Ryu & Choi, 2023; Kalash, 2023). Hasil penelitian kedua menyebutkan bahwa variabel *leverage* berpengaruh negatif terhadap

financial distress. Artinya semakin tinggi *leverage* perusahaan maka akan semakin rendah *financial distress* perusahaan.

e. Rasio solvabilitas: digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Rasio solvabilitas juga dapat memberikan gambaran tentang tingkat utang perusahaan dan kemampuannya untuk membayar bunga utang, memberikan informasi tentang struktur modal perusahaan dan kemampuan perusahaan dapat bertahan dalam menghadapi beban utangnya. Jika rasio solvabilitas menunjukkan peningkatan utang yang tidak seimbang dengan kemampuan perusahaan untuk membayar, hal ini dapat menjadi indikasi potensi *financial distress*. Analisis solvabilitas sangat penting bagi para investor, kreditur, dan manajemen perusahaan untuk mengevaluasi risiko kebangkrutan dan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan kesehatan keuangan jangka panjang.

   Beberapa rasio solvabilitas yang umum digunakan antara lain: rasio utang terhadap ekuitas (*debt-to-equity ratio*), rasio kewajiban terhadap aset (*liabilities to assets ratio*), rasio kewajiban terhadap ekuitas (*liabilities to equity ratio*), rasio bunga terhadap laba sebelum bunga dan pajak (*interest coverage ratio*), dan rasio utang terhadap EBITDA (*debt to EBITDA ratio*). Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, variabel solvabilitas ditemukan hanya dalam satu (1) ragam hasil, yaitu bahwa variabel solvabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Artinya semakin tinggi variabel solvabilitas maka akan dapat mengurangi *financial distress* (Uğurlu

& Aksoy, 2006; Amendola et al., 2015; Manzaneque et al., 2016; Mselmi et al., 2017; Zhao et al., 2023).

D. Teori *Financial Distress*

1. Teori *Financial Distress* oleh M.J. Gordon

Inti dari teori *financial distress* yang dikemukakan oleh Gordon adalah untuk lebih memahami faktor-faktor penyebab *financial distress* pada organisasi. Gordon menekankan pentingnya memahami tidak hanya hubungan antara struktur keuangan perusahaan dan penilaian sekuritas, namun juga perubahan faktor eksternal seperti kebijakan keuangan dan kondisi pasar yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Faktor-faktor tersebut antara lain (Gordon, 1971) :

a. Perubahan struktur modal perusahaan: Peningkatan rasio utang terhadap ekuitas dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan menyebabkan *financial distress*.
b. Kinerja keuangan: Pada saat kinerja keuangan suatu perusahaan menurun, seperti penurunan penjualan atau laba, kemungkinan besar perusahaan tidak mampu membayar bunga dan pokok utangnya, dan tekanan selanjutnya dapat menyebabkan masalah keuangan.
c. Kebijakan moneter eksternal: Faktor eksternal seperti tingginya suku bunga dan kebijakan pemerintah yang mempengaruhi inflasi juga dapat menyebabkan *financial distress* bagi perusahaan.

Menurut Gordon, bahwa *financial distress*, kebangkrutan, dan restrukturisasi menjadi isu penting dalam keuangan perusahaan karena banyak perusahaan yang bangkrut atau direstrukturisasi pada masa depresi besar tahun 1930-an. Gordon juga menunjuk pada karya Dewing yang menunjukkan bahwa kegagalan dan

reorganisasi perusahaan merupakan faktor penting dalam memahami dan merespons *financial distress*. Berdasarkan teori *financial distress,* yang mencakup konsep-konsep seperti kegagalan keuangan, restrukturisasi perusahaan, dan dampak memburuknya kondisi keuangan terhadap nilai perusahaan, ekuitas, dan utang, memahami konsep-konsep ini dapat membantu perusahaan mengelola risiko keuangan dan meningkatkan kinerja (Gordon, 1971), yaitu:

a. Kegagalan keuangan: Kegagalan keuangan terjadi ketika suatu perusahaan mengalami kesulitan dalam memenuhi kewajiban keuangannya, seperti pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Kemungkinan penyebabnya antara lain faktor eksternal seperti memburuknya kinerja keuangan, perubahan struktur modal, dan tingginya suku bunga.
b. Reorganisasi perusahaan : Reorganisasi perusahaan merupakan upaya untuk mengatasi *financial distress* dengan melakukan restrukturisasi utang, aset, atau operasional perusahaan. Konsep ini penting untuk mengatasi kegagalan finansial dan memulihkan nilai perusahaan.
c. Dampak terhadap nilai perusahaan, saham, dan utang: Memburuknya kondisi keuangan dapat berdampak negatif pada nilai perusahaan, harga saham, dan nilai utang. Penurunan nilai perusahaan dapat menyebabkan penurunan harga saham dan meningkatkan risiko gagal bayar utang perusahaan.

2. *A Wreckers Theory of Financial Distress* oleh Ulf von Kalckreuth

The Wrecker Theory of Financial Distress atau yang disebut dengan teori Wrecker ditulis oleh Ulf von Kalckreuth. Teori wreckers menggambarkan konsep dan mekanisme bahwa dalam situasi saat perusahaan berada dalam *financial*

distress atau diambang kebangkrutan, dapat ditekankan bahwa pemegang saham mempunyai insentif yang signifikan untuk mengalihkan sumber daya perusahaan demi keuntungan pribadi (Kalckreuth, 2005). Hal ini dapat terjadi karena pemegang saham menanggung biaya peluang dalam menggunakan sumber daya perusahaan untuk keuntungan pribadi hanya jika perusahaan tersebut tidak benar-benar bangkrut. Dengan kata lain, teori Wreckers berpendapat bahwa dalam konteks *financial distress*, pemegang saham dapat mengeksploitasi *financial distress* suatu perusahaan untuk keuntungan pribadi, sehingga mengakibatkan perubahan nilai perusahaan, harga saham, dan dinamika kepemilikan perusahaan.

Oleh karena itu, teori Wrecker memberikan wawasan penting mengenai perilaku pemegang saham dan konsekuensi dari perilaku "destruktif" dalam situasi krisis ekonomi. Penelitian ini berfokus pada mekanisme internal perusahaan yang dapat menyebabkan perilaku "mengganggu" daripada faktor eksternal yang menyebabkan *financial distress* dan memberikan alat manajemen risiko untuk mengatasi potensi tindakan merugikan pemegang saham dalam kondisi *financial distress* dengan memahami konsep *wrecking* atau perusak dan dampaknya terhadap harga saham dan dinamika kepemilikan perusahaan (Kalckreuth, 2005). Artikel ini memberikan wawasan yang menjadi dasar untuk mengembangkan strategi dan tindakan pencegahan.

3. *Theory of Financial Distress Berdasarkan Rasio Keuangan*

Berkaitan dengan *financial distress* dari rasio-rasio keuangan perusahaan merujuk beberapa teori yang dapat menjadi penyebab *financial distress* perusahaan, yaitu teori asset likuid (Altman & Hotchkiss, 2019; Isayas, 2021), teori likuiditas

dan profitabilitas (Hashi, 1997), teori pengelolaan kas (Aziz & Dar, 2006), dan teori risiko likuiditas (Westgaard & Wijst, 2001; Isayas, 2021).

a. Teori Asset Likuid oleh Altman & Hotkins

   Teori asset likuid menggunakan arus kas untuk menjelaskan *financial distress*. Teori ini didasarkan pada konsep bahwa arus kas bersih relatif terhadap kewajiban lancar adalah ukuran kesehatan keuangan perusahaan yang paling penting (Altman & Hotchkiss, 2019). Perusahaan dengan arus kas positif dapat menambah modal dan meminjam dari pasar modal, sedangkan perusahaan dengan arus kas negatif atau tidak mencukupi tidak dapat meminjam dari pasar modal. Oleh karena itu, perusahaan akan berisiko gagal bayar. Menurut teori ini, suatu perusahaan lebih mungkin bangkrut jika laba atau arus kas bersihnya pada tahun tersebut negatif atau lebih kecil dari utangnya. Situasi ini disebut kebangkrutan teknis. Kebangkrutan teknis terjadi ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya saat ini, yang menunjukkan kurangnya likuiditas.

b. Teori Likuiditas dan Profitabilitas oleh Iraj Hashi

   Dalam teori likuiditas dan profitabilitas menjelaskan bahwa suatu perusahaan dianggap sehat jika rasio-rasionya (likuiditas dan profitabilitas) baik, namun jika rasio-rasio tersebut buruk maka dianggap tidak sehat dan berisiko bangkrut (Hashi, 1997). Nilai positif dan tinggi pada kedua indikator ini menunjukkan rendahnya risiko kebangkrutan. Teori ini menyatakan bahwa suatu perusahaan bisa untung namun tetap gagal, jika tingkat pertumbuhan suatu perusahaan secara signifikan lebih tinggi daripada tingkat pengembalian internalnya, aliran pendapatannya tidak akan

cukup untuk menutupi pengeluarannya, dan utang yang tinggi akan menghalangi perusahaan tersebut untuk memenuhi kewajibannya. Profitabilitas perusahaan harus lebih besar dari tingkat pertumbuhan perusahaan.

c. Teori Pengelolaan Kas oleh M. Adnan Aziz dan Humayon A. Dar

Mengelola saldo kas adalah perhatian utama bagi semua bisnis. Hal ini disebabkan karena arus kas, terutama arus kas, sulit diprediksi secara akurat dan arus kas tidak pernah sama persis. Dalam teori pengelolaan kas, ketidakseimbangan antara arus kas masuk dan arus kas keluar menunjukkan kegagalan fungsi pengelolaan kas suatu perusahaan, yang pada akhirnya dapat menyebabkan *financial distress* bagi perusahaan dan pada akhirnya menyebabkan kegagalan usaha (Aziz & Dar, 2006).

d. Teori Risiko Likuiditas oleh Sjur Westgaard dan Nico van der Wijst

Risiko likuiditas adalah risiko peminjam akan gagal bayar. Teori ini menyatakan bahwa siklus risiko likuiditas mengikuti siklus bisnis. Kemerosotan perekonomian diikuti oleh penurunan peringkat dan peningkatan gagal bayar. Di sini, kemungkinan gagal bayar suatu perusahaan merupakan fungsi dari variabel makroekonomi seperti tingkat pengangguran, tingkat suku bunga, tingkat pertumbuhan ekonomi, produk domestik bruto, inflasi, pengeluaran pemerintah, nilai tukar, dan total tabungan (Westgaard & Wijst, 2001). Oleh karena itu risiko likuiditas adalah risiko kerugian atau kerugian ekonomi bagi investor, sebaliknya timbul dari peminjam yang tidak membayar cicilan angsuran atau iurannya sesuai syarat dan ketentuan yang telah disepakati (Isayas, 2021).

E. Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan uraian pada bagian sebelumnya, variabel independen yaitu produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar Dollar Amerika. Variabel dependennya adalah *financial distress*, sedangkan pasar dijadikan sebagai variabel kontrol.

1. Pengaruh Produk Domestik Bruto terhadap *Financial Distress*

Hasil penelitian dari (Sehgal et al., 2021) menunjukkan bahwa peningkatan produk domestik bruto memiliki dampak negatif terhadap *financial distress* perusahaan. Hal ini berarti bahwa peningkatan produk domestik bruto dapat menyebabkan penurunan probabilitas *financial distress* perusahaan, yang menunjukkan pentingnya pertumbuhan ekonomi dalam mengurangi risiko *financial distress* perusahaan. Hal senada juga diungkapkan oleh Charalambakis & Garrett, (2019); ElBannan (2021); Sehgal et al. (2021); Li et al. (2023), bahwa produk domestik bruto yang mengalami pertumbuhan memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan kebangkrutan perusahaan. Sejalan dengan teori risiko likuiditas, ketika pertumbuhan ekonomi suatu negara meningkat yang ditandai dengan peningkatan produk domestik bruto, maka risiko *financial distress* perusahaan cenderung menurun dan kemungkinan kebangkrutan perusahaan cenderung menurun (Westgaard & Wijst, 2001). Oleh karena itu, pertumbuhan produk domestik bruto riil merupakan faktor penting yang perlu dipertimbangkan dalam memprediksi *financial distress* perusahaan.

Berdasarkan teori dan penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya, serta penjelasan-penjelasan di atas, maka dalam penelitian ini formalisasi hipotesis yang diturunkan adalah sebagai berikut :

H1 : Produk domestik bruto berpengaruh negatif terhadap *financial distress* perusahaan.

2. Pengaruh Inflasi terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan teori *financial distress* oleh Gordon disebutkan bahwa tingginya inflasi dapat mempengaruhi *financial distress* bagi perusahaan dengan kata lain menunjukkan bahwa semakin tinggi inflasi maka semakin tinggi pula akan terjadinya *financial distress* perusahaan (Gordon, 1971). Tingkat inflasi yang tinggi menunjukkan bahwa ekonomi akan menjadi tidak stabil dalam lingkungan makroekonomi yang lemah dan dapat menyebabkan penurunan daya beli masyarakat, yang pada gilirannya dapat mengakibatkan penurunan kondisi keuangan perusahaan dan meningkatkan risiko *financial distress*, sehingga dapat dikatakan bahwa kenaikan inflasi berpengaruh positif terhadap *financial distress* (Ninh et al., 2018; Gámez et al., 2020; Sehgal et al., 2021; Bevilacqua et al., 2023; Dewi et al., 2023). Namun temuan lain menunjukkan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap *financial distress*, yang berarti bahwa peningkatan inflasi justru dapat mengurangi terjadinya *financial distress* (Baek et al., 2024).

Berdasarkan teori dan penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya, serta penjelasan-penjelasan di atas, maka dalam penelitian ini formalisasi hipotesis yang diturunkan adalah sebagai berikut :

H2 : Inflasi berpengaruh positif terhadap *financial distress* perusahaan.

3. Pengaruh Suku Bunga terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan teori *financial distress* oleh Gordon disebutkan bahwa tingginya suku bunga dapat mempengaruhi *financial distress* bagi perusahaan yang berarti menunjukkan bahwa semakin tinggi suku bunga maka semakin tinggi pula akan

terjadinya *financial distress* perusahaan (Gordon, 1971). Sejalan dengan teori hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat suku bunga yang tinggi berpengaruh positif terhadap *financial distress* artinya jika suku bunga naik maka akan meningkatkan kemungkinan terjadinya *financial distress* (Ninh et al., 2018; Tinoco et al., 2018; Gámez et al., 2020; Hafeez & Kar, 2021). Bahkan suku bunga yang tinggi dapat menyebabkan kondisi perekonomian sulit bagi dunia usaha (Khoja et al., 2019).

Berdasarkan teori dan penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya, serta penjelasan-penjelasan di atas, maka dalam penelitian ini formalisasi hipotesis yang diturunkan adalah sebagai berikut :

H3 : Suku bunga berpengaruh positif terhadap *financial distress* perusahaan.

4. Pengaruh Nilai Tukar Dollar Amerika terhadap *Financial Distress*

Berdasarkan teori risiko likuiditas menyatakan bahwa siklus risiko likuiditas mengikuti siklus bisnis. Kemerosotan perekonomian menyebabkan peningkatan gagal bayar sehingga menciptakan *financial distress* (Westgaard & Wijst, 2001). Di sini, gagal bayar suatu perusahaan merupakan fungsi dari variabel makroekonomi salah satunya adalah nilai tukar, oleh sebab itu tingginya nilai tukar akan menambah risiko *financial distress*. Krisis nilai tukar Dollar Amerika berpengaruh positif terhadap *financial distress*, hasil analisis menunjukkan bahwa krisis nilai tukar dapat memperburuk risiko *financial distress* pada perusahaan (Kalash, 2023), hal senada juga dijelaskan bahwa ketidakpastian nilai tukar dapat meningkatkan risiko *financial distress* bagi perusahaan di Tiongkok (Bhattacharjee & Han, 2014). Sedangkan menurut Hafeez & Kar (2021) nilai tukar (*exchange rate*) memiliki pengaruh negatif terhadap kemungkinan *financial distress* perusahaan,

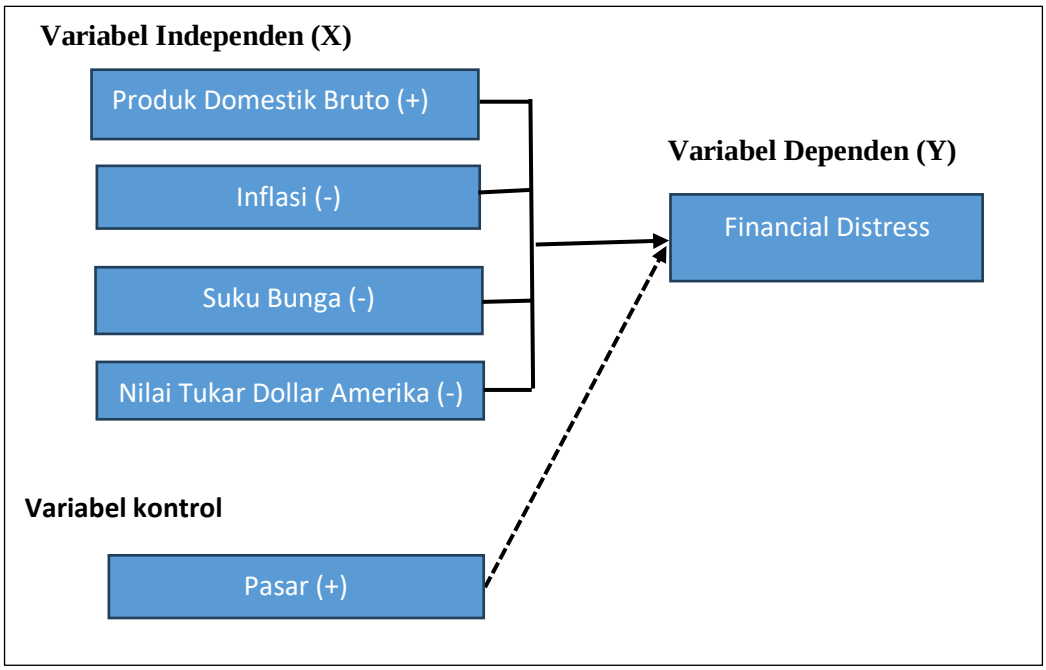
artinya, peningkatan nilai tukar dikaitkan dengan penurunan kemungkinan *financial distress.*

Berdasarkan teori dan penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya, serta penjelasan-penjelasan di atas, maka dalam penelitian ini formalisasi hipotesis yang diturunkan adalah sebagai berikut :

H4 : Nilai tukar Dollar Amerika berpengaruh positif terhadap *financial distress* perusahaan.

F. Kerangka Teori

Dalam penelitian ini model kerangka teori yang diajukan adalah sebagai berikut :



Gambar 2.1. Model kerangka teori

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Populasi dan Sampel

Penelitian ini dibagi menjadi dua (2) unit analisis yaitu unit analisis negara dan unit analisis perusahaan. Unit analisis negara, populasinya adalah negara ASEAN dengan sampel penelitian sejumlah enam (6) negara yaitu Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand, dan Vietnam. Brunei Darussalam dan Timor Leste tidak dimasukkan dalam penelitian ini karena di kedua negara tersebut tidak punya pasar modal. Cambodia, Laos, dan Myanmar tidak masuk dalam sampel karena jumlah perusahaan *go public* kurang dari seratus (100).

Unit analisis perusahaan, populasinya adalah perusahaan *go public* di negara-negara ASEAN, dengan sampel penelitian memenuhi kriteria yaitu merupakan perusahaan *go public* non keuangan di negara ASEAN dengan jumlah perusahaan lebih dari seratus (100) dan memiliki laporan keuangan yang dipublikasikan dalam periode penelitian. Adapun periode penelitian yaitu dari tahun 2009-2023. Berdasarkan kriteria tersebut, sampel yang diambil dapat dilihat pada Tabel 3.1.

Tabel 3.1. Jumlah Sampel Penelitian

No	Sampel Negara	Sampel Perusahaan
1	Indonesia	477
2	Malaysia	475
3	Philippines	208
4	Singapore	398
5	Thailand	677
6	Vietnam	1.050
	TOTAL	3.285

Sumber : Osiris (2024)

B. Data dan Sumber Data

Jenis data yang akan digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder berupa data laporan keuangan tahunan perusahaan *go public* non keuangan di negara ASEAN. Dalam penelitian ini data sekunder makroekonomi terdiri dari data produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar Dollar Amerika, sedangkan data laporan keuangan tahunan (*annual report*) yang digunakan terdiri dari data *current asset, current liabilities, retained earning, earning before interest and taxes, total asset, total liabilities,* dan return pasar dengan data indeks gabungan. Sumber data makroekonomi negara-negara ASEAN diperoleh melalui situs data tersebut melalui situs web world bank, situs web ASEAN aseanstats, aplikasi software bloomberg, dan web bank sentral masing-masing negara ASEAN. Sumber data untuk laporan keuangan tahunan lengkap (*annual report*) perusahaan *go public* diperoleh dari aplikasi software Osiris dan web bursa saham masing-masing negara.

C. Definisi Operasional Variabel Penelitian

Dalam melakukan penelitian ini, penulis memilih variabel yang akan digunakan yaitu variabel independen, variabel kontrol, dan variabel dependen. Variabel independen (X) terdiri dari produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar Dollar Amerika. Variabel kontrol (Z) yang dipilih adalah pasar, sedangkan variabel dependen (Y) yaitu *financial distress.* Berikut ini diuraikan mengenai definisi operasional dan pengukuran variabel dari penelitian ini.

Tabel 3.2. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian
Financial Distress (FD)	*Financial distress* unit analisis perusahaan (FDP) = $Z=3.25+6.56X1+3.26X2+ 6.72X3+1.05X4$ • $Z > 2.99$: Kondisi sehat

	• $1.81 \leq Z \leq 2.99$: Kondisi grey area • $Z < 1.81$: Kondisi *financial distress* Pengukuran FDP = Z-Score x (-1) *Financial distress* unit analisis negara (FDN) = Pengukuran FDN $= \frac{\text{Perusahaan yang mnrt Z−Score kondisi FD}}{\text{Total perusahaan}} x\ 100\%$ Referensi: (Altman & Hotchkiss, 2019).
Produk Domestik Bruto Growth (PDB)	Definisi operasional produk domestik bruto = Jumlah total nilai tambah bruto barang dan jasa akhir dari seluruh sektor-sektor ekonomi yang diproduksi suatu negara kurun waktu tertentu (1 tahun) dengan satuan mata uang masing-masing negara. Pengukuran PBD unit analisis perusahaan dan negara (PDB) = $\frac{(\text{PDB dlm USD Th Saat Ini} - \text{PDB dlm USD Tahun Sebelumnya})}{\text{PDB dlm USD Tahun Sebelumnya}} \times 100\%$ Referensi : (Sehgal et al., 2021) Data world bank (2024) Data aseanstats (2024)
Inflasi (IFL)	Definisi operasional inflasi : ukuran nilai kenaikan harga barang dan jasa secara umum dalam suatu perekonomian negara selama periode tertentu (1 tahun) yang berdampak pada daya beli masyarakat. Pengukuran inflasi unit analisis perusahaan dan negara (IFL) : data diambil dari world bank (2024) dan aseanstats (2024) Referensi : (Sehgal et al., 2021) Data world bank (2024) Data aseanstats (2024)
Suku Bunga (INT)	Definisi operasional tingkat bunga : Suku bunga yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan suku bunga acuan, karena suku bunga tersebut merupakan suku bunga yang ditetapkan oleh bank sentral suatu negara sebagai alat utama dalam kebijakan moneternya untuk mengendalikan tingkat inflasi, mengatur likuiditas, dan mempengaruhi aktivitas ekonomi secara keseluruhan.

	Pengukuran suku bunga unit analisis perusahaan dan negara (INT) = data diambil dari world bank (2024) Referensi : Tinoco et al. (2018) Hafeez & Kar (2021) Data world bank (2024) Bank sentral masing-masing negara ASEAN (2024)
Nilai Tukar Dollar Amerika (FX)	Definisi operasional nilai tukar Dollar Amerika : Nilai tukar adalah tingkat apresiasi atau depresiasi harga suatu mata uang domestik terhadap mata uang lainnya (Dollar Amerika). Pengukuran nilai tukar Dollar Amerika unit analisis perusahaan dan negara : $\frac{\text{(Kurs Beli (t)- Kurs Beli (t-1)}}{\text{Kurs Beli (t-1)}} \times 100\%$ Referensi : Hafeez & Kar (2021) Kalash (2023) Data world bank (2024) Bank sentral masing-masing negara ASEAN (2024)
Pasar (MAR)	Definisi operasional pasar = diukur dengan return pasar yang merupakan tolok ukur kinerja keseluruhan pasar saham di suatu negara pada periode tertentu. Return pasar dihitung dengan mengukur perubahan nilai rata-rata portofolio investasi yang terdiri dari semua saham yang terdaftar di bursa efek dan biasanya dinyatakan dalam bentuk persentase. Pengukuran pasar unit analisis perusahaan dan negara (MAR) $= \frac{\text{(Nilai IHSG (t)- Nilai IHSG (t-1)}}{\text{Nilai IHSG (t-1)}} \times 100\%$ Referensi : Ninh et al. (2018) IHSG masing-masing negara ASEAN (2024)

D. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini untuk menentukan kecukupan bukti dalam sampel data penelitian untuk mendukung suatu pernyataan mengenai populasi. Model pengujian meliputi total ASEAN dan per negara. Pengujian hipotesis untuk menguji model persamaan regresi panel. Adapun persamaan yang akan digunakan dalam menguji hipotesis di atas adalah :

$$FDP = ß_0 + ß_1 PDB_{i,t} + ß_2 (INF_{i,t}) + ß_3 (INT_{i,t}) + ß_4 (FX_{i,t}) + ß_5 (MAR_{i,t})$$

$$FDN = ß_0 + ß_1 PDB_{n,t}) + ß_2 (INF_{n,t}) + ß_3 (INT_{n,t}) + ß_4 (FX_{n,t}) + ß_5 (MAR_{n,t})$$

Arah atau tanda yang diharapkan dari variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen yaitu *financial distress* adalah sebagai berikut:

Variabel Independen	Hipotesis
Produk domestik bruto	Negatif
Inflasi	Positif
Suku bunga	Positif
Nilai tukar Dollar Amerika	Positif

Variabel Kontrol	Arah atau tanda yang diharapkan
Pasar	Negatif

Analisis data dilakukan menggunakan alat statistik yaitu Eviews. Tahapan yang akan dilakukan meliputi 1) analisis statistik deskriptif, yang bertujuan untuk memahami karakteristik data dan memberikan gambaran awal seperti mean, median, dan modus; 2) uji asumsi klasik. Beberapa uji asumsi klasik meliputi a) uji normalitas residual, untuk menguji residual terdistribusi dengan normal; b) uji multikolinieritas, yaitu menguji korelasi antar variabel independen dengan menggunakan uji korelasi; c) uji heteroskedastisitas, untuk menguji varians residual konstan dalam setiap observasi dengan menggunakan heteroskedasticity LR Test

dan heteroskedasticity Test Breusch-Pagan-Godfrey. 3) Pemilihan model, untuk penelitian ini menggunakan data panel. Pemilihan model data panel melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier. Uji Chow untuk menentukan ada perbedaan antar unit (cross-section) atau antar waktu (time effects) dalam data panel. Tujuannya adalah untuk memilih antara model Pooled OLS/Common Effect Model (CEM) dan Fixed Effects Model (FEM). Uji Hausman untuk menentukan model yang paling tepat antara Fixed Effects (FEM) dan Random Effects Model (REM). Uji Lagrange Multiplier untuk memilih antara Pooled OLS/Common Effect Model (CEM) atau Random Effects Model (REM). Selanjutnya melakukan pengujian hipotesis yang meliputi uji statistik t, uji kelayakan model (uji F), dan uji koefisien Determinasi (R^2).

Pemilihan Model

Pengujian	Hasil	Keputusan
Uji Chow	Prob. > 0.05	CEM
	Prob. < 0.05	FEM
Uji Hausman	Prob. > 0.05	REM
	Prob. < 0.05	FEM
Uji Lagrange	Prob. > 0.05	CEM
	Prob. < 0.05	REM

BAB IV
ANALISIS DAN PEMBAHASAN

A. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Statistik deskriptif merupakan analisis statistik yang memberikan gambaran secara umum mengenai karakteristik dari masing-masing variabel penelitian yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), maximum, dan minimum. Pada penelitian ini menggunakan sampel penelitian adalah sebanyak 3.285 perusahaan di enam (6) negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand, dan Vietnam) dengan periode waktu penelitian tahun 2009 hingga 2023. Hasil analisis statistik deskriptif dari 3.285 perusahaan adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Variabel Unit Analisis Perusahaan Gabungan

Variabel	n	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation
FD (Skor Z)	43186	-52.76	36.12	-5.72	4.02
PDB (%)	43186	-9.52	14.52	4.40	3.18
INF (%)	43186	-1.14	18.68	3.09	2.99
INT (%)	43186	-20.50	11.78	3.47	4.21
FX (%)	43186	-12.51	19.33	1.67	4.61
MAR (%)	43186	-0.31	0.95	0.08	0.20

Sumber: Data Diolah (2024)

Berdasarkan Tabel 4.1 dapat disimpulkan bahwa statistik deskriptif pada model penelitian ini dengan jumlah sampel 43186, variabel *financial distress* yang diproksikan dengan FD memiliki nilai minimum -52.76, nilai maksimum 36.12, rata-rata FD menunjukkan hasil yang negatif sebesar -5.72, sedangkan nilai standar deviasi sebesar 4.02 (di atas rata-rata), artinya FD memiliki tingkat variasi data

yang tinggi. Variabel produk domestik bruto (PDB) memiliki nilai minimum sebesar -9.52, nilai maksimum 14.52, rata-rata 4.40, sedangkan nilai standar deviasi sebesar 3.18 (di bawah rata-rata), artinya PDB memiliki tingkat variasi data yang rendah. Variabel inflasi (INF) memiliki nilai minimum -1.14, nilai maksimum 18.68, rata-rata 3.09, dan nilai standar deviasi INF adalah 2.99 yang berarti di atas rata-rata, hal tersebut menunjukkan bahwa INF memiliki tingkat variasi data yang tinggi. Variabel suku bunga (INT) memiliki nilai minimum sebesar -20.50, nilai maksimum 11.78, nilai rata–rata 3.47, dan nilai standar deviasi sebesar 4.21 (di atas rata-rata) artinya variabel INT memiliki tingkat variasi data yang tinggi. Variabel nilai tukar Dollar Amerika (FX) memiliki nilai minimum -12.51, nilai maksimum 19.33, nilai rata-rata FX 1.67, dan standar deviasi 4.61 yang artinya adalah variabel FX memiliki tingkat variasi data yang tinggi. Variabel pasar (MAR) memiliki nilai minimum -0.31, nilai maksimum 0.95, nilai rata-rata 0.08, dan standar deviasi 0.20 yang artinya adalah variabel MAR memiliki tingkat variasi data yang tinggi.

Selain menampilkan statistik deskriptif variabel penelitian secara gabungan, dalam penelitian ini juga menampilkan statistik deskriptif variabel penelitian per negara. Jumlah sampel masing-masing negara : Indonesia 5395, Malaysia 6528, Philippines 2832, Singapore 5334, Thailand, 9323, dan Vietnam 13774. Nilai rata-rata gabungan *financial distress* unit analisis perusahaan adalah -5.72. Negara yang memiliki rata-rata di atas rata-rata *financial distress* perusahaan gabungan adalah Singapore (-5.24) dan Vietnam (-4.93), sedangkan negara yang memiliki rata-rata di bawah rata-rata gabungan adalah Indonesia (-6.12), Malaysia (-7.03), Philippines (-6.08), dan Thailand (-5.89). Secara lengkap dapat dilihat pada Tabel 4.2.

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Variabel Unit Analisis Perusahaan Per Negara

Negara	Variable	n	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation
Indonesia	FDP (Nilai Z)	5395	-52.76	36.12	-6.12	5.48
	PDB (%)	5395	-2.07	6.22	4.50	2.11
	INF (%)	5395	1.56	6.41	3.97	1.48
	INT (%)	5395	-1.75	9.99	5.92	3.38
	FX (%)	5395	-12.51	13.42	3.11	6.01
	MAR (%)	5395	-0.12	0.95	0.11	0.21
Malaysia	FDP (Nilai Z)	6528	-48.20	8.21	-7.03	3.36
	PDB (%)	6528	-5.46	8.65	4.12	3.39
	INF (%)	6528	-1.14	3.87	1.93	1.28
	INT (%)	6528	-2.38	11.78	2.83	3.66
	FX (%)	6528	-8.61	19.33	2.34	6.22
	MAR (%)	6528	-0.07	0.45	0.04	0.12
Philippines	FDP (Nilai Z)	2832	-19.65	17.28	-6.08	3.43
	PDB (%)	2832	-9.52	7.58	4.96	4.26
	INF (%)	2832	0.67	5.98	3.52	1.53
	INT (%)	2832	2.29	6.35	4.07	1.26
	FX (%)	2832	-5.39	10.60	1.68	4.53
	MAR (%)	2832	-0.13	0.60	0.09	0.20
Singapore	FDP (Nilai Z)	5334	-48.20	22.36	-5.24	5.05
	PDB (%)	5334	-3.87	14.52	3.94	3.96
	INF (%)	5334	-0.53	6.12	1.99	2.18
	INT (%)	5334	-4.55	7.88	3.44	2.82
	FX (%)	5334	-7.75	8.51	-0.20	3.65
	MAR (%)	5334	-0.16	0.63	0.05	0.17
Thailand	FDP (Nilai Z)	9323	-28.68	28.26	-5.89	4.32
	PDB (%)	9323	-6.05	7.51	2.28	3.05
	INF (%)	9323	-0.90	6.08	1.47	1.86
	INT (%)	9323	-1.55	4.65	2.49	1.60
	FX (%)	9323	-7.58	9.65	0.53	4.50
	MAR (%)	9323	-0.18	0.64	0.07	0.20
Vietnam	FDP (Nilai Z)	13774	-19.42	14.23	-4.93	2.66
	PDB (%)	13774	2.55	8.12	5.99	1.61
	INF (%)	13774	0.63	18.68	4.74	3.98
	INT (%)	13774	-20.50	8.99	3.36	6.03
	FX (%)	13774	-0.21	10.19	2.27	2.71
	MAR (%)	13774	-0.31	0.63	0.11	0.23

Sumber: Data Diolah (2024)

Pada penelitian ini juga menggunakan unit analisis negara dalam sampel penelitian sebanyak enam (6) negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand, dan Vietnam) dengan periode waktu penelitian tahun 2009 hingga 2023. Hasil analisis statistik deskriptif unit analisis negara dari enam (6) negara dapat dilihat di Tabel 4.3.

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Variabel Unit Analisis Negara

Variabel	n	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation
FDN Gabungan	90	0.71	16.79	7.18	3.97
FDN Indonesia	15	6.47	14.78	10.20	2.25
FDN Malaysia	15	0.71	11.30	2.84	2.65
FDN Philippines	15	3.63	13.17	6.39	3.11
FDN Singapore	15	6.33	16.79	10.80	3.79
FDN Thailand	15	4.73	11.83	7.00	2.28
FDN Vietnam	15	2.90	13.60	5.82	3.48

Sumber : Data Diolah (2024)

Hasil analisis statistik deskriptif unit analisis negara dari enam (6) negara untuk variabel *financial distress* negara yang diproksikan dengan FDN gabungan memiliki nilai minimum 0.71, nilai maksimum 16.79, rata-rata 7.18, dan nilai standar deviasi sebesar 3.97 (di bawah rata-rata), artinya FD memiliki tingkat variasi data yang rendah. Variabel FDN Indonesia memiliki nilai minimum 6.47, nilai maksimum 14.78, rata-rata 10.20, dan nilai standar deviasi sebesar 2.25 (di bawah rata-rata), artinya FD memiliki tingkat variasi data yang rendah. Variabel FDN Malaysia memiliki nilai minimum 0.71, nilai maksimum 11.30, rata-rata 2.84, dan nilai standar deviasi sebesar 2.65 (di bawah rata-rata), artinya FD memiliki tingkat variasi data yang rendah. FDN Philippines memiliki nilai minimum 3.63, nilai maksimum 13.17, rata-rata 6.39, dan nilai standar deviasi sebesar 3.11 (di bawah rata-rata), artinya FD memiliki tingkat variasi data yang rendah. FDN Singapore memiliki nilai minimum 6.33, nilai maksimum 16.79,

rata-rata 10.80, dan nilai standar deviasi sebesar 3.79 (di bawah rata-rata), artinya FD memiliki tingkat variasi data yang rendah. FDN Singapore memiliki nilai minimum 6.33, nilai maksimum 16.79, rata-rata 10.80, dan nilai standar deviasi sebesar 3.79 (di bawah rata-rata), artinya FD memiliki tingkat variasi data yang rendah. FDN Thailand memiliki nilai minimum 4.73, nilai maksimum 11.83, rata-rata 7.00, dan nilai standar deviasi sebesar 2.28 (di bawah rata-rata), artinya FD memiliki tingkat variasi data yang rendah. FDN Vietnam memiliki nilai minimum 2.90, nilai maksimum 13.60, rata-rata 5.82, dan nilai standar deviasi sebesar 3.48 (di bawah rata-rata), artinya FD memiliki tingkat variasi data yang rendah. Statistik deskriptif untuk variabel PDB, INF, INT, FX, dan MAR unit analisis negara secara lengkap dapat dilihat dalam Lampiran 1 penelitian ini.

Berdasarkan data Tabel 4.3 *financial distress* unit analisis negara yang memiliki rata-rata di atas rata-rata gabungan adalah Indonesia (10.20) dan Singapore (10.80), sedangkan negara yang memiliki rata-rata di bawah rata-rata gabungan adalah Malaysia (2.84), Philippines (6.39), Thailand (7.00), dan Vietnam (5.82).

B. Pemilihan Model Penelitian

Dalam uji pemilihan model penelitian ini terbagi menjadi tiga (3) pengujian, yaitu uji pemilihan model, uji multikolinieritas, dan uji heteroskedastisitas.

1. Uji Pemilihan Model

Tabel 4.4 menunjukkan hasil dari uji pemilihan model penelitian unit analisis perusahaan untuk setiap model penelitian yang digunakan pada penelitian ini.

Tabel 4.4 Uji Pemilihan Model Unit Analisis Perusahaan

Model	Uji Chow (Prob)	Uji Hausman (Prob)	Uji Lagrange (Breusch-Pagan Prob)	Model Terpilih
Gabungan	0.000	0.000	-	FEM
Indonesia	0.000	0.002	-	FEM
Malaysia	0.000	0.155	0.000	REM
Philippines	0.000	0.079	0.000	REM
Singapore	0.000	0.303	0.000	REM
Thailand	0.000	0.026	-	FEM
Vietnam	0.000	0.167	0.000	REM

Sumber : Data Diolah (2024)

Dari hasil uji model pada Tabel 4.4 terdapat hasil yang berbeda–beda, yaitu Fixed Effect Model (FEM) untuk model Gabungan, Indonesia, dan Thailand, dengan nilai Uji Chow < 0.05. Sedangkan untuk model regresi Malaysia, Philippines, Singapore dan Vietnam yang dipilih adalah Random Effect Model (REM) dikarenakan nilai Hausman di ketiga model tersebut > 0.05 dan nilai Uji Lagrange (Breusch-Pagan) < 0.05. Untuk detail hasil uji pemilihan model unit analisis perusahaan tercantum di bagian Lampiran 2 penelitian ini.

Tabel 4.5 menunjukkan hasil dari uji pemilihan model penelitian unit analisis negara untuk setiap model penelitian yang digunakan pada penelitian ini. Hasil uji model pada Tabel 4.5 terdapat hasil yang sama, yaitu Fixed Effect Model (FEM) untuk model Gabungan maupun Lag-1 dengan nilai Uji Chow dan Uji Hausman yaitu 0.000 < 0.05. Untuk detail hasil uji pemilihan model unit analisis negara tercantum di bagian Lampiran 3 dalam penelitian ini.

Tabel 4.5. Uji Pemilihan Model Unit Analisis Negara

Model	Uji Chow (Prob)	Uji Hausman (Prob)	Uji Lagrange (Breusch-Pagan Prob)	Model Terpilih
Gabungan	0.000	0.000	-	FEM
Lag-1	0.000	0.000	-	FEM

Sumber : Data Diolah (2024)

Pengujian selanjutnya adalah uji simultan unit analisis perusahaan yang tercantum pada Tabel 4.6 dan uji simultan unit analisis negara yang tercantum pada Tabel 4.7.

Tabel 4.6 Uji Simultan Model Unit Analisis Perusahaan

Model	R-squared	Adjusted R-squared	F-statistic	Prob (F-statistic)
Gabungan	0.484	0.442	11.387	0.000***
Indonesia	0.613	0.575	16.145	0.000***
Malaysia	0.080	0.079	112.855	0.000***
Philippines	0.081	0.080	50.031	0.000***
Singapore	0.077	0.076	88.926	0.000***
Thailand	0.471	0.429	11.283	0.000***
Vietnam	0.119	0.119	372.733	0.000***

*** Signifikansi 1% Sumber: Data Diolah (2024)

Berdasarkan Tabel 4.6 dapat disimpulkan bahwa hasil uji simultan terhadap persamaan model di atas untuk menguji pengaruh PDB, INF, INT, FX terhadap FDP dengan variabel kontrol pasar (MAR) menunjukkan nilai Prob (F-statistic) sebesar 0.000 (model 1). Nilai sig. F tersebut signifikan pada level signifikansi 1 % artinya model gabungan dapat digunakan untuk menguji pengaruh PDB, INF, INT, dan FX terhadap FDP dengan kontrol dari MAR. Nilai R square sebesar 0.484 pada model di atas menunjukkan bahwa 48.4% variasi FDP dapat dijelaskan oleh variasi faktor-faktor PDB, INF, INT, dan FX sedangkan 52.6% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Berdasarkan artikel yang menjadi rujukan penelitian menunjukkan bahwa untuk variasi FDP paling banyak dipengaruhi oleh kegagalan manajemen, hanya saja fokus penelitian ini adalah *financial distress* yang dipengaruhi oleh faktor makroekonomi. Bukti lengkap mengenai uji simultan unit analisis perusahaan terdapat dalam Lampiran 4.

Penelitian ini juga menampilkan hasil Adjusted R-Squared dari artikel yang menjadi rujukan utama. Pada Tabel 4.7 hasil penelitian unit analisis perusahaan secara gabungan memiliki nilai Adjusted R-Squared lebih tinggi dibandingkan artikel rujukan penelitian, sedangkan untuk masing-masing negara Indonesia dan Thailand yang memiliki nilai Adjusted R-Squared di atas artikel rujukan penelitian. Hal ini berarti hasil penelitian ini memiliki model cukup baik jika dibandingkan artikel rujukan penelitian, namun tetap masih ada variabel lain yang bisa menjelaskan variabel dependen.

Perlu ditambahkan berdasarkan artikel rujukan penulis pada Tabel 4.7 menjelaskan penyebab utama yang mempengaruhi terjadinya *financial distress* perusahaan bukan makroekonomi, namun kegagalan manajemen, hanya saja penelitian ini difokuskan pada *financial distress* yang dipengaruhi oleh faktor makroekonomi. Berdasarkan artikel yang menjadi rujukan penelitian menunjukkan bahwa untuk variasi FDP paling banyak dipengaruhi oleh kegagalan manajemen.

Tabel 4.7 Adjusted R-Squared Artikel Rujukan Penelitian

No	Artikel Rujukan Penelitian	Adjusted R-Squared
1	Pham Vo Ninh et al., (2018)	0.391
2	Kalash (2023)	0.335
3	Beviclacqua et al., (2023)	0.314
4	Tsai (2013)	0.263
5	ElBannan (2021)	0.243
6	Li et al., (2023)	0.165
7	Gamez et al., (2020)	0.128
8	Charalambakis & Garret (2019)	0.114
9	Baek et al., (2024)	-
10	Dewi et al., (2023)	-
11	Sehgal et al., (2021)	-
12	Hafeez & Kar (2021)	-
13	Khoja et al., (2019)	-
14	Tinoco et al., (2018)	-
15	Bhattacharjee & Han (2014)	-

Sumber: Data Diolah (2024)

Tabel 4.8. Uji Simultan Model Unit Analisis Negara

Model	R-squared	Adjusted R-squared	F-statistic	Prob (F-statistic)
Gabungan	0.469	0.402	6.979	0.000***
Gabungan Lag-1	0.445	0.369	5.850	0.000***

*** Signifikansi 1% Sumber: Data Diolah (2024)

Berdasarkan Tabel 4.8 dapat disimpulkan bahwa hasil uji simultan terhadap persamaan model di atas untuk menguji pengaruh PDB, INF, INT, FX terhadap FDN dengan variabel kontrol pasar (MAR) menunjukkan nilai Prob (F-statistic) sebesar 0.000 (model 1). Nilai sig. F tersebut signifikan pada level signifikansi 1 % artinya model gabungan dapat digunakan untuk menguji pengaruh PDB, INF, INT, dan FX terhadap FDN dengan kontrol dari MAR. Nilai R square sebesar 0.469 pada model di atas menunjukkan bahwa 46.9% variasi FDN gabungan dapat dijelaskan oleh variasi faktor-faktor PDB, INF, INT, dan FX sedangkan 53.1% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Begitupun model gabungan Lag-1 0.445 atau 44.5% variasi FDN dapat dijelaskan oleh variasi faktor-faktor PDB, INF, INT, dan FX sedangkan 55.5% pada model gabungan Lag-1 sisanya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Bukti lengkap mengenai uji simultan unit analisis negara terdapat dalam Lampiran 6.

2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas merupakan hubungan linear antara variabel independen di dalam regresi berganda. Uji multikolinearitas berfungsi untuk melihat hubungan/korelasi antara masing-masing variabel. Tabel 4.9 merupakan hasil uji multikolinearitas unit analisis perusahaan dan Tabel 4.10 merupakan hasil uji multikolinearitas unit analisis negara pada penelitan ini.

Tabel 4.9 Uji Multikolinieritas Unit Analisis Perusahaan

	PDB	INF	INT	FX	MAR
PDB	1.000	0.271	0.010	-0.003	0.095
INF	0.271	1.000	-0.253	0.139	-0.098
INT	0.010	-0.253	1.000	0.074	0.073
FX	-0.003	0.139	0.074	1.000	-0.006
MAR	0.095	-0.098	0.073	-0.006	1.000

Sumber: Data Diolah (2024)

Ketentuan untuk tidak terjadi multikolinieritas adalah jika nilai hubungan antar variabel <0.80 (Ghozali & Ratmono, 2017) atau <0.85 (Widarjono, 2023). Dari hasil uji multikolinieritas Tabel 4.9 dapat diketahui bahwa nilai hubungan antar variabel adalah < 0.80 sehingga dapat dikatakan pada model ini tidak terjadi gejala multikolinieritas.

Tabel 4.10. Uji Multikolinieritas Unit Analisis Negara

	PDB	INF	INT	FX	MAR
PDB	1.000	0.341	-0.207	-0.024	0.024
INF	0.341	1.000	-0.300	0.247	-0.039
INT	-0.207	-0.300	1.000	0.059	0.094
FX	-0.024	0.247	0.059	1.000	-0.061
MAR	0.024	-0.039	0.094	-0.061	1.000

Sumber: Data Diolah (2024)

Dari hasil uji multikolinieritas Tabel 4.10 dapat diketahui bahwa nilai hubungan antar variabel adalah < 0.80 sehingga dapat dikatakan pada model ini tidak terjadi gejala multikolinieritas.

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji terdapat atau tidak ketidaksamaan varians maupun residual dari suatu pengamatan ke pengamatan lainnya. Tabel 4.11 dan Tabel 4.12 menunjukkan dari hasil uji Heteroskedastisitas pada penelitian ini.

Tabel 4.11 Uji Heteroskedastisitas Unit Analisis Perusahaan

	Value	df	Prob.
Likelihood ratio	308.383	3285.000	1.000

Sumber: Data Diolah (2024)

Tabel 4.12 Uji Heteroskedastisitas Unit Analisis Negara

	Nilai
F-statistic	0.667
Obs*R-squared	3.435
Prob. Chi-Square	0.633

Sumber: Data Diolah (2024)

Berdasarkan data pada Tabel 4.11 dan Tabel 4.12 dapat diketahui bahwa nilai Probabilitas > 5 (Ghozali & Ratmono, 2017) sehingga dapat disimpulkan tidak ada heteroskedastisitas.

C. Hasil Uji Hipotesis

Uji hipotesis pada penelitian ini dikelompokkan menjadi dua (2), yaitu unit analisis yaitu unit analisis perusahaan dan unit analisis negara.

1. Hasil Uji Hipotesis Unit Analisis Perusahaan

Berikut adalah hasil uji hipotesis untuk Unit Analisis Perusahaan, seperti yang ditampilkan pada Tabel 4.13 dan bukti uji hipotesis terdapat pada Lampiran 4 dalam penelitian ini.

Tabel 4.13 Uji Hipotesis Unit Analisis Perusahaan

Model	Variable	Coefficient (Std. Error)	t-Statistic	Prob
Gabungan	C	-5.147	-153.581	0.000***
		(0.033)		
	PDB	-0.185	-36.222	0.000***
		(0.005)		
	INF	0.096	17.003	0.000***
		(0.005)		
	INT	0.023	6.300	0.000***
		(0.004)		
	FX	0.032	10.579	0.000***
		(0.003)		

Model	Variable	Coefficient (Std. Error)	t-Statistic	Prob
	MAR	-0.010 (0.001)	-12.922	0.000***
Indonesia	C	-5.613 (0.131)	-42.879	0.000***
	PDB	-0.098 (0.028)	-3.493	0.000***
	INF	0.048 (0.015)	3.203	0.001***
	INT	0.075 (0.011)	6.477	0.000***
	FX	0.025 (0.009)	2.723	0.003***
	MAR	-0.027 (0.006)	-4.356	0.000***
Malaysia	C	-7.578 (0.127)	-59.790	0.000***
	PDB	-0.184 (0.016)	-11.698	0.000***
	INF	0.569 (0.040)	14.280	0.000***
	INT	0.097 (0.012)	8.338	0.000***
	FX	0.085 (0.005)	16.125	0.000***
	MAR	-0.023 (0.003)	-8.344	0.000***
Philippines	C	-8.273 (0.304)	-27.159	0.000***
	PDB	-0.079 (0.015)	-5.044	0.000***
	INF	0.412 (0.035)	11.807	0.000***
	INT	0.249 (0.042)	5.955	0.000***
	FX	0.056 (0.013)	4.373	0.000***
	MAR	-0.017 (0.013)	-1.294	0.097*
Singapore	C	-5.458 (0.192)	-28.460	0.000***

Model	Variable	Coefficient (Std. Error)	t-Statistic	Prob
	PDB	-0.230	-12.327	0.000***
		(0.019)		
	INF	0.438	14.339	0.000***
		(0.030)		
	INT	0.063	2.214	0.013**
		(0.029)		
	FX	0.121	6.085	0.000***
		(0.020)		
	MAR	0.037	2.991	0.001***
		(0.012)		
Thailand	C	-5.180	-113.900	0.000***
		(0.045)		
	PDB	-0.330	-21.946	0.000***
		(0.015)		
	INF	0.121	6.440	0.000***
		(0.019)		
	INT	0.174	9.155	0.000***
		(0.019)		
	FX	0.091	7.745	0.000***
		(0.011)		
	MAR	-0.013	-8.300	0.000***
		(0.001)		
Vietnam	C	-2.658	-24.571	0.000***
		(0.108)		
	PDB	-0.440	-36.116	0.000***
		(0.012)		
	INF	0.109	14.412	0.000***
		(0.008)		
	INT	0.087	15.150	0.000***
		(0.006)		
	FX	-0.161	-18.498	0.000***
		(0.009)		
	MAR	-0.025	-26.634	0.000***
		(0.001)		

*** Signifikansi 1%
** Signifikansi 5%
* Signifikansi 10%

Sumber : Data Diolah (2024)

Berdasarkan Tabel 4.13 dapat diketahui bahwa terdapat hasil yang konsisten mengenai nilai koefisien PDB di model yaitu Indonesia (-0.098), Malaysia (-0.184),

Philippines (-0.079), Singapore (-0.230), Thailand (-0.330), Vietnam (-0.440) dan Gabungan (-0.185) dengan nilai Prob. sebesar < 0.01. Hasil tersebut menunjukkan bahwa produk domestik bruto (PDB) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* (FD). Dengan demikian, hipotesis H1 dalam penelitian ini dapat dikatakan didukung secara empiris.

Nilai koefisien INF di setiap negara memiliki hasil yang konsisten, yaitu Indonesia (0.048) Malaysia (0.569), Philippines (0.412), Singapore (0.438), Thailand (0.121), Vietnam (0.109), dan Gabungan (0.096), dengan nilai Prob. < 0.01. Hasil tersebut menunjukkan bahwa inflasi (INF) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* (FD). Dengan demikian, hipotesis H2 dalam penelitian ini dapat dikatakan didukung secara empiris.

Nilai koefisien INT setiap negara yang serupa, yaitu di Indonesia (0.075), Malaysia (0.097), Philippines (0.249), Singapore (0.063), Thailand (0.174), Vietnam (0.087), dan Gabungan (0.023) dengan nilai Prob. < 0.05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara mayoritas suku bunga (INT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* (FD) di negara–negara ASEAN. Dengan demikian, hipotesis H3 dalam penelitian ini dapat didukung secara empiris.

Nilai koefisien nilai tukar Dollar Amerika (FX) yang konsisten di lima (5) negara yaitu Indonesia (0.025), Malaysia (0.085), Philippines (0.056), Singapore (0.121), Thailand (0.091), serta Gabungan (0.032), sedangkan Vietnam (-0.161) dengan nilai Prob. < 0.01. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara mayoritas nilai tukar Dollar Amerika berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* (FD). Dengan demikian, hipotesis H4 dalam penelitian ini dapat dikatakan terdukung secara empiris di lima (5) negara yaitu Indonesia, Malaysia, Philippines,

Singapore, Thailand dan secara Gabungan. Sedangkan H4 dapat dikatakan tidak didukung di Vietnam.

Nilai koefisien Pasar (MAR) yang konsisten di lima (5) negara yaitu Indonesia (-0.027), Malaysia (-0.023), Philippines (-0.017), Thailand (-0.013), Vietnam (-0.025), serta Gabungan (-0.010), sedangkan Singapore (0.037) dengan nilai Prob. < 0.01. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara mayoritas pasar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* (FD). Dengan demikian dapat dikatakan pengaruh pasar sebagai variabel kontrol pada penelitian ini terdukung secara empiris di lima (5) negara yaitu Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Vietnam dan secara Gabungan. Sebaliknya, pasar sebagai variabel kontrol pada penelitian ini dapat dikatakan tidak didukung di negara Singapore.

Selain menguji model dengan data pada tahun yang sama, peneliti juga melakukan uji hipotesis dengan data Lag-1. Hal ini untuk menguji kemungkinan variabel dependen pada tahun (*n*) terpengaruh oleh data variabel independen tahun sebelumnya (*n-1*). Tabel 4.14 menampilkan hasil regresi model Lag-1 dengan bukti lengkap terdapat pada Lampiran 5 dalam penelitian ini.

Tabel 4.14 Uji Hipotesis Lag-1 Unit Analisis Perusahaan

Model	Variable	Coefficient (Std.Error)	t-Statistic	Prob.
Gabungan Lag-1	C	-5.363	-163.767	0.000***
		(0.033)		
	PDB	-0.147	-29.278	0.000***
		(0.005)		
	INF	0.093	16.599	0.000***
		(0.006)		
	INT	0.015	4.204	0.000***
		(0.004)		
	FX	0.011	3.575	0.000***

Model	Variable	Coefficient (Std.Error)	t-Statistic	Prob.
		(0.003)		
	MAR	-0.010	-12.249	0.000***
		(0.001)		
Indonesia Lag-1	C	-6.083	-47.690	0.000***
		(0.128)		
	PDB	0.007	0.249	0.402
		(0.027)		
	INF	0.078	5.278	0.000***
		(0.015)		
	INT	0.093	8.207	0.000***
		(0.011)		
	FX	0.032	3.535	0.000***
		(0.009)		
	MAR	-0.037	-5.927	0.000***
		(0.006)		
Malaysia Lag-1	C	-4.271	-31.989	0.000***
		(0.133)		
	PDB	-0.155	-11.114	0.000***
		(0.014)		
	INF	-0.528	-13.388	0.000***
		(0.039)		
	INT	-0.534	-36.798	0.000***
		(0.014)		
	FX	0.008	1.659	0.048**
		(0.005)		
	MAR	-0.117	-34.322	0.000***
		(0.003)		
Philippines Lag-1	C	-8.317	-23.543	0.000***
		(0.353)		
	PDB	-0.087	-5.643	0.000***
		(0.015)		
	INF	0.331	7.664	0.000***
		(0.043)		
	INT	0.406	8.525	0.000***
		(0.048)		
	FX	-0.074	-5.700	0.000***
		(0.013)		
	MAR	-0.025	-1.932	0.026**
		(0.013)		
Singapore Lag-1	C	-7.079	-37.384	0.000***

Model	Variable	Coefficient (Std.Error)	t-Statistic	Prob.
		(0.189)		
	PDB	-0.173	-10.436	0.000***
		(0.017)		
	INF	0.789	26.518	0.000***
		(0.030)		
	INT	0.230	9.132	0.000***
		(0.025)		
	FX	0.068	3.881	0.000***
		(0.018)		
	MAR	0.057	5.127	0.000***
		(0.011)		
Thailand Lag-1	C	-5.115	-107.258	0.000***
		(0.048)		
	PDB	-0.308	-20.395	0.000***
		(0.015)		
	INF	0.257	13.821	0.000***
		(0.019)		
	INT	0.147	7.507	0.000***
		(0.020)		
	FX	-0.015	-1.277	0.101
		(0.012)		
	MAR	-0.009	-6.118	0.000***
		(0.001)		
Vietnam Lag-1	C	-2.434	-21.704	0.000***
		(0.112)		
	PDB	-0.399	-31.569	0.000***
		(0.013)		
	INF	0.019	2.502	0.006***
		(0.008)		
	INT	0.036	6.225	0.000***
		(0.006)		
	FX	-0.077	-8.672	0.000***
		(0.009)		
	MAR	-0.023	-23.673	0.000***
		(0.001)		

*** Signifikansi 1%
** Signifikansi 5%

Sumber : Data Diolah (2024)

Berdasarkan data yang terdapat dalam Tabel 4.14 menunjukkan bukti bahwa pengaruh faktor makroekonomi terhadap *financial distress* (FD) berpengaruh

secara langsung pada periode yang sama (Tanpa Lag). Untuk mendukung bukti tersebut, secara detail akan dijelaskan pada uraian di bawah ini. Produk domestik bruto (PDB) Lag-1 di Indonesia menunjukkan hasil yang tidak signifikan berpengaruh terhadap *financial distress* (FD) dengan probabilitas sebesar 0.402 atau > 0.10 sehingga hipotesis H1 tidak didukung di Indonesia. Inflasi (INF) Lag-1 di Malaysia menunjukkan nilai koefisien (-0.528) dengan nilai Prob. < 0.01 artinya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* (FD), sehingga hipotesis H2 ditolak di Malaysia. Suku bunga (INT) Lag-1 di Malaysia menunjukkan nilai koefisien (-0.534) dengan nilai Prob. < 0.01 artinya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* (FD), sehingga hipotesis H3 tidak didukung di Malaysia. Nilai tukar Dollar Amerika (FX) Lag-1 hasil koefisien di Philippines (-0.074) dan Vietnam (-0.077) dengan nilai Prob. < 0.01, sedangkan Thailand (-0.015) dengan nilai Prob. 0.101 atau > 0.10, hasil tersebut menunjukkan bahwa di Philippines dan Vietnam berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* (FD), sedangkan di Thailand tidak signifikan berpengaruh terhadap *financial distress* (FD). Dengan demikian, hipotesis H4 tidak didukung di negara Philippines, Vietnam, dan Thailand.

Berdasarkan penjelasan dari Tabel 4.13 dan Tabel 4.14 dapat disimpulkan bahwa pengaruh faktor makroekonomi yang meliputi produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar Dollar Amerika terhadap *financial distress* perusahaan secara gabungan dan sebagian besar per negara sesuai dengan hipotesis, serta pengaruhnya sudah dapat terlihat secara langsung pada periode yang sama (Tanpa Lag).

2. Hasil Uji Hipotesis Unit Analisis Negara

Selain menguji dengan unit analisis perusahan, penelitian ini juga menguji pengaruh produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, nilai tukar Dollar Amerika, dan pasar terhadap *financial distress* dalam unit analisis negara. Pada unit analisis negara, penelitian ini menggunakan pendekatan untuk kategori yaitu jumlah perusahaan yang mengalami *financial distress* pada periode tertentu. Perusahaan dikatakan mengalami *financial distress* apabila memiliki nilai Z-Score < 1.81.

Uji selanjutnya adalah uji hipotesis untuk model unit analisis negara yang mengalami *financial distress*. Hasil uji hipotesis dapat dilihat pada Tabel 4.15.

Tabel 4.15 Uji Hipotesis Model Unit Analisis Negara

Model	Variable	Coefficient (Std Error)	t-Statistic	Prob
Gabungan	C	38.306 (4.456)	8.596	0.000***
	PDB	-1.398 (0.654)	-2.138	0.018**
	INF	0.119 (0.782)	0.152	0.440
	INT	0.703 (0.527)	1.333	0.093*
	FX	0.061 (0.386)	0.158	0.437
	MAR	-0.130 (0.127)	-1.026	0.154
Gabungan Lag-1	C	37.815 (4.676)	8.086	0.000***
	PDB	-0.979 (0.688)	-1.423	0.079*
	INF	-0.170 (0.838)	-0.202	0.420
	INT	0.599 (0.564)	1.062	0.146
	FX	0.251 (0.405)	0.620	0.269

Model	Variable	Coefficient (Std Error)	t-Statistic	Prob
	MAR	-0.126 (0.135)	-0.931	0.177

*** Signifikansi 1% Sumber : Data Diolah (2024)
** Signifikansi 5%
* Signifikansi 10%

Berdasarkan Tabel 4.15, dapat diketahui bahwa nilai koefisien PDB pada model gabungan untuk unit analisis negara adalah sebesar (-1.398), dengan nilai Prob. sebesar 0.018 atau < 0.05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa produk domestik bruto berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress negara* (FDN). Hasil serupa juga didapatkan untuk model gabungan Lag-1 yang memiliki nilai koefisien sebesar (-0.979) dan nilai Prob. 0.079 atau < 0.10. Dengan demikian, dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis H1 dalam model penelitian gabungan dan gabungan Lag-1 untuk unit analisis negara dengan kategori *financial distress* pada penelitian ini dapat dikatakan didukung secara empiris.

Hasil inflasi (INF) menunjukkan bahwa nilai koefisien INF di model gabungan adalah sebesar (0.119) dan nilai Prob sebesar 0.440 atau > 0.10. Sedangkan pada model gabungan Lag-1, memiliki nilai koefisien sebesar (-0.170) dengan nilai Prob. sebesar 0.420 atau > 0.10. Dengan demikian, hipotesis H2 dalam penelitian ini dapat dikatakan tidak didukung secara empiris pada semua model.

Hasil suku bunga (INT) menunjukkan bahwa nilai koefisien INT yang berbeda pada kedua model, yaitu (0.703) untuk model gabungan dengan nilai Prob. sebesar 0.093 atau < 0.01, sedangkan untuk model gabungan Lag-1 memiliki nilai koefisien sebesar (0.599) dengan nilai Prob 0.146 atau > 0.10. Hasil tersebut

menunjukkan bahwa suku bunga (INT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* (FD) di model gabungan pada tahun yang sama dan tidak berpengaruh signifikan pada model gabungan Lag-1. Dengan demikian, hipotesis H3 dalam penelitian ini dapat dikatakan didukung secara empiris apabila menggunakan data tahun yang sama (model gabungan) dan tidak didukung apabila menggunakan gabungan Lag-1.

Hasil nilai tukar Dollar Amerika (FX) menunjukkan bahwa nilai koefisien FX pada kedua model yaitu gabungan (0.061) dengan nilai Prob sebesar 0.437 atau dan gabungan Lag-1 (0.251) dengan nilai Prob sebesar 0.269, yang berarti kedua model memiliki nilai Prob > 0.10. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara nilai tukar Dollar Amerika tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress negara* (FDN). Dengan demikian, hipotesis H4 dalam penelitian ini dapat dikatakan didukung secara empiris.

Pasar (MAR) sebagai variabel kontrol menunjukkan bahwa nilai koefisien Pasar pada kedua model yaitu gabungan (-0.130) dengan nilai Prob. sebesar 0.154 atau > 0.10 dan gabungan Lag-1 (-0.126) dengan nilai Prob. sebesar 0.177 yang atau > 0.10. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pasar (MAR) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *financial distress negara* (FDN). Dengan demikian, dalam penelitian ini dapat dikatakan pasar (MAR) sebagai variabel kontrol tidak didukung secara empiris untuk unit analisis negara yang mengalami *financial distress.*

D. Pembahasan

1. Unit Analisis Perusahaan

a. Pengaruh Produk Domestik Bruto terhadap *Financial Distress*

Penelitian ini menemukan bahwa produk domestik bruto (PDB) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN untuk unit analisis perusahaan. Temuan ini berlaku baik untuk data gabungan enam (6) negara maupun untuk data masing-masing negara. Dengan demikian hipotesis H1 dalam penelitian ini terbukti. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori risiko likuiditas oleh Westgaard & Wijst (2001) yang menyatakan bahwa ketika pertumbuhan ekonomi suatu negara meningkat yang ditandai dengan peningkatan produk domestik bruto (PDB), maka risiko *financial distress* perusahaan cenderung menurun dan kemungkinan kebangkrutan perusahaan pun cenderung akan menurun. Oleh karena itu, pertumbuhan produk domestik bruto (PDB) riil merupakan faktor penting yang perlu dipertimbangkan dalam memprediksi *financial distress* perusahaan.

Hal ini didasari dengan adanya uraian berikut (Westgaard & Wijst, 2001) : Pertama, peningkatan permintaan produk dan jasa perusahaan akan menaikkan pendapatan dan profitabilitas perusahaan, sehingga kinerja perusahaan naik. Kedua, jika kinerja keuangan perusahaan naik, maka tingkat pertumbuhan ekonomi juga akan meningkat. Ketiga, jika pertumbuhan ekonomi makro meningkat, maka kemudian akan meningkatkan produk domestik bruto (PDB). Keempat, pada saat produk domestik bruto naik, maka akan mengurangi risiko *financial distress* perusahaan, begitupun sebaliknya, jika produk domestik bruto (PDB) mengalami penurunan, maka kemungkinan terjadinya *financial distress* perusahaan akan

meningkat, dan hal ini menunjukkan pentingnya pertumbuhan ekonomi dalam mengurangi risiko *financial distress* perusahaan.

Hasil ini juga sama dengan hasil penelitian sebelumnya yang menjadi rujukan, yaitu penelitian yang menyatakan bahwa produk domestik bruto berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Menurut Charalambakis & Garrett (2019), Pertumbuhan PDB merupakan indikator penting dalam mengevaluasi kondisi ekonomi suatu negara. Hal ini menunjukkan bahwa ketika pertumbuhan ekonomi suatu negara meningkat, *financial distress* cenderung menurun. Penelitian Sehgal et al., (2021) juga menyebutkan bahwa PDB merupakan salah satu faktor makroekonomi yang diidentifikasi memiliki pengaruh terhadap *financial distress* perusahaan, karena dengan pertumbuhan ekonomi dapat meningkatkan PDB yang kemudian cenderung mengurangi probabilitas *financial distress* perusahaan. Sedangkan penelitian ElBannan (2021) menjelaskan bahwa peningkatan PDB dapat mencerminkan pertumbuhan ekonomi yang sehat, yang pada gilirannya dapat mengurangi risiko *financial distress* bagi perusahaan. Terakhir, penelitian Li et al., (2023) secara umum, pertumbuhan produk domestik bruto (PDB) yang positif cenderung mengurangi risiko *financial distress*, begitupun sebaliknya penurunan produk domestik bruto (PBD) dapat meningkatkan risiko *financial distress.*

Penelitian ini juga melakukan uji hipotesis unit analisis perusahaan dengan data tahun sebelumnya (n-1) untuk mengetahui kemungkinan variabel dependen pada tahun (*n*) terpengaruh oleh variabel independen data tahun sebelumnya (*n-1*). Hasilnya secara umum uji Lag-1 sama dengan uji Tanpa Lag yaitu secara Gabungan, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand, dan Vietnam bahwa produk domestik bruto (PDB) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial*

distress pada perusahaan *go public* di ASEAN, artinya kenaikan produk domestik bruto (PDB) dapat mengurangi terjadinya *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN. Perbedaannya hanya pada data perusahaan di Indonesia yang hasilnya adalah tidak signifikan. Dengan demikian variabel independen yaitu produk domestik bruto (PDB) data tahun sebelumnya (*n-1*) tidak terbukti mempengaruhi terjadinya *financial distress* pada tahun (*n*) atau berarti produk domestik bruto (PDB) di Indonesia hanya terbukti mempengaruhi terjadinya *financial distress* di tahun yang sama.

b. Pengaruh Inflasi terhadap Financial Distress

Penelitian ini menemukan bahwa inflasi (INF) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN untuk unit analisis perusahaan. Temuan ini berlaku baik untuk data gabungan enam (6) negara maupun untuk data masing-masing negara. Dengan demikian hipotesis H2 dalam penelitian ini terbukti.

Hasil penelitian ini sejalan dengan teori risiko likuiditas perusahaan Westgaard & Wijst, (2001) menyatakan bahwa ketika terjadi penurunan perekonomian akan diikuti dengan peningkatan gagal bayar yang merupakan variabel makroekonomi seperti inflasi. Pada saat inflasi tinggi akan menunjukkan bahwa perekonomian menjadi tidak stabil dalam lingkungan makroekonomi yang lemah dan mengakibatkan kemungkinan *financial distress* perusahaan. Kedua, penelitian ini juga sejalan dengan teori *financial distress* oleh Gordon yang menyebutkan bahwa tingginya inflasi sebagai akibat dari adanya kebijakan pemerintah yang mempengaruhi inflasi dapat menyebabkan *financial distress* bagi

perusahaan bahkan semakin tinggi inflasi maka semakin tinggi pula akan terjadinya *financial distress* perusahaan (Gordon, 1971).

Hasil ini juga sama dengan hasil penelitian sebelumnya yang menjadi rujukan, yaitu penelitian Ninh et al. (2018); Gámez et al. (2020); Sehgal et al. (2021); Bevilacqua et al. (2023); Dewi et al. (2023) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif dari inflasi (INF) pada sebuah negara terhadap kecenderungan terjadinya *financial distress* pada perusahaan di negara tersebut. Saat tingkat inflasi tinggi, ekonomi akan menjadi tidak stabil dalam lingkungan makroekonomi yang lemah dan dapat menyebabkan penurunan daya beli masyarakat, yang pada gilirannya dapat mengakibatkan penurunan kondisi keuangan perusahaan dan meningkatkan risiko *financial distress*. Hal ini menjelaskan di Vietnam sebagai negara yang menjadi sampel penelitian, inflasi sebagai salah satu variabel makroekonomi dapat mempengaruhi kemungkinan *financial distress* perusahaan. Tidak hanya di negara berkembang, ternyata di negara maju seperti di Eropa pun inflasi memiliki dampak signifikan terhadap kondisi keuangan perusahaan, yaitu kenaikan inflasi dapat menciptakan ketidakstabilan ekonomi yang dapat mempengaruhi profitabilitas dan likuiditas perusahaan sehingga menimbulkan *financial distress* perusahaan. Oleh karena itu, inflasi dianggap sebagai variabel penting dalam analisis *financial distress* di Eropa.

Penelitian ini juga melakukan uji hipotesis unit analisis perusahaan dengan data lag-1 untuk mengetahui kemungkinan variabel dependen pada tahun (*n*) terpengaruh oleh variabel independen tahun sebelumnya (*n-1*). Hasilnya secara umum yaitu Gabungan, Indonesia, Philippines, Singapore, Thailand, dan Vietnam lag-1 sama dengan tanpa lag yaitu inflasi (INF) berpengaruh positif dan signifikan

terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN, artinya kenaikan inflasi (INF) dapat meningkatkan terjadinya *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN di tahun yang sama dan tahun sebelumnya. Perbedaannya hanya pada data perusahaan di Malaysia yang hasilnya berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN.

Meningkatnya inflasi di Malaysia pada tahun sebelumnya (n-1) dapat memiliki dampak signifikan terhadap menurunnya *financial distress* pada tahun (n). Penjelasannya adalah ketika inflasi meningkat, pemerintah Malaysia mengeluarkan kebijakan ekonomi dan moneter untuk mendukung pertumbuhan ekonomi di negara tersebut agar kenaikan inflasi tidak menyebabkan terjadinya *financial distress* (Chavleishvili & Kremer, 2021). Pemerintah Malaysia berdasarkan penelitian dari Kamaluddin et al., (2019) dan Sairin et al., (2019) mengeluarkan kebijakan moneter yang mendukung perusahaan terus berkembang, sehingga pendapatan perusahaan dapat stabil bahkan mencegah terjadinya kebangkrutan.

Penelitian oleh Bakar et al. (2021) juga menjelaskan kebijakan pemerintah Malaysia ini tidak dapat secara langsung menurunkan *financial distress* pada tahun yang sama tetapi dengan upaya perusahaan mempertahankan profitabilitas, menekan biaya operasional, dan berinovasi maka perusahaan mampu bertahan dan tidak mengalami *financial distress* (Nasir & Ali, 2020). Upaya untuk mempertahankan agar tidak terjadi *financial distress* dengan adanya kenaikan inflasi di Malaysia tentu memerlukan waktu, sehingga baru akan terlihat ketahanan perusahaan tersebut pada tahun selanjutnya (Chavleishvili & Kremer, 2021; Kamaluddin et al., 2019; Sairin et al., 2019).

c. Pengaruh Suku Bunga terhadap *Financial Distress*

Penelitian ini menemukan bahwa suku bunga (INT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN untuk unit analisis perusahaan. Temuan ini berlaku baik untuk data gabungan enam (6) negara maupun untuk data masing-masing negara. Dengan demikian hipotesis H3 dalam penelitian ini terbukti.

Hasil penelitian ini sejalan dengan teori risiko likuiditas Westgaard & Wijst (2001) yang menyatakan bahwa penurunan ekonomi umumnya diikuti bertambahnya kemampuan pelaku usaha membayar kewajibannya dengan adanya kenaikan suku bunga sebagai variabel makroekonomi yang akhirnya mengakibatkan *financial distress*. Kedua, hasil penelitian ini juga sejalan dengan teori *financial distress* oleh Gordon yang menyebutkan bahwa tingginya suku bunga dapat mempengaruhi *financial distress* bagi perusahaan yang berarti menunjukkan bahwa semakin tinggi suku bunga maka semakin tinggi pula akan terjadinya *financial distress* perusahaan, bahkan kebijakan penentuan tingkat suku bunga akan sangat berarti bagi perusahaan yang memiliki utang dengan profitabilitas yang tidak mendukung (Gordon, 1971).

Hasil ini juga sama dengan penelitian sebelumnya yang menjadi rujukan, yaitu penelitian Ninh et al. (2018); Tinoco et al. (2018); Khoja et al. (2019); Gámez et al. (2020); Hafeez & Kar (2021) yang menyatakan bahwa suku bunga (INT) pada sebuah negara dapat berpengaruh positif terhadap kecenderungan terjadinya *financial distress* (FD) artinya jika suku bunga naik maka akan meningkatkan kemungkinan terjadinya *financial distress*. Bahkan suku bunga yang tinggi dapat menyebabkan kondisi perekonomian sulit bagi dunia usaha.

Di negara ASEAN seperti dalam penelitian ini kenaikan suku bunga akan berdampak pada : 1) Peningkatan suku bunga dapat menyebabkan biaya pinjaman yang lebih tinggi, yang pada gilirannya dapat mempengaruhi profitabilitas perusahaan, likuiditas, dan kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangan, sehingga meningkatkan risiko *financial distress* (Gámez et al., 2020; Hafeez & Kar, 2021). 2) Meningkatnya biaya pinjaman bagi perusahaan yang memerlukan pembiayaan tambahan untuk investasi atau operasional (Ninh et al., 2018; Tinoco et al., 2018). 3) Mempengaruhi nilai aset perusahaan, terutama yang nilainya bergantung pada suku bunga, seperti obligasi dan investasi pasar modal lainnya. Ketika suku bunga naik, nilai aset tersebut dapat menurun sehingga berdampak pada nilai aset perusahaan dan berpotensi meningkatkan risiko *financial distress*.

Penelitian ini juga melakukan uji hipotesis unit analisis perusahaan dengan data lag-1 untuk mengetahui kemungkinan variabel dependen pada tahun (*n*) terpengaruh oleh variabel independen data tahun sebelumnya (*n-1*). Hasilnya secara umum uji lag-1 sama dengan uji tanpa Lag yaitu secara Gabungan, Indonesia, Philippines, Singapore, Thailand, dan Vietnam bahwa suku bunga (INT) berpengaruh positif dan signifikan pada tahun yang sama dan tahun sebelumnya terhadap *financial distress* perusahaan *go public* di ASEAN, artinya kenaikan suku bunga (INT) pada tahun yang sama dan tahun sebelumnya dapat meningkatkan terjadinya *financial distress* perusahaan *go public* di ASEAN. Perbedaannya hanya pada data perusahaan di Malaysia yang hasilnya suku bunga (INT) pada tahun sebelumnya berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress* perusahaan *go public* di ASEAN.

Meningkatnya suku bunga di Malaysia pada tahun sebelumnya (n-1) memiliki dampak signifikan terhadap penurunan *financial distress*. Inflasi yang meningkat, juga akan diikuti dengan kenaikan suku bunga (Chavleishvili & Kremer, 2021). Oleh sebab itu untuk mengantisipasi agar perekonomian di Malaysia terus tumbuh dengan mengeluarkan kebijakan ekonomi dan moneter. Ketika suku bunga meningkat, perusahaan akan meningkatkan efisiensi operasional, mengelola utang dengan baik, dan mengurangi biaya, sehingga mempertahankan profitabilitas (Bakar et al., 2021; Sairin et al., 2019). Hal ini berpotensi mengurangi risiko *financial distress*, karena perusahaan memiliki lebih banyak sumber daya untuk memenuhi kewajiban keuangannya (Kamaluddin et al., 2019).

Kebijakan pemerintah Malaysia ini tidak dapat secara langsung menurunkan *financial distress* pada tahun yang sama tetapi perusahaan harus berupaya sehingga perusahaan tersebut mampu bertahan dan tidak mengalami financial distress (Nasir & Ali, 2020). Upaya untuk mempertahankan agar tidak terjadi *financial distress* dengan adanya kenaikan suku bunga di Malaysia tentu memerlukan waktu, sehingga baru akan terlihat ketahanan perusahaan tersebut pada tahun berikutnya (Kamaluddin et al., 2019; Sairin et al., 2019; Chavleishvili & Kremer, 2021).

d. Pengaruh Nilai Tukar Dollar Amerika terhadap *Financial Distress*

Penelitian ini menemukan bahwa nilai tukar Dollar Amerika (FX) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN untuk unit analisis perusahaan data gabungan enam (6) negara maupun lima (5) data masing-masing negara yaitu Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, dan Thailand, sehingga hipotesis H4 dalam penelitian ini

dapat dikatakan terbukti. Akan tetapi di negara Vietnam menunjukkan bahwa nilai tukar Dollar Amerika (FX) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN, sehingga H4 dapat dikatakan tidak didukung di Vietnam dengan data per negara namun dapat didukung untuk data secara gabungan enam (6) negara.

Hasil penelitian pengaruh nilai tukar Dollar Amerika terhadap *financial distress* ini sejalan dengan teori risiko likuiditas menyatakan bahwa siklus risiko likuiditas mengikuti siklus bisnis. Kemerosotan perekonomian menyebabkan peningkatan gagal bayar sehingga menciptakan *financial distress* (Westgaard & Wijst, 2001). Gagal bayar suatu perusahaan merupakan fungsi dari variabel makroekonomi salah satunya adalah nilai tukar, oleh sebab itu tingginya nilai tukar akan menambah risiko *financial distress*. Kedua, hasil penelitian ini juga sejalan dengan teori *financial distress* oleh Gordon yang menyebutkan bahwa terdapat faktor-faktor penyebab *financial distress* pada organisasi, yaitu perubahan struktur modal perusahaan, kinerja keuangan, dan konsep-konsep seperti kegagalan keuangan, restrukturisasi perusahaan, dan dampak memburuknya kondisi keuangan terhadap nilai perusahaan, ekuitas, dan utang. memahami konsep-konsep ini dapat membantu perusahaan mengelola risiko keuangan dan meningkatkan kinerja (Gordon, 1971).

Hasil ini juga sama dengan penelitian sebelumnya yang menjadi rujukan, yaitu penelitian Bhattacharjee & Han, (2014); Khoja et al. (2019); Kalash, (2023). Krisis nilai tukar Dollar Amerika dapat menjadi faktor penting yang mempengaruhi hubungan antara *leverage* keuangan, risiko *financial distress*, dan kinerja keuangan perusahaan. Jika nilai tukar Dollar menguat maka investor asing akan mengurangi

investasi di dalam negeri sehingga pertumbuhan perekonomian dalam negeri berkurang dan berakibat meningkatnya risiko *financial distress.* Jika perusahaan memiliki utang dalam bentuk Dollar Amerika, dan nilai tukar Dollar Amerika naik maka beban perusahaan untuk pembayaran utang meningkat. Hal ini berdampak pada *financial distress* perusahaan. Oleh karena itu, manajemen perusahaan perlu mempertimbangkan risiko nilai tukar Dollar Amerika dan risiko *financial distress* dalam pengambilan keputusan tentang struktur modal dan kebijakan keuangan perusahaan.

Penelitian lain hasilnya berkebalikan dengan teori yaitu nilai tukar Dollar berpengaruh negatif terhadap *financial distress.* Kenaikan nilai tukar Dollar dapat menurunkan risiko *financial distress* bagi perusahaan karena 1) Bagi perusahaan yang mengekspor barang ke luar negeri ketika nilai tukar terhadap Dollar menguat, maka pendapatan yang diperoleh akan meningkat dan profitabilitas akan naik sehingga mengurangi risiko *financial distress* 2) Penguatan nilai tukar Dollar justru bisa menstabilkan harga barang dan jasa di pasar dalam negeri, karena konsumen beralih ke barang-barang buatan dalam negeri (Khoja et al., 2019). 3) Jika nilai tukar terhadap Dollar kuat, biaya operasional perusahaan untuk mengimpor menjadi lebih murah, sehingga mengurangi *financial distress* perusahaan (Bhattacharjee & Han, 2014; Hafeez & Kar, 2021).

Penelitian ini juga melakukan uji hipotesis unit analisis perusahaan dengan data lag-1 untuk mengetahui kemungkinan variabel dependen pada tahun (*n*) terpengaruh oleh variabel independen data tahun sebelumnya (*n-1*). Hasilnya secara umum nilai tukar Dollar Amerika (FX) dengan menggunakan data lag-1 secara gabungan enam (6) negara maupun tiga (3) negara yaitu Indonesia, Malaysia, dan

Singapore berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN, sehingga hipotesis H4 terbukti. Tetapi data negara Philippines dan Vietnam justru berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN, sedangkan Thailand tidak signifikan berpengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN. Dengan demikian hipotesis H4 di Philippines, Thailand, dan Vietnam tidak dapat didukung.

Hasil uji lag-1 menunjukkan kenaikan nilai tukar Dollar Amerika di Philippines tahun sebelumnya (n-1) dapat secara signifikan menurunkan *financial distress.* Kenaikan nilai tukar Dollar Amerika pada tahun yang sama (n) dapat meningkatkan *financial distress,* tidak demikian dengan lag-1 bahwa kenaikan nilai tukar Dollar Amerika pada tahun sebelumnya (n-1) justru dapat mengurangi terjadinya *financial distress*. Pada saat terjadi kenaikan nilai tukar Dollar Amerika di tahun yang sama efeknya akan langsung dirasakan bagi perusahaan dan akibatnya dapat meningkatkan terjadinya *financial distress* (Khoja et al., 2019). Terlebih bagi perusahaan yang memiliki utang dalam bentuk Dollar Amerika, kenaikan biaya impor bagi perusahaan yang banyak mengimpor bahan baku atau bahan setengah jadi sehingga harga barang di dalam negeri Philippines ikut naik, dan melemahnya daya beli masyarakat (Kalash, 2023).

Hal ini akan berbeda jika kenaikan nilai tukar Dollar Amerika terjadi pada tahun sebelumnya (n-1). Perusahaan dan pemerintah memiliki waktu untuk mengantisipasi agar tidak terjadi *financial distress* atau mengurangi terjadinya *financial distress*. Perusahaan yang memiliki utang dalam bentuk Dollar Amerika dapat melakukan *hedging* (lindung nilai), perusahaan dapat mencari alternatif

bahan baku selain harus impor sebagai alternatif, dan perusahaan dapat meningkatkan ekspor saat nilai Dollar Amerika naik (Bhattacharjee & Han, 2014; Khoja et al., 2019; Hafeez & Kar, 2021). Pemerintah dan bank sentral Philippines juga dapat mengambil kebijakan untuk stabilitas perekonomian di Philippines sehingga dapat menurunkan risiko terjadinya *financial distress* (Tiwary et al., 2022).

Pengaruh nilai tukar Dollar Amerika di Thailand lag-1 tidak signifikan terhadap *financial distress*, artinya dugaan bahwa kenaikan nilai tukar Dollar Amerika pada tahun sebelumnya (n-1) dapat menambah terjadinya *financial distress* tidak terbukti dan hanya terbukti pada tahun (n) yang sama. Perlu ditambahkan bahwa Thailand merupakan negara yang unggul di bidang pariwisata, pertanian, dan produk pertanian mampu mendiversifikasi sektor-sektor ekonominya sehingga ketika satu (1) sektor terpengaruh oleh kenaikan nilai tukar Dollar Amerika pada periode sebelumnya maka sektor lain akan mengcover dengan pengelolaan manajemen dan utang yang baik maka pada akhirnya secara keseluruhan perekonomian di Thailand tetap stabil (Oskooee & Kanitpong, 2021).

Selain itu dalam penelitian Wongsamee & Boonanegpat (2024) perusahaan-perusahaan di Thailand mulai menggunakan strategi *hedging* untuk mengantisipasi fluktuasi nilai tukar Dollar Amerika periode yang lalu agar tidak mengalami risiko financial distress saat ini (Tiwary et al., 2022; Qureshi & Aftab, 2023). Pertumbuhan ekonomi global yang kuat ditambah manajemen yang baik dan pengelolaan utang yang sehat dapat membantu perusahaan-perusahaan Thailand untuk tetap stabil, meskipun periode yang lalu ada fluktuasi nilai tukar Dollar Amerika (Oskooee & Kanitpong, 2021).

Hipotesis di Vietnam bahwa pengaruh nilai tukar Dollar Amerika baik tanpa lag maupun lag-1 tidak terbukti mempengaruhi *financial distress* di negara tersebut. Berikut penjelasannya. Vietnam sebagai negara eksportir besar dengan pasar utama negara-negara ASEAN, Amerika Serikat, Cina, Jepang, Korea Selatan, Hongkong, dan Belanda (Vuong et al., 2019), memiliki akses ke pasar global dengan menandatangani perjanjian Free Trade Area, sehingga dapat meningkatkan daya saing ekspor (Bao & Le, 2021). Kondisi ekonomi dan politik di Vietnam pun stabil, sehingga menjadi negara tujuan investor asing (*Foreign Direct Investment*).

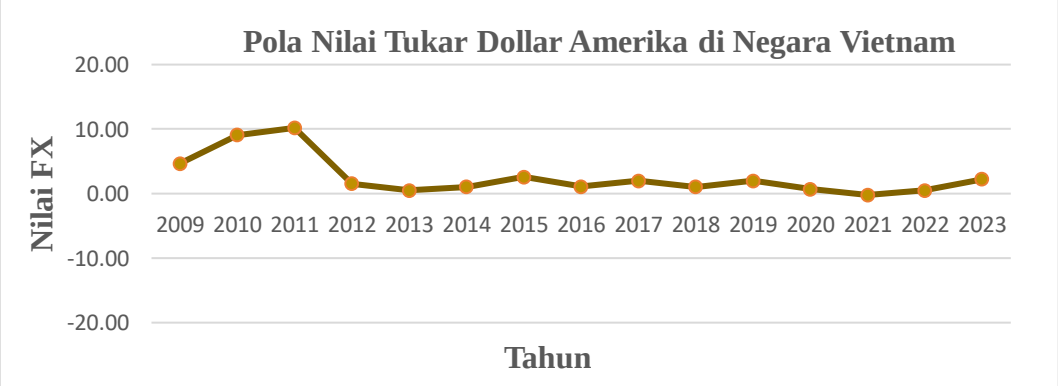
Tabel 4.16 Ekspor, Impor, Neraca Perdagangan, FDI Vietnam (dalam USD)

Tahun	Ekspor	Impor	Neraca Perdagangan	FDI
2009	66,374,595,301	76,433,848,845	-10,059,253,544	7,600,000,000
2010	79,747,480,853	88,029,012,389	-8,281,531,536	8,000,000,000
2011	105,593,919,858	110,599,636,247	-5,005,716,389	7,430,000,000
2012	124,149,069,364	116,865,795,250	7,283,274,114	8,368,000,000
2013	142,758,439,316	136,871,750,777	5,886,688,540	8,900,000,000
2014	162,478,898,406	153,638,953,980	8,839,944,426	9,200,000,000
2015	174,473,996,313	172,245,363,654	2,228,632,660	11,800,000,000
2016	190,526,869,545	183,315,160,787	7,211,708,758	12,600,000,000
2017	230,041,803,530	222,881,466,765	7,160,336,765	14,100,000,000
2018	261,802,606,599	248,830,928,923	12,971,677,676	15,500,000,000
2019	284,737,397,483	265,976,296,626	18,761,100,857	16,120,000,000
2020	292,479,899,129	273,355,953,900	19,123,945,229	15,800,000,000
2021	343,937,314,546	340,182,482,326	3,754,832,220	15,660,000,000
2022	384,931,694,297	369,200,955,399	15,730,738,898	17,900,000,000
2023	374,613,210,402	340,107,543,990	34,505,666,411	18,500,000,000

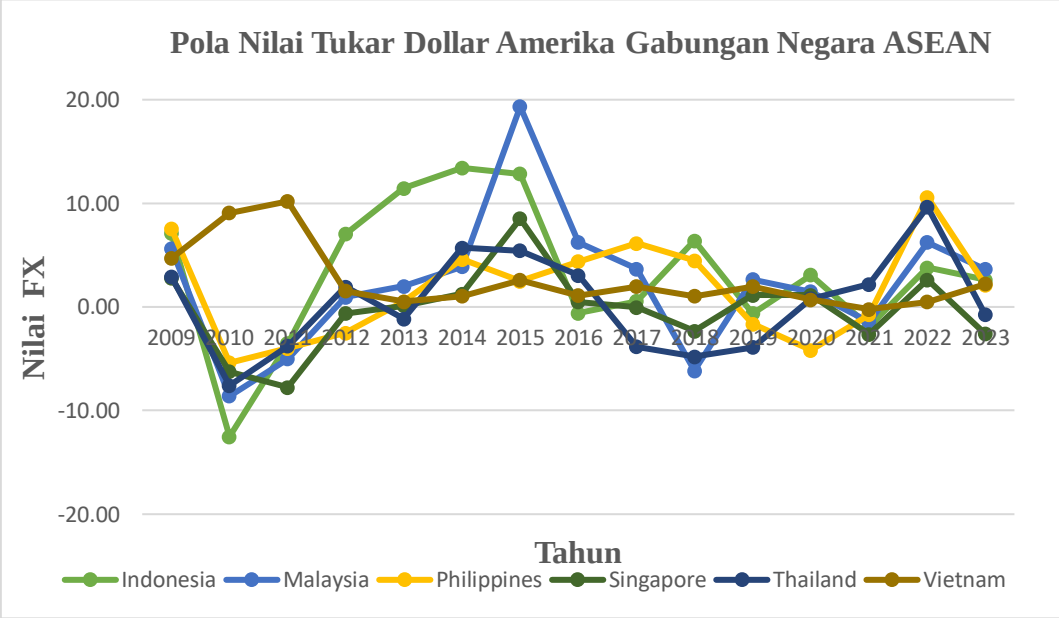
Sumber : Bank Dunia (2024)

Tabel 4.16 merupakan data yang menunjukkan bahwa ekspor Vietnam lebih besar dari impor sehingga neraca perdagangan Vietnam surplus dan data Foreign Direct Investment. Berdasarkan data bank dunia, FDI Vietnam dari tahun 2009 sampai 2023 mengalami pertumbuhan. Investor asing bisa memperkuat modal, kemajuan teknologi lebih cepat untuk efisiensi produksi sehingga ekspor Vietnam semakin besar (Khoja et al., 2019**)**. Ekspor Vietnam menggunakan kurs Dollar Amerika, maka ketika kurs Dollar Amerika naik pendapatan ekspor tersebut akan meningkat (Bhattacharjee & Han, 2014; Hafeez & Kar, 2021). Ekspor Vietnam yang terus meningkat menjadikan Vietnam surplus neraca perdagangannya. Hal ini akan meningkatkan profitabilitas perusahaan dan mengurangi financial distress (Vuong et al., 2019; Bao & Le, 2021). Terdapat hubungan positif antara nilai tukar dan kinerja ekspor yang dapat menambah profitabilitas perusahaan di Vietnam sehingga dapat mengurangi risiko terjadinya *financial distress* (Shubber & Nguyen, 2018; Duc et al., 2022).

Berdasarkan Gambar 4.1 dan Gambar 4.2 berikut ini juga dapat menjelaskan bentuk pola nilai tukar Dollar Amerika di negara Vietnam dan gabungan negara ASEAN dari tahun 2009-2023.



Gambar 4.1 Pola Nilai Tukar Dollar Amerika di Negara Vietnam
Sumber : Data Diolah (2024)



Gambar 4.2 Pola Nilai Tukar Dollar Amerika Gabungan Negara ASEAN
Sumber : Data Diolah (2024)

e. Pengaruh Pasar terhadap *Financial Distress*

Penelitian ini menemukan bahwa pasar (MAR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN untuk unit analisis perusahaan data gabungan enam (6) negara maupun lima (5) data masing-masing negara yaitu Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, dan Vietnam sehingga pasar (MAR) sebagai variabel kontrol yang mempengaruhi *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN dalam penelitian ini dapat dikatakan terbukti. Akan tetapi di negara Singapore menunjukkan bahwa pasar (MAR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN, sehingga pasar (MAR) sebagai variabel kontrol tidak dapat didukung di Singapore.

Hasil penelitian ini sejalan dengan teori *financial distress* oleh M.J. Gordon yang menyebutkan bahwa *financial distress* terjadi karena adanya dampak terhadap nilai perusahaan, saham, dan utang (Gordon, 1971). Kedua, *The Wrecker*

Theory of Financial Distress oleh Kalckreuth bahwa pemegang saham dapat mengeksploitasi *financial distress* suatu perusahaan untuk keuntungan pribadi, sehingga mengakibatkan perubahan nilai perusahaan, harga saham, dan dinamika kepemilikan perusahaan (Kalckreuth, 2005).

Hasil ini juga sejalan dengan penelitian yang menyebutkan bahwa pasar (MAR) berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Di negara berkembang variabel pasar berpengaruh negatif terhadap *financial distress*, artinya semakin luas pasar maka akan semakin mengurangi terjadinya *financial distress* (Tsai, 2013; Ninh et al., 2018; Sehgal et al., 2021; ElBannan, 2021; Baek et al., 2024). Bahkan faktor pasar seperti sentimen pasar, volatilitas pasar, return pasar (harga saham), dan faktor-faktor lain yang mempengaruhi harga saham secara umum memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan oleh sebab itu juga berdampak pada terjadinya *financial distress*.

Sedangkan penelitian lain hasilnya berkebalikan dengan teori yaitu pasar (MAR) berpengaruh positif terhadap terhadap *financial distress* seperti hasil penelitian di Singapore yaitu penelitian Charalambakis & Garrett (2016) dan ElBannan (2021). Perusahaan dengan volatilitas pengembalian saham yang tinggi cenderung memiliki kemungkinan kesulitan keuangan yang lebih tinggi, sehingga pasar (MAR) berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Sementara variabel pasar seperti peningkatan nilai *market capitalization, market-to-book ratio,* dan *market value of equity* dapat meningkatkan risiko *financial distress* pada perusahaan, sehingga pengaruhnya adalah positif.

Penelitian ini juga melakukan uji hipotesis unit analisis perusahaan dengan data lag-1 untuk mengetahui kemungkinan variabel dependen pada tahun (*n*)

terpengaruh oleh variabel independen data tahun sebelumnya (*n-1*). Hasilnya pasar (MAR) dengan menggunakan data lag-1 sama dengan data tanpa lag, yaitu secara gabungan enam (6) negara pasar (MAR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN. Begitupun hasil masing-masing negara dengan menggunakan data lag-1 sama seperti data tanpa lag bahwa di lima (5) negara yaitu Indonesia, Malaysia, Phillippines, Thailand, dan Vietnam berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* perusahaan *go public* di ASEAN sedangkan di Singapore hasilnya adalah berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN. Dengan demikian pasar (MAR) sebagai variabel kontrol dengan data lag-1 tidak terbukti di negara Singapore.

Variabel pasar di Singapore baik tanpa lag maupun lag-1 justru menunjukkan hasil yang berpengaruh negatif terhadap *financial distress*, sehingga terbukti bahwa baik di tahun sebelumnya (n-1) maupun di tahun yang sama (n) Singapore merupakan negara maju di wilayah ASEAN, yang menjadikan pasar di Singapore sebagai pusat perekonomian global dan memiliki persaingan bisnis yang tinggi. Singapura sangat bergantung pada perdagangan internasional**.** Perusahaan yang bergantung pada ekspor mungkin menghadapi kesulitan modal dan keuangan karena penurunan permintaan global (Younas et al., 2021). Agar tetap kompetitif, perusahaan harus terus berinovasi.

Perusahaan yang tidak kompetitif mungkin mengalami *financial distress* karena penurunan penjualan atau kesulitan membayar utang (Charalambakis & Garrett, 2016). Selain itu, Singapura merupakan pusat Penanaman Modal Asing Langsung (FDI) di Asia. Ketika kondisi ekonomi memburuk, investor asing dapat

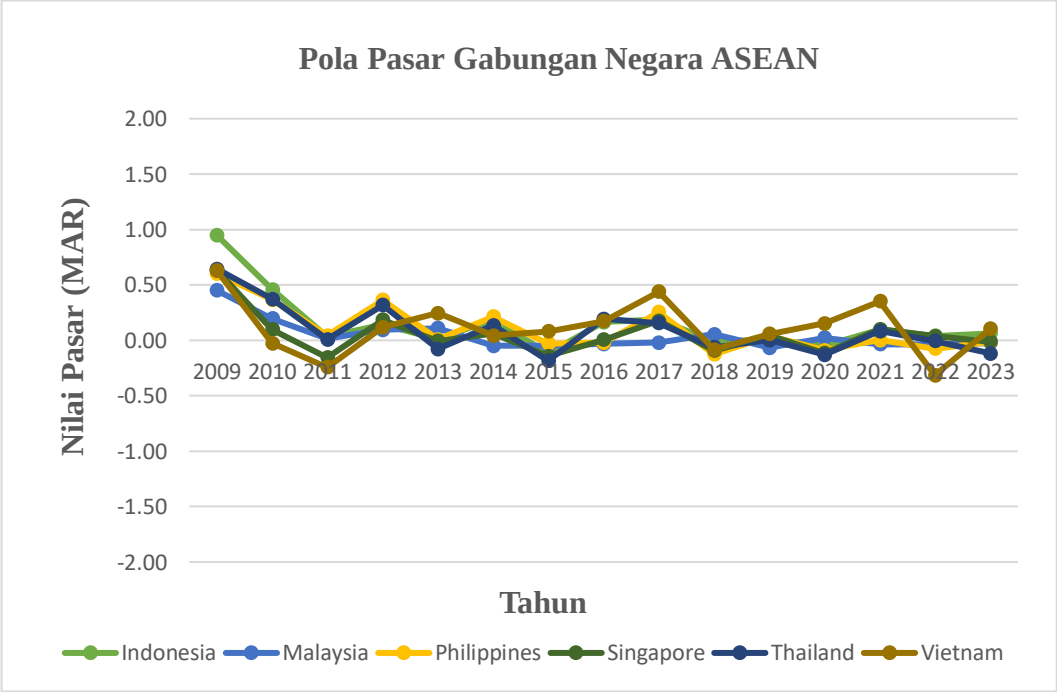
menarik dananya, sehingga semakin sulit bagi perusahaan untuk mendapatkan investor baru (Glei et al., 2018). Perusahaan yang sangat bergantung pada investasi asing mungkin akan mengalami *financial distress*.

Bursa Efek Singapura (SGX) sangat dipengaruhi oleh tren global dan telah mengalami volatilitas yang tinggi. Perusahaan dengan volatilitas pengembalian saham yang tinggi cenderung memiliki kemungkinan kesulitan keuangan yang lebih tinggi, sehingga pasar (MAR) berpengaruh positif terhadap *financial distress* (Charalambakis & Garrett, 2016). Krisis ekonomi global seperti pandemi COVID-19 atau perang dagang AS-Tiongkok dapat menyebabkan penurunan harga saham. Ketika harga saham turun, perusahaan yang mengandalkan pasar modal untuk mengumpulkan dana mungkin akan kesulitan membayar utang atau menarik investor baru, yang menyebabkan *financial distress* (ElBannan, 2021).

Ekspansi bisnis di Singapura didanai dari utang. Artinya, jika kondisi ekonomi memburuk, kemungkinan besar mengalami *financial distress* (Charalambakis & Garrett, 2016). Terlebih biaya hidup dan biaya operasional di Singapura termasuk yang tertinggi di kawasan ASEAN, yang berarti bisnis dengan margin keuntungan rendah bisa mengalami *financial distress* (ElBannan, 2021).

Berdasarkan Gambar 4.3 dan Gambar 4.4 berikut ini dapat menjelaskan bentuk pola pasar (MAR) sebagai variabel kontrol di negara Singapore hasilnya menunjukkan pola sedikit yang berbeda dengan kelima (5) negara lainnya dan pola pasar (MAR) gabungan negara ASEAN dari tahun 2009-2023.

Gambar 4.3 Pola Pasar di Negara Singapore
Sumber : Data Diolah (2024)



Gambar 4.4 Pola Pasar Gabungan Negara ASEAN
Sumber : Data Diolah (2024)

2. Unit Analisis Negara

Selain menguji dengan unit analisis perusahaan, penelitian ini juga menggunakan unit analisis negara untuk menguji pengaruh produk domestik bruto

(PDB), inflasi (INF), suku bunga (INT), nilai tukar Dollar Amerika (FX), dan pasar (MAR) terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN. Pendekatan yang digunakan yaitu perusahaan yang mengalami *financial distress*. Produk domestik bruto (PDB) dengan data tanpa lag maupun data lag-1 berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress,* sehingga hipotesis H1 terbukti. Inflasi (INF) dengan data tanpa lag maupun data lag-1 tidak signifikan berpengaruh terhadap *financial distress,* sehingga hipotesis H2 tidak terbukti. Suku bunga (INT) dengan data tanpa lag berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress,* sehingga hipotesis H2 terbukti. Namun dengan data lag-1 tidak signifikan terhadap *financial distress,* sehingga hipotesis H2 lag-1 tidak terbukti. Nilai tukar Dollar Amerika (FX) dengan data tanpa lag maupun data lag-1 tidak signifikan berpengaruh terhadap *financial distress*, sehingga hipotesis H4 tidak terbukti. Variabel kontrol pasar (MAR) dengan data tanpa lag maupun data lag-1 tidak signifikan terhadap *financial distress,* sehingga pasar sebagai variabel kontrol tidak terbukti.

Terdapat perbedaan hasil antara unit analisis negara dan unit analisis perusahaan yaitu pada inflasi (INF) data lag maupun lag-1, suku bunga (INT) data lag-1, nilai tukar Dollar Amerika (FX) data lag maupun lag-1, dan pasar (MAR) data lag maupun lag-1. Berdasarkan data yang diuji menunjukkan bahwa pengaruh faktor makroekonomi terhadap *financial distress* negara tidak terbukti. Dalam hal ini variabel dependen (FDN) tidak dapat diindikasikan untuk mewakili perusahaan yang mengalami *financial distress* atau perusahaan yang tidak mengalami *financial distress* karena pada penelitian ini semua perusahaan yang menjadi sampel masih beroperasi dan tercatat di bursa saham masing-masing negara. Penelitian dengan

menggunakan unit analisis negara adalah untuk mengukur pengaruh ke kesulitan keuangan atau penurunan kinerja keuangan.

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Penelitian yang berjudul "Pengaruh faktor makroekonomi terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN" diperuntukkan sebagai deteksi dini kinerja keuangan yang secara umum menunjukkan hasil bahwa faktor makroekonomi memiliki pengaruh terhadap *financial distress* ketika menggunakan unit analisis perusahaan, namun tidak berpengaruh signifikan ketika unit analisisnya adalah negara. Berdasarkan hasil penelitian yang telah diuraikan pada bab sebelumnya, penulis menyimpulkan sebagai berikut :

1. Produk domestik bruto (PDB) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* dengan unit analisis perusahaan data tanpa lag maupun lag-1 secara gabungan maupun masing-masing negara, sehingga terbukti bahwa semakin tinggi produk domestik bruto (PDB) akan mengurangi terjadinya *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN. Perbedaannya hanya di Indonesia data lag-1 yang hasilnya tidak signifikan. Produk domestik bruto (PDB) dengan data tanpa lag maupun lag-1 unit analisis negara berpengaruh negatif signifikan terhadap *financial distress*, sehingga terbukti bahwa semakin tinggi produk domestik bruto (PDB) akan mengurangi terjadinya *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN.
2. Inflasi (INF) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* dengan unit analisis perusahaan data tanpa lag maupun lag-1 secara gabungan maupun masing-masing negara, sehingga terbukti bahwa semakin tinggi

inflasi (INF) akan meningkatkan terjadinya *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN, kecuali Malaysia data lag-1 menunjukkan negatif signifikan. Inflasi (INF) dengan data tanpa lag maupun lag-1 unit analisis negara tidak signifikan terhadap *financial distress*, sehingga tidak terbukti mempengaruhi *financial distress* perusahaan *go public* di ASEAN.

3. Suku bunga (INT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* dengan unit analisis perusahaan data tanpa lag maupun lag-1 secara gabungan maupun masing-masing negara, sehingga terbukti bahwa semakin tinggi suku bunga (INT) akan meningkatkan terjadinya *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN, kecuali Malaysia data lag-1 menunjukkan negatif signifikan. Suku bunga (INT) dengan data tanpa lag unit analisis negara positif signifikan terhadap *financial distress*, sehingga terbukti mempengaruhi *financial distress* perusahaan *go public* di ASEAN. Namun tidak demikian dengan data lag-1 yang hasilnya tidak signifikan terhadap *financial distress.*
4. Nilai tukar Dollar Amerika (FX) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* dengan unit analisis perusahaan data tanpa lag sehingga terbukti bahwa semakin tinggi nilai tukar Dollar Amerika (FX) akan meningkatkan terjadinya *financial distress* perusahaan *go public* di ASEAN. Akan tetapi di negara Vietnam data tanpa lag maupun lag-1 menunjukkan hasil positif dan signifikan. Begitupun data lag-1 untuk Philippines menunjukkan hasil negatif dan signifikan, sedangkan Thailand menunjukkan hasil tidak signifikan. Nilai tukar Dollar Amerika (FX) dengan data tanpa lag maupun lag-1 unit analisis negara tidak signifikan, sehingga tidak terbukti

bahwa nilai tukar Dollar Amerika (FX) mempengaruhi *financial distress* perusahaan *go public* di ASEAN.

5. Hasil penelitian ini dapat memberikan kontribusi teoritik yaitu dapat dijadikan literatur rujukan bahwa faktor makroekonomi meliputi produk domestik bruto, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar Dollar Amerika memiliki pengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public*. Selain ini hasil penelitian ini dapat digunakan oleh pemerintah dalam pengambilan kebijakan untuk mengantisipasi terjadinya *financial distress* perusahaan-perusahaan yaitu dengan peningkatan produk domestik bruto (PDB), pengendalian inflasi, pengendalian suku bunga, dan pengendalian nilai tukar.

B. Kelemahan dan Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini, penulis menemukan kelemahan penelitian yaitu variabel independen (Y) *financial distress* perusahaan yang digunakan sebagai populasi dan sampel penelitian hanyalah estimasi. Hal ini dikarenakan perusahaan yang digunakan adalah perusahaan yang masih beroperasi dan untuk mendapatkan data mengenai perusahaan di ASEAN yang sudah bangkrut sulit untuk diperoleh.

Selain kelemahan, penelitian ini juga menemukan keterbatasan penelitian yaitu data *financial distress* perusahaan dengan software aplikasi Osiris hanya terbatas selama 15 tahun saja yaitu data dari 2009-2023 dan data yang ditampilkan merupakan perusahaan *go public* dan yang masih beroperasi. Temuan kelemahan dan keterbatasan penelitian ini dapat dijadikan bahan evaluasi untuk penelitian selanjutnya.

C. Saran

Berdasarkan hasil temuan penelitian yang berjudul "Pengaruh faktor makroekonomi terhadap *financial distress* pada perusahaan *go public* di ASEAN" maka penulis memberikan saran sebagai berikut :

1. Bagi pengembangan ilmu dan penelitian berikutnya, hasil penelitian ini dapat menunjukkan bahwa secara umum faktor makroekonomi memiliki pengaruh signifikan terhadap terjadinya *financial distress* perusahaan sehingga penelitian selanjutnya masih dapat menggunakan faktor makroekomoni namun dengan periode penelitian yang bisa lebih dari 15 (lima belas) tahun. Penelitian juga dapat dilakukan dengan mengambil populasi dan sampel di wilayah selain ASEAN seperti MENA (Middle East and North Africa), NAFTA (North American Free Trade Agreement), MEE (Masyarakat Ekonomi Eropa), atau APEC (Asia Pacific Economic Cooperation).
2. Bagi manajer perusahaan, penulis menyarankan agar memantau perkembangan faktor makro ekonomi untuk mengantisipasi dampaknya terhadap bisnis, efisiensi operasional dan berinovasi, melakukan ekspansi bisnis ke pasar internasional untuk mengantisipansi jika pasar domestik sedang melemah namun juga menggunakan *hedging* (lindung nilai) untuk meminimalkan dampak fluktuasi nilai tukar Dollar Amerika, mengelola utang dengan baik, dan memiliki cadangan likuiditas untuk menghadapi kondisi darurat akibat ketidakpastian ekonomi.

DAFTAR PUSTAKA

Ali, S., ur Rehman, R., Yuan, W., Ahmad, M. I., & Ali, R. (2021). Does foreign institutional ownership mediate the nexus between board diversity and the risk of financial distress? A case of an emerging economy of China. *Eurasian Business Review*, *12*(3), 553–581. https://doi.org/10.1007/s40821-021-00191-z

Aljughaiman, A. A., Nguyen, T. H., Trinh, V. Q., & Du, A. (2023). The Covid-19 outbreak, corporate financial distress and earnings management. *International Review of Financial Analysis*, *88*(April), 102675. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102675

Altman & Hotchkiss, E. (2019). *Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy* (Fourth Edi). John Wiley & Sons, Inc, Hokoben, New Jersey.

Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, *23*(4), 589–609.

Altman, E. I. (2000). Predicting Financial Distress of Companies : Revisiting The Z-Score and Zeta Models, Updated From E. I. Altman Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Banking & Finance*, *Vol. 1*(July).

Altman, E. I. (2018). Applications of distress prediction models: What have we learned after 50 years from the z-score models? *International Journal of Financial Studies*, *6*(3). https://doi.org/10.3390/ijfs6030070

Altman, E. I., Iwanicz-Drozdowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial Distress Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model. *Journal of International Financial Management and Accounting*, *28*(2), 131–171. https://doi.org/10.1111/jifm.12053

Amendola, A., Restaino, M., & Sensini, L. (2015). An analysis of the determinants of financial distress in Italy: A competing risks approach. *International Review of Economics and Finance*, *37*, 33–41. https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.10.012

Aziz, M. A., & Dar, H. A. (2006). Predicting corporate bankruptcy: Where we stand? *Corporate Governance*, *6*(1), 18–33. https://doi.org/10.1108/14720700610649436

Baek, C., Baek, S., & Glambosky, M. (2024). Macroeconomic impact and stock returns' vulnerability by size, solvency, and financial distress. *Finance Research Letters*, *59*(November 2023), 104718. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104718

Bahmani-Oskooee, M., & Kanitpong, T. (2021). On the asymmetric effects of exchange rate changes and Thailand's inpayments from and outpayments to

its partners. *Journal of Economic Asymmetries*, *24*(July), e00222. https://doi.org/10.1016/j.jeca.2021.e00222

Bakar, M. J. A., Loganathan, N., Mursitama, T. N., & Hassan, A. A. G. (2021). the Effects of Interest Rate on Real Effective Exchange Rate Volatility Spillover in Malaysia and Thailand: Empirical Evidence. *Journal of ASEAN Studies*, *9*(2), 181–198. https://doi.org/10.21512/JAS.V9I2.7517

Balasubramanian, S. A., Radhakrishna, G. S., Sridevi, P., & Natarajan, T. (2019). Modeling corporate financial distress using financial and non-financial variables: The case of Indian listed companies. *International Journal of Law and Management*, *61*(3–4), 457–484. https://doi.org/10.1108/IJLMA-04-2018-0078

Bao, H. H. G., & Le, H. P. (2021). Asymmetric impact of exchange rate on trade between Vietnam and each of EU-27 countries and the UK: evidence from nonlinear ARDL and the role of vehicle currency. *Heliyon*, *7*(6), e07344. https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e07344

Beaver, W. H. (1966). Financial Ratios As Predictors of Failure Authors (s): William H . Beaver Source : Journal of Accounting Research , Vol . 4 , Empirical Research in Accounting : Selected Published by : Wiley on behalf of Accounting Research Center , Booth School of Busi. *Journal of Accounting Research*, *4*(1966), 71–111. http://www.jstor.org/stable/2490171

Bevilacqua, M., Tunaru, R., & Vioto, D. (2023). Options-based systemic risk, financial distress, and macroeconomic downturns. *Journal of Financial Markets*, *65*(April), 100834. https://doi.org/10.1016/j.finmar.2023.100834

Bhattacharjee, A., & Han, J. (2014). Financial distress of Chinese firms: Microeconomic, macroeconomic and institutional influences. *China Economic Review*, *30*, 244–262. https://doi.org/10.1016/j.chieco.2014.07.007

bin Abdullah, A. M. (2020). Identifying the determinants of financial distress for public listed companies in Malaysia. *Jurnal Pengurusan*, *59*(2020), 11–24. https://doi.org/10.17576/pengurusan-2020-59-03

Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk? *Economic Modelling*, *91*(January 2019), 835–851. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.05.012

Bouvatier, V., Lepetit, L., Rehault, P. N., & Strobel, F. (2023). Time-varying Z-score measures for bank insolvency risk: Best practice. *Journal of Empirical Finance*, *73*(January 2022), 170–179. https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2023.06.002

Cao, J., Dong, D., & Yue, S. (2024). Institutional investors' site visits and firms' financial distress. *Research in International Business and Finance*, *67*(January 2023). https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102150

Charalambakis, E. C., & Garrett, I. (2016). On the prediction of financial distress in developed and emerging markets: Does the choice of accounting and market

information matter? A comparison of UK and Indian Firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *47*(1), 1–28. https://doi.org/10.1007/s11156-014-0492-y

Charalambakis, E. C., & Garrett, I. (2019). On corporate financial distress prediction: What can we learn from private firms in a developing economy? Evidence from Greece. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *52*(2), 467–491. https://doi.org/10.1007/s11156-018-0716-7

Chavleishvili, S., & Kremer, M. (2021). Measuring Systemic Financial Stress and its Impact on the Macroeconomy. *SSRN Electronic Journal*. https://doi.org/10.2139/ssrn.3766928

Chen, J., De Cesari, A., Hill, P., & Ozkan, N. (2018). Initial compensation contracts for new executives and financial distress risk: An empirical investigation of UK firms. *Journal of Corporate Finance*, *48*, 292–313. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.002

Dewi, D. N., Murhadi, W. R., & Sutejo, B. S. (2023). Financial Ratios, Corporate Governance, and Macroeconomic Indicators in Predicting Financial Distress. *Journal of Law and Sustainable Development*, *11*(4), 1–18. https://doi.org/10.55908/sdgs.v11i4.893

Ding, S., Cui, T., Bellotti, A. G., Abedin, M. Z., & Lucey, B. (2023). The role of feature importance in predicting corporate financial distress in pre and post COVID periods: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, *90*(August), 102851. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102851

Duc, L. A., Nhuong, B. H., Linh, H. D., Ha, H. T. T., Anh, D. T., Huong, T. L., & Van, L. T. A. (2022). Determinants of Vietnam'S Exports To Asean Countries in the Context of the Asean Economic Community. *Journal of Social Economics Research*, *9*(2), 61–69. https://doi.org/10.18488/35.v9i2.3058

Dudley, E., & Yin, Q. E. (2018). Financial distress, refinancing, and debt structure. *Journal of Banking and Finance*, *94*, 185–207. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.07.004

ElBannan, M. A. (2021). On the prediction of financial distress in emerging markets: What matters more? Empirical evidence from Arab spring countries. *Emerging Markets Review*, *47*(February 2020), 100806. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100806

Fadrul, F., & Ridawati, R. (2020). Analysis of Method Used to Predict Financial Distress Potential in Pulp and Paper Companies of Indonesia. *International Journal of Economics Development Research (IJEDR)*, *1*(1), 57–69. https://doi.org/10.37385/ijedr.v1i1.29

Fakhar, S., Mohd Khan, F., Tabash, M. I., Ahmad, G., Akhter, J., & Al-Absy, M. S. M. (2023). Financial distress in the banking industry: A bibliometric synthesis and exploration. *Cogent Economics and Finance*, *11*(2). https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2253076

Farooq, M., Hunjra, A. I., Ullah, S., & Al-Faryan, M. A. S. (2023). The determinants of financial distress cost: A case of emerging market. *Cogent Economics and Finance*, *11*(1). https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2186038

Farooq, M., Noor, A., & Maqbool, N. (2023). How does corporate social responsibility affect financial distress? The moderating role of corporate governance. *Social Responsibility Journal*, *19*(8), 1555–1573. https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2021-0353

Farooq, M., Qureshi, S. F., & Bhutta, Z. M. (2021). Indirect financial distress costs in non-financial firms: evidence from an emerging market. *Pacific Accounting Review*, *33*(4), 417–434. https://doi.org/10.1108/PAR-09-2020-0127

Fernández-Gámez, M. Á., Soria, J. A. C., Santos, J. A. C., & Alaminos, D. (2020). European country heterogeneity in financial distress prediction: An empirical analysis with macroeconomic and regulatory factors. *Economic Modelling*, *88*(September 2019), 398–407. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.09.050

Garcia-Appendini, E. (2018). Financial distress and competitors' investment. *Journal of Corporate Finance*, *51*(May), 182–209. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.06.003

Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). Analisis Multivariat dan Ekonometrika Teori, Konsep dan Aplikasi dengan Eviews 10. In *Badan Penerbit Universitas Diponegoro* (2nd ed.).

Glei, D. A., Goldman, N., & Weinstein, M. (2018). Perception has its Own Reality: Subjective versus Objective Measures of Economic Distress. *Population and Development Review*, *44*(4), 695–722. https://doi.org/10.1111/padr.12183

Gordon, A. M. J. (1971). *Towards a Theory of Financial Distress Source : The Journal of Finance , May , 1971 , Vol . 26 , No . 2 , Papers and Proceedings of the Twenty-Ninth Annual Meeting of the American Finance Association Detroit , Published by : Wiley for the American Finance*. *26*(2), 347–356.

Habib, A., Costa, M. D., Huang, H. J., Bhuiyan, M. B. U., & Sun, L. (2020). Determinants and consequences of financial distress: review of the empirical literature. *Accounting and Finance*, *60*(S1), 1023–1075. https://doi.org/10.1111/acfi.12400

Habib, A. M., & Kayani, U. N. (2022). Does the efficiency of working capital management affect a firm's financial distress? Evidence from UAE. *Corporate Governance (Bingley)*, *22*(7), 1567–1586. https://doi.org/10.1108/CG-12-2021-0440

Hafeez, A., & Kar, S. (2021). Looking Beyond the Financial Numbers: The Relationship Between Macroeconomic Indicators and the Likelihood of Financial Distress. *Global Business Review*, *22*(3), 674–688. https://doi.org/10.1177/0972150918811716

Hashi, I. (1997). The Economics of Bankruptcy , Reorganisation and Liquidation : *European, East Economies, Transitional, May*.

Hernandez Tinoco, M., Holmes, P., & Wilson, N. (2018). Polytomous response financial distress models: The role of accounting, market and macroeconomic variables. *International Review of Financial Analysis*, *59*(March), 276–289. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.03.017

Hussein, R., & Idris, M. (2023). Detecting Financial Distress of Companies listed on Amman Stock Exchange Using the Models of Altman and Jones. *Quality - Access to Success*, *24*(194), 196–201. https://doi.org/10.47750/QAS/24.194.23

Ibrahim, R. (2019). Corporate governance effect on financial distress: evidence from In-donesian public listed companies. *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, *21*(3), 415. https://doi.org/10.14414/jebav.v21i3.1626

IMF. (1998). Financial Crises: Causes and Indicators. *World Economic and Financial Surveys*, *9*(February 1997), 74–97. https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf

Isayas, Y. N. (2021). Financial distress and its determinants: Evidence from insurance companies in Ethiopia. *Cogent Business and Management*, *8*(1). https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1951110

Kalash, I. (2023). The financial leverage–financial performance relationship in the emerging market of Turkey: the role of financial distress risk and currency crisis. *EuroMed Journal of Business*, *18*(1), 1–20. https://doi.org/10.1108/EMJB-04-2021-0056

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

Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian RI. (2023). Kendalikan Inflasi, Pemerintah dan Bank Indonesia Sepakati 5 Langkah Strategis. *Ekon.Go.Id*, *5*, 2–3. https://ekon.go.id/publikasi/detail/4934/kendalikan-inflasi-pemerintah-dan-bank-indonesia-sepakati-5-langkah-strategis

Khoja, L., Chipulu, M., & Jayasekera, R. (2019). Analysis of financial distress cross countries: Using macroeconomic, industrial indicators and accounting data. *International Review of Financial Analysis*, *66*(August), 101379. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101379

Li, L., Chen, H., & Xiang, J. (2023). Oil price uncertainty, financial distress and real economic activities: Evidence from China. *Pacific Basin Finance Journal*, *81*(March). https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102103

Manzaneque, M., Priego, A. M., & Merino, E. (2016). Corporate governance effect on financial distress likelihood: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, *19*(1), 111–121. https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2015.04.001

Mselmi, N., Lahiani, A., & Hamza, T. (2017). Financial distress prediction: The case of French small and medium-sized firms. *International Review of Financial Analysis*, *50*, 67–80. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.02.004

Nasir, N. M., & Ali, M. M. (2020). Corporate Governance And Financial Distress: Malaysian Perspective. *Asian Journal of Accounting Perspectives*, *11*(1), 108–128.

Ohlson, J. A. (1980). Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, *18*(1), 109. https://doi.org/10.2307/2490395

Pham Vo Ninh, B., Do Thanh, T., & Vo Hong, D. (2018). Financial distress and bankruptcy prediction: An appropriate model for listed firms in Vietnam. *Economic Systems*, *42*(4), 616–624. https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2018.05.002

Primawan, A. (2023). Systematic Literature Review – Determinants of Corporate Financial Distress Prediction. *Jurnal Akuntansi*, *13*(2), 120–130. https://doi.org/10.33369/jakuntansi.13.2.120-130

Qureshi, S., & Aftab, M. (2023). Exchange Rate Interdependence in ASEAN Markets: A Wavelet Analysis. *Global Business Review*, *24*(6), 1180–1204. https://doi.org/10.1177/0972150920919371

Ryu, H., & Choi, H. (2023). Financial distress and value of cash holdings: evidence from the Korean stock market. *Applied Economics Letters*, *30*(13), 1833–1837. https://doi.org/10.1080/13504851.2022.2083550

Sadaa, A. M., Ganesan, Y., Yet, C. E., Alkhazaleh, Q., Alnoor, A., & aldegis, A. M. (2023). Corporate governance as antecedents and financial distress as a consequence of credit risk. Evidence from Iraqi banks. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, *9*(2). https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2023.100051

Sairin, N. H., Salisi, M. S., Bujang, I., Branch, S., & Kinabalu, K. (2019). Determining Macroeconomic Factor of Financial Distress in Malaysia. *Malaysian Journal of Business and Economics*, *2*(2), 29–36.

Sehgal, S. (2021). On the determinants and prediction of corporate financial distress in India. *Managerial Finance*, 1–73.

Sehgal, Sanjay, Mishra, R. K., & Jaisawal, A. (2021). A search for macroeconomic determinants of corporate financial distress. *Indian Economic Review*, *56*(2), 435–461. https://doi.org/10.1007/s41775-021-00119-4

Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. *Corporate Governance (Bingley)*, *15*(5), 641–662. https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0140

Shahwan, T. M., & Habib, A. M. (2020). Does the efficiency of corporate

governance and intellectual capital affect a firm's financial distress? Evidence from Egypt. *Journal of Intellectual Capital*, *21*(3), 403–430. https://doi.org/10.1108/JIC-06-2019-0143

Shubber, K., & Nguyen, T. T. (2018). Vietnam s stock market volatility under macroeconomic impacts. *Pressacademia*, *5*(1), 38–57. https://doi.org/10.17261/pressacademia.2018.783

Sumiyana, S., Na'im, A., Kurniawan, F., & Nugroho, A. H. L. (2023). Earnings management and financial distress or soundness determining CEOs' future over- and under-investment decisions. *Humanities and Social Sciences Communications*, *10*(1). https://doi.org/10.1057/s41599-023-01638-6

Tiwary, D., Das, K. C., Shettigar, J., & Misra, P. (2022). Exchange Rate Volatility and Financial Stress: Evidence from Developing Asia. *Journal of Emerging Market Finance*, *21*(4), 355–384. https://doi.org/10.1177/09726527221078634

Tsai, B. H. (2013). An Early Warning System of Financial Distress Using Multinomial Logit Models and a Bootstrapping Approach. *Emerging Markets Finance and Trade*, *49*(SUPPL2), 43–69. https://doi.org/10.2753/REE1540-496X4902S203

Udin, S., Khan, M. A., & Javid, A. Y. (2017). The effects of ownership structure on likelihood of financial distress: an empirical evidence. *Corporate Governance (Bingley)*, *17*(4), 589–612. https://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0067

Uğurlu, M., & Aksoy, H. (2006). Prediction of corporate financial distress in an emerging market: The case of Turkey. *Cross Cultural Management: An International Journal*, *13*(4), 277–295. https://doi.org/10.1108/13527600610713396

Viana, D. B. C., Lourenço, I., & Black, E. L. (2022). Financial distress, earnings management and Big 4 auditors in emerging markets. *Accounting Research Journal*, *35*(5), 660–675. https://doi.org/10.1108/ARJ-06-2021-0165

von Kalckreuth, U. (2005). A "Wreckers Theory" of Financial Distress. *SSRN Electronic Journal*, *40*. https://doi.org/10.2139/ssrn.2785223

Vuong, Q. H., Vu, T. H., Doan, Q. H., & Ho, M. T. (2019). Determinants of Vietnamese footwear exporting firms' market selection: A multinomial logistic analysis of panel data. *Heliyon*, *5*(10), e02582. https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2019.e02582

Waqas, H., & Md-Rus, R. (2018). Predicting financial distress: Applicability of O-score and logit model for Pakistani firms. *Business and Economic Horizons*, *14*(2), 389–401. https://doi.org/10.15208/beh.2018.28

Westgaard, S., & Van der Wijst, N. (2001). Default probabilities in a corporate bank portfolio: A logistic model approach. *European Journal of Operational Research*, *135*(2), 338–349. https://doi.org/10.1016/S0377-2217(01)00045-5

Widarjono, A. (2023). *Aplikasi Ekonometrika untuk Penelitian Keuangan Islam disertai Panduan Eviews dan STATA* (1st ed.). UPP STIM YKPN.

Wongsamee, K., & Boonanegpat, S. (2024). Determinants of Exchange Rates in the Asia-Pacific Region: A Comparison of Japan and Thailand. *IBusiness*, *16*(03), 85–100. https://doi.org/10.4236/ib.2024.163007

Younas, N., UdDin, S., Awan, T., & Khan, M. Y. (2021). Corporate governance and financial distress: Asian emerging market perspective. *Corporate Governance (Bingley)*, *21*(4), 702–715. https://doi.org/10.1108/CG-04-2020-0119

Zhao, Q., Xu, W., & Ji, Y. (2023). Predicting financial distress of Chinese listed companies using machine learning: To what extent does textual disclosure matter? *International Review of Financial Analysis*, *89*(November 2022), 102770. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102770

Zhou, F., Fu, L., Li, Z., & Xu, J. (2022). The recurrence of financial distress : A survival analysis. *International Journal of Forecasting*, *38*(3), 1100–1115. https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2021.12.005

Zmijewski M. E. (1984). Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models. *Journal of Accounting Research*, *22*, 59–82.

LAMPIRAN

Lampiran 1. Statistik Deskriptif Variabel Unit Analisis Negara

Negara	Variabel	n	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation
Gabungan	FDN (Skor-Z)	90	0.71	16.79	7.18	3.97
	PDB (%)	90	-9.52	14.52	4.38	3.37
	INF (%)	90	-1.14	18.68	3.08	2.73
	INT (%)	90	-20.50	11.78	3.59	3.89
	FX (%)	90	-12.51	19.33	1.65	5.15
	MAR (%)	90	-0.31	0.95	0.09	0.21
Indonesia	FDN (Skor-Z)	15	6.47	14.78	10.20	2.25
	PDB (%)	15	-2.07	6.22	4.72	1.98
	INF (%)	15	1.56	6.41	4.22	1.51
	INT (%)	15	-1.75	9.99	5.85	3.44
	FX (%)	15	-12.51	13.42	3.28	6.87
	MAR (%)	15	-0.12	0.95	0.14	0.26
Malaysia	FDN (Skor-Z)	15	0.71	11.30	2.84	2.65
	PDB (%)	15	-5.46	8.65	4.14	3.46
	INF (%)	15	-1.14	3.87	1.94	1.30
	INT (%)	15	-2.38	11.78	2.87	3.84
	FX (%)	15	-8.61	19.33	2.30	6.54
	MAR (%)	15	-0.07	0.45	0.04	0.13
Philippines	FDN (Skor-Z)	15	3.63	13.17	6.39	3.11
	PDB (%)	15	-9.52	7.58	4.99	4.30
	INF (%)	15	0.67	5.98	3.33	1.56
	INT (%)	15	2.29	6.35	4.06	1.31
	FX (%)	15	-5.39	10.60	1.63	4.71
	MAR (%)	15	-0.13	0.60	0.10	0.21
Singapore	FDN (Skor-Z)	15	6.33	16.79	10.80	3.79
	PDB (%)	15	-3.87	14.52	4.05	4.17
	INF (%)	15	-0.53	6.12	2.01	2.24
	INT (%)	15	-4.55	7.88	3.50	2.82
	FX (%)	15	-7.75	8.51	-0.28	3.87
	MAR (%)	15	-0.16	0.63	0.05	0.19
Thailand	FDN (Skor-Z)	15	4.73	11.83	7.00	2.28
	PDB (%)	15	-6.05	7.51	2.37	3.21
	INF (%)	15	-0.90	6.08	1.51	1.93
	INT (%)	15	-1.55	4.65	2.49	1.66
	FX (%)	15	-7.58	9.65	0.39	4.68
	MAR (%)	15	-0.18	11.83	0.09	0.22
Vietnam	FDN (Skor-Z)	15	2.90	13.60	5.82	3.48
	PDB (%)	15	2.55	8.12	5.98	1.58
	INF (%)	15	0.63	18.68	5.27	4.47

	INT (%)	15	-20.50	8.99	2.78	7.01
	FX (%)	15	-0.21	10.19	2.59	3.09
	MAR (%)	15	-0.31	0.63	0.12	0.24

Sumber : Data Diolah (2024)

Lampiran 2 Uji Pemilihan Model Unit Analisis Perusahaan

Gabungan

Uji Chow nilai Prob < 0.05, sehingga hasilnya FEM

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.757547	(3284,39896)	0.0000
Cross-section Chi-square	27388.190454	3284	0.0000

Uji Hausmann nilai Prob < 0.05, sehingga hasilnya FEM

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	163.771587	5	0.0000

Kesimpulan :
Dikarenakan nilai Uji Chow dan Uji Hausmann < 0.05 maka model terpilih untuk model gabungan adalah FEM

Indonesia

Uji Chow nilai Prob < 0.05, sehingga hasilnya FEM

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.172521	(3284,31553)	0.0000
Cross-section Chi-square	25159.999383	3284	0.0000

Uji Hausmann nilai Prob < 0.05, sehingga hasilnya FEM

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: REM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	197.024674	5	0.0000

Kesimpulan :
Dikarenakan nilai Uji Chow dan Uji Hausmann < 0.05 maka model terpilih untuk model Indonesia adalah FEM

Malaysia

Uji Chow nilai Prob < 0.05, sehingga hasilnya FEM

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	8.961003	(474,6048)	0.0000
Cross-section Chi-square	3472.770569	474	0.0000

Uji Hausmann nilai Prob > 0.05, sehingga hasilnya REM

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: REM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	8.017815	5	0.1553

Uji Lagrange nilai Prob < 0.05, sehingga hasilnya REM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	5996.614 (0.0000)	55307.55 (0.0000)	61304.17 (0.0000)
Honda	77.43781 (0.0000)	235.1756 (0.0000)	221.0510 (0.0000)
King-Wu	77.43781 (0.0000)	235.1756 (0.0000)	245.0080 (0.0000)
Standardized Honda	77.48531 (0.0000)	307.0905 (0.0000)	235.2567 (0.0000)
Standardized King-Wu	77.48531 (0.0000)	307.0905 (0.0000)	310.3430 (0.0000)
Gourieroux, et al.	--	--	61304.17 (0.0000)

Kesimpulan :
Dikarenakan nilai Uji Lagrange < 0.05 maka model terpilih untuk model Malaysia adalah REM

Philippines

Uji Chow nilai Prob < 0.05, sehingga hasilnya FEM

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	11.767464	(207,2619)	0.0000
Cross-section Chi-square	1862.205949	207	0.0000

Uji Hausmann nilai Prob > 0.05, sehingga hasilnya REM

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: REM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	9.860718	5	0.0793

Uji Lagrange nilai Prob < 0.05 sehingga hasilnya REM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	3611.953 (0.0000)	1235.683 (0.0000)	4847.636 (0.0000)
Honda	60.09952 (0.0000)	35.15229 (0.0000)	67.35320 (0.0000)
King-Wu	60.09952 (0.0000)	35.15229 (0.0000)	49.39615 (0.0000)
Standardized Honda	60.17958 (0.0000)	46.92012 (0.0000)	66.44676 (0.0000)
Standardized King-Wu	60.17958 (0.0000)	46.92012 (0.0000)	57.47372 (0.0000)
Gourieroux, et al.	--	--	4847.636 (0.0000)

Kesimpulan :
Dikarenakan nilai Uji Lagrange < 0.05 maka model terpilih untuk model Philippines adalah REM

Singapore

Uji Chow nilai Prob < 0.05, sehingga hasilnya FEM

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.615402	(397,4931)	0.0000
Cross-section Chi-square	2277.479862	397	0.0000

Uji Hausmann nilai Prob > 0.05, sehingga hasilnya REM

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: REM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	6.024141	5	0.3039

Uji Lagrange nilai Prob < 0.05 sehingga hasilnya REM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	3099.944 (0.0000)	100219.9 (0.0000)	103319.9 (0.0000)
Honda	55.67714 (0.0000)	316.5753 (0.0000)	263.2223 (0.0000)
King-Wu	55.67714 (0.0000)	316.5753 (0.0000)	321.3972 (0.0000)
Standardized Honda	55.72338 (0.0000)	408.8818 (0.0000)	282.9490 (0.0000)
Standardized King-Wu	55.72338 (0.0000)	408.8818 (0.0000)	404.5058 (0.0000)
Gourieroux, et al.	--	--	103319.9 (0.0000)

Kesimpulan :
Dikarenakan nilai Uji Lagrange < 0.05 maka model terpilih untuk model Singapore adalah REM

Thailand

Uji Chow nilai Prob < 0.05 sehingga hasilnya FEM

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.616148	(676,8641)	0.0000
Cross-section Chi-square	5229.476460	676	0.0000

Uji Hausmann nilai Prob < 0.05 sehingga hasilnya FEM

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	12.703743	5	0.0263

Kesimpulan :
Dikarenakan nilai Uji Chow dan Uji Hausmann < 0.05 maka model terpilih untuk model Thailand adalah FEM

Vietnam

Uji Chow nilai Prob < 0.05 sehingga hasilnya FEM

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.357216	(1049,12719)	0.0000
Cross-section Chi-square	8504.889846	1049	0.0000

Uji Hausmann nilai Prob > 0.05 sehingga hasilnya REM

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: REM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	7.804064	5	0.1674

Uji Lagrange nilai Prob < 0.05 hasilnya REM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	14782.64 (0.0000)	40704.99 (0.0000)	55487.63 (0.0000)
Honda	121.5839 (0.0000)	201.7548 (0.0000)	228.6349 (0.0000)
King-Wu	121.5839 (0.0000)	201.7548 (0.0000)	214.4097 (0.0000)
Standardized Honda	121.6227 (0.0000)	253.9624 (0.0000)	233.9528 (0.0000)
Standardized King-Wu	121.6227 (0.0000)	253.9624 (0.0000)	262.3492 (0.0000)
Gourieroux, et al.	--	--	55487.63 (0.0000)

Kesimpulan :
Dikarenakan nilai Uji Lagrange < 0.05 maka model terpilih untuk model Vietnam adalah REM

Lampiran 3. Hasil Uji Pemilihan Model Unit Analisis Negara

Gabungan tanpa Lag

Uji Chow nilai Prob < 0.05 sehingga hasilnya FEM

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.611060	(5,79)	0.0000
Cross-section Chi-square	52.809171	5	0.0000

Uji Hausmann nilai Prob < 0.05 sehingga hasilnya FEM

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: REM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	63.055301	5	0.0000

Kesimpulan :

Dikarenakan nilai Uji Chow dan Uji Hausmann < 0.05 maka model terpilih untuk model gabungan adalah FEM

Gabungan Lag-1

Uji Chow nilai Prob < 0.05 sehingga hasilnya FEM

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: LAG1_FEM
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.947400	(5,73)	0.0000
Cross-section Chi-square	46.999179	5	0.0000

Uji Hausmann nilai Prob < 0.05 sehingga hasilnya FEM

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: LAG1_REM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	54.737002	5	0.0000

Kesimpulan :

Dikarenakan nilai Uji Chow dan Uji Hausmann < 0.05 maka model terpilih untuk model Lag-1 adalah FEM

Lampiran 4. Unit Analisis Perusahaan Tanpa Lag

Gabungan Tanpa Lag

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.146811	0.033512	-153.5819	0.0000
PDB	-0.185180	0.005113	-36.22093	0.0000
INF	0.095850	0.005637	17.00353	0.0000
INT	0.023016	0.003653	6.300235	0.0000
FX	0.032433	0.003066	10.57942	0.0000
MAR	-0.010427	0.000807	-12.92170	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.484202	Mean dependent var	-5.715296
Adjusted R-squared	0.441680	S.D. dependent var	4.021441
S.E. of regression	3.004855	Akaike info criterion	5.111459
Sum squared resid	360227.1	Schwarz criterion	5.772207
Log likelihood	-107081.7	Hannan-Quinn criter.	5.319854
F-statistic	11.38707	Durbin-Watson stat	0.963109
Prob(F-statistic)	0.000000		

Indonesia Tanpa Lag

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.613007	0.130903	-42.87917	0.0000
PDB	-0.098020	0.028060	-3.493203	0.0005
INF	0.048440	0.015124	3.202840	0.0014
INT	0.075404	0.011643	6.476500	0.0000
FX	0.025415	0.009332	2.723377	0.0065
MAR	-0.027238	0.006253	-4.356127	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.612506	Mean dependent var	-6.116146
Adjusted R-squared	0.574569	S.D. dependent var	5.482592
S.E. of regression	3.576026	Akaike info criterion	5.471478
Sum squared resid	62827.27	Schwarz criterion	6.060530
Log likelihood	-14277.31	Hannan-Quinn criter.	5.677138
F-statistic	16.14531	Durbin-Watson stat	0.819403
Prob(F-statistic)	0.000000		

Malaysia Tanpa Lag

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.577724	0.126737	-59.79076	0.0000
PDB	-0.183537	0.015689	-11.69808	0.0000
INF	0.568633	0.039820	14.28025	0.0000
INT	0.097312	0.011671	8.337885	0.0000
FX	0.084827	0.005261	16.12496	0.0000
MAR	-0.023205	0.002781	-8.343851	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	1.981825	0.3659
Idiosyncratic random	2.608677	0.6341

Weighted Statistics

R-squared	0.079629	Mean dependent var	-2.322074
Adjusted R-squared	0.078924	S.D. dependent var	2.720478
S.E. of regression	2.607020	Sum squared resid	44327.13
F-statistic	112.8549	Durbin-Watson stat	0.695333
Prob(F-statistic)	0.000000		

Philippines Tanpa Lag

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.273393	0.304628	-27.15899	0.0000
PDB	-0.078790	0.015619	-5.044446	0.0000
INF	0.411890	0.034886	11.80664	0.0000
INT	0.249190	0.041845	5.955132	0.0000
FX	0.055896	0.012783	4.372806	0.0000
MAR	-0.016866	0.013029	-1.294537	0.1956

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	2.217606	0.4391
Idiosyncratic random	2.506397	0.5609

Weighted Statistics

R-squared	0.081321	Mean dependent var	-1.763135
Adjusted R-squared	0.079696	S.D. dependent var	2.624330
S.E. of regression	2.507768	Sum squared resid	17772.43
F-statistic	50.03129	Durbin-Watson stat	0.941141
Prob(F-statistic)	0.000000		

Singapore Tanpa Lag

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.458061	0.191777	-28.46047	0.0000
PDB	-0.230274	0.018681	-12.32669	0.0000
INF	0.437560	0.030514	14.33948	0.0000
INT	0.063563	0.028706	2.214258	0.0269
FX	0.121433	0.019956	6.084923	0.0000
MAR	0.036662	0.012257	2.990972	0.0028

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	2.655187	0.2931
Idiosyncratic random	4.123627	0.7069

Weighted Statistics			
R-squared	0.077024	Mean dependent var	-2.020527
Adjusted R-squared	0.076158	S.D. dependent var	4.292751
S.E. of regression	4.122094	Sum squared resid	90531.55
F-statistic	88.92650	Durbin-Watson stat	1.508513
Prob(F-statistic)	0.000000		

Thailand Tanpa Lag

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.180398	0.045482	-113.9004	0.0000
PDB	-0.330018	0.015037	-21.94647	0.0000
INF	0.121217	0.018822	6.440212	0.0000
INT	0.174419	0.019051	9.155444	0.0000
FX	0.091214	0.011777	7.745300	0.0000
MAR	-0.012886	0.001553	-8.300008	0.0000

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.470676	Mean dependent var	-5.892707
Adjusted R-squared	0.428960	S.D. dependent var	4.315166
S.E. of regression	3.260851	Akaike info criterion	5.272192
Sum squared resid	91881.02	Schwarz criterion	5.794518
Log likelihood	-23894.32	Hannan-Quinn criter.	5.449614
F-statistic	11.28281	Durbin-Watson stat	0.886677
Prob(F-statistic)	0.000000		

Vietnam Tanpa Lag

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.658139	0.108182	-24.57090	0.0000
PDB	-0.440276	0.012191	-36.11577	0.0000
INF	0.109260	0.007581	14.41163	0.0000
INT	0.087066	0.005747	15.14985	0.0000
FX	-0.161129	0.008711	-18.49811	0.0000
MAR	-0.025284	0.000949	-26.63406	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	1.646733	0.4149
Idiosyncratic random	1.955611	0.5851

Weighted Statistics			
R-squared	0.119224	Mean dependent var	-1.521314
Adjusted R-squared	0.118904	S.D. dependent var	2.086371
S.E. of regression	1.956807	Sum squared resid	52718.94
F-statistic	372.7329	Durbin-Watson stat	0.716738
Prob(F-statistic)	0.000000		

REKAP DATA UNIT ANALISIS PERUSAHAAN TANPA LAG

Negara	PDB (Negatif)	INF (Positif)	INT (Positif)	FX (Positif)	MAR (Negatif)
Gabungan	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Negatif Signifikan
Indonesia	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Negatif Signifikan
Malaysia	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Negatif Signifikan
Philippines	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Negatif Signifikan
Singapore	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan
Thailand	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Negatif Signifikan
Vietnam	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Negatif Signifikan	Negatif Signifikan

Lampiran 5. Unit Analisis Perusahaan Lag-1

Gabungan Lag-1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.363044	0.032748	-163.7672	0.0000
PDB(-1)	-0.146581	0.005007	-29.27793	0.0000
INF(-1)	0.092849	0.005593	16.59953	0.0000
INT(-1)	0.015293	0.003638	4.204264	0.0000
FX(-1)	0.010738	0.003004	3.575103	0.0004
MAR(-1)	-0.009777	0.000798	-12.24876	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.509622	Mean dependent var	-5.805970
Adjusted R-squared	0.465568	S.D. dependent var	3.994430
S.E. of regression	2.920122	Akaike info criterion	5.059983
Sum squared resid	312186.1	Schwarz criterion	5.768607
Log likelihood	-97659.20	Hannan-Quinn criter.	5.284308
F-statistic	11.56818	Durbin-Watson stat	0.981518
Prob(F-statistic)	0.000000		

Indonesia Lag-1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.083126	0.127556	-47.68993	0.0000
PDB(-1)	0.006919	0.027795	0.248915	0.8034
INF(-1)	0.078080	0.014793	5.278326	0.0000
INT(-1)	0.093484	0.011391	8.206616	0.0000
FX(-1)	0.032143	0.009093	3.534830	0.0004
MAR(-1)	-0.036592	0.006173	-5.927315	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.646195	Mean dependent var	-6.144308
Adjusted R-squared	0.607832	S.D. dependent var	5.546674
S.E. of regression	3.473512	Akaike info criterion	5.421075
Sum squared resid	53521.60	Schwarz criterion	6.058187
Log likelihood	-12848.42	Hannan-Quinn criter.	5.644560
F-statistic	16.84406	Durbin-Watson stat	0.845733
Prob(F-statistic)	0.000000		

Malaysia Lag-1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.271005	0.133515	-31.98902	0.0000
PDB(-1)	-0.154904	0.013938	-11.11412	0.0000
INF(-1)	-0.527656	0.039413	-13.38793	0.0000
INT(-1)	-0.533877	0.014512	-36.78951	0.0000
FX(-1)	0.008205	0.004946	1.658760	0.0972
MAR(-1)	-0.117463	0.003422	-34.32160	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	2.139225	0.4628
Idiosyncratic random	2.304776	0.5372

Weighted Statistics

R-squared	0.251556	Mean dependent var	-2.047060
Adjusted R-squared	0.250937	S.D. dependent var	2.662627
S.E. of regression	2.301635	Sum squared resid	32034.12
F-statistic	406.4862	Durbin-Watson stat	0.873539
Prob(F-statistic)	0.000000		

Philippines Lag-1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.316947	0.353259	-23.54345	0.0000
PDB(-1)	-0.087404	0.015488	-5.643292	0.0000
INF(-1)	0.331488	0.043254	7.663793	0.0000
INT(-1)	0.406041	0.047627	8.525484	0.0000
FX(-1)	-0.073824	0.012953	-5.699564	0.0000
MAR(-1)	-0.025117	0.012997	-1.932489	0.0534

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	2.308245	0.4735
Idiosyncratic random	2.434104	0.5265

Weighted Statistics

R-squared	0.081080	Mean dependent var	-1.727806
Adjusted R-squared	0.079325	S.D. dependent var	2.549054
S.E. of regression	2.435496	Sum squared resid	15529.03
F-statistic	46.19906	Durbin-Watson stat	1.012600
Prob(F-statistic)	0.000000		

Singapore Lag-1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.079186	0.189362	-37.38449	0.0000
PDB(-1)	-0.173580	0.016632	-10.43630	0.0000
INF(-1)	0.787897	0.029712	26.51815	0.0000
INT(-1)	0.230344	0.025223	9.132470	0.0000
FX(-1)	0.068236	0.017580	3.881362	0.0001
MAR(-1)	0.057106	0.011138	5.127380	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	2.876967	0.3967
Idiosyncratic random	3.547732	0.6033

Weighted Statistics

R-squared	0.164263	Mean dependent var	-1.836918
Adjusted R-squared	0.163416	S.D. dependent var	3.875635
S.E. of regression	3.544443	Sum squared resid	61935.96
F-statistic	193.7974	Durbin-Watson stat	1.360802
Prob(F-statistic)	0.000000		

Thailand Lag-1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.115105	0.047690	-107.2583	0.0000
PDB(-1)	-0.308256	0.015114	-20.39486	0.0000
INF(-1)	0.256956	0.018592	13.82096	0.0000
INT(-1)	0.147248	0.019614	7.507259	0.0000
FX(-1)	-0.014884	0.011655	-1.277093	0.2016
MAR(-1)	-0.009456	0.001546	-6.117678	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.474683	Mean dependent var	-5.835522
Adjusted R-squared	0.429764	S.D. dependent var	4.261481
S.E. of regression	3.218015	Akaike info criterion	5.251002
Sum squared resid	82472.16	Schwarz criterion	5.808280
Log likelihood	-22018.08	Hannan-Quinn criter.	5.441010
F-statistic	10.56737	Durbin-Watson stat	1.000788
Prob(F-statistic)	0.000000		

Vietnam Lag-1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.434353	0.112163	-21.70378	0.0000
PDB(-1)	-0.399213	0.012646	-31.56924	0.0000
INF(-1)	0.019328	0.007726	2.501682	0.0124
INT(-1)	0.036413	0.005849	6.225183	0.0000
FX(-1)	-0.076856	0.008862	-8.672403	0.0000
MAR(-1)	-0.023013	0.000972	-23.67293	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	1.681832	0.4179
Idiosyncratic random	1.984817	0.5821

Weighted Statistics			
R-squared	0.086437	Mean dependent var	-1.581728
Adjusted R-squared	0.086078	S.D. dependent var	2.078965
S.E. of regression	1.985601	Sum squared resid	50142.12
F-statistic	240.6642	Durbin-Watson stat	0.991422
Prob(F-statistic)	0.000000		

REKAP DATA UNIT ANALISIS PERUSAHAAN LAG-1

Negara	PDB (Negatif)	INF (Positif)	INT (Positif)	FX (Positif)	MAR (Negatif)
Gabungan	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Negatif Signifikan
Indonesia	Tidak Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Negatif Signifikan
Malaysia	Negatif Signifikan	Negatif Signifikan	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Negatif Signifikan
Philippines	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Negatif Signifikan	Negatif Signifikan
Singapore	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan
Thailand	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Tidak Signifikan	Negatif Signifikan
Vietnam	Negatif Signifikan	Positif Signifikan	Positif Signifikan	Negatif Signifikan	Negatif Signifikan

Lampiran 6. Unit Analisis Negara

(Nilai Z-Score Mengalami Financial Distress)

Tanpa Lag

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	38.30595	4.456108	8.596279	0.0000
PDB	-1.397712	0.653780	-2.137896	0.0356
INF	0.119157	0.782223	0.152332	0.8793
INT	0.702796	0.527255	1.332933	0.1864
FX	0.061154	0.386023	0.158422	0.8745
MAR	-0.130118	0.126765	-1.026453	0.3078

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.469043	Mean dependent var	33.34444
Adjusted R-squared	0.401833	S.D. dependent var	24.78408
S.E. of regression	19.16832	Akaike info criterion	8.858477
Sum squared resid	29026.53	Schwarz criterion	9.164010
Log likelihood	-387.6315	Hannan-Quinn criter.	8.981686
F-statistic	6.978792	Durbin-Watson stat	0.839172
Prob(F-statistic)	0.000000		

Lag-1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	37.81478	4.676356	8.086379	0.0000
PDB(-1)	-0.979198	0.687893	-1.423476	0.1589
INF(-1)	-0.169726	0.838175	-0.202494	0.8401
INT(-1)	0.598838	0.563885	1.061987	0.2917
FX(-1)	0.251200	0.405267	0.619838	0.5373
MAR(-1)	-0.126093	0.135435	-0.931023	0.3549

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.444859	Mean dependent var	33.65476
Adjusted R-squared	0.368812	S.D. dependent var	25.21880
S.E. of regression	20.03566	Akaike info criterion	8.954452
Sum squared resid	29304.22	Schwarz criterion	9.272773
Log likelihood	-365.0870	Hannan-Quinn criter.	9.082414
F-statistic	5.849814	Durbin-Watson stat	0.909243
Prob(F-statistic)	0.000002		

REKAP DATA UNIT ANALISIS NEGARA

(Nilai Z-Score Mengalami Financial Distress)

Negara	PDB (Negatif)	INF (Positif)	INT (Positif)	FX (Positif)	MAR (Negatif)
Tanpa Lag	Negatif Signifikan	Tidak Signifikan	Positif Signifikan	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
Lag-1	Negatif Signifikan	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan