

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Financial distress adalah tahap penurunan kondisi keuangan yang terjadi pada perusahaan sebelum terjadinya kebangkrutan atau likuidasi (Platt HD dan Platt MB 2002). Suatu perusahaan dapat dikategorikan sedang mengalami *financial distress* atau kesulitan keuangan apabila perusahaan tersebut menunjukkan angka negatif pada laba operasi, laba bersih dan nilai buku ekuitas serta perusahaan tersebut melakukan merger (Brahmana 2007).

Fenomena lain dari *financial distress* adalah perusahaan cenderung mengalami kesulitan likuiditas yang ditunjukkan dengan kemampuan perusahaan yang semakin menurun dalam memenuhi kewajibannya kepada kreditur (Hanifah 2013). Di Indonesia, *financial distress* sering dialami oleh perusahaan – perusahaan yang memiliki hutang besar dalam valuta asing tetapi pendapatan dalam mata uang lokal. Krisis ekonomi, seperti pandemi Covid-19, juga memperburuk kondisi perusahaan – perusahaan terkait. *Financial distress* sering kali terlihat sebagai kombinasi antara faktor internal (kerugian berulang, manajemen buruk) dan eksternal (krisis ekonomi, perubahan regulasi). Realitanya, kondisi ini melibatkan berbagai pihak, termasuk kreditur, investor, dan pemerintah, dalam mencari solusi.

Secara khusus, *financialisasi* perusahaan adalah konsep multifaset, yang hasil ekonominya membutuhkan penyelidikan yang bernuansa. Mengambil contoh perusahaan berkinerja tinggi dan rendah yang memegang aset keuangan, perusahaan berkinerja tinggi dengan mahir memenuhi kebutuhan investasi mereka, menghasilkan surplus dana menganggur, sedangkan perusahaan berkinerja rendah menunjukkan lebih banyak substitusi investasi

Penelitian sebelumnya yang telah dikaji oleh Panji atrio aji & Saiful awar (2022) menerangkan bahwa *financial distress* harus terdeteksi dengan sedini mungkin untuk mengantisipasi kebangkrutan. Faktor yang mempengaruhi *financial distress*, yakni faktor dari luar perusahaan seperti bencana alam yang

datang secara tidak terduga, faktor internal dan makro ekonomi (Nurhidayah & Rizqiyah 2018).

Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Altman (1968) dan Ohlson (1980), secara teoritis menunjukkan bahwa *financial distress* didefinisikan sebagai ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya. Dalam realita, *financial distress* sering kali melibatkan lebih banyak faktor termasuk dinamika eksternal seperti kondisi pasar, reputasi perusahaan, dan faktor psikologis atau manajerial.

Tabel 1. 1
Nilai *Financial Distress* Perusahaan Infrastruktur
pada Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2023

No.	Kode	Nama Perusahaan	<i>Financial Distress</i>				
			2019	2020	2021	2022	2023
1	ADHI	PT Adhi Karya Tbk.	1,68	1,32	1,20	2,39	2,56
2	PTPP	PT. Pembangunan Perumahan (PERSERO) Tbk.	1,45	1,11	1,81	1,63	1,39
3	PTPW	PT. Utama Karya Tbk. (PERSERO)	2,09	1,35	1,26	1,70	2,28
4	WIKA	PT. Wijaya Karya (PERSERO) Tbk.	1,69	1,38	0,78	0,77	0,92
5	WSKT	PT Waskita Karya (Persero)	0,67	0,47	0,47	0,45	0,55
6	BUKK	PT Bukaka Teknik Utama	2,89	2,53	1,81	1,48	1,40
Jumlah			10,47	8,16	7,33	8,41	9,10
Rata-Rata			1,75	1,36	1,22	1,40	1,52
			1,45				

Sumber : data diolah Bursa Efek Indonesia, 2025

Berdasarkan pada tabel 1.1 mengenai analisis data *financial distress* menggunakan metode *Z'-Score* terhadap enam perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2019 hingga 2023, terlihat bahwa sebagian besar perusahaan berada dalam **zona abu-abu**, yang mencerminkan kondisi keuangan yang tidak stabil dan berisiko. Hanya PT Bukaka Teknik Utama (BUKK) yang secara konsisten mencatat skor di atas 2,6, menunjukkan posisi keuangan yang sehat dan termasuk dalam kategori aman. Sementara itu, PT Adhi Karya (ADHI), PT Pembangunan Perumahan (PTPP), dan PT Utama Karya (PTPW) menunjukkan fluktuasi namun tetap berada dalam rentang nilai zona abu-abu. PT Wijaya Karya (WIKA) dan PT Waskita Karya (WSKT) mengalami penurunan yang signifikan, bahkan berada di zona berbahaya

dengan nilai di bawah 1,1 pada beberapa tahun, yang mengindikasikan risiko kebangkrutan tinggi. Nilai rata-rata *Z'-Score* dari seluruh perusahaan juga cenderung menurun, dari 1,75 pada tahun 2019 menjadi 1,52 pada tahun 2023. Tren ini menandakan bahwa secara umum, sektor infrastruktur menghadapi tantangan keuangan yang serius dan memerlukan perhatian khusus dari pihak manajemen maupun investor untuk memperbaiki kinerja keuangannya serta menghindari potensi krisis di masa mendatang.

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh urgensi meningkatnya kerentanan keuangan perusahaan sektor infrastruktur dalam beberapa tahun terakhir. Sektor ini memainkan peran strategis dalam pembangunan ekonomi nasional, khususnya dalam penyediaan fasilitas umum dan pendukung aktivitas ekonomi. Namun, fakta di lapangan menunjukkan bahwa beberapa perusahaan infrastruktur mengalami tekanan keuangan yang signifikan, tercermin dari nilai *Z'-Score* yang menurun dan berada di zona abu-abu bahkan zona berbahaya. Hal ini menimbulkan kekhawatiran terhadap keberlanjutan operasional dan stabilitas keuangan jangka panjang perusahaan-perusahaan tersebut.

Salah satu faktor yang diyakini berpengaruh terhadap kondisi *financial distress* adalah ukuran perusahaan. Ukuran besar kerap diasosiasikan dengan sumber daya yang lebih banyak dan kemampuan adaptasi yang lebih tinggi terhadap risiko keuangan, namun di sisi lain juga membawa kompleksitas manajerial yang dapat memicu inefisiensi (Brigham & Houston, 2019). Selain itu, struktur modal perusahaan menjadi aspek penting yang menentukan kestabilan keuangan perusahaan. Struktur modal yang didominasi oleh hutang dapat memperbesar beban bunga dan risiko gagal bayar, sehingga berpotensi meningkatkan kemungkinan *financial distress* (Jensen & Meckling, 1976; Modigliani & Miller, 1963). Di sisi lain, tingginya biaya agensi akibat konflik kepentingan antara manajer dan pemilik juga dapat menurunkan efisiensi pengelolaan perusahaan dan memperbesar risiko kegagalan keuangan.

Penelitian ini memiliki nilai kebaruan (*novelty*) karena menggabungkan tiga variabel utama yaitu ukuran perusahaan, struktur modal, dan biaya agensi secara simultan dalam konteks sektor infrastruktur, yang jarang menjadi fokus dalam studi sejenis. Sebagian besar penelitian sebelumnya lebih banyak

membahas sektor manufaktur atau perbankan (Wahyuni, 2021; Nuraini & Isbanah, 2020), sehingga pendekatan terhadap sektor infrastruktur memberikan kontribusi baru terhadap literatur akademik di bidang manajemen keuangan. Selain itu, rentang waktu 2019–2023 mencakup masa pandemi COVID-19 yang memberikan tekanan luar biasa terhadap kinerja keuangan perusahaan, menjadikan penelitian ini relevan untuk mengkaji ketahanan *financial* dalam kondisi krisis dan pemulihan ekonomi.

Ukuran perusahaan adalah salah satu faktor yang mempengaruhi risiko *financial distress*. Ukuran perusahaan biasanya diukur menggunakan indikator seperti total aset, total pendapatan, kapitalisasi pasar, atau jumlah karyawan. Dalam penelitian Altman, E. I. (1968) dan Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976) dalam perspektif teoritis, keunggulan perusahaan besar memiliki akses yang lebih baik ke modal, diversifikasi risiko, dan daya tawar yang lebih besar terhadap kreditur, sehingga cenderung lebih tahan terhadap *financial distress*. Sedangkan keunggulan perusahaan kecil sering kali lebih fleksibel dalam merespons perubahan pasar. Dalam perspektif empiris, beberapa penelitian menunjukkan bahwa perusahaan besar memiliki risiko *financial distress* lebih rendah, tetapi ada juga kasus kebangkrutan besar seperti Enron dan Lehman brothers yang menunjukkan bahwa ukuran besar tidak menjamin keamanan *financial*.

Menurut penelitian Nora (2016), Ukuran perusahaan berdampak positif terhadap kesulitan keuangan. Hal ini dilakukan agar ukuran perusahaan dapat digunakan untuk memperkirakan total nilai asetnya. Organisasi dengan total aset tinggi mengirimkan pesan yang baik kepada kreditur dan lebih mungkin menghadapi kesulitan keuangan karena mereka dapat dengan mudah melakukan diversifikasi dan melunasi hutang di masa depan. Namun, studi oleh Putri & NR (2020), menunjukkan bahwa ukuran organisasi tidak berpengaruh pada kesulitan keuangan.

Struktur modal adalah kombinasi antara utang dan ekuitas yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasinya. Struktur modal yang tidak seimbang dapat mempengaruhi risiko *financial distress*, yaitu kondisi dimana perusahaan kesulitan memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek maupun jangka panjang.

Perspektif teoritis dalam penelitian Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958) dan penelitian Jensen, M. C. & Meckling W. H. (1976) menjelaskan teori struktur modal seperti Trade-off Theory, Pecking order Theory, dan Agency Theory. Perspektif empiris dalam penelitian Titma, S. & Wessels, R. (1988) struktur modal yang didominasi utang adalah perusahaan dengan rasio utang yang tinggi lebih rentan terhadap *financial distress* karena meningkatnya beban bunga saat pendapatan menurun. Struktur modal yang didominasi ekuitas pendanaan berbasis ekuitas mengurangi risiko *financial distress*, tetapi dilihat kurang efisien karena potensi dilusi kepemilikan dan biaya modal yang lebih tinggi dibandingkan hutang.

Penelitian sebelumnya yang ditelaah oleh Claessens, S. & Kose, M. A. (2013) menyatakan sebagian besar penelitian tidak mempertimbangkan bagaimana kondisi ekonomi makro (seperti tingkat suku bunga, inflasi, atau resesi) mempengaruhi hubungan antara struktur modal dan *financial distress*. Riset terdahulu menjelaskan bahwa *financial distress* dipengaruhi oleh struktur modal. Berdasarkan hasil riset yang dilaksanakan Audina & HS (2019) memperlihatkan bahwa secara positif dan signifikan variabel struktur modal berpengaruh terhadap *financial distress*. sedangkan dari hasil riset yang dilakukan Akmalia (2020), memperlihatkan bahwa *financial distress* tidak dipengaruhi oleh variabel struktur modal.

Biaya agensi (*agency cost*) mengacu pada biaya yang timbul akibat perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan manajer perusahaan (agen) atau antara pemegang saham dengan kreditur. Dalam konteks *financial distress*, biaya agensi berperan penting karena bisa memperburuk kondisi keuangan perusahaan dan meningkatkan risiko kebangkrutan. Biaya agensi dapat berasal dari konflik kepentingan, misalnya ketika manajer lebih fokus pada kepentingan pribadi (misalnya bonus/gaji) daripada kesehatan keuangan perusahaan secara keseluruhan.

Perspektif teoritis dalam penelitian Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976) menjelaskan biaya agensi antara pemegang saham dan manajer dalam perusahaan, manajer (sebagai agen) sering kali memiliki kepentingan yang berbeda dengan pemegang saham (*principal*). Manajer mungkin terdorong untuk

mengambil keputusan yang lebih menguntungkan bagi mereka sendiri (misalnya, mengambil proyek berisiko tinggi yang dapat meningkatkan kompensasi mereka) daripada untuk pemegang saham. Hal ini dapat meningkatkan ketidakstabilan *financial* dan memperbesar risiko *financial distress*. Biaya Agensi antara Pemegang Saham dan Kreditur: Ketika perusahaan memiliki utang yang tinggi, kreditur memiliki kepentingan untuk memastikan bahwa perusahaan tidak terlibat dalam aktivitas yang dapat meningkatkan risiko kebangkrutan. Namun, manajer mungkin terdorong untuk mengambil lebih banyak risiko setelah mereka mengetahui bahwa sebagian dari kerugian akan ditanggung oleh kreditur (moral hazard). Ini meningkatkan kemungkinan *financial distress*.

Perspektif empiris dalam penelitian Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995) dan Stulz, R. M. (1990) menjelaskan biaya agensi dan utang. Ketika perusahaan menggunakan utang untuk mendanai operasinya, terutama utang jangka pendek, manajer cenderung mengambil lebih banyak risiko (moral hazard), yang meningkatkan kemungkinan *financial distress*. Selain itu, ketika perusahaan mengalami *financial distress*, biaya agensi antara manajer dan pemegang saham seringkali meningkat karena adanya keputusan yang lebih berisiko yang diambil oleh manajer untuk “menyelamatkan” perusahaan. Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan saham oleh manajer dapat mengurangi biaya agensi, karena manajer akan lebih cenderung bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan mengurangi risiko *financial distress*. Sebaliknya, kurangnya kepemilikan saham oleh manajer sering kali meningkatkan biaya agensi karena manajer lebih fokus pada tujuan pribadi dan tidak terlalu memperhatikan risiko *financial distress*.

Penelitian sebelumnya oleh Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983) menyimpulkan Meskipun banyak penelitian yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dapat mengurangi biaya agensi, sedikit penelitian yang menyelidiki bagaimana struktur kepemilikan yang berbeda (misalnya, kepemilikan keluarga, institusional, atau publik) mempengaruhi biaya agensi dan *financial distress*. Penelitian yang dilakukan Fadhillah (2013) menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan dari biaya agensi manajerial terhadap *financial distress*.

Berbagai evaluasi kinerja keuangan melalui prakiraan kesulitan keuangan telah dilakukan dengan memanfaatkan beberapa model, termasuk model Zmijewski (XScore), model Grover, dan model Altman *Z-Score*, yang semuanya dapat meramalkan kebangkrutan. Penelitian ini menggunakan metodologi Altman *Z-Score* untuk meramalkan kebangkrutan. Tujuannya adalah untuk mengidentifikasi organisasi yang paling rentan untuk menyatakan kebangkrutan dan menilai probabilitas kebangkrutan mereka. Model Altman *Z-Score* merupakan kerangka kerja yang sesuai dan tepat untuk menganalisis kebangkrutan perusahaan dibandingkan dengan metodologi alternatif. Penelitian ini mengkaji prakiraan kebangkrutan untuk perusahaan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian yang dilakukan oleh M. Noor Salim & Ismudjoko (2021), Mustafa *et al.*, (2022), dan Nakamura (2021) menunjukkan bahwa model Altman memiliki tingkat akurasi tertinggi. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Puput Melissa dan Haposa Banjarnahor (2020), hasil penelitian menemukan bahwa Model Altman *Z-Score* secara akurat memprediksi 45 dari 50 sampel, mencapai tingkat akurasi 90%, sedangkan 5 sampel lainnya tidak akurat, sehingga menghasilkan tingkat kesalahan 10%. Septazzia dan Rahayu (2020) menegaskan bahwa Model Altman *Z-Score* bersifat lugas, karena menggunakan lima rasio keuangan dari laporan keuangan dan memanfaatkan nilai ekuitas untuk menghasilkan penilaian objektif atas kesehatan keuangan perusahaan. Kesulitan keuangan dapat timbul dari berbagai variabel, termasuk ukuran perusahaan, struktur modal, dan biaya agensi. Deteksi dini kesulitan keuangan sangat penting untuk memprediksi kemungkinan kebangkrutan (Muslimin dan Bahri, 2023).

Berdasarkan uraian diatas maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“ANALISIS PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, STRUKTUR MODAL DAN BIAYA AGENSI TERHADAP *FINANCIAL DISTRESS* (Studi Empiris Perusahaan Infrastruktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2023)”**

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas, maka peneliti membuat suatu rumusan masalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan terhadap *financial distress* perusahaan Infrastruktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2023?
2. Bagaimana pengaruh struktur modal terhadap *financial distress* perusahaan Infrastruktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2023?
3. Bagaimana pengaruh biaya agensi terhadap *financial distress* perusahaan Infrastruktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2023?
4. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan, struktur modal, dan biaya agensi terhadap *financial distress* perusahaan Infrastruktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2023?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, maka tujuan dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. Menghasilkan model yang dapat menjelaskan ukuran perusahaan terhadap *financial distress* perusahaan Infrastruktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2023.
2. Menghasilkan model yang dapat menjelaskan pengaruh struktur modal terhadap *financial distress* perusahaan Infrastruktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2023.
3. Menghasilkan model yang dapat menjelaskan pengaruh biaya agensi terhadap *financial distress* perusahaan Infrastruktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2023.
4. Menghasilkan model yang dapat menjelaskan pengaruh ukuran perusahaan, struktur modal, dan biaya agensi terhadap *financial distress* perusahaan Infrastruktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2023.

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Manfaat Teoritis

Studi ini memberikan kontribusi teoritis dalam memahami hubungan antara ukuran perusahaan, struktur modal, dan biaya agensi terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*, yang relevan dalam konteks ekonomi di Indonesia. Melalui analisis empiris, penelitian ini dapat memperkaya pemahaman tentang bagaimana ukuran perusahaan, struktur modal, dan biaya agensi berinteraksi dalam mempengaruhi kondisi *financial distress*. Studi ini memberikan bukti yang lebih kuat bagi pengembangan teori keuangan, khususnya dalam konteks industri infrastruktur, yang memiliki karakteristik unik seperti tingginya investasi awal dan ketergantungan pada pembiayaan eksternal.

Dari perspektif teori, penelitian ini dapat menghasilkan model yang lebih akurat dalam menilai risiko *financial distress* berdasarkan variabel-variabel yang relevan. Hal ini berguna dalam pengembangan teori-teori manajemen risiko yang lebih kontekstual, terutama bagi perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor infrastruktur dengan siklus investasi dan pendapatan yang panjang.

1.4.2 Manfaat Praktis

1. Bagi Perusahaan

Studi ini sebagai dasar dalam pengambilan keputusan dalam keuangan tentang faktor-faktor yang berkontribusi pada potensi kesulitan keuangan (*financial distress*). Dengan memahami pengaruh variabel seperti ukuran perusahaan (*company size*), struktur modal (*capital structure*), dan biaya agensi (*agency cost*), manajemen dapat mengambil langkah proaktif untuk mengelola risiko *financial*. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi panduan dalam menyusun strategi keuangan yang lebih efektif, meningkatkan efisiensi operasional, dan memperkuat proses pengambilan keputusan untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan secara keseluruhan.

2. Bagi Peneliti lain

Penelitian ini memberikan kontribusi sebagai referensi bagi akademisi atau peneliti yang berminat mendalami lebih jauh hubungan antara ukuran perusahaan, struktur modal, serta biaya agensi terhadap kemungkinan terjadinya *financial distress*. Temuan dari studi ini juga diharapkan dapat

memperluas cakupan literatur yang ada dan memberikan landasan bagi penelitian empiris di masa depan, khususnya pada perusahaan Infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selain itu, penelitian ini dapat membuka peluang untuk mengeksplorasi variabel lain yang memiliki potensi pengaruh terhadap risiko kesulitan keuangan perusahaan.

3. Bagi Investor

Penelitian ini menawarkan informasi penting bagi investor dan pemegang saham mengenai faktor-faktor risiko yang memengaruhi stabilitas keuangan perusahaan. Dengan pemahaman ini, mereka dapat membuat keputusan investasi yang lebih cermat dan tepat, memitigasi risiko kerugian, meningkatkan peluang mendapatkan keuntungan, penilaian risiko keuangan perusahaan, strategi diversifikasi portofolio yang lebih baik, pemahaman terhadap faktor – faktor penyebab *financial* distress di sektor infrastruktur, evaluasi kinerja manajeerial dan keputusan pembiayaan, memprediksi kinerja jangka panjang, dan penyusunan rencana investasi dan exit strategy yang lebih tepat.