

PENGARUH RASIO KEUANGAN TERHADAP FINANCIAL DISTRESS DENGAN KARAKTER EKSEKUTIF SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Nuke Kusumastuti

Universitas Pancasila
nukekusumastuti@gmail.com

JMV. Mulyadi

Universitas Pancasila
mulyadijmv@gmail.com

M. Ardiansyah Syam

Universitas Pancasila
syamardiansyah70@gmail.com

Abstract

The study aims to determine and analyze the effect of liquidity, profitability, leverage, activity, and company cash flow on financial distress with Executive Character in corporate risk which is a risk taker or risk averse as a moderating variable on cash flow in pharmaceutical sub-sector manufacturing companies on the Indonesia Stock Exchange. . The sample used in this research is 9 (nine) pharmaceutical sector manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2015-2019. The analysis technique tests hypothesis with Moderating Regression Analysis through the SPSS application, in general it is found in the company's financial statements, with the Altman Z-Score method, it is known that the effect of financial distress through financial ratios and external factors of executive character in corporate risk is risk taker or risk averse as moderation on cash flow. The results showed that liquidity had a direct effect on financial distress, and profitability (ROA), leverage (DAR), activity (TATO), cash flow ratio had no effect on financial distress. Meanwhile, the executive character in corporate risk does not have the same effect as moderating cash flow on financial distress, so that executive decision making is risk averse in pharmaceutical sub-sector manufacturing companies on the IDX

Keywords: : financial ratios, executive character, distress

Abstrak

Penelitian bertujuan mengetahui dan menganalisis pengaruh likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, dan *cash flow* perusahaan terhadap *financial distress* dengan Karakter Eksekutif dalam *corporate risk* yang bersifat *risk taker* atau *risk averse* sebagai variabel moderasi pada *cash flow* di perusahaan manufaktur sub sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang digunakan penelitian ada 9 (sembilan) perusahaan manufaktur sektor farmasi yang *listing* di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Teknik analisis menguji hipotesis dengan *Moderating Regression Analysis* melalui aplikasi SPSS, secara umum terdapat di laporan keuangan perusahaan, dengan metode Altman *Z-Score* diketahui pengaruh *financial distress* melalui rasio-rasio keuangan dan faktor eksternal karakter eksekutif dalam *corporate risk* yang bersifat *risk taker* atau *risk averse* sebagai moderasi pada *cash flow*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh searah terhadap *financial distress*, dan profitabilitas (ROA), *leverage* (DAR), aktivitas (TATO), *cash flow ratio* tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Sedangkan karakter eksekutif pada *corporate risk* berpengaruh tidak searah memoderasi *cash flow* terhadap *financial distress*, sehingga pengambilan keputusan eksekutif bersifat *risk averse* pada perusahaan manufaktur sub sektor farmasi di BEI.

Kata kunci: Rasio Keuangan, karakter eksekutif, *distress*.

I. PENDAHULUAN

Laju pertumbuhan Indonesia dalam Laporan Badan Statistika (2019) mencatat industri farmasi, produk obat kimia dan obat tradisional tumbuh sebesar 4,46%. Kontribusi industri mencapai 2,78 persen terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia tahun 2018 yang mengalami peningkatan, namun bukan berarti hal tersebut menghindarkan perusahaan yang ada di Indonesia dari kondisi *financial distress*. Perusahaan manufaktur sektor farmasi saat ini menarik untuk dibahas karena industri farmasi Indonesia telah dapat memproduksi 75% kebutuhan produk obat dalam negeri bahkan untuk ekspor, namun hampir 90% produksi tersebut masih bergantung pada Bahan Baku Obat (BBO) impor dari India, Cina, dan Eropa (Anggraini dan Fitra, 2019). Hal ini sangat mempengaruhi biaya produksi, apalagi di tengah terjadi pandemi wabah *covid* sejak bulan April tahun 2020 di Indonesia (Ibrahim, 2019). Menurut Biro Statitik Nasional (NBS) gangguan lebih terbesar masa pandemi ini, akan membawa inflasi lebih tinggi karena industri manufaktur mengalami kelangkaan bahan baku. Kegiatan produksi menjadi tidak lancar, banyak perusahaan mengalami kesulitan karena berkurangnya pendapatan sehingga tidak mampu membayar para pekerja, gelombang PHK tidak bisa dihindari akibatnya, kesulitan mencari penghasilan, berakibat perlambatan pertumbuhan ekonomi jika wabah ini semakin berlarut-larut (Supriyanto, 2020).

Berdasarkan ringkasan data BEI pada performa perusahaan tercatat dan laporan keuangan tahunan, periode tahun 2015-2019, menunjukkan perusahaan berkategori rawan *distress* ataupun tetap *survive* karena tidak mengalami gejala *distress*. Terdapat enam perusahaan farmasi dengan Z score > 2,9 dinyatakan dalam kondisi aman tanpa gejala *financial distress*, yaitu Darya-Varia Laboratorium, Tbk., Kalbe Farma, Tbk, Merck Tbk, Pyridam Farma, Tbk, Sido Muncul, Tbk, dan Tempo Scan

Pacisif, Tbk. Sedangkan tiga perusahaan dalam skor antara $1,23 < Z < 2,9$ menunjukkan katagori rawan *financial distress* pada tahun 2015 yaitu Indofarma, Tbk., dan Merk Sharp Dhome Pharma, Tbk. Periode tahun 2016 - 2018 hanya terjadi di perusahaan farmasi Merk Sharp Dhome Pharma, Tbk., dan terakhir periode tahun 2019 terjadi pada Kimia Farma, Tbk., dan Merk Sharp Dhome Pharma, Tbk. Naik turunnya kondisi keuangan sejumlah perusahaan farmasi pada katagori rawan *distress* periode tahun 2015 - 2019 ditunjukkan Tabel 1. dengan perkembangan *distress* per tahunnya.

Tabel 1.2
Tabel Perusahaan Subsektor Farmasi April 2019 sesuai perhitungan Z-Score

Average Kategori	RB			TB								Grand Total
	Tahun	INAF	KAEF	SCPI	DVLA	INAF	KAEF	KLBF	MERK	PYFA	SIDO	
2015	1.90		1.90	5.68		5.53	25.13	21.11	2.92	43.43	6.45	12.67
2016			2.68	6.39	19.47	8.49	28.41	28.49	3.64	35.75	7.05	15.60
2017			1.95	6.22	19.44	5.87	31.75	19.19	4.07	32.88	5.80	14.13
2018			1.86	6.67	22.55	3.62	27.54	3.79	3.39	30.65	4.90	11.66
2019		1.86	2.60	6.35	24.84		23.78	8.14	3.68	32.39	5.06	12.08
Grand Total	1.90	1.86	2.20	6.26	21.58	5.88	27.32	16.14	3.54	35.02	5.85	13.23

Faktualnya analisis altman z-score pada rasio keuangan sesuai yang terpilih dengan matriks model dalam pembatasan masalah penelitian ketiga perusahaan yang termasuk rawan bangkrut rata-rata selama 5 (lima) tahun tersebut, dari rasio keuangan secara rata-rata yang mengalami gejala *distress*, rawan bangkrut rasio likuiditas tampak normal atau bagus ditunjukkan nilai prosentase masih lebih besar dari 100%. Likuiditas tinggi menunjukkan sinyal yang baik dan positif bagi investor dan kreditur karena perusahaan dianggap mampu menutupi kewajiban lancarnya serta dianggap baik dalam pengelolaan assetnya. Berbeda dengan rasio *leverage* yang menunjukkan nilai prosentase dibawah angka 100%, namun tidak dibawah prosentase 50%, dapat dikatakan perusahaan dalam pembiayaan operasionalnya lebih banyak menggunakan hutang, sehingga berisiko terhadap kesulitan pembayaran di masa yang akan datang akibat hutang lebih besar dari aset yang dimiliki. Ketidakmampuan perusahaan memenuhi hutangnya pada kreditur saat jatuh tempo akan menyebabkan *financial distress*. Pada rasio profitabilitas nilai ROA yang semakin tinggi menunjukkan semakin efektif perusahaan dalam mengelola aset perusahaan secara efektivitas dari penggunaan aset perusahaan, karena akan mengurangi biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan, sehingga terjadi penghematan biaya karena perusahaan memiliki kecukupan dana untuk menjalankan usahanya periode berikutnya. Hal ini sama dengan rasio aktivitas yang merupakan ukuran efektivitas pemanfaatan aktiva dalam menghasilkan penjualan. Semakin tinggi perputaran semakin efektif perusahaan memanfaatkan aktivitya, maka semakin maksimal tingkat perputaran asetnya terhadap maksimal hasil. Dengan kata lain semakin tinggi *Total Asset Turnover* atau TATO ini akan menjadi sinyal yang baik bagi perusahaan untuk investor, karena perusahaan mampu mendapatkan laba yang tinggi ketika rasio aktivitasnya tinggi. Nilai prosentase dibawah 50% atas rasio ROA dan hanya 1 koma sekian kali rata-rata perputaran TATO seperti tertera pada tabel,

menunjukkan kemungkinan besar perusahaan tengah atau akan mengalami *distress*, yaitu tampak pada gejalanya dengan kategori rawan bangkrut sesuai perhitungan analisis altman *z-score*. Sedangkan pada arus kas operasional (*cash flow*) menggambarkan penerimaan dan pengeluaran kas suatu perusahaan selama periode tertentu, sehingga dapat diketahui apakah perusahaan mendapat dana cukup atau tidak untuk membagi deviden maupun kewajiban lain. Angka arus kas positif menunjukkan perusahaan masih dapat hidup walau perusahaan merugi.

Perbedaan umum dari peneliti sebelumnya, adalah tempat dan objek penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur sektor farmasi, sedangkan sebelumnya dari sektor konsumsi, perdagangan/retail, kimia, industri makanan dan minuman, *textile*, dan *real estate*, yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selanjutnya periode amatan waktu / tahun serta kondisi *financial distress* yang berbeda pada perusahaan atas terjadinya *listing*, *delisting*, akuisisi, *merger*, *holding*, *lockdown* akibat pandemi *covid*, gelombang phk, dan lain-lain sesuai data BEI tahun 2015-2019, sehingga diperoleh data terbaru yang lebih *valid*. Perbedaan karakteristik penelitian ini dengan penelitian sebelumnya ditunjukkan dalam pengelolaan sektor usaha, persediaan, pembelian, HPP maupun pencatatan akuntansi biayanya.

Fluktuasi perusahaan dalam mengantisipasi gejala *distress* harus dilakukan untuk menghindari terjadinya kebangkrutan di masa yang akan datang. *Financial distress* menurut (Ginting, 2018) merupakan penurunan kondisi keuangan yang terjadi sebelum kebangkrutan. Ketika perusahaan berada dalam kondisi *financial distress*, maka pihak manajemen harus melakukan pengambilan keputusan penting yang dapat menentukan kelangsungan hidup perusahaan. Maka karakter pimpinan perusahaan disini menentukan keputusan yang akan diambil dalam *corporate risk*. Karakter eksekutif yang membahas pemimpin perusahaan dapat bersifat *risk taker* dan *risk averse* tercermin pada besar kecilnya risiko perusahaan yang akan diambil (Budiman et al., 2012:18). Fenomena terjadinya *financial distress* dilakukan secara empiris beberapa peneliti dari *research gap* yang masih terjadi untuk menilai keadaan keuangan perusahaan di masa lalu, saat ini, dan kemungkinan di masa depan, diukur dalam laporan keuangan pada setiap tahunnya (Muthoharoh, 2019). Variabel *independent*, diuji dan dideteksi tingkat pengaruhnya terhadap *financial distress* atas variabel *dependent* suatu perusahaan dengan rasio keuangan terpilih melalui matriks model berupa rasio profitabilitas, likuiditas, *leverage*, aktivitas dan arus kas perusahaan. Rasio tersebut secara umum sudah dianggap merepresentatifkan analisis awal tentang kondisi suatu perusahaan (Fahmi, 2014:107). Masih *inconsistent*-nya hasil penelitian terdahulu terhadap *financial distress* inilah, maka menarik diteliti kembali dengan orisinalitas penelitian yang menghadirkan variabel *inconsistent* berupa variabel arus kas bersama variabel pemoderasi dari variabel karakter eksekutif dalam *corporate risk* yang bersifat *risk taker* atau *risk averse* terhadap *distress* melalui penggunaan metode pengujian uji hipotesis analisis *Moderating Regression Analysis* (MRA).

Rumusan masalah berdasarkan uraian latar belakang penelitian ini adalah mengetahui apakah likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, dan *cash flow* perusahaan berpengaruh terhadap *financial distress* serta karakter eksekutif dapat memoderasi pengaruh *cash flow* terhadap *financial distress*.

Tujuan yang akan dicapai penelitian ini adalah menganalisis pengaruh likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, dan *cash flow* perusahaan terhadap *financial distress* serta karakter eksekutif pada *corporate risk* yang bersifat *risk taker* atau *risk*

averse sebagai variabel moderasi mempengaruhi arus kas terhadap terjadinya *financial distress* pada perusahaan.

Manfaat yang diharapkan dari penelitian secara akademis dapat memberikan kontribusi bagi perkembangan ilmu Akuntansi Manajemen khususnya mengenai analisis kebangkrutan. Merefrensi replikasi pemikiran peneliti untuk menindaklanjuti penelitian, sehingga dapat menambah wawasan dan ilmu pengetahuan, informasi praktis kepada pihak-pihak yang berkepentingan sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan di perusahaan, serta regulator dalam mempertimbangkan prediksi tingkat kebangkrutan perusahaan, sehingga evaluasi dapat dilakukan terhadap kinerja perusahaan guna mencegah kebangkrutan.

II. Kajian Pustaka, Kerangka Pemikiran, dan Hipotesis

Signalling Theory merupakan teori yang mengemukakan tentang perusahaan dalam memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan, ini mengungkapkan bagaimana seharusnya sinyal diberikan kepada pengguna laporan keuangan dari perusahaan sesuai laporan keuangan tahunan, yang disampaikan secara terbuka, transparan dan informasi yang disajikan relevan (Muthoharoh, 2019).

Menurut (Kasmir, 2016:216) rasio keuangan dianggap sudah mewakili untuk mengetahui pengaruh *financial distress* dengan alat prediksi kepailitan melalui rasio: profitabilitas, likuiditas, *leverage*, aktivitas dan arus kas. Karena rasio memiliki tujuan, fungsi, dan makna tertentu yang dapat diinterpretasikan sebagai bahan pertimbangan dalam mengukur kinerja keuangan perusahaan serta kebenarannya berdasarkan latar belakang, teori yang dikemukakan akan diuji melalui hipotesis.

Rasio likuiditas, (Ardiyos, 2013:327) mendefinisikan hubungan perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar yang harus dipenuhi oleh perusahaan dalam waktu yang singkat, dengan kata lain rasio likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Penelitian dilakukan (Janna, 2018), (Hutagalung, 2020), (Ansar, 2018), (Desiyanti et al., 2019), (Atina dan Rahmi, 2019), (Hanifa, 2019), dan (Anggraeni et al., 2018) menunjukkan hasil signifikan, artinya rasio likuiditas berpengaruh secara tingkat signifikan terhadap *financial distress* perusahaan.

Rasio profitabilitas merupakan pengukur kemampuan dalam menghasilkan suatu keuntungan atau laba semaksimal mungkin dengan harta atau modal yang dimiliki dengan pengukuran melalui indikator *return on asset*. Laba yang tinggi akan menggambarkan tingkat keberhasilan perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasional perusahaannya. Penelitian dari (Janna 2018) dan (Desiyanti et al., 2019) menunjukkan signifikan positif, sedangkan penelitian dari (Agustini dan Wirawati, 2019), (Hutagalung, 2020), (Assaji dan Machmuddah, 2019), (Ginting, 2018), (Hanifa, 2019), dan (Muthoharoh, 2019) menunjukkan signifikan negatif, dan terakhir penelitian dari (Aisyah et al., 2017) dan (Albert et al., 2018) menunjukkan hasil signifikan yang netral. Arti rasio profitabilitas menunjukkan hasil berpengaruh signifikan terhadap terjadinya *financial distress* perusahaan.

Rasio *leverage* digunakan mengukur utang perusahaan terhadap kapitalisasi total perusahaan. Rasio yang digunakan adalah *debt to assets ratio*, yaitu rasio utang terhadap total aset perusahaan yang dihitung dari seluruh utang dibandingkan dengan seluruh aktiva (Noor, 2014:201). Penelitian sebelumnya dari (Anggraeni et al., 2018), (Hutagalung, 2020), (Marfungatun, 2017), (Asfali, 2019), (Hanifa, 2019), (Muthoharoh, 2019), (Komala dan Triyani, 2019), (Audina et al., 2018), (Albert et al.,

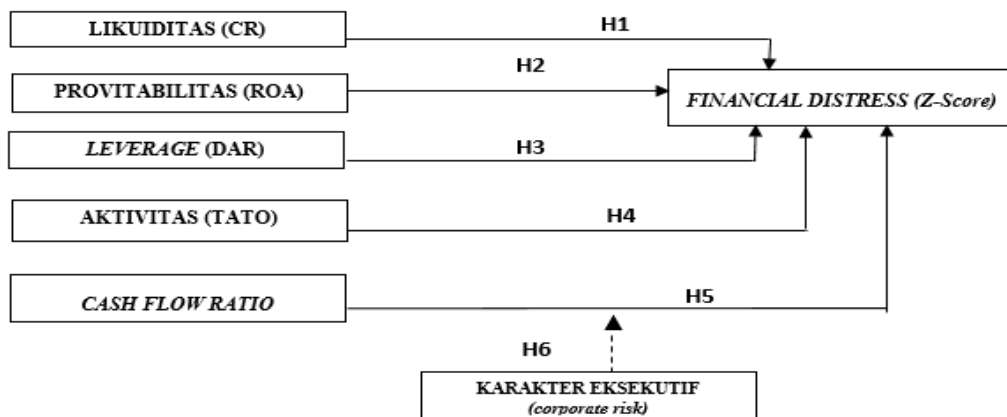
2018), (Damayanti, 2018), dan secara moderasi *leverage* terhadap *financial distress* dari peneliti (Janna, 2018) menunjukkan hasil signifikan positif, sedang penelitian yang dilakukan (Rohmadini et al., 2018), menunjukkan signifikan negatif berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* perusahaan.

Rasio aktivitas (TATO), menggunakan rasio perputaran total aktiva (*total assets turnover ratio*), yaitu rasio perputaran aktiva (TATO), dalam memprediksi kondisi *financial distress* sesuai dari penelitian (Agustini dan Wirawati, 2019), (Hutagalung, 2020), (Ansar, 2018), (Atina dan Rahmi, 2019), (Assaji dan Machmuddah, 2019), (Asfali, 2019) dan (Hanifa, 2019) yang menyatakan hasil signifikan negatif, berarti sinyal bagi pihak internal maupun pihak eksternal karena aktivitas memberikan pengaruh yang signifikan terhadap timbulnya *financial distress* perusahaan.

Cash Ratio, setiap perusahaan dalam menjalankan operasional usahanya akan mengalami kas arus masuk (*cash inflows*) dan arus keluar (*cash outflows*). Apabila arus kas yang masuk lebih besar dari arus kas yang keluar maka ini akan menunjukkan *positive cash flow*, sebaliknya akan terjadi *negative cash flow* (Hendriksen, 2008:86; Naifular et al., 2018). Hal ini dapat membantu para pemakai laporan keuangan untuk mengevaluasi struktur dan kinerja keuangan perusahaan. Penelitian yang dilakukan (Naifular et al., 2018), (Andiyanti, 2018), (Budiman et al., 2012), dan moderasi arus kas dari (Aditama et al., 2018), menyatakan bahwa arus kas berpengaruh signifikan terhadap terjadinya *financial distress*, yaitu mendukung penelitian arus kas yang memasukkan aliran dana seperti dividen dan pengeluaran modal, karena berbasis arus kas lebih efektif dalam memprediksi kebangkrutan.

Karakter Eksekutif adalah perilaku / tingkah laku (*attitude*) dan watak (*behavior*) mencerminkan seorang pimpinan perusahaan sebagai penentu arah melakukan pengelolaan terhadap perusahaan sehingga individu berada pada kedudukan penting dan memiliki kekuasaan tertinggi di perusahaan serta mampu bertanggungjawab mengambil keputusan maupun kebijakan *corporate risk* sesuai karakternya yang bersifat sebagai *risk taker* atau *risk averse* (Albert et al., 2018). Karakter eksekutif *corporate risk* diukur dengan menggunakan persamaan standar deviasi dari EBITDA (*earning before income tax, depreciation, and amortization*) dibagi dengan total asset perusahaan (Paligorova, 2010:31; Muttaqin dan Husen, 2018). Dimana ketika pimpinan perusahaan memiliki karakter yang berani untuk mengambil tantangan (*risk taker*), maka eksekutif memiliki motivasi yang kuat untuk mendatangkan penghasilan, arus kas positif, kesejahteraan, dan menjamin kelangsungan hidup perusahaan dalam jangka menengah hingga jangka panjang, maka karakter eksekutif memiliki peranan penting bagi perusahaan terutama yang berada dalam gejala *distress* (Budiman et al., 2012:36). Penelitian sesuai dengan peneliti (Andalia, 2018), (Budiman et al., 2012), (Melia dan Adnan, 2017), (Muttaqin dan Husen, 2018), dan moderasi karakter eksekutif *corporate risk* terhadap penghindaran pajak dari (Prasetya, 2020) menunjukkan hasil signifikan, atas rasio *leverage* maupun profitabilitas berpengaruh terhadap *tax avoidance* perusahaan, artinya semakin tinggi *corporate risk* maka eksekutif semakin memiliki karakter *risk taker*.

Kerangka pemikiran yang menjelaskan pengaruh hipotesis dengan likuiditas, probabilitas dari ROA, *leverage* atas DAR, aktivitas dengan TATO, dan arus kas yang berpengaruh terhadap *financial distress*, serta karakter eksekutif *corporate risk* sebagai pemoderasi arus kas terhadap *financial distress* dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 2.1.
Kerangka Pemikiran

Berdasarkan permasalahan, kajian pustaka dan kerangka pemikiran ini, maka variabel akan berpengaruh atau tidak terhadap *financial distress* dapat diuji melalui dugaan hipotesis sebagai berikut :

H1 : likuiditas berpengaruh terhadap *financial distress*.

H2 : profitabilitas berpengaruh terhadap *financial distress*.

H3 : *leverage* berpengaruh terhadap *financial distress*.

H4 : aktivitas berpengaruh terhadap *financial distress*.

H5 : *Cash flow* berpengaruh terhadap *financial distress*.

H6 : Karakter Eksekutif memoderasi arus kas berpengaruh terhadap *financial distress*

III. Objek dan Metode Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019 pada *website idx.co.id* dan *edusaham.com* serta situs resmi masing-masing perusahaan, berbagai *literature* seperti buku, jurnal, internet dan lain-lain yang berhubungan dengan aspek penelitian. Teknik pengambilan sampel adalah *purposive sampling*, dengan pertimbangan tertentu menetapkan kriteria sampel berdasarkan tujuan penelitian dengan jumlah sampel 45 (empat puluh lima) perusahaan farmasi yang diamati selama periode 5 (lima) tahun, menerbitkan laporan keuangan secara *audited*. Variabel dependen (Y) yang digunakan dalam penelitian ini adalah *financial distress*, dengan variabel independen (X) meliputi rasio likuiditas, profitabilitas, *leverage*, aktivitas, dan arus kas, serta karakter eksekutif dalam *corporate risk* sebagai variabel moderasi (M) terhadap arus kas, disajikan sebagai berikut :

Tabel 3.
Operasionalisasi Variabel :

Variabel	Definisi	Rumus	Skala
Dependen <i>Financial Distress</i>	Tingkat kesehatan keuangan perusahaan, yang mendefinisikan <i>financial distress</i> sebagai kegagalan perusahaan dalam menjalankan operasional untuk menghasilkan laba.	$Z = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,10X_3 + 0,42X_4 + 0,998X_5$ (Altman, 2002 dalam Hanafi, 2010:657),	Rasio

Independen Likuiditas	rasio yang mengukur kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek secara tepat waktu.	$\text{Current Ratio (CR)} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}} \times 100\%$ (Kasmir, 2016 :134)	Rasio
Independen ROA	Kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total aset perusahaan yang dimiliki.	$\text{Return On Asset (ROA)} = \frac{\text{Laba Bersih stlh pajak}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$ (Kasmir, 2016 :201)	Rasio
Independen <i>Leverage</i>	rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan akan dibiayai dengan hutang.	$\text{Debt to Asset Ratio (DAR)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$ (Kasmir, 2016 :158)	Rasio
Independen Aktivitas	rasio yang digunakan untuk mengukur pengamatan sumber daya yang dimiliki perusahaan guna menunjang aktivitas perusahaan.	$\text{Total Asset Turnover (TATO)} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$ (Kasmir, 2012:172)	Rasio
Independen <i>Cash Flow</i>	rasio yang digunakan untuk mengukur jumlah aktiva perusahaan yang berasal dari kas.	$\text{CASH RATIO} = \frac{\text{KAS}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$ (Kieso,2008:16)	Rasio
Moderasi Karakter Eksekutif (<i>Corporate Risk</i>)	yaitu variabel yang memperlemah / memperkuat hubungan var. independen & dependen secara moderasi. <i>Karakter Eksekutif corporate risk</i> mencerminkan pimpinan sebagai penentu arah atau pengelolaan terhadap perusahaan sehingga individu pada kedudukan sangat penting dan memiliki kekuasaan tertinggi, bertanggungjawab untuk mengambil keputusan maupun kebijakan tertinggi sesuai karakter bersifat sebagai <i>risk taker</i> atau <i>risk averse</i> . Persamaan standar deviasi diukur dengan EBITDA dibagi total asset (Paligorova, 2010:31).	$\text{Corporate Risk} = \frac{\sqrt{\sum_{T-1}^T (E - \frac{1}{T} \sum_{T-1}^T E)^2}}{(T-1)}$ (Paligorova, 2010:31) dalam (Muttaqin, MZ. dan Husen, S. 2018).	Rasio

IV. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Statistik Deskriptif memberikan gambaran deskripsi data yang dilihat dari nilai rata-rata (*Mean*), standar deviasi, varians, maksimum, dan minimum. Variabel yang dalam penelitian ini meliputi lima variabel independen, dan masing-masing satu variabel moderasi serta variabel dependen. Dalam penelitian ini variabel dependen adalah *financial distress* (Y) dengan variabel moderasi adalah karakter eksekutif (*corporate risk* / X6), sedangkan variabel independen adalah Likuiditas (CR / X1), Profitabilitas (ROA / X2), *Leverage* (DAR / X3), Aktivitas (TATO / X4) dan Arus Kas (*cash ratio* / X5). Berikut tabel yang menyajikan Hasil Statistik Deskriptif penelitian :

Tabel. 4.2.
Statistik Deskriptif

Variable	N	Min.	Max.	Mean	Std.Dev.
Z-Score	45	1,6307	43,4308	13,2228	12,0058
CR	45	0,9936	9,2765	3,1411	1,8931
ROA	45	0,0009	0,9210	0,1129	0,1370
DAR	45	0,0707	0,9332	0,3890	0,2148
TATO	45	0,4845	1,7227	1,1399	0,2666
Cash Ratio	45	0,0000	0,3192	0,0805	0,0963
KE (Corporate Risk)	45	10,1950	10,9356	10,6363	0,1964
Valid N (listwise)	45				

Nilai *financial distress* dengan proksi Z-Score terendah adalah 1,631 dimiliki perusahaan Inaf pada tahun 2015, dan nilai tertinggi adalah 43,431 dimiliki perusahaan SIDO tahun 2017. Nilai rata-rata dari *financial distress* adalah 13,223 dengan standar deviasi 12,006 menunjukkan perusahaan dalam penelitian memiliki masalah keuangan diatas rata-rata. Nilai standar deviasi lebih rendah dibanding nilai rata-rata, berarti sebaran data untuk variabel *financial distress* dengan proksi z-score cenderung di atas rata-rata. Rendahnya nilai standar deviasi pada variabel *financial distress z-score* menjelaskan bahwa pada sampel perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan, pada sampel perusahaan ini cenderung sedikit.

Variabel likuiditas (X1) memiliki nilai minimum sebesar 0,994 dimiliki perusahaan KAEF tahun 2019, sedangkan nilai maksimum sebesar 9,276. dimiliki perusahaan SIDO tahun 2015. Secara keseluruhan nilai rata-rata variabel likuiditas sebesar 3,141 atau 314,1%, menunjukkan adanya nilai aset lancar yang lebih tinggi dari hutang lancar. Sedangkan standar deviasi sebesar 1,893, artinya terdapat penyimpangan antara nilai variabel likuiditas yang telah diteliti dengan nilai rata-ratanya sebesar 1,248 dengan kata lain nilai standar deviasi < lebih kecil dari nilai rata-rata sehingga mengindikasikan sebaran data cukup baik.

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba, rasio pengukurannya dengan *return on assets* (ROA). Dari tabel 4.2 statistik deskriptif, besarnya profitabilitas (X2) pada 45 perusahaan sampel selama tahun 2015-2019 mempunyai nilai minimum yang di proksikan dengan ROA, sebesar 0,0009 dimiliki perusahaan KAEF tahun 2019, dan nilai maksimum sebesar 0,9210 dimiliki perusahaan MERK tahun 2018. Secara keseluruhan, nilai rata-rata variabel profitabilitas sebesar 0,1129 atau 11,29% dengan standar deviasi sebesar 0,1370 yaitu lebih tinggi dari rata-rata yang menunjukkan penyimpangan data cukup tinggi, artinya terdapat penyimpangan nilai variabel profitabilitas sebesar -0,0241.

Leverage adalah tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan untuk melakukan pembiayaan atas aktivitas dan keperluan perusahaan, yaitu membagi seluruh total kewajiban dengan total aktiva. Dari tabel 4.2 statistik deskriptif, besarnya *leverage* (X3) pada 45 perusahaan sampel selama tahun 2015-2019 mempunyai nilai minimum 0,0707 dimiliki perusahaan SIDO tahun 2015 dan pada tahun yang sama nilai maksimum sebesar 0,9332 dimiliki perusahaan SCPI. Nilai rata-rata sebesar 0,3890 atau 38,90%. Nilai standar deviasi sebesar 0,2148 lebih rendah dari rata-rata, menunjukkan penyimpangan data cukup rendah. Nilai rata-rata lebih tinggi dibanding nilai standar deviasi, artinya sebaran data variabel *leverage* pada rata-rata, maka kemampuan perusahaan melunasi kewajibannya masih rendah.

Variabel aktivitas (X4) yang diproksikan dengan *Total Assets Turn Over* (TATO) secara keseluruhan didapatkan nilai minimum 0,4845, yang dimiliki perusahaan SCPI pada tahun 2015, dan nilai maksimum 1,7227 yang dimiliki perusahaan MERK tahun 2018. Sedangkan nilai rata-rata (mean) 1,1399 artinya dari 45 sampel perusahaan yang diteliti tingkat perputaran aset perusahaan memiliki rata-rata sebesar 1,1399 kali dalam setahun, menunjukkan tingkat efisiensi dan efektivitas perputaran maupun pemanfaatan total aset dalam menghasilkan penjualan sebesar 1,1399 kali atau penjualan yang diperoleh perusahaan sebesar Rp 1,1399 setiap rupiah telah diinvestasikan pada aset perusahaan dengan nilai standar deviasi sebesar 0,2667, menunjukkan penyimpangan data yang cukup rendah.

Variabel Cash Flow Ratio (X5), mengalami kenaikan paling kecil sebesar 0,002% dialami perusahaan PYFA pada tahun 2017 dan mengalami kenaikan terbesar sebanyak 31,92% dimiliki perusahaan TSPC pada tahun 2019. Nilai rata-rata *cash flow* mengalami kenaikan sebesar 8,05% dengan nilai standar deviasi sebesar 9,63%, merupakan rasio yang mengukur jumlah aktiva berasal dari kas, semakin besar ini berarti menunjukkan kondisi perusahaan yang semakin baik. Rasio ini memiliki hubungan negatif terhadap kemungkinan kondisi *financial distress* artinya semakin kecil rasio maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress* atau benar-benar mengalami kondisi *distress*.

Karakter eksekutif diukur dengan melihat resiko keputusan pimpinan perusahaan melalui standar deviasi perusahaan. Dari tabel 4.2 statistik deskriptif, besarnya karakter eksekutif *corporate risk* pada 45 perusahaan sampel selama tahun 2015-2019 memiliki nilai minimum 10,195 dialami perusahaan PYFA tahun 2017 dan nilai maksimum 10,936 dialami perusahaan MERK tahun 2018. Sedangkan nilai rata-rata adalah sebesar 10,636 dengan nilai standar deviasi sebesar 0,196 menunjukkan penyimpangan data dalam *corporate risk* penelitian ini cukup rendah sekali.

Uji normalitas tidak dilakukan pada variabel independen maupun variabel dependen ataupun keduanya tetapi pada nilai residualnya. Uji data statistik dengan model kolmogorov-smirnov dilakukan untuk mengetahui apakah data sudah terdistribusi secara normal atau tidak dengan taraf signifikan 0,05. Dinyatakan terdistribusi normal jika signifikansi lebih besar dari 5%. Nilai Asymp.Sig (2-tailed) sebesar 0,917 > 0,05 pada tabel 4.3 menunjukkan seluruh kelompok sampel terdistribusi normal. Visual *residual* berdistribusi normal, observasi mendekati garis lengkung, sehingga distribusi *residual* mendekati distribusi normal, yang secara teoritis bentuk lonceng. Untuk multikolinearitas dapat dilihat pada tabel 4.4 dengan nilai *tolerance* dan *variance in tolerance* (VIF). Jika nilai *tolerance* \leq 0,10 atau nilai VIF diantara 1–10, maka tidak terjadi multikolinearitas (Ghozali, 2016:91).

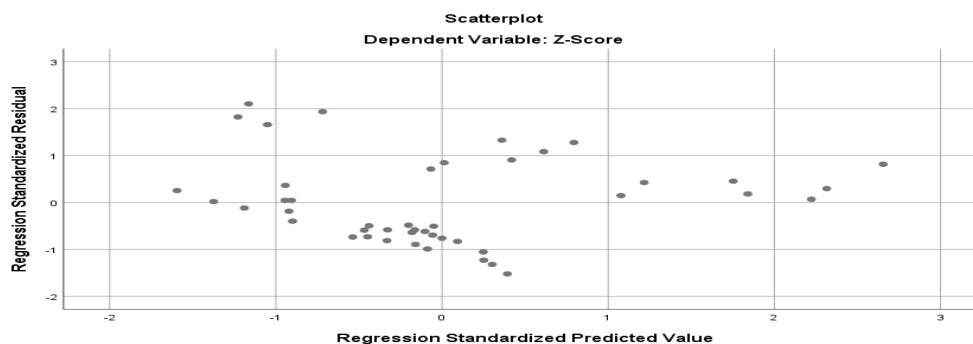
Tabel 4.3.
One-Sample Kolmogorov-Smirnov

		Standardized Residual
N		45
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.91701095
Most Extreme Differences	Absolute	.114
	Positive	.114
	Negative	-.057
Test Statistic		.114
Asymp. Sig. (2-tailed)		.178 ^c

Tabel 4.4.
Tes Hasil Uji Multikolinieritas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
CR	.538	1.859
ROA	.789	1.268
DAR	.468	2.056
TATO	.675	1.482
Cash Ratio	.690	1.450
Karakter Eksekutif (Corporate Risk)	.658	1.520

Uji heteroskedastisitas pada data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang dan besar). Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada diagram *scatterplot* antara SRESID dan ZPRED, bila ada pola tertentu, seperti titik-titik yang membentuk suatu pola tertentu dan teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka terjadi heteroskedastisitas. Namun jika tidak ada pola yang jelas, maka tidak terjadi heteroskedastisitas seperti gambar 4.3. Sedangkan tabel 4.5 menunjukkan nilai DW hasil regresi d sebesar 0.708 sedangkan untuk $N = 45$, $k = 7$ dan $p = 0,05$ maka diperoleh nilai dL sebesar 1,23 dan dU sebesar 1,79. Karena nilai DW berada di $d < dL = 0,708 < 1,23$, sehingga disimpulkan terjadi gejala autokorelasi.



Gambar 4.3.
Hasil Uji Heteroskedastisitas
Sumber : Ghozali, Imam. 2016.

Tabel 4.5.
Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.739 ^a	.546	.460	8.8233215	0,708

Pengujian regresi secara parsial (uji t) berguna untuk menguji pengaruh dari masing-masing variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Pengujian ini dilakukan menggunakan tingkat signifikansi (α) = 5%. Berdasarkan hasil analisis, terlihat pengaruh variabel likuiditas (CR), profitabilitas (ROA), *leverage* (DAR), aktivitas (TATO), arus kas (*cash flow ratio*) dan karakter eksekutif (*corporate risk*) sebagai variabel moderasi arus kas terhadap variabel dependen, yaitu :

Tabel 4.8.
Hasil pengujian uji t-Test, dan Uji moderasi

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	102.164	94.278		1.084	.285		
	CR (X1)	2.738	1.001	.432	2.735	.009	.538	1.859
	ROA (X2)	3.588	11.425	.041	.314	.755	.789	1.268
	DAR (X3)	-12.858	9.280	-.230	-1.386	.174	.486	2.056
	TATO (X4)	-7.638	6.349	-.170	-1.203	.236	.675	1.482
	Cash Flow (CF) - X5	-1.238	17.380	-.010	-.071	.944	.690	1.450
	Karakter Eksekutif (Corporate Risk) - X6	-7.911	8.725	-.129	-.907	.370	.658	1.520
	Moderasi (X6 - CF)	-171.323	78.722	-14.679	-2.176	.037	.000	3706.139
	Moderasi (X6 - CR)	.221	.092	.367	2.417	.021	.532	1.879

Persamaan regresi moderasi merupakan model uji untuk mengetahui apakah variabel moderasi dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel *independent* terhadap variabel *dependent*. Dengan tingkat signifikansi atau toleransi kesalahan (α) ditetapkan sebesar 5% diuraikan sebagai berikut :

$$Y' = a + b_1X_1 + b_2X_2 - b_3X_3 - b_4X_4 - b_5X_5 - b_6X_6 + \epsilon$$

$$Y = 102.164 + 2,738 \text{ CR}(X_1) + 3,588 \text{ ROA}(X_2) - 12,858 \text{ DAR}(X_3) - 7,638 \text{ TATO}(X_4) - 1,238 \text{ CF}(X_5) - 171,323 (X_6 - X_5) + \epsilon$$

Pengaruh Likuiditas terhadap *financial distress*.

Hasil likuiditas penelitian menunjukkan berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*, terbukti dengan nilai t-hit sebesar 2,375 dengan probabilitas 0,009 dimana angka tersebut signifikan karena ($p < 0,05$). Rasio likuiditas dirpoksikan dengan *current ratio*, pengaruh positif dan signifikan berpengaruh terhadap *financial distress* ditunjukkan hubungan searah, artinya bila variabel likuiditas berpengaruh signifikan meningkat maka pengaruh terhadap *financial distress* meningkat pula. Sehingga semakin tinggi nilai likuiditas, dapat menurunkan tingkat risiko *financial distress* namun sebaliknya, semakin rendah likuiditas akan meningkatkan risiko terjadinya *financial distress* perusahaan. Karena pinjaman jangka pendek (*current liabilities*) dianggap sebagai *spontaneous*, maka timbulnya utang jangka pendek merupakan hal yang wajar dalam operasi perusahaan dan tidak akan menyebabkan perusahaan membayar kewajiban yang bersifat tetap dalam jangka panjang. Hal ini sejalan dengan penelitian (Janna, 2018), (Hutagalung, 2020), (Ansar, 2018), (Desiyanti et al., 2019), (Atina and Rahmi, 2019), (Hanifa, 2019), dan (Anggraeni et al., 2018) menunjukkan rasio likuiditas berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Pengaruh Profitabilitas terhadap *financial distress*.

Berdasarkan nilai uji t dan nilai signifikan, *return on assets* (ROA) menghasilkan nilai t-hit sebesar 0,314 dengan probabilitas sebesar 0,755. Hasil pengujian menunjukkan probabilitas $>$ *level of significance* (= 5%). Berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari *return on assets* (ROA) terhadap nilai Z-Score atas kondisi *financial distress*. Faktualnya terlihat dari kecilnya nilai rasio profitabilitas perusahaan Inaf, Kaef dan SCPI yang rawan *distress*, dimana perusahaan masih dapat beroperasi dan berkembang hingga saat ini karena perusahaan mampu mengelola pendanaan dari modal maupun hutang yang ada, sehingga perusahaan dapat menghasilkan laba untuk melunasi kewajiban perusahaan. Hasil penelitian

sejalan dengan peneliti (Rohmadini et al., 2018), (Marfungatun, 2017), (Asfali, 2019), (Haryanto, 2018), (Asfali, 2019), (Naifular et al., 2018), (Prasetya, 2020) dan moderasi ROA terhadap *financial distress* dari (Janna, 2018) menunjukkan hasil penelitian tidak signifikan, artinya tidak ada pengaruh rasio profitabilitas terhadap *financial distress* dalam kemungkinan mengalami *distress*.

Pengaruh *leverage* (DAR) terhadap *financial distress*

Berdasarkan hasil penelitian pada Tabel. 4.8. menjelaskan *leverage* bernilai koefisien negatif dan tidak signifikan terhadap *financial distress* perusahaan. Rasio *leverage* (-12.858) dan t-hit. sebesar (-1,386) dengan tingkat probabilitas signifikansi $0,174 > 0,05$. Artinya *leverage* diprosikan dengan DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* perusahaan. Penelitian ini menunjukkan *leverage* tidak berpengaruh terhadap *financial distress*, karena perusahaan dapat mengelola pendanaan dari hutang yang masih dapat menghasilkan laba, dimana laba tersebut dapat digunakan untuk melunasi kewajiban perusahaan walaupun perusahaan memiliki beban bunga tinggi. Faktualnya ditunjukkan pada kinerja perusahaan KAEF yang mendapatkan dana pinjaman pihak ketiga dan mampu mengembalikan kewajibannya dalam bentuk pokok maupun bunga pinjaman. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian (Aisyah et al., 2017), (Atina and Rahmi, 2019), (Patinansarany, 2016), dan moderasi likuiditas terhadap *financial distress* dari peneliti (Andiyanti, 2018) menunjukkan hasil penelitian tidak signifikan, yaitu rasio *leverage* tidak berpengaruh terhadap *financial distress* perusahaan, artinya kemungkinan penggunaan utang yang dari pihak ketiga dipergunakan untuk membiayai beban operasional perusahaan cukup besar diperoleh dari utang Bank.

Pengaruh Aktivitas (TATO) terhadap *financial distress*.

Variabel rasio aktivitas diukur dengan *total assets turnover* memiliki probabilitas nilai sig. sebesar 0,236 yang lebih besar daripada nilai tingkat signifikansi (α) 5%. Artinya rasio aktivitas diukur dengan *total assets turnover* tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress*. Faktualnya ditunjukkan perusahaan Merk Sharp Dhome Pharma, dimana perputaran penjualan dari total asetnya dengan membandingkan total penjualan bersih terhadap total aset, terlihat kurang efektif dalam melaksanakan aktivitas operasional perusahaan. Semakin tinggi perputaran total aset, menggambarkan semakin efektif total aset dalam menghasilkan penjualan, namun biaya yang dikeluarkan tidak mengefisiensikan biaya keseluruhan yang dikeluarkan perusahaan, ini menunjukkan tidak memiliki pengaruh signifikan atau netral, sehingga tidak dapat memprediksi *financial distress*. Penelitian sesuai dengan peneliti (Aisyah et al., 2017), (Asfali, 2019) dan (Ginting, 2018), rasio aktivitas atas nilai *total assets turnover* tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Koefisien regresi variabel *total assets turnover* (TATO) (X4) sebesar (-7,638), menunjukkan hubungan negatif dengan *financial distress* tidak searah, jika variabel independen lain nilainya tetap dan *total asset turnover* mengalami penurunan 1%, maka nilai *financial distress* (Y) mengalami penurunan sebesar (-7.368). Semakin naik *total assets turnover* maka semakin menurun nilai *financial distress*, karena rasio rendah perusahaan tidak menghasilkan penjualan yang cukup dibanding dengan investasi yang ditingkatkan dalam asetnya. Kinerja yang kurang baik ini dapat menyebabkan *distress*.

Pengaruh *Cash Flow Ratio* terhadap *financial distress*.

Cash Flow Ratio berdasarkan uji t-hit. sebesar (-0,071), menunjukkan probabilitas nilai signifikan variabel arus kas (X5) sebesar 0,944 sedangkan (α) 5%,

karena signifikan t lebih besar dari α atau $0,944 > 0,05$ maka disimpulkan tidak ada pengaruh signifikan variabel arus kas terhadap kondisi *financial distress*. Faktualnya nilai arus kas perusahaan Merk Sharp Dhome Pharma, menunjukkan masih dapat beroperasi walaupun perusahaan cenderung merugi, yaitu terlihat pada rasio laba maupun aktivitas *total assets turnover* perusahaan. Nilai rasio arus kas rendah berarti nilai kas yang tersedia jauh lebih kecil dari kewajiban lancarnya. Kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban yang segera jatuh tempo dengan menggunakan uang kas yang ada menjadi kurang baik (*Insolvency*). Penelitian ini sesuai dengan peneliti (Hariyanto, 2018), (Patina sarany, 2016) dan moderasi arus kas (Aditama et al., 2018) yang menyatakan hasil rasio arus kas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *financial distress*.

Pengaruh Karakter Eksekutif sebagai pemoderasi *cash flow* terhadap *financial distress*

Variabel moderasi merupakan interaksi antara variabel karakter eksekutif *corporate risk* dengan *cash flow ratio* yang menunjukkan koefisien parameter (-171,323) dan t -hit sebesar (-2,176) dengan nilai signifikan sebesar $0,037 < 0,050$, maka variabel karakter eksekutif *corporate risk* menyatakan mampu memoderasi pengaruh arus kas terhadap *financial distress*. Nilai signifikan berkoefisien negatif menunjukkan karakter eksekutif *corporate risk* sebagai moderasi arus kas berpengaruh signifikan tidak searah terhadap *financial distress*. Artinya semakin tinggi pengaruh karakter eksekutif terhadap *cash flow* akan semakin kecil atau rendah kemungkinan pengaruh *cash flow* terhadap terjadinya *financial distress*, sehingga dapat dikatakan karakter eksekutif sebagai *risk averse*, yaitu cenderung bersifat memilih peluang yang tidak berisiko besar, contohnya dalam monitoring pelaporan keuangan menjadi kurang efektif, pemanfaatan bunga atas hutang untuk memaksimalkan nilai arus kas perusahaan terkesan lambat, karena fokus utamanya keamanan dan sangat menghindari resiko. Penelitian ini sesuai dengan penelitian (Andalia, 2018) yang menunjukkan hasil penelitian mempengaruhi secara signifikan antara *financial distress* terhadap penghindaran pajak, dan (Prasetya, 2020) melalui moderasinya menunjukkan hasil signifikan atas rasio *leverage* maupun profitabilitas memperlemah hubungan terhadap penghindaran pajak.

V. Kesimpulan dan Saran

Hasil analisis pada bab sebelumnya dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Likuiditas dengan *current ratio* berpengaruh signifikan searah terhadap *financial distress*, artinya semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan maka kemampuan perusahaan dalam membayar kewajibana jangka pendeknya semakin tinggi, ini sesuai dengan nilai Altman Z-Score perusahaan potensi *financial distress* semakin kecil.
2. Profitabilitas dengan ROA, menyatakan tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Artinya perusahaan masih dapat beroperasi dan berkembang karena perusahaan mampu mengelola pendanaan dari modal hutang yang ada, sehingga masih dapat menghasilkan laba untuk melunasi kewajiban perusahaan walaupun perusahaan memiliki beban bunga tinggi dan rawan *distress*.
3. *Leverage* dengan *debt ratio* dinyatakan tidak berpengaruh terhadap *financial distress* dengan hubungan koefisien tidak searah. Artinya perusahaan dalam menggunakan utangnya tidak berpengaruh pada kondisi *financial distress*.

4. Aktivitas, dengan *total assets turnover ratio* menyatakan tidak berpengaruh terhadap *financial distress* dengan hubungan koefisien tidak searah. Artinya semakin naik *total asset turnover* maka semakin menurun nilai *financial distress*. Karena dengan rasio rendah perusahaan tidak menghasilkan volume penjualan yang cukup dibanding dengan investasi yang ditingkatkan dalam pengelolaan internal asetnya, ini menunjukkan contoh kinerja yang kurang baik.
5. Arus Kas dengan *cash flow ratio* menyatakan tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Nilai rasio arus kas rendah berarti nilai kas yang tersedia jauh lebih rendah dari kewajiban lancarnya, akibatnya kemampuan perusahaan melunasi kewajiban yang akan segera jatuh tempo dengan menggunakan uang kas yang tersedia menjadi kurang baik di perusahaan (*Insolvency*).
6. Karakter eksekutif *corporate risk* sebagai moderasi arus kas menyatakan berpengaruh signifikan tidak searah terhadap *financial distress*. Artinya semakin tinggi karakteristik eksekutif akan semakin rendah kemungkinan terjadinya *distress*, sehingga karakter eksekutif cenderung bersifat sebagai *risk averse* yaitu cenderung sangat menghindari resiko yang terjadi pada operasional perusahaan.

Keterbatasan penelitian ini, sangat terbatas dalam penggunaan sampel yang diambil pada perusahaan manufaktur sub sektor farmasi dan variable independen maupun moderasinya memiliki nilai koefisien determinasi yang rendah, sehingga masih perlu penambahan variabel maupun model analisis berikut alat aplikasinya agar pengaruh *financial distress* lebih sesuai dengan fenomena.

Saran untuk penelitian selanjutnya dapat memperjelaskan fenomena atas industri manufaktur terhadap terjadinya *financial distress* sesuai teori dan praktek dengan mengembangkan data perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi sub sektor lain seperti makanan dan minuman, kosmetik dan keperluan rumah tangga, rokok, peralatan rumah tangga, agar dapat meningkatkan jumlah populasi dan sampel. Menambahkan pula variabel independen yang lebih berpengaruh terhadap *financial distress* sebagai variabel dependen, berikut variabel moderasinya, dengan variabel *intervening* terhadap manajemen laba atau terjadinya *fraud* sesuai praktik akuntansi. Analisis model *distress* dikembangkan dengan model *Gover*, *Springate*, *Zwimjweski*, sebagai pembanding hasil dengan alat analisis aplikasi *smart PLS*, *Lisrel*, *SAS* dan seterusnya, sehingga hasil yang diperoleh lebih akurat.

VI. Daftar Pustaka

- Anggraeni, Ovi, Deni Esti Lestari, and Moh. Hudi Setyo Bakti. 2018. "Analisis Rasio Keuangan Sebagai Alat Prediksi *Financial Distress* (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI Periode 2012-2015)." *Jurnal Riset Manajemen* 1(1): 114–26.
- Edusaham. (2019). *Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI 2019*. ekonomi.bisnis.com, & Supriyanto, B. (2020). *Dampak Pandemi Covid-19, Ekonomi Indonesia Diperkirakan Pulih 2022*.
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*, Cetakan III. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanifa, R. U. (2019). *Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Leverage dan Aktivitas Terhadap Financial Distress Perusahaan (Studi Empirid Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2016-2018)*. *Doctoral Dissertation, Universitas Islam Indonesia*.
- Hutagalung, G. T. (2020). *Analisis Financial Distress Pada Perusahaan Manufaktur*

- Di Indonesia. *Doctoral Dissertation, STIE YKPN*.
- IDX. (2020). Data Olah Laporan Keuangan Perusahaan Manufaktur.
- Janna, M. (2018). Pengaruh Likuiditas Dan *Leverage* Terhadap *Financial Distress* Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderasi (Studi pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2017). *Doctoral Dissertation, Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim*. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>.
- Kadata.co.id, Anggraini, R. G., & Fitra, S. (2019). Menperin: "Industri Farmasi Nasional Tumbuh 4,46% Tahun Lalu"
- Kasmir. (2016). Analisis Laporan Keuangan. Jakarta: PT Rajagrafindo Persada.
- Kieso. (2008). Akuntansi Intermediate. Edisi kedua belas Jilid I. Erlangga: Jakarta.
- Paligorova, Teodora. 2010. *Corporate Risk Taking and Ownership Structure*. Bank of Canada, Working Paper. 2010(3).Reeve, James et al. 2010.
- Sukabumiupdate.com, & Ibrahim, A.M.(2019). Dampak Covid-19 Terhadap Perekonomian dan Kebijakan Pemerintah Indonesia.