

Analisis Pengaruh Likuiditas, *Sales Growth*, Komisaris Independen, dan Kepemilikan Institusional Terhadap *Financial Distress*

Rahmawati Ellya Ningsih^{1*}, Rida Prihatni², Eka Septariana Puspa³

^{1,2,3} Universitas Negeri Jakarta, Indonesia

*E-mail: rahmawatiellya4114@gmail.com

Information Article

History Article

Submission: 01-06-2026

Revision: 19-07-2026

Published: 25-07-2026

DOI Article:

10.62421/jibema.v4i1.586

ABSTRAK

Kerentanan ini terlihat jelas dalam dinamika pasar properti pasca pandemi, ketika pertumbuhan tajam pada 2022 diikuti fase konsolidasi dan stagnasi pada 2023–2024 akibat suku bunga acuan tinggi, hingga kontraksi tajam pada triwulan II dan III 2025 sebelum kembali tumbuh positif pada triwulan IV 2025. Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh likuiditas, *sales growth*, komisaris independen, dan kepemilikan institusional terhadap *Financial Distress* pada perusahaan sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2025, dengan *Financial Distress* diproksikan menggunakan model Altman Z-Score. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode regresi data panel yang diolah menggunakan software EViews 13. Sampel dipilih menggunakan metode *purposive sampling* dan diperoleh 66 perusahaan dengan 264 observasi awal, yang menjadi 240 observasi setelah transformasi data dan penghapusan data *outlier*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Financial Distress*, sedangkan *sales growth*, komisaris independen, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap *Financial Distress*.

Kata Kunci: Altman Z-Score, Likuiditas, *Sales Growth*, Komisaris Independen, Kepemilikan Institusional, *Financial Distress*

ABSTRACT

This vulnerability is clearly visible in the dynamics of the post-pandemic property market, where sharp growth in 2022 is followed by a phase of consolidation and stagnation in 2023–2024 due to high benchmark interest rates, leading to a sharp contraction in the second and third quarters of 2025 before returning to positive growth in the fourth quarter of 2025. This study aims to examine the effect of liquidity, sales growth, independent commissioners, and institutional ownership on Financial Distress in property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2022–2025 period, with Financial Distress proxied using the Altman Z-Score model. This study uses a quantitative approach with panel data regression analysis processed using EViews 13 software. The sample was selected using purposive sampling and consisted of 66 companies with 264 initial observations, reduced to 240 observations after data transformation and outlier removal. The results show that liquidity has a significant negative effect on Financial Distress, while sales growth, independent

Acknowledgment

commissioners, and institutional ownership have no significant effect on Financial Distress..

Key word: *Altman Z-Score, Liquidity, Sales Growth, Independent Commissioner, Institutional Ownership, Financial Distress*

©2026 Published by JIBEMA. Selection and/or peer-review under responsibility of JIBEMA

PENDAHULUAN

Sektor properti, real estat, dan konstruksi bangunan merupakan salah satu pilar utama perekonomian Indonesia karena kontribusinya terhadap Produk Domestik Bruto (PDB), penyerapan tenaga kerja dalam jumlah besar, serta efek berganda terhadap industri bahan bangunan, jasa keuangan, transportasi, dan perdagangan. Karakteristik sektor ini yang padat modal, memiliki siklus bisnis panjang, dan sangat bergantung pada pendanaan eksternal menyebabkan struktur modalnya cenderung memiliki tingkat leverage tinggi sehingga meningkatkan eksposur risiko keuangan terhadap guncangan ekonomi makro. Kerentanan ini terlihat jelas dalam dinamika pasar properti pasca pandemi, ketika pertumbuhan tajam pada 2022 diikuti fase konsolidasi dan stagnasi pada 2023–2024 akibat suku bunga acuan tinggi, hingga kontraksi tajam pada triwulan II dan III 2025 sebelum kembali tumbuh positif pada triwulan IV 2025.

Tekanan ekonomi yang berkepanjangan dan tidak diimbangi pengelolaan risiko keuangan yang efektif dapat mendorong perusahaan memasuki fase *Financial Distress*, yaitu penurunan kesehatan keuangan bertahap sebelum kebangkrutan atau likuidasi (Siregar & Siswanti, 2022). Perusahaan yang terindikasi kesulitan keuangan cenderung kehilangan akses pendanaan eksternal sehingga memperparah likuiditas dan mempercepat potensi kebangkrutan, menjadikan identifikasi dini sebagai kebutuhan krusial dalam sistem peringatan dini (Nursal et al., 2023). Fenomena ini terkonfirmasi secara empiris melalui rangkaian forced delisting emiten properti di Bursa Efek Indonesia, yaitu PT Forza Land Indonesia Tbk (FORZ) pada Februari 2025 dan PT Hanson International Tbk (MYRX) pada Juli 2025, dengan PT Cowell Development Tbk (COWL) dijadwalkan menyusul pada 2026.



Gambar 1. Nilai Altman Z-Score Emiten Sektor Property dan Real Estate Tahun 2022–2025

Sumber: diolah oleh penulis, 2026

Gambar 1 menyajikan pergerakan nilai Altman Z-Score lima emiten properti dengan mayoritas laba bersih negatif sepanjang 2022–2025. Hasil perhitungan menunjukkan dinamika yang beragam. Sebagian emiten sempat terpuruk di zona *distress* namun menunjukkan tanda pemulihan pada 2025, sementara emiten lain justru bertahan atau semakin merosot ke zona krisis. Kondisi ini menegaskan bahwa mayoritas emiten mengalami tekanan keuangan berat sepanjang periode pengamatan, meski dengan arah pemulihan yang berbeda-beda antar perusahaan.

Secara fundamental, risiko *Financial Distress* dipengaruhi oleh indikator keuangan internal seperti likuiditas dan *sales growth*, serta faktor tata kelola seperti komisaris independen dan kepemilikan institusional yang berperan mengawasi manajemen guna mencegah *agency problem*. Namun, hasil penelitian terdahulu terkait determinan-determinan ini masih menunjukkan inkonsistensi. Pengaruh likuiditas ditemukan negatif signifikan oleh Hayati & Sholichah, (2022) serta Permatasari et al., (2022), namun tidak signifikan menurut Hasty & Nursiam, (2023) serta (Budiantoro, 2025). Pola serupa terjadi pada *sales growth*, yang signifikan menurut Nursal et al., (2023), tetapi tidak signifikan menurut (Hasty & Nursiam, 2023). Peran komisaris independen dan kepemilikan institusional juga menunjukkan hasil beragam, mulai dari pengaruh negatif signifikan Fabianti & Haq, (2024); Mardahlia & Ghozali, (2023) hingga tidak signifikan (Robbani & Ritonga, 2024; Zatira et al., 2022).

Selain inkonsistensi hasil tersebut, penelitian terdahulu pada umumnya menggunakan periode observasi sebelum 2022 sehingga belum mencakup dinamika pasca pandemi, dan cenderung menguji indikator keuangan serta mekanisme tata kelola secara terpisah tanpa mengintegrasikan keduanya dalam satu model prediksi *Financial Distress* berbasis *Altman Z-Score*. Urgensi penelitian ini semakin diperkuat oleh pergerakan Altman Z-Score yang kontras antaremiten sebagaimana terlihat pada Gambar 1, yang mengindikasikan bahwa determinan yang sama dapat berdampak berbeda pada perusahaan yang berbeda. Berdasarkan kesenjangan tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh likuiditas, *sales growth*, komisaris independen, dan kepemilikan institusional terhadap *Financial Distress* pada perusahaan sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2025.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif untuk menguji pengaruh likuiditas, *sales growth*, komisaris independen, dan kepemilikan institusional terhadap *Financial Distress*. Unit analisis dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2022–2025. Populasi penelitian berjumlah 93 perusahaan pada sektor tersebut. Sampel dipilih menggunakan metode *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 66 perusahaan sebagai sampel dengan 264 observasi awal, yang menjadi 240 observasi

setelah dilakukan transformasi data dan penghapusan data *outlier*.

Data yang digunakan merupakan data sekunder berupa Laporan Auditor Independen masing-masing perusahaan sampel, yang dikumpulkan melalui teknik dokumentasi dari situs resmi BEI (www.idx.co.id). Penelitian ini mencakup satu variabel dependen, yaitu *Financial Distress* yang diproksikan menggunakan model *Altman Z-Score* yang telah dimodifikasi, serta empat variabel independen, yaitu likuiditas (diukur melalui *current ratio*), *sales growth*, komisaris independen (proporsi komisaris independen terhadap total dewan komisaris), dan kepemilikan institusional (persentase saham yang dimiliki institusi).

Teknik analisis data yang digunakan adalah statistik deskriptif dan regresi data panel, yang menggabungkan data time series dan cross section, diolah menggunakan software EViews 13. Model regresi data panel dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut, dengan Y menyatakan *Financial Distress*, α konstanta, β_1 hingga β_4 koefisien regresi masing-masing variabel independen, X_1 likuiditas, X_2 sales growth, X_3 komisaris independen, X_4 kepemilikan institusional, dan e merupakan error:

$$FD = 1,185 + 0,587LIKUIDITAS + 0,026SG + 0,009KI + 0,032KEPINST$$

Pemilihan model estimasi terbaik dilakukan melalui tiga tahap pengujian, yaitu Uji Chow untuk membandingkan *Common Effect Model* (CEM) dengan *Fixed Effect Model* (FEM), Uji Hausman untuk membandingkan FEM dengan *Random Effect Model* (REM), serta Uji *Lagrange Multiplier* apabila diperlukan. Sebelum diinterpretasikan, model yang terpilih diuji dengan uji asumsi klasik, meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas menggunakan Uji Glejser, guna memastikan model bersifat *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE). Selanjutnya, pengujian hipotesis dilakukan melalui uji t (parsial) untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen, uji F untuk menilai kelayakan model secara simultan, serta koefisien determinasi (R^2) untuk mengukur kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi *Financial Distress*, pada taraf signifikansi 0,05.

HASIL DAN PEMBAHASAN

HASIL

Berdasarkan hasil uji outlier, dari 264 observasi awal ditemukan 24 data *outlier* yang dikeluarkan dari sampel, sehingga jumlah data akhir yang digunakan adalah 240 observasi. Statistik deskriptif dari kelima variabel penelitian disajikan pada tabel berikut.

Tabel 1. Hasil Uji Statistik Deskriptif

	ALTMAN_Z_SCORE	LIKUIDITAS	SALES_GROWTH	KOMISARIS_INDEPENDEN	KEPEMILIKAN_INSTITUSIONAL
Mean	2.224656	1.722248	0.143643	0.767486	0.582085
Median	2.312660	1.530696	0.057273	0.666667	0.666171
Maximum	6.816896	6.425813	5.264482	2.000000	0.989731
Minimum	-3.607544	0.011774	-0.842883	0.200000	0.000000
Std. Dev.	1.406563	1.056068	0.661202	0.360679	0.254096
Skewness	-0.736704	1.488367	3.334153	1.721188	-0.766727
Kurtosis	7.272089	6.411028	21.17335	6.657664	2.721046
Jarque-Bera Probability	204.2168	204.9594	3747.371	252.2845	24.23169
Sum	533.9173	413.3395	34.47441	184.1968	139.7005
Sum Sq. Dev.	472.8358	266.5517	104.4880	31.09133	16.66939
Observations	240	240	240	240	240

Sumber: Hasil olah data E-views 13 (2026)

Berdasarkan tabel di atas, *Financial Distress* (Altman Z-Score) memiliki rata-rata 2,22, likuiditas tertinggi dicatatkan REAL (2022) dan terendah POSA (2025), sales growth tertinggi TRIN (2022) dan terendah BBSS (2022).

Tabel 2 Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests Equation: Untitled Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	97.852467	(64,171)	0.0000
Cross-section Chi-square	870.628664	64	0.0000

Sumber: Hasil olah data E-views 13 (2026)

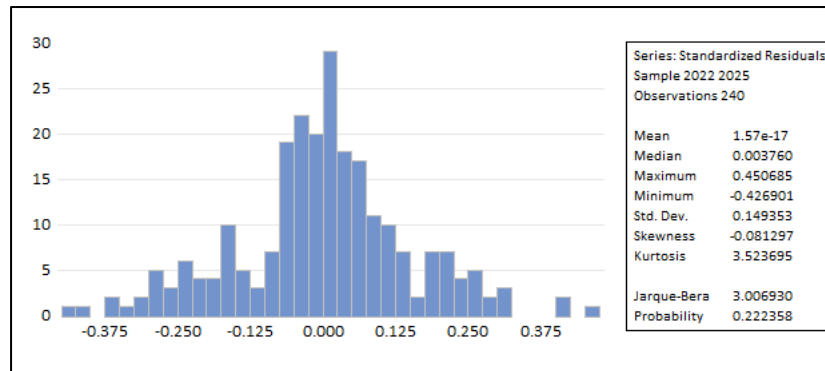
Tabel 3 Hasil Uji Hausman

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	17.039413	4	0.0019

Sumber: Hasil olah data E-views 13 (2026)

Pemilihan model regresi data panel dilakukan melalui uji Chow dan uji Hausman, yang keduanya menunjukkan bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) merupakan model paling tepat digunakan dalam penelitian ini (nilai probabilitas < 0,05 pada kedua pengujian).

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas



Sumber: Hasil olah data E-views 13 (2026)

Uji normalitas awal terhadap 264 observasi menunjukkan data belum berdistribusi normal (probabilitas Jarque-Bera 0,000000), sehingga dilakukan transformasi data dan penghapusan 24 data outlier; setelah perbaikan, data terdistribusi normal (probabilitas Jarque-Bera 0,222358 > 0,05).

Tabel 5 Hasil Uji Multikolinearitas

	LIKUIDITAS	SALES_GROWTH	KOMISARIS_INDEPENDEN	KEPEMILIKAN_INSTITUSIONAL
LIKUIDITAS	1.000000	0.079154	-0.226272	0.126604
SALES_GROWTH	0.079154	1.000000	-0.017112	0.024276
KOMISARIS_INDEPENDEN	-0.226272	-0.017112	1.000000	0.001344
KEPEMILIKAN_INSTITUSIONAL	0.126604	0.024276	0.001344	1.000000

Sumber: Hasil olah data E-views 13 (2026)

Hasil uji multikolinearitas menunjukkan seluruh nilai koefisien korelasi antar variabel independen berada di bawah 0,80 (tidak terjadi multikolinearitas).

Tabel 6 Hasil Uji Heterokedastisitas

Dependent Variable: ABS(RESID)				
Method: Panel Least Squares				
Date: 07/15/26 Time: 22:59				
Sample: 2022 2025				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 65				
Total panel (unbalanced) observations: 240				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.165113	0.065744	2.511467	0.0130
LIKUIDITAS	-0.030606	0.019233	-1.591313	0.1134
SALES_GROWTH	-0.002034	0.008784	-0.231526	0.8172
KOMISARIS_INDEPENDEN	0.017960	0.035806	0.501589	0.6166
KEPEMILIKAN_INSTITUSIONAL	-0.027494	0.079749	-0.344749	0.7307

Sumber: Hasil olah data E-views 13 (2026)

Hasil uji heteroskedastisitas (metode Glejser) menunjukkan seluruh nilai probabilitas variabel independen di atas 0,05 (model homoskedastis).

Tabel 7 Hasil Uji Autokorelasi

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.988725	Mean dependent var	2.224656
Adjusted R-squared	0.984241	S.D. dependent var	1.406553
S.E. of regression	0.176569	Akaike info criterion	-0.394181
Sum squared resid	5.331227	Schwarz criterion	0.606503
Log likelihood	116.3017	Hannan-Quinn criter.	0.009022
F-statistic	220.5190	Durbin-Watson stat	1.995997
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil olah data E-views 13 (2026)

Uji autokorelasi (Durbin-Watson) menghasilkan nilai DW 1,995997, mendekati 2, sehingga model bebas dari gejala autokorelasi.

Tabel 8 Hasil Uji Hipotesis

Dependent Variable: ALTMAN_Z_SCORE				
Method: Panel Least Squares				
Date: 07/15/26 Time: 23:00				
Sample: 2022 2025				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 65				
Total panel (unbalanced) observations: 240				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.185455	0.148219	7.997984	0.0000
LIKUIDITAS	0.586642	0.043361	13.52936	0.0000
SALES_GROWTH	0.026295	0.019804	1.327747	0.1860
KOMISARIS_INDEPENDEN	0.008653	0.080725	0.107190	0.9148
KEPEMILIKAN_INSTITUSIONAL	0.031679	0.179796	0.176193	0.8604

Sumber: Hasil olah data E-views 13 (2026)

Model persamaan regresi: $FD = 1,185 + 0,587 \text{ Likuiditas} + 0,026 \text{ Sales Growth} + 0,009 \text{ Komisaris Independen} + 0,032 \text{ Kepemilikan Institusional}$. Likuiditas berpengaruh positif-signifikan terhadap Altman Z-Score ($t=13,529$; $p=0,0000$), berarti negatif-signifikan terhadap *Financial Distress* (H1 diterima). Sales growth ($p=0,186$), komisaris independen ($p=0,915$), dan kepemilikan institusional ($p=0,860$) tidak signifikan (H2, H3, H4 ditolak). Uji F: $F=220,519$; $p=0,000000$ (model fit). Adjusted $R^2 = 0,9842$ (98,42% variasi *Financial Distress* dijelaskan model).

PEMBAHASAN

Bagian ini membahas hasil pengujian hipotesis mengenai pengaruh likuiditas, sales growth, komisaris independen, dan kepemilikan institusional terhadap *Financial Distress* pada perusahaan sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2025, dengan *Financial Distress* diprosikan melalui Altman Z-Score Modifikasi. Nilai koefisien positif pada model regresi

mengindikasikan pengaruh negatif terhadap risiko *Financial Distress*, karena semakin tinggi nilai Z-Score maka semakin sehat kondisi keuangan perusahaan dan semakin jauh dari potensi kesulitan keuangan. Interpretasi atas setiap variabel diuraikan sebagai berikut.

Pengaruh Likuiditas terhadap *Financial Distress*

Hasil pengujian menunjukkan likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap Altman Z-Score (koefisien = 0,586642; t-statistik = 13,52936; probabilitas = 0,0000 < 0,05), sehingga H1 diterima. Temuan ini berarti kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek melalui aset lancar menekan risiko *Financial Distress*. Perusahaan dengan rasio lancar tinggi memiliki fleksibilitas dalam menutup biaya operasional, gaji, dan cicilan kontraktor tanpa harus melego aset di bawah harga wajar atau menambah utang berbiaya tinggi, sehingga stabilitas laba ditahan dan struktur permodalannya turut terjaga dan tercermin pada Z-Score yang lebih tinggi. Sebaliknya, likuiditas rendah mendorong perusahaan masuk ke siklus pembiayaan tidak sehat yang mempercepat penurunan Z-Score menuju zona distress.

Dari sudut pandang *signaling theory* Spence, (1973), tingkat likuiditas yang tinggi merupakan sinyal positif bagi investor dan kreditur sehingga menekan persepsi risiko dan biaya modal (*cost of capital*), sedangkan likuiditas rendah menjadi sinyal negatif yang menaikkan premi risiko dan mempercepat pergerakan kondisi keuangan menuju zona *distress*. Relevansi jalur sinyal ini turut diperkuat oleh konteks kenaikan suku bunga acuan Bank Indonesia dari 3,50% pada awal 2022 menjadi 6,00% pada 2023–2024 yang menambah beban bunga KPR dan kredit konstruksi, sehingga perusahaan berlikuiditas rendah lebih cepat tertekan dibandingkan perusahaan dengan likuiditas kuat, sebagaimana tercermin dari rangkaian kasus forced delisting emiten properti (FORZ dan MYRX) pada 2025 yang didahului gejala kesulitan likuiditas bertahun-tahun sebelumnya.

Temuan ini konsisten dengan Andini et al., (2025); Hayati & Sholichah, (2022); Marcella & Utami, (2024); Ningsih, (2023); Permatasari et al., (2022) yang juga menemukan pengaruh negatif likuiditas terhadap *Financial Distress* pada sektor properti dan real estate, meski dengan rentang periode pengamatan yang berbeda. Konsistensi arah pengaruh pada berbagai periode ini memperkuat indikasi bahwa hubungan likuiditas dengan *Financial Distress* merupakan karakteristik struktural sektor ini, bukan sekadar temuan insidental pada satu periode tertentu, dan sekaligus menegaskan relevansi likuiditas sebagai determinan utama dalam model *early warning system* kesulitan keuangan perusahaan properti.

Pengaruh Sales Growth terhadap *Financial Distress*

Variabel *sales growth* menunjukkan koefisien 0,026295 dengan t-statistik 1,327747 dan proba-

bilitas 0,1860 ($> 0,05$), sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap Altman Z-Score dan H2 ditolak. Naik-turunnya pertumbuhan penjualan tidak serta-merta diikuti perubahan berarti pada kesehatan keuangan perusahaan. Hal ini beralasan karena mayoritas transaksi penjualan properti menggunakan skema pembayaran bertahap, KPR, atau metode *percentage of completion*, sehingga kenaikan penjualan yang tercatat secara akuntansi tidak serta-merta menghasilkan kas yang tersedia pada periode yang sama dan tidak langsung memperbaiki komponen modal kerja maupun laba ditahan penyusun Z-Score.

Ketiadaan pengaruh ini juga diperkuat oleh potensi *overtrading*, yaitu ekspansi penjualan agresif tanpa modal kerja memadai yang justru menumpuk piutang dan menambah kebutuhan pembiayaan proyek belum tertagih, sehingga menimbulkan tekanan likuiditas baru yang meniadakan efek positif pertumbuhan penjualan. Ditambah sifatnya yang fluktuatif dan lebih banyak digerakkan siklus makro-ekonomi jangka pendek dibandingkan kinerja fundamental internal, sebagaimana tampak pada dinamika penjualan properti 2022–2025 yang berpindah dari lonjakan pasca-pandemi ke stagnasi, kontraksi akibat gelombang PHK, hingga rebound di akhir 2025, *sales growth* menjadi kurang mencerminkan kualitas pengelolaan keuangan yang menjadi dasar penilaian Altman Z-Score.

Dalam kerangka *signaling theory*, pertumbuhan penjualan idealnya menjadi sinyal positif bagi investor dan kreditur, namun hasil ini mengindikasikan sinyal tersebut tidak cukup kuat direspons sebagai indikator kesehatan keuangan pada sektor properti, karena pasar tampak lebih memprioritaskan sinyal likuiditas dan arus kas riil dibandingkan angka penjualan yang pengakuannya tertunda. Temuan ini sejalan dengan Fitri & Dillak, (2020); Hasty & Nursiam, (2023); Hayati & Sholichah, (2022); Shidiq & Khairunnisa, (2019); Wahyuningtyas & Fatmawati, (2021) yang juga tidak menemukan pengaruh signifikan *sales growth* terhadap *Financial Distress* pada rentang periode dan sektor yang berbeda-beda, sehingga memperkuat argumen bahwa pertumbuhan penjualan yang dicatatkan secara akuntansi bukan proksi arus kas riil yang relevan untuk sektor padat modal dengan siklus pengakuan pendapatan tertunda seperti properti.

Pengaruh Komisaris Independen terhadap *Financial Distress*

Komisaris independen memperoleh koefisien 0,008653 dengan t-statistik 0,107190 dan probabilitas 0,9148 ($> 0,05$), sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap Altman Z-Score dan H3 ditolak. Secara teoritis, *agency theory* Jensen & Meckling, (1976) memposisikan komisaris independen sebagai mekanisme pengawasan yang menekan asimetri informasi antara prinsipal dan agen. Namun, efektivitas fungsi tersebut bergantung pada kekuatan posisinya di dalam struktur dewan, sedangkan proporsi komisaris independen pada mayoritas perusahaan sampel relatif kecil sehingga suara mereka secara struktural kalah dibandingkan komisaris yang berafiliasi dengan manajemen atau pemegang saham pengendali.

Kondisi ini diperparah oleh praktik rangkap jabatan pada sejumlah perusahaan sampel, di mana presiden/anggota dewan komisaris turut menjabat sebagai komisaris independen, sehingga independensi yang seharusnya menjadi kekuatan utamanya justru terkikis. Kombinasi antara proporsi minoritas dan independensi yang terkikis menjelaskan mengapa komisaris independen pada praktiknya lebih banyak berfungsi sebagai pemenuhan syarat administratif regulasi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dibandingkan benar-benar mengintervensi kebijakan pendanaan, ekspansi proyek, atau pengendalian arus kas yang menyusun komponen Altman Z-Score.

Temuan ini memperlihatkan bahwa keberadaan mekanisme pengawasan secara nominal tidak otomatis menghasilkan fungsi kontrol yang efektif sebagaimana diasumsikan *agency theory* secara ideal, sehingga hasil ini turut menegaskan perlunya modifikasi penekanan teori dari sekadar keberadaan komisaris independen menuju proporsi dan kekuatan intervensinya dalam struktur dewan. Hasil ini konsisten dengan Mahendra & Zulfikar, (2026); Mondayri & Tresnajaya, (2022); Mulansari & Setiyorini, (2019); Prasetya & Hindasah, (2024); Samudra, (2021) yang menemukan pola serupa pada berbagai periode dan sektor, mengindikasikan persoalan struktural yang lebih luas dalam praktik implementasi tata kelola perusahaan di Indonesia dan bukan sekadar temuan kebetulan pada satu periode penelitian.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap *Financial Distress*

Kepemilikan institusional memperoleh koefisien 0,031679 dengan t-statistik 0,176193 dan probabilitas 0,8604 ($> 0,05$), sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap Altman Z-Score dan H_4 ditolak. *Agency theory* Jensen & Meckling, (1976) memandang kepemilikan institusional sebagai mekanisme kontrol eksternal yang efektivitasnya bergantung pada konsentrasi kepemilikan pada satu atau sedikit institusi bermodal kepentingan besar. Jalur hubungan ini tidak tercermin pada sampel penelitian karena pola kepemilikan yang tidak seragam, sebagian perusahaan sama sekali tidak memiliki pemegang saham institusional, sementara perusahaan lain memiliki proporsi besar yang justru terfragmentasi ke dalam tiga hingga lima institusi berbeda.

Fragmentasi kepemilikan tersebut melemahkan insentif setiap institusi untuk menanggung biaya pengawasan (*monitoring cost*) secara mandiri, karena masing-masing memandang kepemilikannya hanya sebagai bagian kecil dari portofolio yang lebih luas. Akibatnya, besarnya rasio kepemilikan institusional tidak dapat ditafsirkan secara seragam sebagai kekuatan pengawasan yang sama, sehingga variabel ini kehilangan variasi yang cukup informatif untuk menjelaskan perbedaan kondisi *Financial Distress* antarperusahaan sampel.

Dalam kerangka *agency theory*, temuan ini menunjukkan bahwa besarnya proporsi kepemilikan institusional tidak serta-merta menjamin pengawasan efektif apabila kepemilikan tersebut terfragmen-

tasi ke banyak entitas tanpa insentif individual yang cukup kuat, sehingga mekanisme kontrol eksternal yang mendasari teori ini perlu mempertimbangkan struktur konsentrasi kepemilikan, bukan sekadar besaran proporsinya. Hasil ini sejalan dengan Budiari & Devi, (2023); Mondayri & Tresnajaya, (2022); Robbani & Ritonga, (2024); Wijaya et al., (2023); Zatira et al., (2022) yang juga menemukan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap *Financial Distress* pada rentang periode dan sektor berbeda, memperkuat argumen bahwa lemahnya pengaruh ini bersifat konsisten dan bukan temuan kebetulan pada satu periode penelitian tertentu.

SIMPULAN

Penelitian ini menemukan bahwa dari keempat variabel yang diuji, hanya likuiditas yang terbukti berpengaruh signifikan dalam menekan risiko *Financial Distress* pada perusahaan properti dan real estate di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2025, semakin tinggi kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya, semakin rendah risiko kesulitan keuangan yang dihadapi. Sebaliknya, sales growth tidak berpengaruh signifikan, karena kenaikan penjualan pada sektor properti umumnya tercatat melalui skema pembayaran bertahap dan KPR yang tidak serta-merta menjadi kas riil bagi perusahaan. Komisaris independen dan kepemilikan institusional juga sama-sama tidak berpengaruh signifikan, yang mengindikasikan bahwa mekanisme tata kelola pada sampel penelitian ini belum berjalan efektif, baik akibat proporsi komisaris independen yang minoritas dan rangkap jabatan, maupun akibat kepemilikan institusional yang terfragmentasi ke banyak entitas. Secara keseluruhan, temuan ini menegaskan bahwa risiko *Financial Distress* pada sektor ini lebih banyak ditentukan oleh kekuatan likuiditas dibandingkan pertumbuhan penjualan maupun struktur tata kelola perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abadi, M. T., & Misidawati, D. N. (2023). Prediksi kebangkrutan perusahaan (Teori, metode, implementasi) (1st ed.). Zahir Publishing.
- Amelia, T. S., Supriyatna, Y., & Tanuatmodjo, H. (2024). Pengaruh arus kas, pertumbuhan penjualan dan inflasi terhadap *Financial Distress*. *Journal of Finance, Entrepreneurship, and Accounting Education Research*, 3(1), 79–89.
- Andini, A. P., Ananto, R. P., & Eliyanora, E. (2025). Pengaruh intellectual capital, kinerja keuangan, sales growth, dan arus kas operasi terhadap *Financial Distress* pada perusahaan sektor property & real estate yang terdaftar di BEI periode 2020–2023. *Innovative: Journal of Social Science Research*, 5(1), 3673–3685. <https://doi.org/10.31004/innovative.v5i1.17735>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2021). Analisis data panel dalam penelitian ekonomi dan bisnis (Dilengkapi dengan penggunaan Eviews) (1st ed.).
- Budiari, N. L., & Devi, S. (2023). Pengaruh corporate governance, ukuran perusahaan, dan financial indicators terhadap *Financial Distress*: Studi pada perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di BEI tahun 2018–2021. *Vokasi: Jurnal Riset Akuntansi*, 12(01), 70–81. <https://doi.org/10.23887/vjra.v12i01.52758>

- Dewi, J. A. C., & Efendi, D. (2023). Pengaruh inflasi, kinerja keuangan, dan manajemen laba terhadap *Financial Distress* perusahaan sektor properti, real estate. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi (JIRA)*, 12(8). <https://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/5458>
- Fabianti, F., & Haq, A. (2024). Pengaruh mekanisme good corporate governance terhadap *Financial Distress* pada perusahaan sub sektor restoran, hotel dan pariwisata yang terdaftar di BEI periode 2020–2022. *Journal of Social and Economics Research*, 6(1), 1720–1733. <https://doi.org/10.54783/jsr.v6i1.531>
- Fitri, M. A., & Dillak, V. J. (2020). Arus kas operasi, leverage, sales growth terhadap *Financial Distress*. *JRAK*, 12(2), 60–64. <https://doi.org/10.23969/jrak.v12i2.3039>
- Hasty, A. A., & Nursiam, N. (2023). Analisis faktor yang mempengaruhi *Financial Distress* pada perusahaan properti dan real estate di Bursa Efek Indonesia tahun 2019–2021. *Management Studies and Entrepreneurship Journal (MSEJ)*, 4(5), 5100–5113. <https://doi.org/10.37385/msej.v4i5.2885>
- Hayati, L. M., & Sholichah, M. (2022). Peran profitabilitas dalam memoderasi pengaruh rasio likuiditas, leverage, dan sales growth dalam memprediksi *Financial Distress* pada perusahaan sub sektor property dan real estate. *Journal of Culture Accounting and Auditing*, 1(1), 153–167. <https://doi.org/10.30587/jcaa.v1i1.4224>
- Hidayat, D. W. W. (2022). Buku referensi struktur modal. PT Pena Persada Kerta Utama.
- K, N. C. K., & Budiantoro, R. A. (2025). *Financial Distress* di sektor property and estate: Tinjauan empiris atas kinerja keuangan perusahaan terbuka di Indonesia. *Journal of Accounting and Digital Finance*, 5(3), 309–328. <https://doi.org/10.53088/jadfi.v5i3.1879>
- Kholisoh, S. N., & Dwiarti, R. (2020). The analysis of fundamental variables and macro economic variables in predicting *Financial Distress*. *Management Analysis Journal*, 9(1), 81–90. <https://doi.org/10.15294/maj.v9i1.36395>
- Kurniasanti, S. (2023). Analysis of the effect of corporate governance and macroeconomic factors on *Financial Distress* in property & real estate sub-sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2010–2019 period. *Interdisciplinary Journal of Educational Practice (IJEP)*, 10(2), 47–58.
- Lifia, S., Gurendrawati, E., & Fauzi, A. (2020). Pengaruh solvabilitas, pertumbuhan penjualan, dan biaya agensi manajerial terhadap *Financial Distress*: Studi empiris pada perusahaan sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016–2018. *Jurnal Akuntansi, Perpajakan Dan Auditing*, 1(2), 179–194. <https://doi.org/10.21009/japa.0102.03>
- Mahendra, I. T., & Zulfikar, Z. (2026). Penguatan financial resilience dan good corporate governance dalam mengurangi risiko *Financial Distress*. *Paradoks: Jurnal Ilmu Ekonomi*, 9(3), 118–128. <https://doi.org/10.57178/paradoks.v9i3.2452>
- Marcella, R., & Utami, W. (2024). Determinan *Financial Distress*: A study on the property and real estate sector in the Indonesia Stock Exchange. *Advances In Social Humanities Research*, 2(11), 1216–1230. <https://doi.org/10.46799/adv.v2i11.302>
- Mardahlia, V., & Ghozali, I. (2023). Pengaruh corporate governance terhadap *Financial Distress* (Studi empiris pada perusahaan subsektor transportasi yang terdaftar di BEI tahun 2018–2021). *Diponegoro Journal of Accounting*, 12(3). <https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/40209>
- Mondayri, S., & Tresnajaya, R. T. J. (2022). Analisis pengaruh good corporate governance, intellectual

- capital, dan arus kas operasi terhadap *Financial Distress*. *Jurnalku*, 2(1), 25–43. <https://doi.org/10.54957/jurnalku.v2i1.132>
- Mulansari, R., & Setiyorini, W. (2019). Pengaruh good corporate governance dan financial indicators terhadap *Financial Distress* pada perusahaan property dan real estate. *Jurnal Akuntansi Dan Perpajakan*, 5(2), 115–126. <https://doi.org/10.26905/ap.v5i2.5766>
- Ningsih, S. W. (2023). Analisis rasio keuangan terhadap *Financial Distress* dengan nilai perusahaan sebagai variabel intervening pada perusahaan property dan real estate Tbk. *Jurnal Manajerial Bisnis*, 6(2), 136–146. <https://doi.org/10.37504/jmb.v6i2.510>
- Nursal, E. Z., Kristanti, F. T., & Murti, G. T. (2023). Effect of financial ratios, macroeconomics, and corporate governance on *Financial Distress*. *Asean International Journal of Business*, 2(1), 85–96. <https://doi.org/10.54099/aijb.v2i1.462>
- Permatasari, R. D., Yusroni, N., & Retnoningsih, S. (2022). Pengaruh rasio keuangan terhadap *Financial Distress* pada perusahaan property and real estate di Bursa Efek Indonesia tahun 2018–2021. *Jurnal Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi*, 1(2), 327–338. <https://doi.org/10.56248/jamane.v1i2.42>
- Prameswari, N. L. D. A., & Suci, N. M. (2025). Pengaruh sales growth, inflasi dan perputaran piutang terhadap *Financial Distress* pada sektor property dan real estate yang terdaftar di BEI tahun 2020–2022. *Prospek: Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 7(1), 82–89. <https://doi.org/10.23887/pjmb.v7i1.78589>
- Prasetya, A., & Hindasah, L. (2024). Pengaruh rasio keuangan dan mekanisme good corporate governance terhadap *Financial Distress*. *Journal of Business Economics and Agribusiness*, 1(2), 1–16. <https://doi.org/10.47134/jbea.v1i2.97>
- Robbani, S. M. H., & Ritonga, F. (2024). Pengaruh komite audit dan kepemilikan institusional terhadap *Financial Distress*. *Jurnal Penelitian Ekonomi Akuntansi (JENSI)*, 8(1), 181–195. <https://doi.org/10.33059/jensi.v8i1.10291>
- Samudra, G. D. (2021). Gender diversity dan good corporate governance terhadap *Financial Distress*. *Eqien: Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 8(2), 52–60. <https://doi.org/10.34308/eqien.v8i2.226>
- Saraswati, R. A., Ratnawati, A., & Irawan, T. (2024). Determinants of *Financial Distress* in property and real estate companies listed on the Indonesian Stock Exchange. *Jurnal Ekonomi Dan Kebijakan Pembangunan*, 13(2), 80–92. <https://doi.org/10.29244/jekp.13.2.2024.80-92>
- Septiani, R. P., Rahmi, A., Munandar, A. N. I., & Budi, Y. R. (2025). Pengaruh rasio keuangan terhadap *Financial Distress* dalam Altman Z-Score pada perusahaan retail tahun 2020–2022. *Jurnal Ekonomi, Akutansi dan Manajemen Nusantara*, 4(2), 130–139. <https://doi.org/10.55338/jeama.v4i2.320>
- Shidiq, J. I., & Khairunnisa, K. (2019). Analisis rasio likuiditas, rasio leverage, rasio aktivitas, dan rasio pertumbuhan terhadap *Financial Distress* menggunakan metode Altman Z-Score pada sub sektor tekstil dan garmen di BEI periode 2013–2017. *JIM UPB (Jurnal Ilmiah Manajemen Universitas Putera Batam)*, 7(2), 209–219. <https://doi.org/10.33884/jimupb.v7i2.1229>
- Siregar, N. F., & Siswanti, T. (2022). Analysis of the effect of macroeconomic factors on *Financial Distress* in property & real estate sub-sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2010–2019 period. *International Journal of Management Studies and Social Science Research*, 4(4), July–August.
- Sugiyono, D. (2023). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D* (5th ed.). Alfabeta.

- Surbakti, H. S. B., & Asyriana Br. P., S. (2025). Fundamental manajemen keuangan: Konsep, perhitungan dan studi. PT Media Penerbit Indonesia.
- Titisari, D. K. H. (2021). Penerbit CV Kekata Group, Surakarta (1st ed.). CV Kekata Group.
- Viansyah, M. A. P., & Suwasono, H. (2025). Pengaruh good corporate governance, ukuran perusahaan, dan diversitas gender direksi terhadap *Financial Distress* (Studi empiris pada perusahaan property dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2020–2024). *Riset Manajemen Dan Akuntansi*, 16(2), 145–159.
- Wahyuningtyas, E. T., & Fatmawati, S. (2021). Dampak rasio keuangan dan pertumbuhan perusahaan terhadap *Financial Distress* melalui analisis Springate, Zmijewski, Grover, dan Altman Z-Score. *Accounting and Management Journal*, 5(2), 56–66. <https://doi.org/10.33086/amj.v5i2.2489>
- Wijaya, A., Nawir, J., & Mulyantini, S. (2023). Pengaruh pengungkapan manajemen risiko, kepemilikan institusional, dan sensitivitas makro ekonomi terhadap *Financial Distress* pada perusahaan pelayaran di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Al Qalam: Jurnal Ilmiah Keagamaan Dan Kemasyarakatan*, 17(2), 1247–1262.
- Yendrawati, R., & Adiwafi, N. (2020). Comparative analysis of Z-score, Springate, and Zmijewski models in predicting *Financial Distress* conditions. *Journal of Contemporary Accounting*, 72–80. <https://doi.org/10.20885/jca.vol2.iss2.art2>
- Zatira, D., Sunaryo, D., & Dwicandra, N. M. D. (2022). Pengaruh likuiditas dan implementasi good corporate governance (GCG) terhadap *Financial Distress*. *Balance Vocation Accounting Journal*, 6(2), 160–171. <https://doi.org/10.31000/bvaj.v6i2.7500>