

Pengaruh Profitabilitas, Arus Kas Operasi, dan Ukuran Perusahaan terhadap Financial Distress Sektor Consumer Cyclical di BEI pada Saat dan Setelah Pandemi COVID-19

Sylvhia Rachanie ^{*1}

Ilham Wahyudi ²

Rico Wijaya Z ³

^{1,2,3} Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Jambi, Indonesia

*e-mail : sylvhiarachanie@gmail.com¹, ilham_wahyudi@unja.ac.id², ricowijaya@unja.ac.id³

Abstrak

Studi ini bermaksud untuk melihat pengaruh profitabilitas, arus kas operasi, dan ukuran perusahaan terhadap financial distress pada perusahaan di sektor consumer cyclical yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada saat dan setelah COVID-19, serta membandingkan tingkat financial distress pada kedua periode tersebut. Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan sektor consumer cyclical yang terdaftar di BEI pada tahun 2020-2024, dengan pemilihan sampel menggunakan teknik purposive sampling yang menghasilkan 67 perusahaan sebagai objek penelitian. Analisis data dilakukan menggunakan pendekatan Structural Equation Modeling berbasis Partial Least Square (SEM PLS) dengan bantuan software WarpPLS 8.0, sedangkan pengukuran financial distress menggunakan model Zmijewski. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap financial distress pada saat COVID-19, namun tidak berpengaruh setelah COVID-19. Arus kas operasi berpengaruh signifikan terhadap financial distress baik saat maupun setelah COVID-19, sedangkan ukuran perusahaan hanya berpengaruh signifikan pada saat COVID-19. Selain itu, ditemukan adanya perbedaan tingkat financial distress antara periode saat dan setelah COVID-19, di mana kondisi keuangan perusahaan menunjukkan perbaikan setelah COVID-19.

Kata kunci: Arus Kas Operasi, Consumer Cyclical, COVID-19, Financial Distress, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan

Abstract

This study aims to examine the influence of profitability, operating cash flow, and company size on financial distress in companies within the consumer cyclical sector listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during and after the COVID-19 period, as well as to compare the levels of financial distress between these two periods. The research population includes all companies in the consumer cyclical sector listed on the IDX from 2020 to 2024, with sample selection using purposive sampling technique, resulting in 67 companies as the research subjects. Data analysis was conducted using Partial Least Square-based Structural Equation Modeling (PLS-SEM) with the assistance of WarpPLS 8.0 software, while financial distress was measured using the Zmijewski model. The results of this study indicate that profitability has a significant influence on financial distress during COVID-19 but not after COVID-19. Operating cash flow has a significant influence on financial distress both during and after COVID-19, whereas company size only has a significant influence during COVID-19. Additionally, there is a difference in the levels of financial distress between the periods during and after COVID-19, with companies showing improved financial conditions after COVID-19.

Keywords: Consumer Cyclical, COVID-19, Financial Distress, Firm Size, Operating Cash Flow, Profitability

PENDAHULUAN

Pandemi COVID-19 yang melanda Indonesia sejak tahun 2020 dan kebijakan pemerintah telah memberikan dampak yang sangat besar terhadap perekonomian nasional. Banyak masyarakat yang kehilangan pekerjaan, jam kerja dibatasi, upah yang diturunkan dan tingkat kemiskinan semakin meningkat (Asriansyah, 2022). Akibat dari perubahan ekonomi yang signifikan ini, banyak perusahaan di berbagai sektor yang mengalami kesulitan keuangan.

Khususnya pada kelima sektor industri (*basic materials, consumer cyclical, consumer non cyclical, healthcare, dan industrial*). Kelima sektor industri ini memiliki peran penting dalam meningkatkan stabilitas dan pertumbuhan ekonomi nasional Indonesia (Baihaqi et al., 2021).

Sektor *consumer cyclical* atau sering disebut barang konsumen non-primer adalah sektor yang sangat dipengaruhi oleh siklus ekonomi, termasuk ritel, pariwisata, perhotelan dan hiburan.

Ketika ekonomi berkembang, permintaan untuk produk-produk ini cenderung meningkat, tetapi sebaliknya saat terjadi resesi, permintaan akan menurun karena konsumen biasanya akan mengurangi pengeluaran untuk barang-barang tersebut. Dalam beberapa tahun terakhir, sektor ini mengalami fluktuasi yang cukup signifikan, contohnya pada tahun 2022, sektor *consumer cyclical*s mengalami penurunan sebesar 5,50%, dan hingga awal tahun 2023, sektor ini masih menunjukan tren negatif dengan penurunan sebesar 0,76% (Kontan.co.id, 2023).

Awal tahun 2023, Bursa Efek Indonesia menjaring emiten yang berpotensi untuk masuk ke dalam daftar papan pemantauan khusus. Terdapat 153 saham telah terjaring dan sektor *consumer cyclical*s menjadi penduduk mayoritas dalam daftar tersebut. Seperti yang dikatakan oleh Praska Putrantyo selaku CEO Edvisor.id bahwa terdapat 42 emiten sektor *consumer cyclical*s atau sekitar 27,5% dari total daftar efek pemantauan khusus (Kontan.co.id, 2023).

Tabel 1. Perusahaan Consumer Cyclical Berpotensi Delisting

No.	Nama Perusahaan	Tanggal Suspensi
1	Panasia Indo Resources Tbk	29 Mei 2019
2	Nipress Tbk	1 Juli 2019
3	Inti Agri Resources Tbk	23 Januari 2020
4	Hotel Mandarine Regency Tbk	3 Februari 2020
5	PT Sinergi Megah Internusa Tbk	31 Agustus 2020
6	Trikomsel Oke Tbk	5 Oktober 2020
7	Nusantara Inti Corpora Tbk	1 Maret 2021
8	PT Sri Rejeki Isman Tbk	18 Mei 2021
9	Mas Murni Indonesia Tbk	30 Agustus 2021
10	PT Jaya Bersama Indo Tbk	30 Agustus 2021
11	Saraswati Griya Lestari Tbk	1 Agustus 2022

Sumber : Bursa Efek Indonesia

Tabel 1 menunjukkan bahwa terdapat 11 perusahaan sektor *consumer cyclical*s berpotensi delisting dari 41 emiten yang terdaftar. BEI kembali memberikan peringatan dengan meluncurkan Peraturan BEI Nomor I-N tentang delisting saham, EBUS dan Relisting Saham pada tahun 2024. Tujuan utamanya adalah agar emiten berusaha untuk melakukan perubahan dengan penyehatan kembali perusahaan bukan delisting (CNBC Indonesia, 2024).

Berita terbaru yang dirilis pada bulan April 2025 menyatakan bahwa Bursa Efek Indonesia (BEI) mengumumkan terdapat 10 emiten yang akan dihapuskan dari perdagangan di BEI pada tahun ini. Emiten yang terdaftar untuk *delisting* tersebut diwajibkan untuk melakukan pembelian kembali saham sebagaimana diatur dalam POJK 45/2024 Pasal 8 Ayat (3). Dari sepuluh emiten yang akan *delisting*, empat diantaranya berasal dari sektor *consumer cyclical*s yaitu PT Mas Murni Indonesia Tbk, PT Prima Alloy Steel Universal Tbk, PT Nipress Tbk dan PT Panasia Indo Resources Tbk. Hal ini menunjukkan bahwa tekanan yang dialami oleh sektor ini masih berlangsung meskipun pandemi COVID-19 telah berakhir, dan berlanjut hingga sanksi *delisting* diterapkan. Fenomena ini memperjelas bahwa berbagai perusahaan di sektor *consumer cyclical*s mengalami tekanan operasional dan keuangan yang cukup parah sehingga dapat memunculkan risiko *financial distress* (CNBC Indonesia, 2025).

Teori sinyal digunakan karena sangat relevan dengan kondisi *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclical*s yang dapat diartikan sebagai sinyal negatif yang disampaikan oleh manajemen kepada para pemangku kepentingan, khususnya investor dan kreditur. Penurunan profitabilitas, arus kas yang tidak stabil, dan ukuran perusahaan yang tidak mampu menopang kewajiban dapat menjadi sinyal bahwa perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan atau *financial distress*. Sebaliknya, jika kinerja keuangan baik akan menjadi sinyal positif dan bisa menarik minat investor.

Financial distress adalah kondisi dimana keuangan suatu perusahaan dalam keadaan tidak sehat atau kesulitan keuangan seperti pendapatan laba menurun, tidak dapat melunasi hutang, dan juga kewajiban lainnya (Letiana & Hartono, 2023). Kondisi ini juga dapat mengakibatkan arus kas negatif, di mana jumlah pengeluaran lebih besar daripada jumlah pendapatan, sehingga memperburuk keadaan keuangan perusahaan. Dalam situasi krisis seperti pandemi COVID-19,

risiko terjadinya financial distress pada suatu perusahaan meningkat, sehingga diharapkan manajemen perusahaan dapat memahami penyebab terjadinya financial distress dan dapat mengambil keputusan yang bijak dalam mengatasi kondisi ini. *Financial distress* dapat diukur melalui analisis laporan keuangan. Laporan keuangan memberikan informasi keuangan berdasarkan hasil aktivitas bisnis yang telah disusun (Hidayat et al., 2020). Laporan keuangan juga berfungsi sebagai alat yang bisa memproyeksikan kondisi keuangan di masa depan, serta untuk memperkirakan kelangsungan hidup perusahaan, yang sangat penting bagi manajemen dan pemilik perusahaan. Rasio laporan keuangan yang bisa digunakan untuk memprediksi financial distress salah satunya adalah rasio profitabilitas.

Rasio profitabilitas adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan sebagai hasil akhir dari serangkaian kebijakan-kebijakan dan keputusan-keputusan dalam menjalankan kegiatan perusahaan dalam satu periode tertentu (Lau, 2021). Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan, maka semakin kecil kemungkinan perusahaan menghadapi masalah keuangan. Sebaliknya, semakin rendah profitabilitas perusahaan, maka semakin besar kemungkinan perusahaan mengalami masalah keuangan. Selain rasio profitabilitas, arus kas operasi juga bisa digunakan untuk memprediksi *financial distress*. Arus kas operasi menggambarkan jumlah pemasukan dan pengeluaran kas yang berkaitan dengan kegiatan operasi perusahaan dalam satu periode tertentu. Tujuan arus kas operasi adalah untuk menampilkan informasi mengenai perubahan arus kas dan menggambarkan sejauh mana perusahaan dapat mengelola kas untuk memenuhi kebutuhan internalnya. Arus kas yang rendah mencerminkan bahwa perusahaan tidak memiliki sumber daya yang cukup untuk melakukan kegiatan operasional seperti melunasi pinjaman, mempertahankan operasi perusahaan, dan melakukan investasi baru. Ukuran perusahaan juga dapat dijadikan indikator untuk mengukur *financial distress*. Ukuran perusahaan diukur berdasarkan total aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan (Purwaningsih & Safitri, 2022). Secara umum, pengguna laporan keuangan cenderung lebih percaya pada perusahaan dengan ukuran besar karena dianggap lebih berkembang dan memiliki peluang lebih kecil untuk mengalami kebangkrutan.

Meskipun pandemi COVID-19 secara resmi telah dinyatakan berakhir melalui Keputusan Presiden Nomor 17 Tahun 2023, dampaknya terhadap dunia usaha belum sepenuhnya hilang. Tahun 2024 sebagai tahun transisi pertama setelah pandemi, yang merefleksikan kondisi awal pemulihan ekonomi nasional. Dengan demikian, masih belum banyak penelitian yang secara khusus membandingkan kondisi keuangan perusahaan antara masa pandemi (2020-2023) dan masa setelah pandemi (2024), terutama dalam konteks *financial distress*. Hal ini menimbulkan sebuah pertanyaan, apakah risiko *distress* sudah mulai membaik atau justru semakin memburuk pasca pandemi?

Penelitian ini mengacu pada penelitian terdahulu yaitu Anisa et al. (2023) tentang Pengaruh rasio keuangan terhadap *financial distress* perusahaan makanan dan minuman di Indonesia sebelum dan saat COVID-19. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian tersebut yaitu yang pertama adalah objek penelitian. Objek penelitian sebelumnya adalah perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), sedangkan penelitian ini objeknya adalah perusahaan sektor *consumer cyclicals* di BEI. Perbedaan kedua yaitu tahun penelitian. Penelitian sebelumnya menggunakan tahun 2017-2019 sebagai periode sebelum COVID dan tahun 2019-2021 sebagai periode saat COVID, sedangkan pada penelitian ini menggunakan tahun 2020-2023 sebagai periode saat COVID dan tahun 2024 sebagai periode setelah COVID. Perbedaan ketiga yaitu variabel yang digunakan. Variabel yang digunakan pada penelitian sebelumnya yaitu likuiditas, leverage, profitabilitas, dan aktivitas sebagai variabel independen sedangkan pada penelitian ini menggunakan variabel profitabilitas, arus kas operasi, dan ukuran perusahaan sebagai variabel independen.

Penelitian sebelumnya lebih banyak menyoroti sektor industri makanan, manufaktur, atau healthcare, serta menggunakan variabel keuangan seperti likuiditas, leverage, atau aktivitas. Penelitian yang menguji pengaruh profitabilitas, arus kas operasi, dan ukuran perusahaan terhadap financial distress secara spesifik pada sektor *consumer cyclicals* masih sangat terbatas. Padahal, arus kas operasi dapat mencerminkan kemampuan suatu perusahaan dalam membiayai

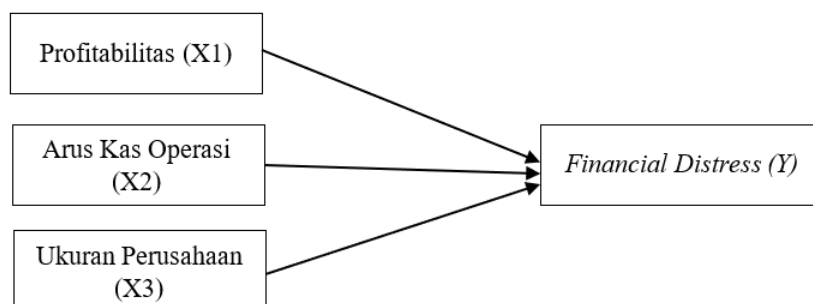
aktivitas inti secara berkelanjutan, dan ukuran perusahaan dapat mempengaruhi daya tahan terhadap tekanan eksternal.

Penelitian ini mengkaji *financial distress* pada sektor *consumer cyclicals* menggunakan pendekatan model Zmijewski, serta melakukan perbandingan antara masa COVID-19 dan setelah COVID-19. Model Zmijewski dipilih karena mampu mengukur risiko kebangkrutan dengan mempertimbangkan aspek profitabilitas, leverage, dan likuiditas secara komprehensif.

Berdasarkan latar belakang masalah diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah (i) Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia saat COVID-19?; (ii) Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia setelah COVID-19?; (iii) Apakah arus kas operasi berpengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia saat COVID-19?; (iv) Apakah arus kas operasi berpengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia setelah COVID-19?; (v) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia saat COVID-19?; (vi) Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia setelah COVID-19?; (vii) Bagaimana perbedaan *financial distress* yang dialami oleh perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia saat dan setelah COVID-19?

Merujuk dari rumusan masalah diatas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini sebagai berikut: (i) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia saat COVID-19; (ii) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia setelah COVID-19; (iii) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh arus kas operasi terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia saat COVID-19; (iv) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh arus kas operasi terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia setelah COVID-19; (v) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh ukuran perusahaan operasi terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia saat COVID-19; (vi) Untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh ukuran perusahaan operasi terhadap *financial distress* pada perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia setelah COVID-19; (vii) Untuk mengetahui dan menganalisis perbedaan *financial distress* yang dialami oleh perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia saat dan setelah COVID-19.

Secara lebih ringkas model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Model Penelitian

Berdasarkan pada kerangka model penelitian diatas, maka yang menjadi hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁ : Profitabilitas berpengaruh terhadap *financial distress* saat COVID-19

H₂ : Profitabilitas berpengaruh terhadap *financial distress* setelah COVID-19

H₃ : Arus kas operasi berpengaruh terhadap *financial distress* saat COVID-19

H₄ : Arus kas operasi berpengaruh terhadap *financial distress* setelah COVID-19

H₅ : Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *financial distress* saat COVID-19

H₆ : Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *financial distress* setelah COVID-19

H₇ : Terdapat perbedaan *financial distress* pada sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara saat COVID-19 dan setelah COVID-19

METODE

Pendekatan yang digunakan pada penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan tahunan perusahaan yang dapat diakses melalui website resmi BEI www.idx.co.id atau website resmi perusahaan. Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan total 166 perusahaan. Sampel diambil menggunakan teknik *purposive sampling* dengan beberapa kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2020-2024.
2. Perusahaan sektor *consumer cyclicals* yang mempublikasikan laporan tahunan secara lengkap dan dapat diakses dari tahun 2020-2024.
3. Perusahaan yang menggunakan satuan mata uang rupiah.

Tabel 2. Proses Purposive Sampling

No.	Kriteria Purposive Sampling	Jumlah
	Jumlah perusahaan sektor <i>consumer cyclicals</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	166
1.	Dikurangi perusahaan sektor <i>consumer cyclicals</i> yang belum terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2020-2024	(46)
2.	Dikurangi perusahaan sektor <i>consumer cyclicals</i> yang tidak mempublikasikan laporan tahunan secara lengkap atau tidak dapat diakses dari tahun 2020-2024	(48)
3.	Dikurangi perusahaan yang menggunakan satuan mata uang asing	(5)
Jumlah		67
Pengamatan data selama 5 tahun (2020-2024)		335

Sumber : IDX (data diolah peneliti), 2025

Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan *net profit margin* (NPM) sebagai indikator variabel profitabilitas, arus kas operasi sebagai indikator variabel arus kas operasi, dan Ln Total aset sebagai indikator variabel ukuran perusahaan, serta *financial distress* dihitung menggunakan metode Zmijewski. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis deskriptif, analisis SEM-PLS (*Structural Equation Modeling - Partial Least Square*, evaluasi model, dan pengujian hipotesis.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 3. Uji Statistik Deskriptif Saat COVID-19

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profitabilitas	335	-526,930	4,226	-2,220	32,197
Arus Kas Operasi	335	-0,247	98,025	0,434	5,988
Ukuran Perusahaan	335	22,087	35,031	28,141	1,893
<i>Financial Distress</i>	335	-5,073	667,565	15,440	89,724

Sumber : Output WarpPLS 8.0, 2025

Tabel 4. Uji Statistik Deskriptif Setelah COVID-19

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profitabilitas	335	-50526,693	1,401	-754,104	6172,821
Arus Kas Operasi	335	-0,136	1,362	0,091	0,191

Ukuran Perusahaan	335	22,931	31,845	28,131	1,840
<i>Financial Distress</i>	335	-4,926	689,946	12,585	90,086

Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025

Pada data yang digunakan oleh peneliti terdapat 335 data sampel yang berasal dari 67 perusahaan sektor consumer cyclicals yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan terbagi dalam 2 periode yaitu tahun 2020-2023 sebagai periode saat COVID-19 dan tahun 2024 sebagai periode setelah COVID-19. Dari **tabel 3** yang terjadi diatas terlihat bahwa profitabilitas (*net profit margin*) memiliki nilai minimum sebesar -526,930, nilai maksimum sebesar 4,226, nilai *mean* sebesar -2,220 dan nilai standar deviasi sebesar 21,197. Kemudian untuk arus kas operasi memiliki nilai minimum sebesar -0,247, nilai maksimum sebesar 98,025, nilai *mean* sebesar 0,434 dan nilai standar deviasi 5,988. Untuk ukuran perusahaan (Ln. Total Aset) memiliki nilai minimum sebesar 22,087, nilai maksimum sebesar 35,031, nilai *mean* sebesar 28,141 dan nilai standar deviasi sebesar 1,840. Dan untuk perhitungan *financial distress* memiliki nilai minimum sebesar 5,073, nilai maksimum sebesar 667,565, nilai *mean* sebesar 15,440 dan nilai standar deviasi sebesar 89,724.

Sedangkan dari hasil **tabel 4** yang terjadi diatas terlihat bahwa profitabilitas (*net profit margin*) memiliki nilai minimum sebesar -50526,693, nilai maksimum sebesar 1,401, nilai *mean* sebesar -754,104 dan nilai standar deviasi sebesar 6172,821. Kemudian untuk arus kas operasi memiliki nilai minimum sebesar 0,136, nilai maksimum sebesar 1,362, nilai *mean* sebesar 0,091 dan nilai standar deviasi 0,191. Untuk ukuran perusahaan (Ln. Total Aset) memiliki nilai minimum sebesar 22,931, nilai maksimum sebesar 31,845, nilai *mean* sebesar 28,131 dan nilai standar deviasi sebesar 1,840. Dan untuk perhitungan *financial distress* memiliki nilai minimum sebesar -4,926, nilai maksimum sebesar 689,946, nilai *mean* sebesar 12,585 dan nilai standar deviasi sebesar 90,086.

Evaluasi Model Pengukuran (*Outer Model*)

a. Validitas Konvergen

Tabel 5. Hasil Validitas Konvergen *Loading Factor* Saat COVID-19

No	Variabel	<i>Loading Factor</i>	Keterangan	<i>P-Value</i>	Keterangan
1	Profitabilitas	1.000	Terpenuhi	<0.001	Terpenuhi
2	Arus Kas Operasi	1.000	Terpenuhi	<0.001	Terpenuhi
3	Ukuran Perusahaan	1.000	Terpenuhi	<0.001	Terpenuhi
4	<i>Financial Distress</i>	1.000	Terpenuhi	<0.001	Terpenuhi

Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025

Tabel 6. Hasil Validitas Konvergen *Loading Factor* Setelah COVID-19

No	Variabel	<i>Loading Factor</i>	Keterangan	<i>P-Value</i>	Keterangan
1	Profitabilitas	1.000	Terpenuhi	<0.001	Terpenuhi
2	Arus Kas Operasi	1.000	Terpenuhi	<0.001	Terpenuhi
3	Ukuran Perusahaan	1.000	Terpenuhi	<0.001	Terpenuhi
4	<i>Financial Distress</i>	1.000	Terpenuhi	<0.001	Terpenuhi

Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025

Berdasarkan hasil validitas konvergen *loading factor* yang ditampilkan melalui tabel 5 dan tabel 6, keputusan ditetapkan dengan mengacu pada kriteria berikut: (i) Jika nilai *loading factor* > 0.70 maka variabel tersebut dinyatakan memenuhi validitas konvergen. Berdasarkan tabel diatas, variabel Profitabilitas, Arus Kas Operasi dan Ukuran Perusahaan dan *Financial Distress* telah memenuhi kriteria dengan *loading factor* sebesar 1.000 dan p-value <0,001. Dan (ii) jika nilai *loading factor* signifikan (contoh Profitabilitas = 1.000 dengan p<0,001) dapat disimpulkan bahwa semua variabel telah memenuhi kriteria.

b. Validitas Diskriminan**Tabel 7. Hasil Uji Validitas Diskriminan *Cross Loading* Saat COVID-19**

Variabel	Profitabilitas	Arus Kas Operasi	Ukuran Perusahaan	<i>Financial Distress</i>	Keterangan
Profitabilitas	(1.000)	0.000	0.000	0.000	Terpenuhi
Arus Kas Operasi	0.000	(1.000)	0.000	0.000	Terpenuhi
Ukuran Perusahaan	0.000	0.000	(1.000)	0.000	Terpenuhi
<i>Financial Distress</i>	0.000	0.000	0.000	(1.000)	Terpenuhi

Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025**Tabel 8. Hasil Uji Validitas Diskriminan *Cross Loading* Setelah COVID-19**

Variabel	Profitabilitas	Arus Kas Operasi	Ukuran Perusahaan	<i>Financial Distress</i>	Keterangan
Profitabilitas	(1.000)	0.000	0.000	0.000	Terpenuhi
Arus Kas Operasi	0.000	(1.000)	0.000	0.000	Terpenuhi
Ukuran Perusahaan	0.000	0.000	(1.000)	0.000	Terpenuhi
<i>Financial Distress</i>	0.000	0.000	0.000	(1.000)	Terpenuhi

Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025

Berdasarkan kriteria, nilai loading (angka yang berada dalam tanda kurung) pada cross loading harus memiliki nilai yang lebih besar secara horizontal (Sholihin & Ratmono, 2021). Sebagai contoh, pada tabel 7 variabel Profitabilitas diperoleh nilai *loading* sebesar 1.000 dan *cross loading* Arus Kas Operasi, Ukuran Perusahaan dan *Financial Distress* bernilai 0.000. Apabila nilai *loading* lebih besar daripada *cross loading*, maka syarat validitas diskriminan *cross loading* terpenuhi. Berdasarkan tabel 7 dan tabel 8, dapat disimpulkan bahwa semua variabel telah memenuhi kriteria yang ditetapkan.

Tabel 9. Hasil Uji Validitas Diskriminan *Square Roots AVE* Saat COVID-19

Variabel	Profitabilitas	Arus Kas Operasi	Ukuran Perusahaan	<i>Financial Distress</i>	
Profitabilitas	(1.000)	0.005	0.068	-0.006	
Arus Kas Operasi	0.005	(1.000)	-0.201	-0.006	
Ukuran Perusahaan	0.068	-0.201	(1.000)	-0.290	
<i>Financial Distress</i>	-0.006	-0.006	-0.290	(1.000)	
Keterangan	Terpenuhi	Terpenuhi	Terpenuhi	Terpenuhi	

Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025**Tabel 10. Hasil Uji Validitas Diskriminan *Square Roots AVE* Setelah COVID-19**

Variabel	Profitabilitas	Arus Kas Operasi	Ukuran Perusahaan	<i>Financial Distress</i>	
Profitabilitas	(1.000)	0.005	0.068	-0.006	
Arus Kas Operasi	0.005	(1.000)	-0.201	-0.006	
Ukuran Perusahaan	0.068	-0.201	(1.000)	-0.290	
<i>Financial Distress</i>	-0.006	-0.006	-0.290	(1.000)	
Keterangan	Terpenuhi	Terpenuhi	Terpenuhi	Terpenuhi	

Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025

Berdasarkan hasil uji validitas diskriminan square roots AVE yang ditunjukkan pada tabel 9 dan tabel 10 menunjukkan hasil dari akar AVE (angka yang berada dalam tanda kurung) memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan dengan variabel lainnya secara vertikal. Hal ini dibuktikan seperti pada variabel profitabilitas = 1.000 yang bernilai lebih besar daripada indikator lainnya. Berdasarkan pada tabel diatas, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel telah memenuhi kriteria yang ditetapkan.

c. Uji Realibilitas

Tabel 11. Hasil Uji Composite Realibity Saat COVID-19

No	Variabel	Composite Realibity Coefficients	Cronbach's Alpha Coefficients	Keterangan
1	Profitabilitas	1.000	1.000	Terpenuhi
2	Arus Kas Operasi	1.000	1.000	Terpenuhi
3	Ukuran Perusahaan	1.000	1.000	Terpenuhi
4	Financial Distress	1.000	1.000	Terpenuhi

Sumber : Output WarpPLS 8.0, 2025

Tabel 12. Hasil Uji Composite Realibity Setelah COVID-19

No	Variabel	Composite Realibity Coefficients	Cronbach's Alpha Coefficients	Keterangan
1	Profitabilitas	1.000	1.000	Terpenuhi
2	Arus Kas Operasi	1.000	1.000	Terpenuhi
3	Ukuran Perusahaan	1.000	1.000	Terpenuhi
4	Financial Distress	1.000	1.000	Terpenuhi

Sumber : Output WarpPLS 8.0, 2025

Berdasarkan data dari pengujian *composite reliability* yang tercantum pada tabel 11 dan tabel 12, ternyata semua variabel menunjukkan skor *composite reliability* serta *koefisien cronbach's alpha* yang lebih tinggi dari 0,7. Dari sini, bisa kita simpulkan bahwa seluruh variabel sudah memenuhi standar *composite reliability*, sesuai dengan pedoman yang menyatakan bahwa nilai *composite reliability* dan *cronbach's alpha* harus di atas 0,7 (Sholihin & Ratmono, 2021).

Evaluasi Model Struktural (Inner Model)

Evaluasi *inner model* meliputi *goodness of fit* (uji kecocokan model). Dalam menentukan *goodness of fit* dapat ditentukan dengan 2 (dua) cara yaitu analisis *R squared*, *Q squared* dan analisa *output general result* (APC, ARS, AVIF dll.).

a. Analisis Model Fit

Tabel 13. Hasil Uji Model Fit Saat COVID-19

No	Model Fit and Quality Indices	Kriteria Fit	Hasil Analisis	Keterangan
1	Average Path Coefficient (APC)	P<0,05	0.333 P<0.001	Terpenuhi
2	Average R-Squared (ARS)	P<0,05	0.096 P=0.028	Terpenuhi
3	Average Adjusted R-Squared (AARS)	P<0,05	0.086 P=0.039	Terpenuhi
4	Average block VIF (AVIF)	Diterima jika <=5 Ideal <= 3,3	1.013	Ideal

5	<i>Average full collinearity VIF (AFVIF)</i>	Diterima jika ≤ 5 Ideal $\leq 3,3$ Kecil $\geq 0,1$	1.075	Ideal
6	<i>Tenenhaus GoF (GoF)</i>	Menengah $\geq 0,25$ Besar $\geq 0,36$	0.310	Menengah
7	<i>Simpson's paradox ratio (SPR)</i>	Diterima jika $\geq 0,7$ Ideal = 1	0.667	Ditolak
8	<i>R-Squared Contribution Ratio (RSCR)</i>	Diterima jika $\geq 0,9$ Ideal = 1	0.630	Ditolak
9	<i>Statistical Suppression Ration (SSR) Non Linear</i>	Diterima jika $\geq 0,7$	1.000	Diterima
10	<i>Bivariate Causality Direction Ratio (NLBCDR)</i>	Diterima jika $\geq 0,7$	1.000	Diterima

Sumber : Output WarpPLS 8.0, 2025

Tabel 14. Hasil Uji Model Fit Setelah COVID-19

No	Model Fit and Quality Indices	Kriteria Fit	Hasil Analisis	Keterangan
1	<i>Average Path Coefficient (APC)</i>	$P < 0,05$	0.335 $P < 0.001$	Terpenuhi
2	<i>Average R-Squared (ARS)</i>	$P < 0,05$	0.974 $P < 0.001$	Terpenuhi
3	<i>Average Adjusted R-Squared (AARS)</i>	$P < 0,05$	0.973 $P < 0.001$	Terpenuhi
4	<i>Average block VIF (AVIF)</i>	Diterima jika ≤ 5 Ideal $\leq 3,3$	2.300	Ideal
5	<i>Average full collinearity VIF (AFVIF)</i>	Diterima jika ≤ 5 Ideal $\leq 3,3$ Kecil $\geq 0,1$	3.470	Diterima
6	<i>Tenenhaus GoF (GoF)</i>	Menengah $\geq 0,25$ Besar $\geq 0,36$	0.987	Besar
7	<i>Simpson's paradox ratio (SPR)</i>	Diterima jika $\geq 0,7$ Ideal = 1	0.667	Ditolak
8	<i>R-Squared Contribution Ratio (RSCR)</i>	Diterima jika $\geq 0,9$ Ideal = 1	0.995	Diterima
9	<i>Statistical Suppression Ration (SSR) Non Linear</i>	Diterima jika $\geq 0,7$	1.000	Diterima
10	<i>Bivariate Causality Direction Ratio (NLBCDR)</i>	Diterima jika $\geq 0,7$	1.000	Diterima

Sumber : Output WarpPLS 8.0, 2025

Berdasarkan hasil pengujian model fit selama periode saat COVID-19 yang tercantum pada tabel 13, diperoleh bahwa nilai *Average Path Coefficient* (APC) sebesar 0.333 dengan $P < 0.001$, nilai *Average R-Squared* (ARS) sebesar 0.096 dengan $P = 0.028$, serta nilai *Average Adjusted R-Squared* (AARS) sebesar 0.086 dengan $P = 0.039$. Semua nilai ini sudah memenuhi kriteria dalam pengujian model fit karena memiliki tingkat nilai signifikan $P < 0.05$. Selain itu nilai AVIF sebesar 1,013 dan nilai AFVIF sebesar 1,075 juga menunjukkan hasil yang ideal. Nilai GoF termasuk dalam kategori menengah yaitu dengan nilai 0.310. Sementara itu, nilai SPR dan RSCR masih belum memenuhi batas minimum yaitu nilai $SPR \geq 0.7$ dan untuk $RSCR \geq 0.9$, sehingga dinyatakan belum diterima. Sebaliknya, nilai SSR dan NLBCDR berada dalam kategori diterima dengan hasil ideal yaitu 1.000.

Sementara itu, hasil uji model fit pada periode setelah COVID-19 yang disajikan pada tabel 14, menunjukkan bahwa nilai APC sebesar 0.335 dengan $P < 0.001$, ARS sebesar 0.974 dengan $P < 0.001$, dan AARS sebesar 0.973 dengan $P < 0.001$. Semua nilai ini juga sudah memenuhi kriteria dalam uji model fit karena seluruh nilai memiliki tingkat signifikansi $P < 0.05$. Nilai AVIF sebesar 2.300 berada pada kategori ideal, sedangkan nilai AFVIF sebesar 3.470 dinyatakan diterima

meskipun belum mencapai kategori ideal. Nilai GoF tergolong besar dengan nilai sebesar 0.987. Nilai SPR belum mencapai angka minimum yaitu untuk $SPR \geq 0.7$ sehingga masuk dalam kategori ditolak. Sebaliknya RSCR, SSR dan NLBCDR masuk dalam kategori diterima serta SSR dan NLBCDR telah mencapai tingkat ideal yaitu 1.000.

b. *R-Squared* (R^2)

Tabel 15. Hasil Uji *R-Squared* Saat COVID-19

	Profitabilitas	Arus Kas Operasi	Ukuran perusahaan	<i>Financial Distress</i>
R-Squared				0.096

Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025

Tabel 16. Hasil Uji *R-Squared* Setelah COVID-19

	Profitabilitas	Arus Kas Operasi	Ukuran perusahaan	<i>Financial Distress</i>
R-Squared				0.974

Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025

Hasil uji *R-Squared* pada periode saat COVID-19 yang ditampilkan dalam tabel 15 menunjukkan nilai sebesar 0.096 atau jika dipersenkan menjadi 9,6%. Hal ini berarti bahwa variabel *Financial Distress* dapat dijelaskan oleh variabel Profitabilitas, Arus Kas Operasi dan Ukuran Perusahaan sebesar 9,6%, sedangkan sisanya sebesar 90,4% dipengaruhi oleh variabel atau faktor lain yang tidak termasuk dalam penelitian ini.

Dan untuk hasil uji *R-Squared* pada periode setelah COVID-19 yang ditampilkan dalam tabel 16 menunjukkan nilai 0.974 atau jika dipersenkan menjadi 97,4%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *Financial Distress* bisa dijelaskan oleh variabel Profitabilitas, Arus Kas Operasi dan Ukuran Perusahaan sebesar 97,4%, sementara sisanya sebesar 2,6% dijelaskan oleh variabel atau indikator lainnya yang tidak termasuk dalam penelitian ini.

c. *Q-Squared* (Q^2)

Tabel 17. Hasil Uji *Q-Squared* Saat COVID-19

	Profitabilitas	Arus Kas Operasi	Ukuran perusahaan	<i>Financial Distress</i>
Q-Squared				0.348

Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025

Tabel 18. Hasil Uji *Q-Squared* Setelah COVID-19

	Profitabilitas	Arus Kas Operasi	Ukuran perusahaan	<i>Financial Distress</i>
Q-Squared				0.982

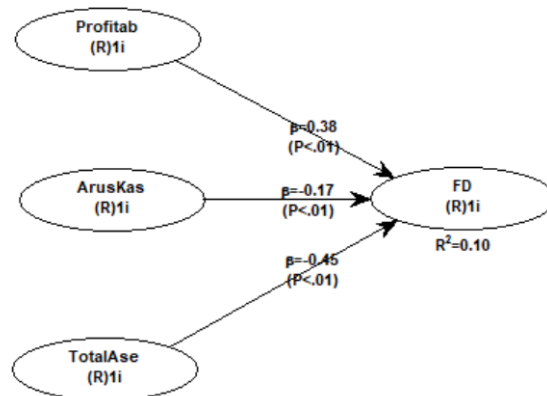
Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025

Nilai Q^2 harus memiliki nilai yang lebih besar dari 0 ($Q^2 > 0$) (Ghozali & Latan, 2020). Berdasarkan tabel 17 hasil uji *Q-Squared* saat covid-19 menunjukkan hasil sebesar 0.348 dan tabel 18 hasil uji *Q-Squared* setelah covid-19 menunjukkan hasil sebesar 0,982 yaitu berarti kedua nilai tersebut lebih besar dari 0.15. sehingga dapat dinyatakan bahwa Q^2 diterima dan memiliki kapabilitas prediksi yang sedang.

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan nilai *path value* dan *path coefficients* untuk menilai pengaruh langsung (*direct effect*) dari variabel profitabilitas (X1), Arus Kas Operasi (X2), dan Ukuran Perusahaan (X3) terhadap *Financial Distress* (Y). Setiap hipotesis diuji berdasarkan nilai *p-value* untuk mengetahui apakah pengaruh langsung antara variabel

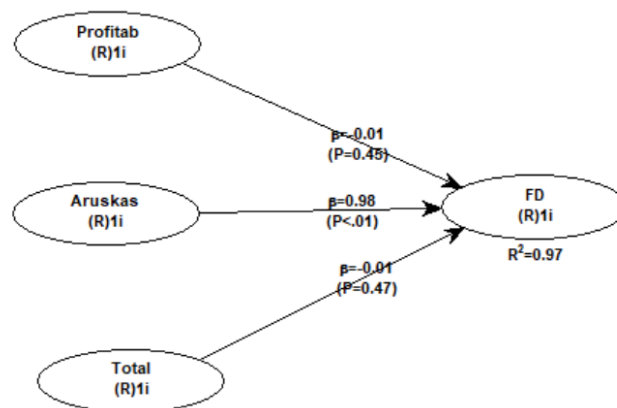
independen dan dependen itu signifikan. Hasil pengujian hipotesis terkait pengaruh langsung selama periode saat COVID-19 ditampilkan pada gambar 2 di bawah ini:



Sumber : Output WarpPLS 8.0, 2025

Gambar 2. Hasil Uji Hipotesis Pengaruh Langsung (Dirrect Effect) Saat COVID-19

Hasil pengujian hipotesis terkait pengaruh langsung (*direct effect*) selama periode setelah COVID-19 ditampilkan pada gambar 3 di bawah ini:



Sumber : Output WarpPLS 8.0, 2025

Gambar 3. Hasil Uji Hipotesis Pengaruh Langsung (Direct Effect) Setelah COVID-19

Tabel 19. Uji Path Coefficient dan P-Value Saat Covid-19

No	Variabel Independen → Variabel Dependen		Path Coefficient	p-value	Kesimpulan
1	Profitabilitas	Financial Distress	0.382	<0.001	Berpengaruh
2	Arus Kas Operasi	Financial Distress	-0.169	0.002	Berpengaruh
3	Ukuran Perusahaan	Financial Distress	-0.448	<0.001	Berpengaruh

Sumber : Output WarpPLS 8.0, 2025

Tabel 20. Uji Path Coefficient dan P-Value Setelah Covid-19

No	Variabel Independen → Variabel Dependen		Path Coefficient	p-value	Kesimpulan
1	Profitabilitas	Financial Distress	-0.015	0.451	Tidak berpengaruh
2	Arus Kas Operasi	Financial Distress	0.980	<0.001	Berpengaruh

3	Ukuran Perusahaan	<i>Financial Distress</i>	-0.009	0.470	Tidak berpengaruh
---	-------------------	---------------------------	--------	-------	-------------------

Sumber : *Output WarpPLS 8.0*, 2025

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh Profitabilitas terhadap Financial Distress Saat COVID-19

Berdasarkan pengujian hipotesis yang tercantum di tabel 19, variabel profitabilitas memiliki nilai *path coefficients* yaitu 0.382 dengan nilai *p-value* <0.001. Hasil tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh terhadap *financial distress* selama periode saat COVID-19. Oleh karena itu, H1 yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap *financial distress* saat COVID-19 dapat diterima. Hal ini berarti bahwa selama pandemi, tingkat profitabilitas yang rendah cenderung berkaitan dengan meningkatnya potensi *financial distress*. Kondisi ini dapat disebabkan karena sebagian besar perusahaan mengalami penurunan dalam penjualan dan laba bersih akibat pembatasan aktivitas ekonomi. Dengan profitabilitas yang menurun, membuat kemampuan perusahaan untuk menutupi kewajiban jangka pendek dan jangka panjang pun semakin terbatas.

Hasil penelitian ini sejalan dengan teori signaling, dimana profitabilitas memberikan sinyal positif terhadap kesehatan keuangan perusahaan. Dalam konteks COVID-19, profitabilitas tinggi menjadi sinyal bahwa perusahaan mampu beradaptasi dengan kondisi krisis, menjaga efisiensi operasional, dan tetap menghasilkan laba meskipun menghadapi tekanan ekonomi. Sinyal positif ini meningkatkan kepercayaan pasar dan memudahkan perusahaan dalam memperoleh dukungan keuangan eksternal, sehingga memperkecil kemungkinan mengalami *financial distress*. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan temuan penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Dewi et al., (2022), Runis et al., (2021) dan Husna Asysyafa & Putri (2023) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap *financial distress*. Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Anisa et al., (2023) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Financial Distress Setelah COVID-19

Berdasarkan hasil pengujian yang ditampilkan di tabel 20 untuk periode setelah COVID-19, terlihat bahwa nilai koefisien jalur (*path coefficients*) adalah -0.015 dengan *p-value* 0.451, yang mana angka tersebut >0.005. Temuan ini mengindikasikan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *financial distress* setelah COVID-19, sehingga H2 yang menyatakan profitabilitas berpengaruh terhadap *financial distress* setelah COVID-19 ditolak. Artinya, besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan tidak secara langsung mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghindari kesulitan keuangan pada periode setelah pandemi. Setelah pandemi COVID-19, sebagian besar perusahaan mengalami proses pemulihan yang kompleks. Walaupun profitabilitas mulai meningkat, peningkatan tersebut belum tentu mencerminkan kondisi keuangan yang benar-benar stabil. Banyak perusahaan harus menanggung beban hutang, biaya restrukturisasi, serta penurunan likuiditas akibat kerugian selama masa pandemi. Dengan demikian, profitabilitas yang terlihat setelah pandemi lebih banyak mencerminkan hasil penyesuaian akuntansi atau pemulihan jangka pendek, bukan kekuatan finansial yang sesungguhnya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Anisa et al., (2023) yang menyatakan apabila perusahaan menghasilkan keuntungan yang tinggi, maka perusahaan mampu membayar biaya operasional dan kewajibannya yang telah jatuh tempo. Namun, penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Dewi et al., (2022) yang mengatakan bahwa apabila suatu perusahaan memiliki laba dengan nilai negatif selama 5 tahun berturut-turut dapat diindikasikan perusahaan tersebut berada dalam kondisi keuangan yang buruk.

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Financial Distress Saat COVID-19

Berdasarkan hasil pengujian yang tercantum di tabel 19 untuk periode saat COVID-19, terlihat bahwa nilai koefisien jalur (*path coefficients*) sebesar -0.169 dengan *p-value* 0.002, yang

mana angka tersebut < 0.005 . Temuan ini menunjukkan bahwa arus kas operasi berpengaruh terhadap *financial distress* saat COVID-19. Sehingga H3 menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh terhadap *financial distress* saat COVID-19 diterima. Hal ini berarti, semakin tinggi arus kas operasi yang dihasilkan perusahaan, maka semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*). Sebaliknya, jika arus kas operasi menurun atau bahkan negatif, maka risiko terjadinya *financial distress* akan meningkat. Arus kas operasi merupakan indikator utama suatu perusahaan dalam menunjukkan kemampuannya memenuhi kewajiban jangka pendek menggunakan kas yang dihasilkan dari aktivitas operasionalnya. Selama pandemi COVID-19, banyak perusahaan menghadapi penurunan penjualan, gangguan rantai pasok, serta pembatasan aktivitas bisnis. Kondisi ini menyebabkan penurunan penerimaan kas dari pelanggan dan meningkatnya tekanan terhadap kemampuan perusahaan dalam membayar biaya operasional, bunga, maupun kewajiban hutang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Retnoningsih & Wulaningsih (2023) dan Aurellie Zulfa Islamy et al., (2021) yang menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress*. Namun, tidak sejalan dengan hasil penelitian Dewi et al., (2022) dan Hidayanti & Cahyono (2023) yang menemukan hasil bahwa arus kas operasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Financial Distress Setelah COVID-19

Berdasarkan hasil pengujian yang tercantum di tabel 20 untuk periode setelah COVID-19, terlihat bahwa nilai koefisien jalur (*path coefficients*) sebesar 0.980 dengan *p-value* < 0.001 , yang mana angka tersebut lebih rendah dari 0.005. Temuan ini menunjukkan bahwa arus kas operasi berpengaruh terhadap *financial distress* setelah COVID-19. Sehingga H4 menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh terhadap *financial distress* setelah COVID-19 diterima. Hal ini berarti besarnya arus kas operasi yang dihasilkan perusahaan dari kegiatan operasionalnya mampu mempengaruhi tingkat kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan (*financial distress*). Semakin tinggi arus kas operasi yang dihasilkan, maka semakin kecil potensi perusahaan mengalami *distress*, dan sebaliknya, semakin rendah atau negatif arus kas operasi, maka semakin besar risiko perusahaan menghadapi kesulitan keuangan. Setelah pandemi covid-19, banyak perusahaan berada dalam tahap pemulihan keuangan. Pada fase ini, kemampuan menghasilkan kas dari aktivitas operasi menjadi indikator utama untuk menilai stabilitas dan keberlanjutan usaha. Arus kas operasi yang bernilai positif menandakan bahwa perusahaan mampu menghasilkan kas dari kegiatan intinya untuk menutupi kewajiban operasional dan membayar utang jangka pendek tanpa bergantung pada pendanaan eksternal. Sebaliknya, jika arus kas operasi negatif, perusahaan akan lebih rentan mengalami krisis likuiditas dan berpotensi masuk dalam kondisi *financial distress*.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Miswaty & Novitasari (2023) yang mengatakan bahwa perusahaan yang mendapatkan peningkatan kas dari kegiatan operasi, apabila tidak mampu menjalankan kewajibannya maka akan terjadi *financial distress*. Namun, hasil ini tidak sejalan dengan Hidayanti & Cahyono (2023) yang menunjukkan bahwa arus kas operasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *financial distress* selama pandemi COVID-19. Perbedaan hasil ini dapat disebabkan oleh perbedaan kondisi ekonomi dan perilaku perusahaan pada periode pasca pandemi, dimana perusahaan sudah mulai menormalkan aktivitasnya dan memperbaiki arus kas operasionalnya.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Financial Distress Saat COVID-19

Berdasarkan hasil pengujian yang tercantum di tabel 19 untuk periode saat COVID-19, terlihat bahwa nilai koefisien jalur (*path coefficients*) sebesar -0.448 dengan nilai *p-value* < 0.001 , yang berarti nilai tersebut lebih kecil dari 0.005. Temuan ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *financial distress* saat COVID-19. Sehingga H5 menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *financial distress* saat COVID-19 diterima. Hal ini berarti besar kecilnya skala suatu perusahaan mempengaruhi tingkat kerentanan perusahaan terhadap kesulitan keuangan. Perusahaan dengan ukuran besar cenderung memiliki resiko

financial distress yang lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil. Sebaliknya, perusahaan kecil lebih rentan mengalami kesulitan keuangan akibat keterbatasan sumber daya finansial, akses pendanaan, dan kemampuan bertahan menghadapi penurunan pendapatan selama pandemi. Dalam situasi krisis seperti pandemi COVID-19, perusahaan besar memiliki keunggulan dalam bentuk diversifikasi produk dan pasar, dukungan modal yang lebih kuat, serta akses yang lebih mudah terhadap sumber pembiayaan eksternal. Hal ini memungkinkan perusahaan besar untuk mempertahankan aktivitas operasional dan menjaga arus kasnya tetap stabil, sehingga mengurangi potensi terjadinya financial distress.

Hasil penelitian ini konsisten dengan teori sinyal, perusahaan dengan ukuran besar memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa perusahaan tersebut memiliki stabilitas serta kemampuan yang kuat dalam menghadapi tekanan eksternal. Ukuran besar juga mengindikasikan kemampuan manajerial yang baik dalam mengelola risiko bisnis, termasuk risiko keuangan di masa pandemi. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Margareta & Nursiam (2024) yang menemukan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress Setelah COVID-19

Berdasarkan hasil pengujian yang tercantum di tabel 20 untuk periode setelah COVID-19, terlihat bahwa nilai koefisien jalur (*path coefficients*) adalah -0.009 dengan *p-value* 0.470, yang mana angka ini lebih tinggi dari 0.005. Hasil penelitian ini memperlihatkan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress* setelah periode COVID-19. Oleh karena itu, H6 yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *financial distress* setelah COVID-19 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa besar atau kecilnya ukuran suatu perusahaan tidak menjadi faktor penentu utama dalam menentukan kondisi kesulitan keuangan setelah masa pandemi. Akan tetapi, kondisi keuangan perusahaan lebih ditentukan oleh faktor-faktor lain seperti profitabilitas, likuiditas, manajemen kas atau eksposur sektor ketimbang ukuran total aset. Kondisi ini dapat disebabkan oleh fakta bahwa setelah pandemi, seluruh perusahaan baik besar maupun kecil menghadapi tantangan yang serupa, seperti penurunan permintaan, perubahan pola konsumsi, dan tekanan biaya operasional, sehingga ukuran perusahaan tidak lagi menjadi pembeda yang signifikan terhadap kondisi keuangannya.

Hal ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Stepani & Nugroho (2023) dan Sylviana & Widyawati (2021) yang mengatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *financial distress*.

Perbedaan Financial Distress pada masa Saat dan Setelah COVID-19

Tabel 21. Perbedaan Financial Distress pada masa Saat dan Setelah COVID-19

No	Kode Perusahaan	Saat Covid-19				Setelah Covid-19
		2020	2021	2022	2023	2024
1	ABBA	5,0100	-0,1718	1,3501	4,5240	3,9964
2	ACES	-3,0145	-3,5682	-3,5425	-3,5719	-3,6189
3	AUTO	-2,5674	-2,7445	-2,9372	-3,0403	-3,0440
4	BIMA	1,3753	1,5901	-1,2906	0,0628	0,4420
5	BLTZ	0,3606	0,6589	0,3369	0,4821	0,3935
6	BMTR	-2,3607	-2,8952	-3,4627	-3,1672	-3,2570
7	BOLT	-2,9201	-3,4200	-2,1856	-2,4094	-2,3194
8	BUVA	443,0034	555,4071	616,6021	-1,8248	-2,2567
9	CINT	-2,9767	-1,7391	-2,4524	-2,4089	-2,8237
10	CSAP	-0,2060	-0,2366	-0,1778	-0,4251	-0,3626
11	ECII	-26580	-2,8140	-2,6355	-2,5582	-2,5534
12	ERAA	-4,2746	-4,2798	-4,2695	-4,2674	-4,2690
13	FAST	-0,1857	-0,0825	-0,0981	0,7676	2,0572
14	GEMA	-0,7563	-0,7476	-0,6379	-0,6940	-0,7068

15	GJTL	-0,9426	-0,8218	-0,7019	-1,3662	-1,4662
16	GLOB	451,5707	365,7086	578,7133	667,5653	689,9463
17	GWSA	-4,2943	-4,2950	-4,2937	-4,2943	-4,2949
18	HDTX	1,2983	2,4422	4,0362	4,1582	5,3021
19	IMAS	-0,0012	0,0154	-4,4170	-0,0623	0,0269
20	INDS	-3,6832	-3,4120	-3,2238	-3,2418	-3,3765
21	JIHD	-2,6901	-2,6308	-2,7744	-2,8670	-2,9493
22	KICI	-4,3061	-4,8724	-4,3168	-4,1640	-4,1325
23	KPIG	-3,1767	-3,1217	-3,1386	-3,1964	-3,2350
24	LMPI	-0,3120	-0,3157	-0,1339	0,1258	0,5296
25	LPPF	1,4714	-0,4232	-0,2341	0,9045	0,1259
26	MAPI	-0,5606	-1,1378	-1,7639	-1,5368	-1,6998
27	MGNA	-0,2032	1,9026	-0,3525	-0,3068	-0,1857
28	MICE	-2,6052	-2,6600	-2,4937	-2,6576	-2,5800
29	MNCN	-3,3639	-3,9696	-4,0732	-4,0389	-4,0172
30	MPMX	-2,6410	-2,1999	-2,8959	-2,8464	-2,8787
31	MSKY	-1,6963	-2,0274	-2,0262	-1,8289	-2,3238
32	MYTX	1,5050	1,7855	1,6523	2,6035	2,5286
33	PANR	-0,3207	-0,2796	-0,7782	-1,3745	-2,5424
34	PDES	0,9900	1,6798	0,6338	-0,7053	-0,3327
35	PJAA	-0,6342	-0,2266	-1,0495	-1,4085	1,5610
36	PNSE	-1,3090	-0,6357	-5,0727	-1,9976	-1,9716
37	PSKT	-3,1175	-3,2664	-3,3830	-3,3237	-3,3476
38	RALS	-2,5000	-2,7740	-2,9290	-3,0170	-2,9693
39	SHID	-1,9391	-1,8791	-1,8943	-1,9277	-1,9498
40	SMSM	-3,7386	-3,7083	-3,8545	-4,1133	-4,1151
41	SONA	-2,5693	-3,1919	-1,8618	-2,2807	-2,7405
42	TMPO	-0,8653	-1,5616	-1,4298	-1,4365	-1,7575
43	TRIO	216,7831	251,5204	226,8169	216,1935	264,0274
44	TRIS	-2,0055	-2,1998	-2,2764	-2,3787	-2,3682
45	JGLE	-1,8486	-1,8547	-0,5765	-2,4525	-2,6174
46	MARI	-1,4155	-2,4433	0,6184	1,6582	2,5484
47	BOGA	-2,8503	-1,9928	-1,6786	-1,9812	-1,6601
48	CARS	1,0634	1,2983	0,1180	0,0767	-0,5628
49	MINA	-3,6549	-3,7438	-3,7177	-3,6847	-3,3556
50	MAPB	-0,9781	-1,1762	-1,3904	-1,6955	-1,3426
51	WOOD	-1,6733	-1,7871	-1,5429	-2,0584	-2,0948
52	HRTA	-4,8358	-4,8190	-4,9105	-4,8766	-4,9256
53	BELL	-1,0872	-1,4430	-4,3096	-4,3685	-4,3587
54	DFAM	0,1168	0,2055	0,5785	0,8585	1,3013
55	PZZA	-3,2479	-3,4832	-2,7113	-1,1387	-1,1699
56	MSIN	-2,5481	-3,5247	-0,6418	-3,6016	-3,8296
57	MAPA	-1,7802	-2,2494	-2,7312	-2,2606	-2,2157
58	DIGI	-0,9335	0,7345	6,5191	4,8358	3,0835
59	ZONE	-1,1779	-1,8382	-2,4141	-1,7028	2,0139
60	HRME	-2,9086	-2,7690	-2,6696	-2,4461	-1,9149
61	BOLA	-3,6158	-4,8980	-3,9214	-3,6659	-3,2703
62	IPTV	-2,4488	-2,6935	-2,5241	-3,1828	-3,3135
63	EAST	-3,9927	-4,1923	-4,2702	-4,4245	-4,3303
64	INOV	-0,7529	-0,8942	-0,0603	0,0025	-0,5628
65	SLIS	-1,5718	-1,8317	-2,1384	-2,9131	-3,2009

66	PMJS	-2,7950	-2,3284	-2,6602	-2,6141	-2,6438
67	SCNP	-3,2414	-2,6875	-3,0970	-3,7453	-3,7793

Sumber : Data diolah peneliti, 2025

Berdasarkan hasil analisis data yang ditampilkan pada tabel 21, tampak bahwa terdapat perbedaan tingkat *financial distress* antara periode saat covid-19 yaitu tahun 2020 sampai 2023 dan periode setelah covid-19 yaitu tahun 2024. Berdasarkan kriteria bahwa perusahaan dengan X-score di atas 0 tergolong mengalami *financial distress*, sebagian besar perusahaan pada periode 2020 sampai 2023 berada dalam kondisi *distress*, mencerminkan tekanan besar akibat dampak pandemi terhadap kinerja keuangan, penurunan penjualan, serta terganggunya aktivitas operasional. Contohnya, perusahaan ABBA (2020-2024), BIMA (2020-2024), BLTZ (2020-2024), GLOB (2020-2024), HDTX (2020-2024), MYTX (2020-2024), TRIO (2020-2024), CARS (2020-2023), DFAM (2020-2024), dan DIGI (2021-2024) yang menunjukkan nilai X-score di atas 0 selama periode pandemi, yang berarti mereka mengalami kesulitan keuangan meskipun sebagian di antaranya berhasil pulih menjelang akhir pandemi.

Memasuki tahun 2024, data menunjukkan adanya penurunan jumlah perusahaan yang mengalami *financial distress*, ditandai dengan berkurangnya perusahaan dengan nilai X-score di atas 0. Hanya sebagian kecil perusahaan yang masih memiliki nilai X-score di atas 0, sementara mayoritas perusahaan menunjukkan perbaikan dengan nilai X-score mendekati atau di bawah nol. Hal ini menandakan bahwa secara umum, kondisi keuangan perusahaan mulai membaik setelah berakhirnya pandemi, seiring dengan meningkatnya aktivitas ekonomi, stabilnya arus kas, dan penyesuaian strategi bisnis pasca krisis.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Nadiya Nafisamuna & Nurfauziah (2022) yang menunjukkan bahwa kondisi keuangan pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indoensia periode 2019-2020 menggunakan metode Zmijewski, perusahaan yang mengalami *financial distress* berkurang sesudah adanya COVID-19 yaitu dari 3 perusahaan berkurang menjadi 1 perusahaan.

KESIMPULAN

Dari hasil analisis dan pembahasan yang telah diuraikan, maka kesimpulan dari penelitian ini profitabilitas berpengaruh terhadap *financial distress* saat COVID-19, profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *financial distress* setelah COVID-19, arus kas operasi berpengaruh terhadap *financial distress* baik saat maupun setelah COVID-19, dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *financial distress* saat COVID-19, tetapi tidak berpengaruh setelah COVID-19, serta terdapat perbedaan tingkat *financial distress* antara saat dan setelah COVID-19. Dalam proses pengambilan, pengelolaan, dan analisis data masih banyak kendala yang harus diperbaiki oleh peneliti selanjutnya. Keterbatasan tersebut yaitu penelitian ini hanya menggunakan tiga variabel independen yaitu profitabilitas, arus kas operasi, dan ukuran perusahaan sehingga belum sepenuhnya menggambarkan seluruh faktor yang dapat mempengaruhi *financial distress*, periode penelitian yang terbatas pada tahun 2020-2024 hanya mencakup masa pandemi dan satu tahun setelah pandemi, sehingga hasilnya belum merepresentasikan kondisi jangka panjang setelah pemulihan ekonomi sepenuhnya, penelitian ini terbatas pada perusahaan yang bergerak di sektor *consumer cyclical*s dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sehingga hasilnya tidak dapat digeneralisasikan ke sektor industri lain yang memiliki karakteristik keuangan berbeda. Selain itu, penggunaan model Zmijewski dalam mengukur *financial distress* juga memiliki keterbatasan karena model tersebut hanya berfokus pada rasio keuangan tanpa mempertimbangkan faktor-faktor non keuangan.

Saran dari penelitian ini adalah diharapkan pada penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel lain yang berpotensi mempengaruhi *financial distress* seperti likuiditas, leverage, pertumbuhan penjualan, efisiensi operasional, dan struktur modal, dan diharapkan pada penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode penelitian, misalnya hingga 3 tahun setelah pandemi berakhir. Hal ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana tren *financial distress* dan proses pemulihan keuangan perusahaan dalam jangka panjang, diharapkan penelitian selanjutnya dapat memperluas cakupan objek penelitian ke sektor lain, misalnya sektor

manufaktur, *consumer non cyclicals*, atau *healthcare*, diharapkan pada penelitian selanjutnya dapat menggunakan model penelitian lain selain Zmijewski seperti Altman Z-score, Springate, atau Grover, dan diharapkan penelitian selanjutnya juga dapat memasukkan faktor non keuangan seperti tata kelola perusahaan, tingkat inovasi, dan kondisi makroekonomi, karena faktor-faktor tersebut dapat mempengaruhi daya tahan perusahaan terhadap krisis dan risiko *financial distress*.

DAFTAR PUSTAKA

- Anisa, S., Shafitranata, S., Azizah MT, R., & Octavia, R. (2023). Pengaruh Rasio Keuangan terhadap Financial Distress Perusahaan Makanan dan Minuman di Indonesia Sebelum dan Saat Covid-19. *Nominal Barometer Riset Akuntansi Dan Manajemen*, 12(2), 166–176.
- Asriansyah, M. (2022, December 28). *Pandemi Covid 19 Dan Upaya Pencegahan*. Kementerian Keuangan Direktorat Jenderal Kekayaan Negara. <https://www.djkn.kemenkeu.go.id/artikel/baca/15799/Pandemi-Covid-19-dan-Upaya-Pencegahan.html>
- Aurellie Zulfa Islamy, Unggul Purwoheddi, & Rida Prihatni. (2021). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Financial Distress Perusahaan Terdampak COVID-19 di ASEAN. *Jurnal Akuntansi, Perpajakan Dan Auditing*, 2(3), 710–734. <https://doi.org/10.21009/japa.0203.13>
- Baihaqi, N., Geraldina, I., & Wijaya, S. . (2021). The Effect Of Capital Structure On Firm Value On Covid-19 Pandemic Emergency Conditions. *Jurnal Akunida*, 7.
- CNBC Indonesia. (2024). *41 Emiten Terancam Kena Tendang, Bursa Terbitkan Aturan Baru Delisting*. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20240603125304-17-543340/41-emiten-terancam-kena-tendang-bursa-terbitkan-aturan-baru-delisting>
- CNBC Indonesia. (2025). *10 Emiten yang akan Delisting tahun 2025, Ada Perusahaan Bentjok*. <https://www.cnbcindonesia.com/research/20250418141058-128-627007/10-emiten-yang-akan-delisting-tahun-2025-ada-perusahaan-bentjok>
- Dewi, A. S., Arianto, F., Rahim, R., & Winanda, J. (2022). Pengaruh Arus Kas, Profitabilitas Dan Leverage Terhadap Financial Distress Saat Masa Pandemi Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di BEI. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, 6(3), 2814–2825.
- Ghozali, I., & Latan, H. (2020). *Partial Least Square Konsep, Teknik Dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 3.0*. BP Universitas Diponegoro.
- Hidayanti, N., & Cahyono, Y. T. (2023). The factors that affect financial distress during the covid-19 pandemic. *Proceeding of International Conference on Accounting and Finance*, 1, 158–166. <https://doi.org/10.20885/InCAF.vol1.art18>
- Hidayat, T., Permatasari, M., & Suhamdeni, T. (2020). Analisis Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Bisnis Pelita Bangsa-Vol. 5 No. 2*, 93–108.
- Husna Asyasyafa, F., & Putri, E. (2023). Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan, Ukuran Perusahaan dan Umur Perusahaan Terhadap Financial Distress (Studi Kasus Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan dan Minuman Tahun 2018-2021). *JIMPS: Jurnal Ilmiah Mahasiswa Pendidikan Sejarah*, 8(4). <https://jim.usk.ac.id/sejarah>
- Kontan.co.id. (2023, February 27). *Prospek Saham Consumer Cyclicals Di Tengah Rotasi Sektor Dan Pemantauan Khusus*. <https://investasi.kontan.co.id/news/prospek-saham-consumer-cyclicals-di-tengah-rotasi-sektor-dan-pemantauan-khusus>
- Lau, E. A. (2021). Financial Distress Dan Faktor-Faktor Prediksinya. *Jurnal Exchall*, 1–17.
- Letiana, I., & Hartono, U. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage Dan Sales Growth Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Sektor Properties And Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia 2019-2021. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 11, 187–199.
- Miswaty, M., & Novitasari, D. (2023). Pengaruh Operating Capacity, Sales Growth, dan Arus Kas Operasi Terhadap Financial Distress. *Jurnal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen*, 9(2), 583–594.
- Nadiya Nafisamuna, & Nurfauziah. (2022). Potentials Of Financial Distress Before And During Covid-19 Pandemic In Food And Beverage Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Science, Technology & Management*, 3(4), 1211–1218. <https://doi.org/10.46729/ijstm.v3i4.574>

- Purwaningsih, E., & Safitri, I. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Rasio Arus Kas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress. *Jurnal Akuntansi Dan Ekonomi*, 7(2), 147–156.
- Retnoningsih, S., & Wulaningsih, F. (2023). Pengaruh Arus Kas, Struktur Modal Dan Operating Capacity Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Di Indonesia Tahun 2018-2021. *Bisnis-Net Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 6(2), 731–743.
- Runis, A., Samsul Arifin, D., Masud, A., & Kalsum, U. (2021). The Influence of Liquidity, Leverage, Company Size and Profitability on Financial Distress. *International Journal of Business and Social Science Research*, 11–17.
- Sholihin, M., & Ratmono, D. (2021). *Analisis SEM-PLS dengan WarpPLS 7.0 untuk Hubungan Nonlinear dalam Penelitian Sosial dan Bisnis* (p. 308). Penerbit ANDI.