

PENGARUH PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, *LEVERAGE*, DAN NILAI TUKAR TERHADAP *FINANCIAL DISTRESS* PERUSAHAAN FARMASI

Desak Putu Diah Pradnya Swari¹ I Gde Kajeng Baskara²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Udayana, Bali, Indonesia
E-mail: desakdiah1704@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini mengkaji pengaruh profitabilitas, likuiditas, *leverage*, serta nilai tukar terhadap *financial distress* pada perusahaan subsektor farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024. Penelitian menerapkan pendekatan kuantitatif dengan menggunakan data sekunder yang berasal dari laporan keuangan tahunan perusahaan. Sampel dipilih menggunakan teknik *purposive sampling*, sehingga terkumpul 11 perusahaan dengan total 55 data observasi. *Financial distress* diukur menggunakan model Altman Z"-Score Modifikasi yang ditransformasikan melalui metode *reverse*. Pengujian hipotesis dilakukan dengan regresi data panel menggunakan pendekatan *Fixed Effect Model* yang dikoreksi menggunakan *Huber–White robust standard error*. Temuan analisis menunjukkan bahwa profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress*, sedangkan *leverage* berpengaruh positif dan signifikan. Adapun nilai tukar tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap *financial distress*. Temuan penelitian ini menambah basis bukti empiris mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *financial distress* pada perusahaan subsektor farmasi selama fase pemulihan pascapandemi, serta dapat menjadi acuan pertimbangan bagi manajemen perusahaan dan investor dalam menilai kondisi keuangan perusahaan.

Kata kunci: *financial distress*; *leverage*; likuiditas; nilai tukar; profitabilitas

ABSTRACT

This study examines how profitability, liquidity, leverage, and exchange rates affect financial distress among pharmaceutical subsector firms listed on the Indonesia Stock Exchange over the 2020–2024 period. A quantitative research design was applied using secondary data obtained from the firms' annual financial statements. The sample included 11 companies chosen via purposive sampling, yielding 55 firm-year observations. Financial distress was assessed using the Modified Altman Z"-Score with a reverse transformation. Hypotheses were evaluated through panel data regression using the Fixed Effect Model, with Huber–White robust standard errors to mitigate heteroskedasticity. The results indicate that profitability and liquidity exert a significant negative impact on financial distress, while leverage has a significant positive impact. Conversely, the exchange rate does not have a statistically significant effect. Overall, these findings add empirical support regarding the determinants of financial distress in the pharmaceutical subsector during the post-pandemic recovery period and offer practical implications for corporate managers and investors when evaluating firms' financial conditions.

Keywords: *financial distress*; exchange rate; leverage; liquidity; profitability

PENDAHULUAN

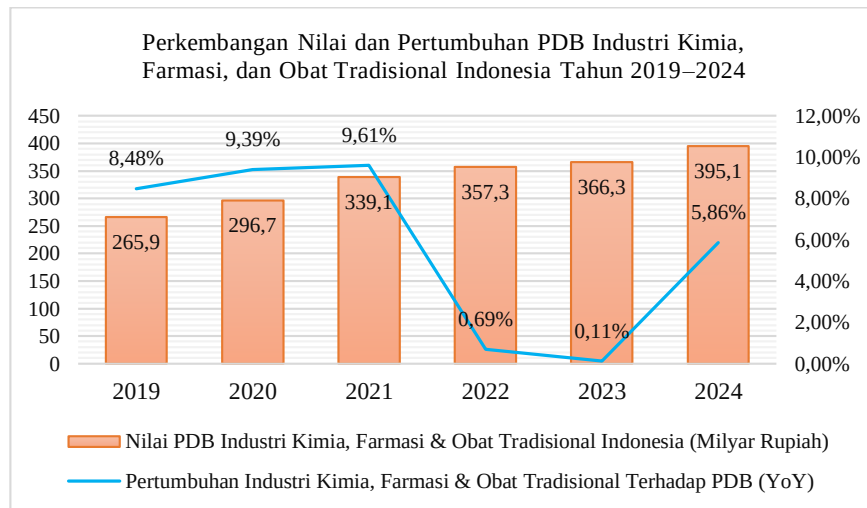
Kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangan merupakan salah satu indikator yang mencerminkan kesehatan dan keberlangsungan usaha. Ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban tersebut sesuai dengan waktu yang telah ditetapkan, perusahaan berpotensi mengalami *financial distress*, yaitu kondisi kesulitan keuangan yang menunjukkan penurunan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan stabilitas keuangannya (Septiani *et al.*, 2021). Menurut Salsabila *et al.* (2024), kondisi keuangan yang sehat menjadi dasar bagi perusahaan dalam menjaga keberlanjutan operasional dan mempertahankan kepercayaan para pemangku kepentingan.

Financial distress berkembang secara bertahap akibat melemahnya kondisi keuangan perusahaan. Restu (2024) menjelaskan bahwa kondisi ini ditandai oleh menurunnya kemampuan perusahaan dalam menjaga keseimbangan antara pendapatan dan beban. Apabila terus berlanjut, kondisi tersebut dapat mengganggu aktivitas operasional dan meningkatkan risiko kebangkrutan (Ulynnuha *et al.*, 2024). Oleh karena itu, identifikasi terhadap faktor-faktor yang memengaruhi *financial distress* menjadi penting sebagai langkah preventif dalam menjaga keberlangsungan perusahaan.

Financial distress dipengaruhi oleh faktor internal maupun eksternal. Faktor internal meliputi profitabilitas, likuiditas, dan *leverage* (Noviyana *et al.*, 2024). Sementara itu, faktor eksternal mencakup perubahan kondisi ekonomi makro, dinamika persaingan industri, perubahan regulasi, dan fluktuasi nilai tukar yang dapat memengaruhi pendapatan maupun biaya perusahaan (Yuniarto *et al.*, 2022). Karakteristik setiap sektor industri menyebabkan besarnya pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap kondisi keuangan perusahaan tidak selalu sama sehingga penelitian mengenai *financial distress* perlu mempertimbangkan karakteristik sektor yang menjadi objek penelitian.

Subsektor farmasi merupakan salah satu sektor yang memiliki karakteristik khusus karena masih bergantung pada impor *active pharmaceutical ingredients* (API), terutama dari Tiongkok dan India (Pujana *et al.*, 2022). Meskipun sekitar 95 persen produk obat jadi telah mampu diproduksi di dalam negeri, kebutuhan bahan baku farmasi masih bergantung pada impor sebesar 85–95 persen (Zaki, 2025). Menurut Hermawan *et al.* (2023), keterbatasan kapasitas produksi bahan baku dalam negeri menyebabkan industri farmasi rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi global. Akibatnya, fluktuasi nilai tukar dapat meningkatkan biaya impor bahan baku dan memengaruhi stabilitas keuangan perusahaan (Wafi *et al.*, 2021).

Karakteristik tersebut menunjukkan bahwa perusahaan farmasi menghadapi risiko yang berbeda dibandingkan sektor lainnya dalam menjaga kondisi keuangannya. Ketergantungan terhadap bahan baku impor menyebabkan perubahan kondisi ekonomi global berpotensi meningkatkan biaya produksi dan menekan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Dinamika tersebut turut tercermin pada perkembangan kinerja industri farmasi nasional yang dapat diamati melalui perkembangan Produk Domestik Bruto (PDB) industri kimia, farmasi, dan obat tradisional sebagaimana disajikan pada Gambar 1.



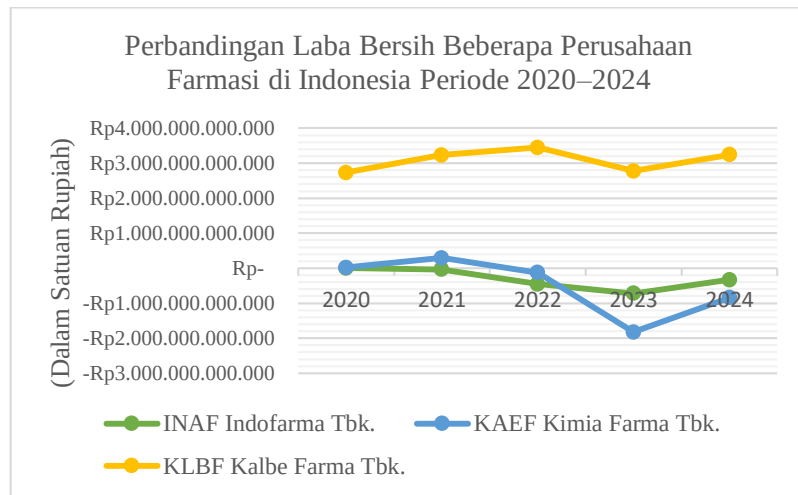
Gambar 1. Perkembangan Nilai dan Pertumbuhan PDB Industri Kimia, Farmasi, dan Obat Tradisional Indonesia Tahun 2019–2024

Sumber: Badan Pusat Statistik, 2026

Gambar 1 menunjukkan bahwa nilai Produk Domestik Bruto (PDB) industri kimia, farmasi, dan obat tradisional meningkat dari Rp265,9 triliun pada tahun 2019 menjadi Rp395,1 triliun pada tahun 2024. Meskipun demikian, laju pertumbuhan PDB mengalami fluktuasi selama periode tersebut, yang mengindikasikan bahwa peningkatan output industri belum sepenuhnya diikuti oleh pertumbuhan yang stabil. Fluktuasi tersebut menunjukkan bahwa perusahaan farmasi masih menghadapi tantangan dalam mempertahankan kinerja usahanya di tengah perubahan kondisi industri.

Perubahan kondisi industri dapat memengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan memenuhi kewajiban keuangannya (Siregar *et al.*, 2024). Oleh karena itu, peningkatan nilai PDB tidak selalu mencerminkan kondisi keuangan yang baik pada setiap perusahaan. Salah satu indikator yang dapat menggambarkan kondisi tersebut adalah perkembangan laba bersih perusahaan. Menurut Pujana *et al.* (2022), penurunan laba secara berkelanjutan dapat menjadi sinyal awal terjadinya *financial distress*. Perkembangan laba bersih beberapa perusahaan farmasi selama periode 2020–2024 disajikan pada Gambar 2.

Gambar 2 menunjukkan bahwa perkembangan laba bersih perusahaan farmasi selama periode 2020–2024 cenderung berfluktuasi. Beberapa perusahaan mampu mempertahankan tren peningkatan laba, sedangkan perusahaan lainnya mengalami penurunan bahkan mencatatkan kerugian pada periode tertentu. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa pertumbuhan industri farmasi tidak selalu diikuti oleh peningkatan kinerja keuangan pada setiap perusahaan. Perbedaan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba mengindikasikan adanya variasi dalam efektivitas pengelolaan sumber daya dan strategi operasional yang diterapkan.



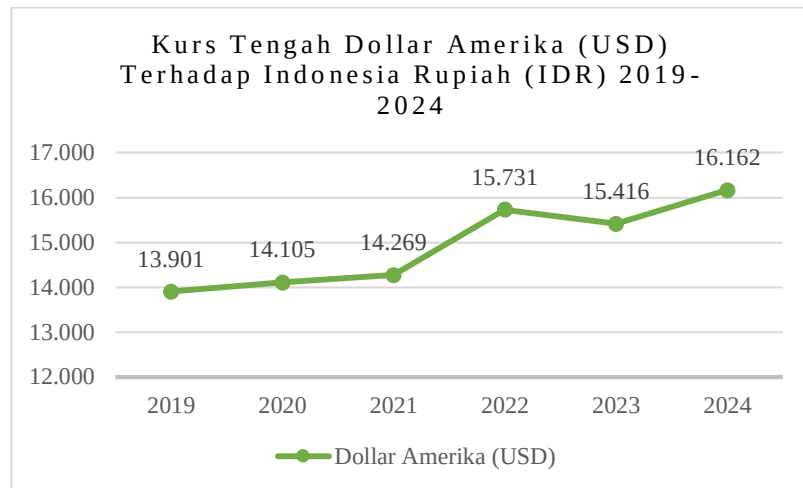
Gambar 2. Perbandingan Laba Bersih Beberapa Perusahaan Farmasi Di Indonesia Periode 2020–2024

Sumber: Data diolah, 2026

Labar merupakan salah satu indikator yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari kegiatan operasionalnya. Kemampuan menghasilkan laba yang tinggi akan memperkuat kondisi keuangan perusahaan, sedangkan penurunan laba secara berkelanjutan dapat meningkatkan risiko terjadinya *financial distress* (Pujana *et al.*, 2022). Menurut Salsabila *et al.* (2024), profitabilitas yang rendah menunjukkan semakin terbatasnya kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangan dan mempertahankan keberlangsungan usahanya. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa profitabilitas menjadi salah satu faktor internal yang perlu diperhatikan dalam menganalisis *financial distress*.

Perbedaan kinerja keuangan perusahaan farmasi tidak hanya dipengaruhi oleh faktor internal, tetapi juga dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro. Karakteristik industri farmasi yang masih bergantung pada bahan baku impor menyebabkan perubahan nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing berpotensi memengaruhi biaya produksi perusahaan (Hermawan *et al.*, 2023). Pelemahan nilai tukar akan meningkatkan biaya pengadaan bahan baku sehingga dapat menekan laba perusahaan apabila tidak diimbangi dengan peningkatan pendapatan atau efisiensi operasional (Wafi *et al.*, 2021). Oleh karena itu, perkembangan nilai tukar selama periode penelitian menjadi penting untuk dianalisis dan disajikan pada Gambar 3.

Gambar 3 menunjukkan bahwa nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat selama periode 2019–2024 mengalami fluktuasi. Nilai tukar sempat menguat pada tahun 2021, kemudian kembali melemah hingga mencapai Rp16.143 per dolar Amerika Serikat pada tahun 2024. Perubahan tersebut menunjukkan bahwa kondisi ekonomi makro masih bersifat dinamis sehingga berpotensi memengaruhi aktivitas operasional perusahaan, terutama pada industri yang memiliki ketergantungan tinggi terhadap bahan baku impor.



Gambar 3. Kurs Tengah Dollar Amerika (USD) Terhadap Indonesia Rupiah (IDR) 2019-2024

Sumber: Badan Pusat Statistik, 2026

Bagi perusahaan farmasi, fluktuasi nilai tukar merupakan faktor eksternal yang perlu mendapat perhatian karena sebagian besar bahan baku obat masih berasal dari luar negeri. Pelemahan nilai tukar akan meningkatkan biaya impor bahan baku, sehingga dapat meningkatkan biaya produksi dan menekan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba apabila tidak diimbangi dengan efisiensi operasional maupun peningkatan penjualan (Wafi *et al.*, 2021). Menurut Madura (2018:103) perubahan nilai tukar dapat memengaruhi arus kas, biaya operasional, dan profitabilitas perusahaan yang melakukan aktivitas perdagangan internasional. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa stabilitas nilai tukar berpotensi memengaruhi kondisi keuangan perusahaan, termasuk risiko terjadinya *financial distress*.

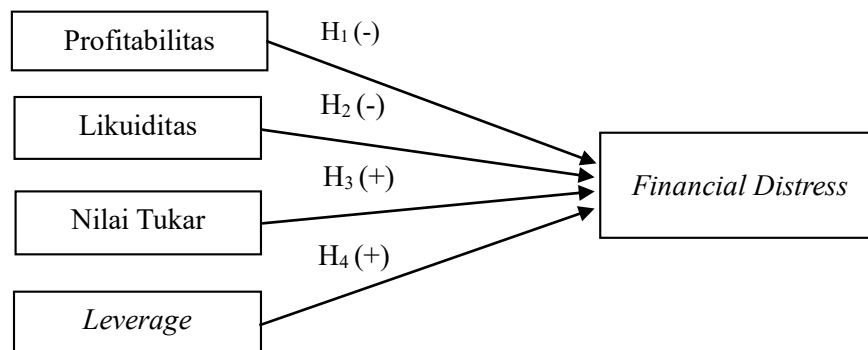
Selain nilai tukar, kondisi *financial distress* juga dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan, seperti kemampuan menghasilkan laba, memenuhi kewajiban jangka pendek, dan mengelola struktur pendanaan (Rudiana & Arsjah, 2025). Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba sehingga dapat memperkuat kondisi keuangan perusahaan. Likuiditas yang memadai menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, sedangkan penggunaan utang yang tinggi dapat meningkatkan beban keuangan dan memperbesar risiko *financial distress* (Kasmir, 2019:153). Dengan demikian, profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan nilai tukar merupakan faktor yang relevan untuk dianalisis dalam menjelaskan kondisi *financial distress* pada perusahaan farmasi.

Hasil penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *financial distress* masih menunjukkan inkonsistensi. Ningrum & Riharjo (2025), Rudiana & Arsjah (2025), Stepani & Nugroho (2023) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*, sedangkan penelitian Astuti & Dewi (2024) dan Azizah & Yunita (2022) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Pada variabel likuiditas, Cyntara & Apriwandi (2025), Maulana & Rahayu (2022), Stepani & Nugroho (2023)

membuktikan adanya pengaruh negatif terhadap *financial distress*, sementara penelitian Lastmi & Rahyuda (2025) dan Putri & Wiagustini (2025) memperoleh hasil yang menunjukkan likuiditas tidak memiliki pengaruh terhadap *financial distress*.

Inkonsistensi serupa juga ditemukan pada *leverage*, di mana penelitian Rudiana & Arsjah (2025), Kusumaningrum & Kurnia (2022), Azizah & Yunita (2022) menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap *financial distress*, sedangkan penelitian Azis *et al.* (2024) dan Stepani & Nugroho (2023) tidak menemukan pengaruh yang signifikan. Pada nilai tukar juga ditemukan bahwa penelitian Romadhina *et al.* (2022), Umariah *et al.* (2026) dan Hendrawan *et al.* (2022) menunjukkan bahwa nilai tukar berpengaruh positif terhadap *financial distress*, sedangkan penelitian Purba *et al.* (2024), Ulynnuha *et al.* (2024), serta Judijanto *et al.* (2025) tidak menunjukkan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh terhadap *financial distress*. Perbedaan hasil tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan nilai tukar terhadap *financial distress* masih memerlukan pengujian lebih lanjut, khususnya pada perusahaan subsektor farmasi.

Meskipun studi tentang kesulitan keuangan telah banyak dilakukan, temuan dari penelitian-penelitian sebelumnya masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Perbedaan tersebut menandakan bahwa pengaruh profitabilitas, likuiditas, *leverage*, maupun nilai tukar terhadap kesulitan keuangan masih perlu diuji lebih lanjut, terutama pada subsektor farmasi yang memiliki karakteristik berbeda dibandingkan sektor-sektor lainnya. Sejalan dengan fenomena dan kesenjangan penelitian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan nilai tukar terhadap kesulitan keuangan pada perusahaan subsektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2020–2024. Kerangka konseptual penelitian ditampilkan pada Gambar 4.



Gambar 4. Kerangka Konseptual Penelitian

Sumber: Data diolah, 2026

Kerangka konseptual pada Gambar 4 menjelaskan keterkaitan antara profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan nilai tukar sebagai variabel independen, dengan *financial distress* sebagai variabel dependen. Profitabilitas, likuiditas, dan *leverage* menggambarkan kondisi internal perusahaan yang mencerminkan kemampuan dalam menghasilkan laba, memenuhi kewajiban jangka pendek, serta

menata struktur pendanaan. Sementara itu, nilai tukar dipandang sebagai faktor eksternal yang dapat memengaruhi kondisi keuangan perusahaan farmasi, terutama karena industri tersebut sangat bergantung pada bahan baku impor. Berdasarkan landasan teori dan temuan penelitian-penelitian sebelumnya, hubungan antarseluruh variabel dalam penelitian ini dirumuskan ke dalam hipotesis berikut.

Signalling theory yang dikemukakan oleh Spence (1973) menjelaskan bahwa informasi mengenai kinerja keuangan perusahaan menjadi sinyal bagi investor dan kreditur dalam menilai prospek perusahaan. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal positif karena menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba secara optimal, sehingga meningkatkan kepercayaan pemangku kepentingan terhadap kondisi keuangan perusahaan. Berdasarkan *Bankruptcy Theory*, perusahaan yang mampu memperoleh laba secara berkelanjutan memiliki kapasitas yang lebih baik dalam memenuhi kewajiban keuangannya, sehingga peluang mengalami *financial distress* menjadi lebih rendah (Altman, 1968). Dengan demikian, semakin tinggi profitabilitas perusahaan, semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami *financial distress*. Hasil penelitian dilakukan Ningrum & Riharjo (2025), Rudiana & Arsjah (2025), Stepani & Nugroho (2023), Septa Aulia (2023), Oktaviani & Lisiantara (2022) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

H₁: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek menggunakan aset lancarnya. Dalam perspektif *Signalling Theory*, tingkat likuiditas merupakan sinyal mengenai kesehatan keuangan perusahaan. Likuiditas yang tinggi memberikan sinyal positif kepada investor dan kreditur karena menunjukkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek secara tepat waktu. Dari sudut pandang *Bankruptcy Theory*, kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek menjadi salah satu indikator penting dalam mengurangi kemungkinan perusahaan mengalami kegagalan keuangan (Altman, 1968). Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan, semakin rendah risiko perusahaan mengalami *financial distress*. Penelitian oleh Cyntara & Apriwandi (2025), Maulana & Rahayu (2022), Stepani & Nugroho (2023), Astuti & Dewi (2024), Rudiana & Arsjah (2025), Kusumaningrum & Kurnia (2022), Azizah & Yunita (2022) membuktikan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Dengan demikian, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*.

Teori *trade-off* menyatakan bahwa penggunaan utang dapat memberikan keuntungan berupa perlindungan pajak (*tax shield*). Namun, jika penggunaan utang melampaui struktur modal optimal, maka akan meningkatkan biaya kebangkrutan (*financial distress cost*) serta risiko terjadinya kesulitan keuangan (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers, 1984). Sejalan dengan *Bankruptcy Theory*, kenaikan beban utang akan menambah kewajiban perusahaan, sehingga memperbesar peluang perusahaan mengalami kegagalan keuangan apabila tidak diimbangi dengan kemampuan menghasilkan laba maupun arus kas yang memadai (Altman, 1968). Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan, semakin besar pula risiko perusahaan mengalami *financial distress*. Penelitian

Cyntara & Apriwandi (2025), Maulana & Rahayu (2022), Ningrum & Riharjo (2025), Jannah *et al.* (2021), Astuti & Dewi (2024), Azizah & Yunita (2022), Rudiana & Arsjah (2025) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut:

H₃: *Leverage* berpengaruh positif terhadap *financial distress*.

Nilai tukar termasuk salah satu faktor eksternal yang berpotensi memengaruhi kondisi keuangan perusahaan, khususnya pada industri yang bergantung pada impor bahan baku (Hendrawan *et al.*, 2022). Menurut *Bankruptcy Theory*, *financial distress* terjadi ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya akibat tekanan yang berasal dari faktor internal maupun eksternal (Altman, 1968). Pelemahan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat dapat meningkatkan biaya impor bahan baku sehingga menekan profitabilitas, memperburuk arus kas, dan pada akhirnya meningkatkan risiko *financial distress* (Romadhina *et al.*, 2022). Penelitian Romadhina *et al.* (2022), Umariah *et al.* (2026) dan Hendrawan *et al.* (2022) memperlihatkan bahwa fluktuasi nilai tukar berdampak pada kinerja keuangan perusahaan yang aktivitasnya terkait dengan impor. Oleh sebab itu, hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah:

H₄: Nilai tukar berpengaruh positif terhadap *financial distress*.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain penelitian asosiatif untuk mengkaji pengaruh profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan nilai tukar terhadap *financial distress*. Data yang digunakan berupa data sekunder, yaitu laporan keuangan tahunan perusahaan subsektor farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2020–2024, serta data nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat yang diperoleh dari Badan Pusat Statistik (BPS). Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan subsektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.

Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria tertentu, yakni perusahaan subsektor farmasi yang terdaftar secara berurutan di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024, menerbitkan laporan keuangan tahunan secara lengkap, dan memiliki data yang sesuai dengan kebutuhan penelitian. Dengan mempertimbangkan kriteria tersebut, diperoleh 11 perusahaan sebagai sampel penelitian dengan total 55 observasi.

Tabel 1.
Kriteria Penentuan Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah
Perusahaan subsektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020-2024	15
Perusahaan yang melakukan IPO setelah tahun 2020	(4)
Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	11
Periode pengamatan (tahun)	5
Jumlah pengamatan selama tahun 2020 – 2024	55

Sumber: www.idx.co.id, 2026

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah financial distress yang diukur menggunakan model Altman Z"-Score Modifikasi dan ditransformasikan melalui metode reverse, sehingga nilai yang lebih tinggi menandakan tingkat *financial distress* yang semakin tinggi. Variabel independen mencakup profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA), likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* (CR), *leverage* yang diproksikan dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR), serta nilai tukar yang diukur menggunakan kurs tengah rupiah terhadap dolar Amerika Serikat.

Financial distress merupakan kondisi penurunan kesehatan keuangan perusahaan yang ditandai dengan menurunnya kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya serta berpotensi mengarah pada kebangkrutan (Platt & Platt, 2002). Dalam penelitian ini, *financial distress* diukur menggunakan Altman Z"-Score Modifikasi yang dikembangkan untuk perusahaan di negara berkembang dan dapat diterapkan pada perusahaan manufaktur maupun nonmanufaktur (Altman & Hotchkiss, 2006). Model ini dipilih karena mampu menggambarkan kondisi keuangan perusahaan melalui kombinasi empat rasio keuangan. Persamaan Altman Z"-Score Modifikasi dirumuskan sebagai berikut:

$$Z'' = 3.25 + 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

Dimana:

Z = Overall Index

X_1 = Working Capital / Total Assets

X_2 = Retained Earnings / Total Assets

X_3 = Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) / Total Assets

X_4 = Book Value of Equity / Total Liabilities

Secara umum, nilai Z''-Score dapat diinterpretasikan untuk menggambarkan kondisi keuangan perusahaan seperti berikut: 1) Jika $Z'' > 2.60$ maka perusahaan berada dalam zona aman, yang potensi kebangkrutannya rendah 2) Jika $1.10 \leq Z'' \leq 2.60$ maka perusahaan dalam zona peringatan atau zona abu-abu, ada risiko kebangkrutan yang perlu diperhatikan 3) Jika $Z'' < 1.10$ maka perusahaan berada dalam zona bahaya, potensi kebangkrutan tinggi. Nilai Z''-Score selanjutnya ditransformasikan melalui metode *reverse* agar arah hubungan variabel konsisten, sehingga nilai yang lebih tinggi mencerminkan kondisi *financial distress* yang lebih berat. Penyesuaian kategorinya adalah sebagai berikut: 1) Jika $Z'' < -2.60$ maka perusahaan berada dalam zona aman, yang potensi kebangkrutannya rendah 2) Jika $-2.60 \leq Z'' \leq -1.10$ maka perusahaan dalam zona peringatan atau zona abu-abu, ada risiko kebangkrutan yang perlu diperhatikan dan 3) Jika $Z'' > -1.10$ maka perusahaan berada dalam zona bahaya, potensi kebangkrutan tinggi.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui pemanfaatan seluruh aset yang dimiliki (Kasmir, 2019:203). Dalam penelitian ini, profitabilitas diproksikan dengan Return on Assets (ROA) karena rasio tersebut mampu memperlihatkan efektivitas perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aset yang digunakan. *Return on Assets* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total aktiva}} \times 100\%$$

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek menggunakan aset lancar yang dimiliki (Kasmir, 2019:134). Dalam penelitian ini, likuiditas diproksikan menggunakan *Current Ratio* (CR) karena rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi liabilitas lancarnya menggunakan aset lancar. *Current Ratio* dihitung menggunakan rumus sebagai berikut:

$$CR = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Pasiva Lancar}} \times 100\%$$

Leverage merupakan rasio yang menunjukkan sejauh mana aset perusahaan dibiayai oleh utang (Kasmir, 2019:158). Dalam penelitian ini, *leverage* diukur dengan menggunakan *Debt to Asset Ratio* (DAR), karena rasio ini dapat merefleksikan proporsi total aset yang dibiayai melalui utang. *Debt to Asset Ratio* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$DAR = \frac{\text{Jumlah utang}}{\text{Jumlah aktiva}} \times 100\%$$

Nilai tukar merupakan harga mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain dan menjadi salah satu indikator penting dalam kondisi ekonomi makro (Madura, 2018). Perubahan nilai tukar dapat memengaruhi kinerja perusahaan, terutama perusahaan yang memiliki aktivitas impor bahan baku, kewajiban dalam mata uang asing, maupun transaksi internasional. Dalam penelitian ini, nilai tukar diukur menggunakan kurs tengah Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat (IDR/USD) yang diperoleh dari publikasi resmi Badan Pusat Statistik. Data yang digunakan merupakan rata-rata kurs tengah tahunan selama periode 2020–2024. Peningkatan nilai kurs tengah (IDR/USD) menunjukkan pelemahan nilai Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat, sedangkan penurunan nilai kurs menunjukkan penguatan nilai Rupiah.

Analisis data dilakukan menggunakan perangkat lunak EViews 12. Pemilihan model regresi terbaik dilakukan melalui Uji Chow dan Uji Hausman. Selanjutnya dilakukan pengujian multikolinearitas dan heteroskedastisitas untuk memastikan kelayakan model. Hasil pengujian menunjukkan adanya heteroskedastisitas sehingga estimasi parameter dilakukan menggunakan metode *Huber–White robust standard error* pada model *Fixed Effect*. Penggunaan metode tersebut bertujuan menghasilkan estimasi koefisien yang lebih robust terhadap pelanggaran asumsi heteroskedastisitas sehingga hasil pengujian statistik menjadi lebih reliabel.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran mengenai karakteristik data pada masing-masing variabel penelitian, yaitu *financial distress*, profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan nilai tukar. Hasil analisis statistik deskriptif disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2.
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<i>Financial Distress</i> (Y)	55	-17,689	23,969	-8,378	7,432
Profitabilitas (X_1)	55	-0,949	0,310	0,046	0,194
Likuiditas (X_2)	55	0,089	6,517	2,486	1,457
<i>Leverage</i> (X_3)	55	0,115	2,851	0,496	0,451
Nilai Tukar (X_4)	55	14.105,00	16.162,00	15.136,60	819,860

Sumber: Data diolah, 2026

Berdasarkan Tabel 2, Nilai rata-rata *financial distress* sebesar -8,378 menunjukkan bahwa secara umum perusahaan farmasi yang menjadi sampel penelitian berada dalam kondisi keuangan yang relatif sehat berdasarkan proksi *financial distress* yang digunakan. Nilai standar deviasi sebesar 7,432 mengindikasikan adanya variasi kondisi keuangan yang cukup besar antar perusahaan maupun antar periode pengamatan.

Profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,046 atau 4,6 persen, yang menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aset masih relatif rendah. Nilai standar deviasi sebesar 0,194 menunjukkan adanya perbedaan tingkat profitabilitas yang cukup besar di antara perusahaan sampel.

Likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* (CR) memiliki nilai rata-rata sebesar 2,486, yang berarti rata-rata perusahaan memiliki aset lancar sekitar 2,49 kali lebih besar dibandingkan kewajiban lancarnya. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki kemampuan yang cukup baik dalam memenuhi kewajiban jangka pendek.

Leverage yang diproksikan dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,496, yang menunjukkan bahwa sekitar 49,6 persen aset perusahaan dibiayai oleh utang. Kondisi ini mengindikasikan bahwa struktur pendanaan perusahaan relatif seimbang antara modal sendiri dan utang.

Sementara itu, nilai tukar USD/IDR selama periode penelitian memiliki rata-rata sebesar Rp15.136,60 per dolar Amerika Serikat dengan standar deviasi Rp819,86, yang menunjukkan adanya fluktuasi nilai tukar selama periode 2020–2024.

Penentuan model regresi data panel dilakukan melalui Uji Chow dan Uji Hausman. Berdasarkan hasil Uji Chow, diperoleh nilai probabilitas *Cross-section F* sebesar 0,0000 ($<0,05$), sehingga *Fixed Effect Model* (FEM) lebih tepat digunakan dibandingkan *Common Effect Model* (CEM).

Selanjutnya, hasil Uji Hausman menunjukkan nilai probabilitas *Cross-section Random* sebesar 0,0352 ($<0,05$), sehingga *Fixed Effect Model* (FEM) lebih sesuai digunakan dibandingkan *Random Effect Model* (REM). Dengan demikian, model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model*.

Pengujian multikolinearitas menunjukkan bahwa seluruh nilai korelasi antar variabel independen berada di bawah 0,90, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi gejala multikolinearitas. Selanjutnya, hasil Uji Glejser mengindikasikan adanya heteroskedastisitas pada variabel nilai tukar. Oleh karena itu, estimasi tetap menggunakan *Fixed Effect Model*, namun parameter diestimasi kembali

menggunakan *Huber–White Robust Standard Error* sehingga standar error yang dihasilkan tetap konsisten meskipun terdapat heteroskedastisitas.. Hasil pengujian disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3.
Hasil Estimasi *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *Robust Standard Error*

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistik	Prob.	Keterangan
C	-9,694	1,052	-9,214	0,0000	
X ₁ (Profitabilitas)	-7,602	0,677	-11,227	0,0000	H ₁ Diterima
X ₂ (Likuiditas)	-0,829	0,095	-8,716	0,0000	H ₂ Diterima
X ₃ (<i>Leverage</i>)	11,254	0,317	35,473	0,0000	H ₃ Diterima
X ₄ (Nilai Tukar)	-0,000123	0,0000718	-1,708	0,0954	H ₄ Ditolak
R-squared	0,998				
Adj. R-Squared	0,997				
F-Statistic	1.311,749				
Prob(F-Statistic)	0,0000				

Sumber: Data diolah, 2026

Berdasarkan Tabel 3 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = -9,694 - 7,602X_1 - 0,829X_2 + 11,254X_3 - 0,000123X_4$$

Nilai *Prob(F-statistic)* sebesar 0,0000 menunjukkan bahwa profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan nilai tukar secara simultan berpengaruh terhadap *financial distress* sehingga model regresi yang digunakan layak untuk menjelaskan hubungan antarvariabel dalam penelitian ini.

Nilai *Adjusted R²* sebesar 0,997 menunjukkan bahwa 99,7 persen variasi *financial distress* dapat dijelaskan oleh profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan nilai tukar beserta efek individual perusahaan yang diakomodasi dalam *Fixed Effect Model*, sedangkan sisanya sebesar 0,3 persen dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian. Nilai koefisien determinasi yang sangat tinggi merupakan karakteristik yang umum dijumpai pada *Fixed Effect Model* karena model ini mampu mengakomodasi karakteristik spesifik masing-masing perusahaan yang bersifat tetap selama periode penelitian.

Berdasarkan Tabel 3 bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Assets* (ROA) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* ($\beta = -7,602$; $p = 0,0000$) sehingga H₁ diterima. Koefisien regresi yang bernilai negatif menunjukkan bahwa peningkatan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba akan menurunkan risiko terjadinya *financial distress*. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa laba yang dihasilkan perusahaan mampu mendukung pemenuhan kewajiban operasional maupun finansial, sehingga kondisi keuangan perusahaan menjadi lebih stabil dan risiko mengalami kesulitan keuangan dapat diminimalkan.

Temuan ini sejalan dengan *Signalling Theory* yang dikemukakan oleh Spence (1973), yang menjelaskan bahwa profitabilitas merupakan sinyal positif mengenai kondisi dan prospek perusahaan. Tingkat profitabilitas yang tinggi mencerminkan efektivitas perusahaan dalam mengelola aset untuk menghasilkan laba, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan kreditur terhadap kemampuan perusahaan mempertahankan kelangsungan usahanya. Dari perspektif *Bankruptcy Theory*, perusahaan yang mampu menghasilkan laba secara konsisten

memiliki peluang lebih kecil mengalami kegagalan keuangan karena laba menjadi sumber utama dalam memenuhi kewajiban dan menjaga keberlangsungan operasional perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Ningrum & Riharjo (2025), Rudiana & Arsjah (2025), Stepani & Nugroho (2023), Septa Aulia (2023), Oktaviani & Lisiantara (2022) yang menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Temuan penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Astuti & Dewi (2024) dan Azizah & Yunita (2022) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Perbedaan tersebut diduga dipengaruhi oleh karakteristik sampel penelitian, periode pengamatan, maupun perbedaan sektor industri yang digunakan. Pada perusahaan subsektor farmasi, kemampuan menghasilkan laba menjadi faktor penting untuk menjaga stabilitas keuangan di tengah tingginya biaya produksi, penelitian dan pengembangan, serta ketergantungan terhadap bahan baku impor.

Kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek terbukti berperan dalam menekan risiko *financial distress*. Hasil analisis menunjukkan bahwa likuiditas yang diproksikan dengan CR berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress* ($\beta = -0,829$; $p = 0,0000$) sehingga H_2 diterima. Semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek menggunakan aset lancarnya. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas keuangan yang lebih baik sehingga mampu menjaga kelangsungan aktivitas operasional tanpa menghadapi tekanan keuangan yang berlebihan.

Temuan tersebut mendukung *Signalling Theory* yang menyatakan bahwa tingkat likuiditas merupakan salah satu sinyal yang mencerminkan kesehatan keuangan perusahaan kepada investor maupun kreditur (Spence, 1973). Likuiditas yang tinggi memberikan keyakinan bahwa perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendek tepat waktu sehingga meningkatkan kepercayaan para pemangku kepentingan. Dari sudut pandang *Bankruptcy Theory*, kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek merupakan salah satu indikator penting dalam mengurangi kemungkinan perusahaan mengalami kegagalan keuangan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Cyntara & Apriwandi (2025), Maulana & Rahayu (2022), Stepani & Nugroho (2023), Astuti & Dewi (2024), Rudiana & Arsjah (2025), Kusumaningrum & Kurnia (2022), Azizah & Yunita (2022) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap *financial distress*. Berbeda dengan hasil penelitian ini, Lastmi & Rahyuda (2025) dan Putri & Wiagustini (2025) menemukan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Perbedaan hasil tersebut diduga disebabkan oleh variasi kondisi keuangan perusahaan, karakteristik objek penelitian, serta periode observasi yang berbeda. Pada perusahaan subsektor farmasi, likuiditas yang memadai memungkinkan perusahaan mempertahankan ketersediaan modal kerja untuk membiayai pengadaan bahan baku, proses produksi, dan distribusi produk sehingga risiko *financial distress* dapat ditekan.

Berbeda dengan profitabilitas dan likuiditas, *leverage* yang diproksikan dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* ($\beta = 11,254$; $p = 0,0000$) serta merupakan variabel yang memiliki koefisien terbesar dalam model penelitian sehingga H_3 diterima. Koefisien regresi

yang bernilai positif mengindikasikan bahwa peningkatan proporsi utang akan meningkatkan risiko perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Semakin besar kewajiban yang harus dipenuhi perusahaan, semakin besar pula beban bunga dan risiko gagal memenuhi kewajiban apabila tidak diimbangi dengan kemampuan menghasilkan laba maupun arus kas yang memadai.

Temuan ini mendukung *Trade-Off Theory* yang menjelaskan bahwa penggunaan utang memang dapat memberikan manfaat berupa penghematan pajak (*tax shield*), namun penggunaan utang yang melebihi struktur modal optimal justru meningkatkan biaya kebangkrutan (*financial distress cost*) dan risiko kesulitan keuangan (Kraus & Litzenberger, 1973; Myers, 1984). Perspektif *Bankruptcy Theory* juga menjelaskan bahwa semakin besar beban kewajiban perusahaan, semakin tinggi kemungkinan perusahaan mengalami kegagalan keuangan apabila kemampuan membayar kewajiban tersebut menurun. Temuan penelitian ini sejalan dengan penelitian Cyntara & Apriwandi (2025), Maulana & Rahayu (2022), Ningrum & Riharjo (2025), Jannah *et al.* (2021), Astuti & Dewi (2024), Azizah & Yunita (2022), Rudiana & Arsjah (2025) yang menyimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap *financial distress*. Namun demikian, hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Azis *et al.* (2024) dan Stepani & Nugroho (2023) yang menyimpulkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap *financial distress*. Perbedaan temuan tersebut diduga dipengaruhi oleh perbedaan struktur pendanaan perusahaan, sektor industri yang diteliti, maupun metode analisis yang digunakan. Pada perusahaan subsektor farmasi, penggunaan utang yang tidak dikelola secara optimal dapat meningkatkan tekanan keuangan karena perusahaan tetap harus memenuhi kewajiban pembayaran meskipun menghadapi fluktuasi biaya produksi maupun perubahan kondisi pasar.

Berbeda dengan variabel lainnya, nilai tukar IDR/USD tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* ($\beta = -0,000123$; $p = 0,0954$), sehingga H_4 ditolak. Meskipun koefisien regresi menunjukkan arah negatif, perubahan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat selama periode penelitian belum mampu memberikan pengaruh yang berarti terhadap kondisi *financial distress* pada perusahaan subsektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Hal ini menunjukkan bahwa fluktuasi nilai tukar bukan merupakan faktor utama yang menentukan tingkat kesulitan keuangan perusahaan selama periode pengamatan.

Ditinjau dari *Bankruptcy Theory*, *financial distress* lebih banyak dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangannya daripada oleh perubahan faktor ekonomi makro secara langsung. Oleh karena itu, selama perusahaan masih mampu mengelola struktur pendanaan, menjaga profitabilitas, serta mempertahankan likuiditas yang memadai, perubahan nilai tukar belum tentu meningkatkan risiko terjadinya *financial distress*. Pada perusahaan subsektor farmasi, dampak fluktuasi nilai tukar juga diduga dapat diminimalkan melalui strategi pengelolaan risiko, penyesuaian harga, maupun efisiensi operasional sehingga pengaruhnya terhadap kondisi keuangan perusahaan menjadi tidak signifikan. Temuan penelitian ini sejalan dengan penelitian Purba *et al.* (2024), Ulynnuha *et al.* (2024), serta Judijanto *et al.* (2025) yang menyimpulkan bahwa nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Di sisi

lain, temuan ini bertentangan dengan penelitian Romadhina *et al.* (2022), Umariah *et al.* (2026) dan (Hendrawan *et al.*, 2022) yang menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Perbedaan tersebut diduga dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan yang diteliti, tingkat ketergantungan terhadap bahan baku impor, serta kondisi perekonomian selama periode penelitian.

SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menilai serta menganalisis pengaruh profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan nilai tukar terhadap *financial distress* pada perusahaan subsektor farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2020–2024. Temuan penelitian memperlihatkan bahwa profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif serta signifikan terhadap *financial distress*; dengan demikian, peningkatan kapasitas perusahaan dalam menghasilkan laba dan memenuhi kewajiban jangka pendek dapat menekan risiko terjadinya kesulitan keuangan. Sebaliknya, *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress*, yang mengindikasikan bahwa bertambahnya penggunaan utang dapat meningkatkan kemungkinan perusahaan menghadapi kesulitan keuangan. Adapun nilai tukar berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *financial distress*, sehingga perubahan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat belum menjadi faktor utama yang memengaruhi kondisi *financial distress* pada perusahaan subsektor farmasi selama masa penelitian.

Bagi manajemen perusahaan pada subsektor farmasi, temuan penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan dalam upaya menjaga stabilitas keuangan melalui peningkatan profitabilitas, pengelolaan likuiditas secara optimal, serta pengendalian penggunaan utang sehingga risiko *financial distress* dapat ditekan. Bagi investor dan calon investor, hasil penelitian ini dapat dimanfaatkan sebagai dasar pertimbangan untuk menilai kondisi keuangan perusahaan sebelum mengambil keputusan investasi, dengan mempertimbangkan indikator profitabilitas, likuiditas, dan *leverage*. Bagi regulator, seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI), hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan dalam memperkuat pengawasan terhadap stabilitas keuangan perusahaan publik, khususnya pada sektor farmasi, sekaligus mendorong peningkatan transparansi pelaporan keuangan agar potensi *financial distress* dapat teridentifikasi lebih awal. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menambahkan variabel lain yang diduga memengaruhi *financial distress*, seperti pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, arus kas operasi, tata kelola perusahaan, maupun kondisi makroekonomi lainnya, serta memperluas objek penelitian ke sektor industri lain atau menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang agar diperoleh hasil yang lebih komprehensif..

REFERENSI

Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
<http://www.jstor.org/about/terms.html>.

- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2006). *Corporate Financial distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt* (3rd ed.). John Wiley & Sons
- Astuti, F., & Dewi, S. (2024). Pengaruh Return on Asset, Current Ratio, Debt to Asset Ratio, dan Ukuran Perusahaan Terhadap *Financial distress* Pada Perusahaan Sub Sektor Pertanian Yang Terdaftar di BEI Tahun 2018-2022. *Ekonomika Sharia: Jurnal Pemikiran dan Pengembangan Ekonomi Syariah*, 10(1), 103–125.
- Azis, A. W., Kurniawan, A. W., Amin, A. M., & Aslam, A. P. (2024). Pengaruh Solvabilitas, Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap *Financial distress* Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Batubara Yang Terdaftar di BEI Periode 2018-2022. *Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi (EKOMA)*, 3(2), 640–653. <https://doi.org/https://doi.org/10.56799/ekoma.v3i2.2855>
- Azizah, R. N., & Yunita, I. (2022). Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Aktivitas dan Profitabilitas Terhadap Kondisi *Financial distress* Menggunakan Model Altman Z-Score. *JIMEA | Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, dan Akuntansi)*, 6(1), 756–773. <https://doi.org/https://doi.org/10.31955/mea.v6i1.1904>
- Cyntara, & Apriwandi. (2025). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Sales Growth, dan Capital Intensity Terhadap *Financial distress*: Peran Moderasi Profitabilitas Pada Perbankan Indonesia. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, 9(3), 1873–1881. <https://doi.org/doi.org/10.33395/owner.v9i3.2767>
- Hendrawan, Y., Moorcy, N. H., Santoso, A. W., & Sukimin. (2022). Pengaruh Indikator Makroekonomi dan Kinerja Keuangan Terhadap *Financial distress* Pada Perusahaan Sektor Pertambangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal GeoEkonomi*, 13(2), 195–210. <https://doi.org/10.36277/geoekonomi.v13i2.207>
- Hermawan, E., Hadiyati, N. A., Adiarso, A., Setiyadi, E. D., Zunuraen, S., Hidayat, D., Wahyudi, A., & Ru'yi, H. A. (2023). Challenge and Policy Supports in Indonesian Pharmaceutical Raw Materials Industry. *Indonesian Journal of Health Administration*, 11(2), 196–211. <https://doi.org/10.20473/jaki.v11i2.2023.196-211>
- Jannah, A. M., Dhiba, Z. F., & Safrida, E. (2021). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Likuiditas, Terhadap *Financial distress* Pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Jurnal Akuntansi, Keuangan dan Perpajakan (JAKP)*, 4(1), 14–23. <https://doi.org/doi.org/10.51510/jakp.v4i1.225>
- Judijanto, L., Antari, N. L. S., Yakup, A. P., Raraga, F., & Sesario, R. (2025). Pengaruh Nilai Tukar dan Inflasi terhadap *Financial distress*. *Jurnal EMT KITA*, 9(1), 186–191. <https://doi.org/10.35870/emt.v9i1.3506>
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan* (13th ed.). PT RajaGrafindo Persada.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <http://www.jstor.org/stable/2978343>
- Kusumaningrum, R. A., & Kurnia. (2022). Pengaruh Leverage, Likuiditas, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap *Financial distress*. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 11(7), 1–17.

- Lastmi, P. D., & Rahyuda, H. (2025). Pengaruh Tingkat Kesehatan Bank Berbasis Risk Profile Terhadap Financial Distress Bank Umum KBMI 2 dan 3. E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana, 14(9), 667–681. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2025.v14.i9.p01>
- Madura, J. (2018). *International Financial Management* (13th ed.). Cengage Learning.
- Maulana, B. D., & Rahayu, Y. (2022). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, dan Leverage Terhadap Profitabilitas. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 11(11), 1–14.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Association*, 48(3), 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Association*, 53(3), 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167?origin=JSTOR-pdf>
- Ningrum, S. T., & Riharjo, I. B. (2025). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Solvabilitas Terhadap Financial distress. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 14(3), 2–19.
- Noviyana, S., Koranti, K., Sriyanto, S., & Wijaya, A. N. (2024). Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Financial distress Pada Perusahaan Sub Sektor Transportasi. *Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah (JESYA)*, 7(1), 853–862. <https://doi.org/10.36778/jesya.v7i1.1493>
- Oktaviani, N. D. D., & Lisiantara, G. A. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Aktivitas, Leverage, dan Sales Growth Terhadap Financial distress. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, 6(2), 1649–1559. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i3.944>
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting Corporate Financial distress: Reflections on Choice-Based Sample Bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2).
- Pujana, W., Ramdhan, D., & Indrajaya, D. (2022). Analysis of the Effect of Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Return on Assets, and Company Size on Derivative Hedging Decision Making in Pharmaceutical Companies. *Enrichment: Journal of Management*, 12(4), 2805–2813. www.enrichment.iocspublisher.org
- Purba, D. P., Gozali, F., Angeline, J., & Rioni, Y. S. (2024). Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas, pertumbuhan Penjualan, Biaya Agensi, dan Nilai Tukar Terhadap Financial distress Pada Perusahaan Consumer Goods Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Economic, Business and Accounting (COSTING)*, 7(3), 4816–4826. <https://doi.org/doi.org/10.31539/costing.v7i3.9306>
- Putri, N. L. P. S. D., & Wiagustini, N. L. P. (2025). Pengaruh Risiko Kredit, Likuiditas, dan Permodalan Terhadap Financial Distress. E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana, 14(7), 545–562. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2025.v14.i7.p05>

- Restu, R. (2024). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Financial distress*. *Jurnal Ilmu Ekonomi Manajemen Dan Akuntansi MH Thamrin*, 5(2), 590–598. <https://doi.org/10.37012/ileka.v5i2.2423>
- Romadhina, A. P., Fitriani, M. N., & Andhitiyara, R. (2022). The Effect of Cash Flow and Currency Exchange Rate on *Financial distress*. *Jurnal Akuntansi & Perpajakan Jayakarta (JAP)*, 3(2), 146–167. <https://doi.org/doi.org/10.53825/japjayakarta.v3i02.111>
- Rudiana, D., & Arsjah, R. J. (2025). Analisis *Financial distress* Pada Perusahaan Sub Sektor Industri Department Stores dan Advertising. *Jurnal Lentera Bisnis*, 14(2), 2189–2202. <https://doi.org/10.34127/jrlab.v14i2.1594>
- Salsabila, H., Aldina, S. A. F., Widyanto, R., Disti, P. A., & Arsyadona. (2024). Analisis Risiko Keuangan Pada Perusahaan di Era Ketidakpastian Ekonomi Global: Fokus Pada Risiko Likuiditas dan Risiko Kredit. *Jurnal Akademik Ekonomi Dan Manajemen*, 1(4), 570–582. <https://doi.org/https://doi.org/10.61722/jaem.v1i4.3616>
- Septa Aulia, P. (2023). Pengaruh Good Corporate Governance dan Profitabilitas Terhadap *Financial distress*. *Journal of Cultural Accounting and Auditing*, 2(1), 136–146. <http://journal.umg.ac.id/index.php/jcaa>
- Septiani, T. A., Siswantini, T., & Murtatik, S. (2021). Pengaruh Likuiditas, Leverage, dan Profitabilitas, Terhadap *Financial distress* Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Apresiasi Ekonomi*, 9(1), 100–111. <https://doi.org/doi.org/10.31846/jae.v9i1.335>
- Siregar, F. A., Simbolon, D., & Afrida, F. (2024). Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Financial distress* Dengan Firm Size Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Farmasi di BEI Tahun 2021-2023. *Ekonomi, Manajemen, Akuntansi, dan Bisnis (EKOMANIA)*, 11(1), 6–14. <https://doi.org/doi.org/10.29062/ekomania.v11i1.83>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://www.jstor.org/stable/1882010>
- Stepani, P. N., & Nugroho, L. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, dan Ukuran Perusahaan Terhadap *Financial distress* Pada Perusahaan Consumer Non-Cyclicals yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2021. *Journal of Trends Economics and Accounting Research*, 3(3), 194–205. <https://doi.org/10.47065/jtear.v3i3.551>
- Umariah, R., Mubyarto, N., & Prasaja, A. S. (2026). Pengaruh Nilai Tukar dan Inflasi Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII). *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 15(6), 673–690. <https://doi.org/doi.org/10.24843/EJMUNUD.2026.v15.i6.p04>
- Ulynnuha, O. I., Aji, N. P., & A'zizah, L. O. F. (2024). Peran Rasio Keuangan dan Makro Ekonomi pada *Financial distress*. *ProBank : Jurnal Ekonomi Dan Perbankan*, 9(1), 163–174. <http://e-journal.stie-aub.ac.id/index.php/probank>
- Wafi, A., Mardani, R. M., & Wahono, B. (2021). Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Harga Minyak Dunia Dan Suku Bunga Terhadap *Financial distress* (Studi

- Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2019-2020). *E-JRM: Elektronik Jurnal Riset Manajemen*, 10(4), 1. www.fe.unisma.ac.id
- Yuniarto, A. Y., Rubiyatno, Adinata, P. V., & Putra, N. K. (2022). *Manajemen keuangan keputusan pembelanjaan dan kebijakan dividen* (T. H. E. Prabowo, Ed.; 1st ed.). Sanata dhrama university press.
- Zaki, M. F. (2025, November 14). *Menperin Sebut 85 Persen Bahan Baku Farmasi Masih Impor*. Tempo.Co. <https://www.tempo.co/ekonomi/menperin-sebut-85-persen-bahan-baku-farmasi-masih-impor-2089598>