



JURNAL MANAJEMEN, EKONOMI, BISNIS DAN KEUANGAN (JMEBK) SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI IGI

Analisis Determinasi Financial Distress pada Sektor Property dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia: Aplikasi Model Zmijewski (2018–2020)

Kiqi Az-zarazaqy¹, Suwarto²

kiqi.az-zarazaqy@stie-igi.ac.id¹, Suwarto@gmail.com²

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi IGI^{1,2}



: -



: [Creative Commons Attribution-ShareAlike 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/).

Sejarah Revisi Artikel :

1. Penerimaan Artikel : 18 Oktober 2023

Korespondensi Penulis : Kiqi Az-zarazaqy

ABSTRAK

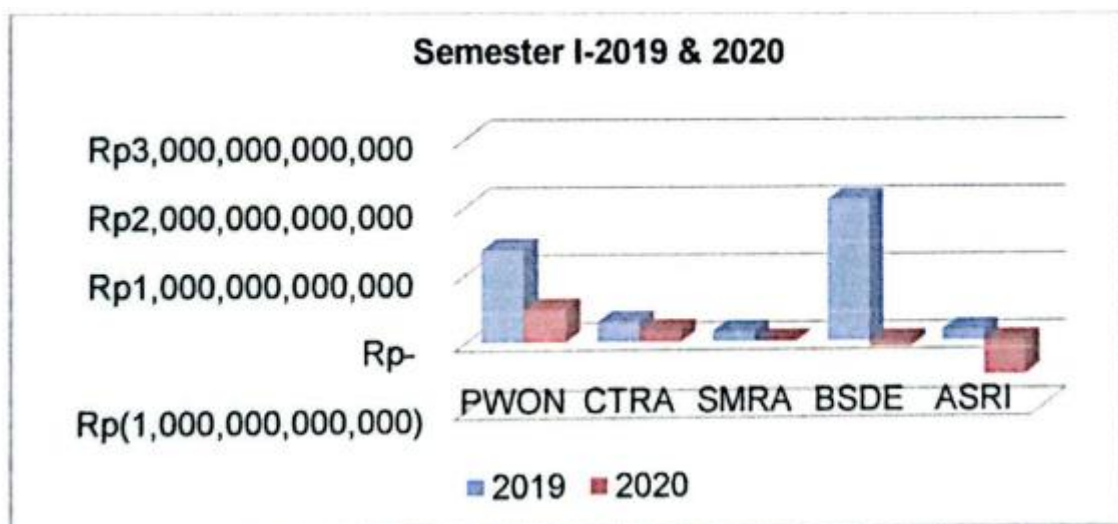
Stabilitas sektor *property* dan *real estate* di Indonesia menghadapi tantangan besar akibat fluktuasi makroekonomi dan dampak pandemi Covid-19 yang menekan daya beli masyarakat. Penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi potensi kebangkrutan perusahaan sektor tersebut yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018–2020 menggunakan model Zmijewski. Metode penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik *purposive sampling*, menghasilkan sampel sebanyak 64 perusahaan. Data sekunder dianalisis melalui rasio profitabilitas (ROA), *leverage* (Debt Ratio), dan likuiditas (Current Ratio) yang diintegrasikan ke dalam persamaan X-Score Zmijewski. Hasil penelitian menunjukkan fluktuasi tingkat krisis keuangan, di mana pada tahun 2018 terdapat 5 perusahaan (7,81%) mengalami *financial distress*, menurun menjadi 3 perusahaan (4,69%) pada 2019, dan meningkat signifikan menjadi 6 perusahaan (9,38%) pada 2020 saat pandemi mulai melanda. Secara konsisten, emiten seperti PT Binakarya Jaya Abadi Tbk dan PT Lancartama Sejati Tbk teridentifikasi dalam kondisi kritis. Implikasi penelitian ini menegaskan pentingnya analisis rasio keuangan sebagai sistem peringatan dini bagi manajer untuk melakukan tindakan pencegahan dan bagi investor sebagai instrumen mitigasi risiko investasi jangka panjang.

Kata Kunci : *Financial Distress*, Metode Zmijewski, Properti dan *Real Estate*, Rasio Keuangan.

Pendahuluan

Munculnya pandemi Covid-19 pada akhir tahun 2019 telah menciptakan guncangan hebat pada stabilitas ekonomi global maupun nasional. Peristiwa ini berdampak signifikan pada berbagai sektor industri di Indonesia, terutama sektor *property* dan *real estate* yang mengalami tekanan cukup besar. Sektor ini merupakan kebutuhan sekunder yang sensitif terhadap kondisi ekonomi; di tengah pandemi, masyarakat cenderung lebih memprioritaskan konsumsi pangan daripada investasi properti. Padahal, industri ini memiliki peran strategis sebagai indikator perkembangan ekonomi nasional karena strukturnya yang padat modal dan sering dijadikan agunan aset multiguna bagi investor.

Dampak penurunan daya beli masyarakat tercermin pada kinerja keuangan perusahaan yang merosot tajam. Berdasarkan data dari Bursa Efek Indonesia, banyak emiten properti mengalami penurunan laba bersih secara drastis pada awal tahun 2020 dibandingkan tahun sebelumnya. Fenomena ini terlihat pada penurunan laba PT Alam Sutera Realty Tbk sebesar 422,8% dan PT Ciputra Development Tbk sebesar 42,8%. Berikut adalah visualisasi penurunan laba pada beberapa emiten utama:



Sumber: katadata.co.id

Gambar 1. Grafik Laba (Rugi) 5 Emiten Properti Semester I-2019 & 2020

Realitas di lapangan menunjukkan bahwa ketidakstabilan pengelolaan keuangan yang berlanjut tanpa perubahan signifikan akan mengarahkan perusahaan pada risiko kebangkrutan. Hal ini dibuktikan dengan beberapa perusahaan seperti PT Armidian Karyatama Tbk (ARMY), PT Sentul City Tbk (BKSL), dan PT Cowell Development Tbk (COWL) yang dinyatakan pailit pada tahun 2020. Fenomena ini menciptakan *research gap* mengenai efektivitas model prediksi keuangan dalam mendeteksi krisis sebelum kebangkrutan benar-benar terjadi, mengingat sektor ini paling rentan terhadap inflasi, nilai tukar, dan tingkat suku bunga.

Urgensi penelitian ini terletak pada perlunya sistem peringatan dini (*early warning system*) melalui analisis *financial distress*. *Financial distress* merupakan tahap penurunan kondisi keuangan yang terjadi sebelum likuidasi atau kebangkrutan nyata. Di tengah banyaknya alat deteksi kebangkrutan seperti model Altman atau Springate, metode Zmijewski (1984)

dipilih karena tingkat keakurasiannya yang tinggi mencapai 94,9% dalam menentukan prediksi kesulitan keuangan. Metode ini menitikberatkan pada tiga rasio krusial: *Return On Assets* (X1), *Debt Ratio* (X2), dan *Current Ratio* (X3) untuk mendiagnosis kesehatan finansial secara menyeluruh.

Secara teoretis, penelitian ini bertujuan untuk memperkuat literatur mengenai aplikasi model probit Zmijewski pada pasar modal Indonesia yang memiliki karakteristik dinamis. Secara praktis, kontribusi penelitian ini ditujukan bagi investor untuk membantu pengambilan keputusan investasi yang tepat serta bagi manajer perusahaan agar mampu memprediksi dan mengantisipasi segala kemungkinan buruk melalui perbaikan kinerja rasio keuangan. Dengan menganalisis 64 perusahaan selama periode 2018–2020, diharapkan tercipta pemahaman mendalam mengenai pola ketahanan finansial sektor properti dalam menghadapi krisis kesehatan global.

Tinjauan Pustaka

1. Teori Besar: Analisis Laporan Keuangan

Analisis laporan keuangan merupakan instrumen krusial bagi manajemen dan pemangku kepentingan untuk mengevaluasi kinerja perusahaan melalui perbandingan data transaksi yang diikhtisarkan dalam periode tertentu. Menurut Fahmi (2017), laporan keuangan menyediakan informasi yang menggambarkan kondisi kesehatan finansial yang dapat dijadikan sebagai indikator kinerja masa depan. Analisis ini berfungsi sebagai alat diagnostik untuk mendeteksi kelemahan finansial, tanda peringatan dini bagi keberlanjutan usaha, serta dasar dalam pengambilan keputusan ekonomi yang strategis.

Kasmir (2017) menegaskan bahwa laporan keuangan, baik neraca maupun laba rugi, memberikan gambaran posisi jumlah aktiva, kewajiban, serta hasil usaha perusahaan dalam jangka waktu tertentu. Dalam konteks penelitian ini, analisis laporan keuangan digunakan sebagai fondasi utama untuk memprediksi potensi *financial distress* melalui pengukuran rasio-rasio teknis yang mencakup aspek profitabilitas, *leverage*, dan likuiditas.

2. Financial Distress (Variabel Dependen / Y)

Financial distress didefinisikan sebagai kondisi penurunan kesehatan keuangan yang dialami perusahaan sebelum terjadinya kebangkrutan atau likuidasi. Sudrajat dan Wijayanti (2019) menyatakan bahwa fenomena ini merupakan hasil dari rangkaian kesalahan penilaian manajemen dan kelemahan operasional yang menempatkan entitas pada risiko gagal bayar. Potensi krisis ini umumnya dapat diidentifikasi melalui sinyal-sinyal dalam analisis rasio keuangan jauh sebelum perusahaan benar-benar dinyatakan pailit oleh undang-undang.

Tahapan *financial distress* mencakup kegagalan ekonomi (*economic failure*), di mana arus kas tidak mampu menutup biaya operasional, hingga kegagalan teknis (*technical insolvency*) ketika perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban pada saat jatuh

tempo. Identifikasi dini melalui *financial distress* sangat krusial bagi investor dan kreditur guna memitigasi risiko investasi, serta bagi manajer untuk mengambil tindakan perbaikan internal sebelum krisis berubah menjadi likuidasi bisnis yang permanen.

3. Return On Assets (Variabel Independen / X1)

Return On Assets (ROA) merupakan rasio profitabilitas yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari total aset yang diinvestasikan. Rasio ini mencerminkan efisiensi manajemen dalam mengelola seluruh sumber daya aktiva yang dimilikinya untuk menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham. Semakin tinggi nilai ROA, semakin menarik perusahaan tersebut di mata investor karena menunjukkan efektivitas operasional yang tinggi.

$$X1 = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Sebaliknya, nilai ROA yang rendah atau negatif mengindikasikan bahwa perusahaan kurang efektif dan efisien dalam mengelola asetnya, yang sering kali disebabkan oleh penurunan volume penjualan atau inefisiensi biaya. Dalam model Zmijewski, profitabilitas yang buruk menjadi prediktor kuat terhadap probabilitas perusahaan masuk ke dalam kategori *financial distress* karena keterbatasan dana internal untuk mendanai operasional dan kewajiban.

4. Debt Ratio (Variabel Independen / X2)

Debt Ratio atau rasio utang adalah bagian dari rasio solvabilitas (*leverage*) yang mengukur sejauh mana aset perusahaan didanai oleh pihak ketiga atau utang. Kasmir (2018) menjelaskan bahwa rasio ini membandingkan total kewajiban dengan total aktiva guna menilai risiko insolvensi perusahaan. Semakin kecil nilai rasio ini, semakin rendah ketergantungan perusahaan pada pendanaan luar, yang berarti risiko keuangan jangka panjang juga semakin terkendali.

$$\text{debt to assets ratio} = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Aset}}$$

Penggunaan utang yang berlebihan dalam membiayai aset meningkatkan beban pembayaran tetap (bunga dan pokok) yang dapat menekan stabilitas arus kas perusahaan. Jika nilai *debt ratio* melampaui ambang batas rasional (misalnya > 50%), perusahaan dianggap memiliki risiko tinggi karena sebagian besar asetnya diklaim oleh kreditor, sehingga meningkatkan probabilitas terjadinya *financial distress*.

5. Current Ratio (Variabel Independen / X3)

Current Ratio merupakan indikator likuiditas yang mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang akan jatuh tempo dengan menggunakan aset lancar. Rasio ini memberikan jaminan keamanan bagi kreditor jangka pendek mengenai ketersediaan kas atau aset likuid lainnya untuk pelunasan utang. Nilai rasio yang tinggi mencerminkan tingkat keamanan finansial yang baik, namun jika terlalu tinggi, hal tersebut dapat mengindikasikan adanya dana menganggur yang tidak dikelola secara produktif.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Hutang lancar}}$$

Dalam analisis kesulitan keuangan, likuiditas yang rendah sering kali menjadi tanda awal krisis karena perusahaan mengalami hambatan dalam mendanai kebutuhan mendesak. Namun, interpretasi terhadap *current ratio* harus dilakukan secara hati-hati; meskipun nilai rasio terlihat tinggi, jika aset lancar didominasi oleh persediaan yang lambat berputar, perusahaan tetap berisiko mengalami kendala arus kas yang memicu kondisi krisis.

6. Kerangka Berpikir dan Hipotesis

Kerangka Pemikiran: Berdasarkan tinjauan pustaka, kerangka pemikiran penelitian ini dimulai dari analisis laporan keuangan perusahaan sektor *property* dan *real estate* di BEI periode 2018-2020. Data tersebut kemudian diproses menggunakan model Zmijewski yang mengintegrasikan rasio *Return On Assets* (X1), *Debt Ratio* (X2), dan *Current Ratio* (X3). Hasil akhir dari integrasi rasio ini akan menghasilkan nilai *X-Score* yang mengklasifikasikan perusahaan ke dalam kategori *Distress* atau *Non-Distress*.



Gambar 2. Kerangka Pemikiran

Ulasan penelitian terdahulu memperkuat korelasi ini. Desi et al. (2019) membuktikan bahwa model Zmijewski efektif mengklasifikasikan perusahaan ke dalam kategori sehat jika hasil *X-Score* bernilai negatif. Sebaliknya, temuan Ria Effendi (2018) pada sektor transportasi menunjukkan bahwa ketidakstabilan rasion-rasio ini dapat memicu potensi kebangkrutan secara akurat melalui metode statistik Z-Score maupun Zmijewski.

Hubungan fungsional antar variabel dalam model ini sangat logis; profitabilitas yang rendah (ROA), utang yang tinggi (DR), dan likuiditas yang bermasalah (CR) secara kolektif akan meningkatkan skor kerentanan keuangan perusahaan. Berdasarkan analisis tersebut, diajukan hipotesis sebagai berikut:

- H1:** *Return On Assets* (ROA) berpengaruh negatif terhadap tingkat *financial distress* (semakin tinggi ROA, semakin rendah risiko krisis).
- H2:** *Debt Ratio* (DR) berpengaruh positif terhadap tingkat *financial distress* (semakin tinggi utang, semakin tinggi risiko krisis).
- H3:** *Current Ratio* (CR) berpengaruh negatif terhadap tingkat *financial distress* (semakin tinggi likuiditas, semakin rendah risiko krisis).

Metodologi Penelitian

Penelitian ini menggunakan desain penelitian kuantitatif yang bersifat deskriptif untuk menguji hubungan antara variabel rasio keuangan dengan kondisi *financial distress*. Penelitian difokuskan pada emiten sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan selama tiga tahun, yaitu 2018 hingga 2020. Lokasi penelitian dilakukan secara daring melalui pengumpulan data sekunder dari situs resmi BEI (www.idx.co.id), dengan waktu penelitian dimulai dari Januari 2022.

Populasi penelitian mencakup seluruh perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI sebanyak 77 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu untuk mendapatkan hasil yang representatif. Kriteria pemilihan mencakup: (1) perusahaan terdaftar di BEI selama periode 2018-2020; (2) perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit per 31 Desember; dan (3) perusahaan memiliki data keuangan lengkap yang dibutuhkan dalam model Zmijewski. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel sebanyak 64 perusahaan dengan total 192 observasi data (64 perusahaan x 3 tahun).

Skala pengukuran dalam penelitian ini menggunakan skala rasio yang berasal dari data kuantitatif berupa angka-angka dalam laporan keuangan. Teknik pengumpulan data dilakukan melalui riset online untuk mendapatkan data empiris laporan keuangan tahunan dan penelitian kepustakaan (*library research*) guna mendalami landasan teori melalui jurnal, artikel, dan buku teks yang relevan. Variabel yang diukur adalah komponen model Zmijewski yang terdiri dari: *Return on Asset* (X1), *Debt Ratio* (X2), dan *Current Ratio* (X3).

Teknik analisis data menggunakan model Zmijewski (*X-Score*) yang dikenal memiliki tingkat keakurasian hingga 94,9% dalam memprediksi kebangkrutan. Persamaan matematis yang digunakan adalah: $X = -4,3 - 4,5(X_1) + 5,7(X_2) - 0,004(X_3)$. Tahap analisis meliputi penghitungan masing-masing rasio keuangan untuk setiap emiten, memasukkan nilai rasio ke dalam persamaan *X-Score*, dan mengklasifikasikan kondisi perusahaan berdasarkan nilai *cut-off*. Jika nilai $X > 0$, maka perusahaan diklasifikasikan berada dalam kondisi *financial distress*, sedangkan jika nilai $X < 0$, perusahaan diklasifikasikan sebagai perusahaan yang sehat atau *non-financial distress*.

Hasil Penelitian Dan Pembahasan

Hasil Penelitian

1. Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek penelitian ini berfokus pada emiten yang bergerak di sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018–2020. Sektor ini memiliki karakteristik struktur modal yang tinggi karena asetnya sering dijadikan agunan multiguna, namun sangat rentan terhadap guncangan ekonomi makro seperti inflasi, fluktuasi nilai tukar, dan tingkat suku bunga. Melalui teknik *purposive sampling*, terpilih 64 perusahaan sebagai sampel penelitian yang memenuhi kriteria kelengkapan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit. Perusahaan-perusahaan ini mewakili dinamika industri properti nasional, mulai dari pengembang skala besar hingga perusahaan jasa real estat spesifik.

2. Hasil Analisis Data

a. Statistik Deskriptif dan Fenomena Kinerja Keuangan

Dalam konteks penelitian yang menggunakan model Zmijewski, pengujian validitas dan reliabilitas tidak dilakukan melalui instrumen kuesioner, melainkan melalui tingkat akurasi model dalam memprediksi kondisi *financial distress*. Berdasarkan hasil penelitian, model Zmijewski menunjukkan tingkat akurasi sebesar 94,9%, yang mengindikasikan bahwa model ini memiliki kemampuan prediksi yang sangat tinggi dalam mengklasifikasikan perusahaan ke dalam kategori sehat dan *distress*.

Selain itu, model Zmijewski yang berbasis pendekatan probit telah memenuhi asumsi distribusi probabilitas normal kumulatif sebagaimana yang telah diuji oleh pengembang model. Hal ini memastikan bahwa residu yang dihasilkan bersifat konsisten dan mampu memberikan estimasi yang tidak bias dalam membedakan kondisi keuangan perusahaan. Dengan demikian, model ini dapat dianggap valid secara teoritis dan empiris dalam digunakan sebagai alat prediksi *financial distress* pada sektor properti.

Berdasarkan analisis data laporan keuangan perusahaan sektor properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018–2020, ditemukan adanya fluktuasi

kinerja keuangan yang cukup signifikan, terutama pada saat memasuki periode pandemi COVID-19 di tahun 2020. Secara umum, pada periode 2018 hingga 2019, kinerja perusahaan masih menunjukkan tren pertumbuhan yang relatif stabil, yang ditandai dengan peningkatan total aset serta aktivitas operasional yang masih berjalan normal. Namun demikian, kondisi tersebut mengalami tekanan yang cukup serius pada tahun 2020 akibat penurunan daya beli masyarakat dan terhambatnya aktivitas penjualan properti.

Salah satu fenomena paling mencolok adalah penurunan laba bersih yang sangat drastis pada beberapa perusahaan, seperti PT Alam Sutera Realty Tbk (ASRI) yang mengalami penurunan hingga 422,8%. Kondisi ini mencerminkan adanya tekanan likuiditas dan profitabilitas yang cukup berat pada sektor properti. Secara teoritis, penurunan laba bersih tersebut akan berdampak langsung pada rasio profitabilitas, khususnya Return on Assets (ROA), yang merupakan salah satu indikator utama dalam model prediksi kebangkrutan Zmijewski. Semakin rendah nilai ROA, maka semakin tinggi potensi perusahaan mengalami financial distress. Oleh karena itu, fenomena ini mengindikasikan adanya risiko sistemik dalam industri properti yang dipicu oleh faktor eksternal, yaitu krisis global akibat pandemi.

b. Rekapitulasi Prediksi Financial Distress (Metode Zmijewski)

Tabel 1. Rekapitulasi Hasil Analisis Financial Distress (2018–2020)

Tahun	Jumlah Perusahaan	Financial Distress	Non-Financial Distress	Persentase Distress (%)
2018	64	5	59	7,81
2019	64	3	61	4,69
2020	64	6	58	9,38

Sumber: Data diolah dari Bursa Efek Indonesia

Tabel 2. Perbandingan Persentase Kondisi Keuangan Perusahaan

Tahun	Financial Distress (%)	Non-Financial Distress (%)	Total (%)
2018	7,81	92,19	100
2019	4,69	95,31	100
2020	9,38	90,62	100

Sumber: Data diolah dari Bursa Efek Indonesia

Hasil analisis menggunakan model Zmijewski menunjukkan adanya dinamika kondisi keuangan perusahaan yang cukup fluktuatif selama periode penelitian. Pada tahun 2019, jumlah perusahaan yang mengalami financial distress mengalami penurunan dibandingkan tahun 2018, yang menunjukkan adanya perbaikan kinerja keuangan sektor properti pada periode tersebut. Namun, kondisi tersebut tidak bertahan lama,

karena pada tahun 2020 terjadi peningkatan signifikan jumlah perusahaan yang mengalami distress menjadi 6 perusahaan atau sebesar 9,38%.

Peningkatan ini menunjukkan hampir dua kali lipat dibandingkan tahun sebelumnya, yang mengindikasikan bahwa pandemi COVID-19 memberikan tekanan yang sangat besar terhadap stabilitas keuangan perusahaan. Meskipun secara agregat lebih dari 90% perusahaan masih berada dalam kondisi sehat, peningkatan proporsi perusahaan yang mengalami distress tetap menjadi sinyal peringatan dini (early warning signal) bagi investor dan manajemen perusahaan. Secara ilmiah, kondisi ini mengindikasikan bahwa sektor properti memiliki tingkat sensitivitas yang tinggi terhadap perubahan kondisi makroekonomi, terutama yang berkaitan dengan daya beli masyarakat dan akses pembiayaan.

c. Interpretasi Hasil Analisis Model Zmijewski dan Uji Hipotesis

Model Zmijewski menggunakan tiga variabel utama, yaitu profitabilitas (ROA/X1), leverage (Debt Ratio/X2), dan likuiditas (Current Ratio/X3), dengan persamaan:

$$X = -4,3 - 4,5X_1 + 5,7X_2 - 0,004X_3$$

Tabel 3. Nilai Return on Assets (ROA/X1) Perusahaan Financial Distress

Kode	Nama Perusahaan	2018	2019	2020
BAPI	Bhakti Agung Propertindo Tbk.	0,001	(0,003)	(0,004)
BIKA	Binakarya Jaya Abadi Tbk.	(0,020)	(0,035)	(0,033)
EMDE	Megapolitan Developments Tbk.	0,008	(0,016)	(0,023)
MDLN	Modernland Realty Tbk.	0,002	(0,007)	(0,119)
POLL	Pollux Hotels Group Tbk.	0,043	0,023	0,007
POSA	Bliss Properti Indonesia Tbk.	(0,362)	(0,143)	(0,139)
PWON	Pakuwon Jati Tbk.	0,113	0,124	0,116
REAL	Repower Asia Indonesia Tbk.	0,010	0,004	0,003
TAMA	Lancartama Sejati Tbk.	0,035	0,012	(0,024)

Sumber: Data diolah dari Bursa Efek Indonesia

Tabel 4. Nilai Debt Ratio (X2) Perusahaan Financial Distress

Kode	Nama Perusahaan	2018	2019	2020
BAPI	Bhakti Agung Propertindo Tbk.	0,960	0,287	0,315
BIKA	Binakarya Jaya Abadi Tbk.	0,718	0,740	1,108
EMDE	Megapolitan Developments Tbk.	0,616	0,640	0,777
MDLN	Modernland Realty Tbk.	0,551	0,622	0,716
POLL	Pollux Hotels Group Tbk.	0,871	0,279	0,316
POSA	Bliss Properti Indonesia Tbk.	0,834	0,753	0,873
PWON	Pakuwon Jati Tbk.	0,388	0,307	0,919

REAL	Repower Asia Indonesia Tbk.	0,929	0,010	0,007
TAMA	Lancartama Sejati Tbk.	0,893	0,836	0,704

Sumber: Data diolah dari Bursa Efek Indonesia

Tabel 5. Nilai Current Ratio (X3) Perusahaan Financial Distress

Kode	Nama Perusahaan	2018	2019	2020
BAPI	Bhakti Agung Propertindo Tbk.	11,086	13,183	12,806
BIKA	Binakarya Jaya Abadi Tbk.	3,211	2,915	1,179
EMDE	Megapolitan Developments Tbk.	2,984	3,973	2,085
MDLN	Modernland Realty Tbk.	2,195	0,907	0,257
POLL	Pollux Hotels Group Tbk.	0,896	1,224	1,265
POSA	Bliss Properti Indonesia Tbk.	0,797	0,377	0,217
PWON	Pakuwon Jati Tbk.	2,312	2,859	1,981
REAL	Repower Asia Indonesia Tbk.	20,717	50,503	76,901
TAMA	Lancartama Sejati Tbk.	0,837	0,321	0,191

Sumber: Data diolah dari Bursa Efek Indonesia

Berdasarkan hasil pengolahan data, variabel profitabilitas (ROA) pada perusahaan yang mengalami financial distress cenderung memiliki nilai yang sangat rendah bahkan negatif. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak mampu menghasilkan laba dari aset yang dimilikinya, sehingga meningkatkan potensi terjadinya krisis keuangan. Secara parsial, kondisi ini memperkuat teori bahwa profitabilitas merupakan indikator utama dalam menilai kesehatan keuangan perusahaan.

Di sisi lain, variabel leverage (Debt Ratio) menunjukkan pengaruh yang paling dominan dalam model. Perusahaan yang mengalami distress umumnya memiliki tingkat utang yang sangat tinggi, bahkan melampaui batas aman sebesar 50%. Tingginya rasio utang ini meningkatkan beban bunga serta risiko gagal bayar, terutama dalam kondisi ekonomi yang tidak stabil seperti pandemi. Sementara itu, variabel likuiditas menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas rendah cenderung lebih rentan terhadap tekanan keuangan karena keterbatasan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek.

Tabel 6. Interpretasi Variabel Model Zmijewski

Variabel	Proksi	Arah Pengaruh	Interpretasi
X1	ROA (Profitabilitas)	Negatif	Semakin rendah ROA → risiko distress meningkat
X2	Debt Ratio (Leverage)	Positif	Semakin tinggi utang → risiko distress meningkat
X3	Current Ratio (Likuiditas)	Negatif	Likuiditas tinggi → risiko distress menurun

Sumber: Data diolah dari Bursa Efek Indonesia

Secara keseluruhan, hasil analisis ini menegaskan bahwa kombinasi antara rendahnya profitabilitas, tingginya leverage, dan lemahnya likuiditas menjadi faktor utama yang mendorong terjadinya financial distress pada perusahaan sektor properti.

Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan seperti PT Binakarya Jaya Abadi Tbk (BIKA) dan PT Lancartama Sejati Tbk (TAMA) secara konsisten masuk dalam kategori *financial distress* dengan nilai $X > 0$. Hal ini bukan sekadar masalah angka, melainkan refleksi dari kegagalan operasional dalam menghasilkan laba yang cukup untuk menutupi beban biaya bunga dari utang yang sangat besar. Kondisi *property* yang merupakan kebutuhan sekunder menyebabkan arus kas masuk tersendat saat pandemi, sementara beban utang (*leverage*) tetap berjalan, sehingga memicu kondisi krisis.

Hal ini terlihat dari koefisiennya yang paling besar dalam model (5,7). Pada sektor properti yang padat modal, utang menjadi penggerak utama. Jika nilai utang melampaui 100%, maka total utang sama dengan total aset, yang berarti perusahaan tersebut secara teknis sudah tidak memiliki ekuitas milik sendiri untuk menjamin kelangsungan usahanya. Sebaliknya, profitabilitas (ROA) meskipun penting, memiliki koefisien negatif (-4,5), artinya ia berfungsi sebagai penahan risiko krisis; namun jika laba hilang, maka benteng pertahanan terakhir perusahaan runtuh. Tingkat akurasi yang tinggi dari model ini (94,9%) membuktikan bahwa kombinasi ketiga rasio tersebut adalah instrumen paling andal dalam membedah kesehatan finansial emiten di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini memperkuat Grand Theory Analisis Laporan Keuangan (Kasmir, 2017; Fahmi, 2017) yang menyatakan bahwa rasio keuangan adalah indikator vital posisi keuangan perusahaan. Variabel independen dikatakan signifikan karena setiap perubahan pada ROA, Debt Ratio, dan Current Ratio secara matematis mengubah peluang perusahaan untuk bertahan atau pailit. Selain itu penelitian ini juga didukung oleh beberapa analisis sebagai berikut.

1. **Desi et al. (2019):** Penelitian ini sejalan dalam hal penggunaan metode, namun Desi et al. menemukan hasil yang lebih optimis pada perusahaan konstruksi di mana mayoritas sampel berada dalam kategori sehat karena kemampuan efisiensi biaya yang lebih baik.
2. **Ria Effendi (2018):** Berbeda dengan sektor properti, pada sektor transportasi ditemukan bahwa model Zmijewski memberikan hasil yang berbeda dengan model Springate, di mana Zmijewski cenderung lebih konservatif dalam mendeteksi krisis.
3. **Andi Sulistiono (2018):** Menunjukkan bahwa model Zmijewski memiliki keakuratan yang baik dalam evaluasi kinerja masa lalu, namun pada sektor hotel, variabel likuiditas (X_3) memiliki bobot yang lebih terasa dampaknya dibanding pada sektor properti dalam penelitian ini.

Kesimpulan Dan Saran

Berikut adalah bagian Kesimpulan dan Saran yang disusun secara komprehensif berdasarkan hasil penelitian pada sektor *property* dan *real estate* menggunakan metode Zmijewski :

Kesimpulan

1. Berdasarkan analisis yang dilakukan terhadap puluhan emiten selama periode pengamatan, mayoritas perusahaan dalam industri ini secara rata-rata berada pada kondisi keuangan yang sehat dan tidak memiliki masalah kesulitan keuangan yang berarti. Namun demikian, terdapat beberapa perusahaan spesifik yang secara konsisten teridentifikasi masuk dalam kategori krisis keuangan (*financial distress*). Kondisi krisis ini umumnya dipicu oleh rendahnya kemampuan perusahaan dalam mengelola aset untuk menghasilkan laba bersih serta tingginya ketergantungan pada pendanaan yang berasal dari utang, yang jika berlanjut tanpa perbaikan signifikan dapat mengarah pada kebangkrutan nyata.
2. Secara akademis, penelitian ini memperkuat posisi metode Zmijewski sebagai instrumen prediksi kebangkrutan yang memiliki tingkat akurasi sangat tinggi dalam mengukur kinerja, leverage, dan likuiditas perusahaan. Temuan ini memvalidasi teori bahwa kesulitan keuangan merupakan proses penurunan yang dapat dideteksi melalui sinyal-sinyal dalam laporan keuangan jauh sebelum tahap likuidasi atau kebangkrutan hukum terjadi. Analisis rasio keuangan terbukti berfungsi efektif sebagai sistem peringatan dini (*early warning system*) yang bersifat diagnostik terhadap keberlanjutan usaha.
3. Hasil penelitian ini memberikan panduan konkret bagi para manajer untuk memprediksi dan mengantisipasi segala kemungkinan buruk dengan melakukan perbaikan pada pos-pos keuangan yang kritis. Bagi pihak eksternal seperti investor dan kreditur, analisis ini memiliki nilai strategis sebagai alat navigasi dalam pengambilan keputusan investasi guna menghindari kesalahan penempatan modal pada perusahaan yang memiliki profil risiko utang tinggi dan profitabilitas rendah.

Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas, terdapat beberapa saran yang dapat dipertimbangkan:

1. Saran untuk Praktisi:

- a. **Optimalisasi Pengelolaan Kewajiban:** Perusahaan disarankan untuk lebih disiplin dalam memenuhi kewajibannya dan berusaha mengurangi beban utang setiap tahunnya agar rasio utang tetap berada pada batas aman (di bawah 50%) guna menghindari risiko insolvensi.
- b. **Peningkatan Profitabilitas:** Manajemen harus merumuskan strategi pemasaran yang lebih efektif untuk meningkatkan volume penjualan, sehingga laba bersih

yang diperoleh mampu menutupi seluruh beban operasional dan kewajiban finansial perusahaan.

- c. **Kewaspadaan Manajerial:** Manajer perlu lebih cermat dalam mengawasi kondisi laba rugi dan neraca agar dapat mengambil tindakan pencegahan atau perbaikan tepat waktu sebelum kondisi krisis menjadi permanen.
- d. **Selektivitas Investor:** Calon investor diharapkan menanamkan modalnya pada perusahaan yang memiliki rekam jejak keuangan yang stabil dan rasio *leverage* yang terkendali untuk memitigasi risiko kerugian di masa depan.

2. Saran untuk Peneliti Selanjutnya:

- a. **Komparasi Metode:** Peneliti berikutnya disarankan untuk menggunakan metode deteksi kebangkrutan lainnya, seperti Altman Z-Score atau Springate, sebagai bahan perbandingan untuk melihat tingkat akurasi dan konsistensi hasil prediksi pada sektor yang sama.
- b. **Perluasan Periode Pengamatan:** Disarankan untuk memperpanjang jangka waktu penelitian melampaui tahun 2020 guna melihat dampak pemulihan sektor properti dan *real estate* secara jangka panjang setelah melewati masa krisis pandemi.
- c. **Penambahan Variabel:** Peneliti selanjutnya dapat mempertimbangkan penggunaan rasio keuangan lain yang lebih variatif guna mendapatkan diagnosis kesehatan keuangan yang lebih mendalam dan multidimensional.

Daftar Pustaka

- Harmono. (2017). Manajemen keuangan: Berbasis balanced scorecard (Edisi 1). Bumi Aksara.
- Hery. (2016). Analisis laporan keuangan. Grasindo.
- Kasmir. (2017). Analisis laporan keuangan (Edisi 10). PT Raja Grafindo Persada.
- Kasmir. (2018). Analisis laporan keuangan. Rajawali Pers.
- Katadata. (2020, 14 September). Laba lima perusahaan properti anjlok saat pandemi Covid-19. <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2020/09/14/laba-lima-perusahaan-properti-anjlok-saat-pandemi-covid-19>.
- Khoiriyah, M. A. (2019). Pengaruh corporate governance terhadap financial distress (studi kasus pada badan usaha milik negara non keuangan tahun 2012-2017).
- Nirmalasari, L. (2016). Analisis financial distress pada perusahaan sektor property, real estate, dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI. 46-61.
- Paoki, T. T., Mangantar, M., & Tulung, J. E. (2019). Analysis of Altman Z-Score method and Springate S-Score method on companies that have been delisted in Indonesia Stock Exchange period 2016-2018. [Journal Title Missing], 7(4), 5137–5146.
- Permatasari, D., Samsudin, A., & Komariah, K. (2019). Analisis financial distress dengan metode Zmijewski. Journal of Management and Business (JOMB), 1(1), 74–87.

- Prasandri, E. F. (2018). Analisis financial distress dengan menggunakan metode Z-score (Altman), Springate, dan Zmijewski untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan rokok yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2016. *Jurnal Penelitian Ekonomi dan Akuntansi (JPENSI)*, 3(2), 713–724.
- Rudianto. (2013). *Akuntansi manajemen informasi untuk pengambilan keputusan strategis*. Erlangga.
- Saragih, F., & Dewi, A. (2019). Perbandingan metode Springate dan Zmijewski dalam memprediksi kebangkrutan pada perusahaan ritel yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Proceeding Festival Riset Manajemen Dan Akuntansi 2019 (FRIMA-2019)*, 16–21.
- Sudrajat, M. A., & Wijayanti, E. (2019). Analisis prediksi kebangkrutan (financial distress) dengan perbandingan model Altman, Zmijewski dan Grover. *INVENTORY: Jurnal Akuntansi*, 3(2), 116–130.
- Sujarweni, V. W. (2017). *Analisis laporan keuangan: Teori, aplikasi, dan hasil penelitian*. Pustaka Baru Press.