Jurnal Manajemen Perbendaharaan — Volume 6, Nomor 1, 2025, 38-54
https://jmp.kemenkeu.go.id
ISSN PRINT: 2776-7256 | ISSN ONLINE: 2775-5010

ANALISIS DETERMINAN KESEHATAN KEUANGAN BUMN KARYA DI INDONESIA

*Tyas Ayu Prasanti[1], Gigih Alfrian Pratama Putra[2], Ingelia Puspita[3]
[1,2,3] Direktorat Jenderal Perbendaharaan, Kementerian Keuangan, Jakarta

*Alamat Korespondensi: tyasprasanti@kemenkeu.go.id

Abstract

In order to enhance competitiveness, the government focuses on infrastructure development by encouraging the participation of Construction Sector State-Owned Enterprises (SOEs). These state-owned enterprises are assigned tasks by the government, despite capital constraints, which have the potential to cause financial distress. This study employs ordinal logistic regression using the Partial Proportional Odds Model approach to identify factors influencing the financial health of Construction Sector SOEs. The analysis results indicate that financial performance, company size, and additional State Capital Injection (PMN) received by each Construction Sector SOEs significantly affect the company's financial health. This finding reaffirms the important role of the State Budget (APBN) through PMN, as a fiscal policy instrument in supporting the assignment of Construction Sector SOEs and maintaining the financial stability of strategic state-owned corporations.

Abstrak

Dalam rangka meningkatkan daya saing, pemerintah berfokus pada penyediaan infrastruktur dengan mendorong partisipasi dari BUMN Karya. BUMN tersebut diberi penugasan oleh pemerintah, meskipun terdapat keterbatasan modal yang berpotensi menyebabkan *financial distress*. Penelitian ini menggunakan regresi logistik ordinal dengan pendekatan *Partial Proportional Odds Model* untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya. Hasil analisis menunjukkan bahwa kinerja keuangan, ukuran perusahaan, dan tambahan Penyertaan Modal Negara (PMN) yang diterima masing-masing BUMN berpengaruh signifikan terhadap kondisi kesehatan keuangan perusahaan. Temuan ini menegaskan peran penting APBN melalui PMN sebagai instrumen kebijakan fiskal dalam mendukung keberlanjutan penugasan BUMN Karya dan menjaga stabilitas keuangan korporasi negara yang strategis.

Keywords: *Financial Distress,* BUMN Karya, Regresi Logistik Ordinal
JEL Classification: G32, G33

© 2025 The Author(s). Published by Jurnal Manajemen Perbendaharaan
This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License | https://doi.org/10.33105/jmp.v6i1.566

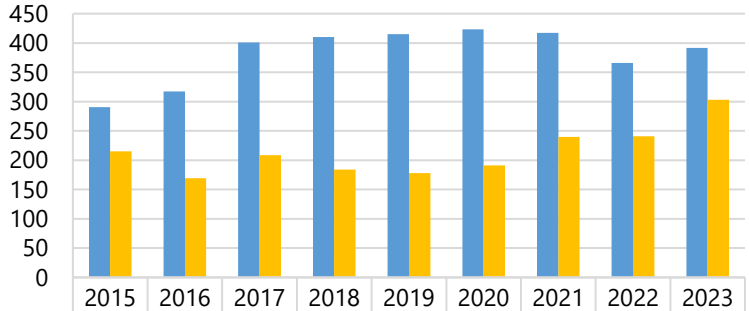
PENDAHULUAN

Pembangunan infrastruktur merupakan salah satu upaya strategis pemerintah dalam mengimplementasikan salah satu program nawacita, dengan tujuan meningkatkan daya saing melalui peningkatan efisiensi biaya logistik dan kemudahan aksesibilitas antarwilayah. Selain itu, program pemerintah yang bersifat padat karya tersebut juga bertujuan menciptakan lapangan pekerjaan khususnya di wilayah-wilayah yang menjadi lokasi pembangunan. Dengan demikian, pembangunan infrastruktur tidak hanya berfungsi sebagai stimulus perekonomian, tetapi juga berperan sebagai kontributor pertumbuhan ekonomi nasional melalui peningkatan Pembentukan Modal Tetap Bruto (PMTB).

Pembangunan infrastruktur harus dilakukan secara merata di seluruh wilayah Indonesia dalam rangka mengurangi kesenjangan antarwilayah dan menciptakan sumber perekonomian baru di daerah lain. Beberapa proyek infrastruktur meliputi pembangunan untuk konektivitas, berupa jalan, jembatan, pelabuhan, dan bandara. Selain itu, juga terdapat pembangunan yang ditujukan untuk ketahanan pangan berupa bendungan, irigasi, dan sistem air minum, serta pembangunan infrastruktur pada kawasan pariwisata, dan perumahan rakyat. Kondisi geografis Indonesia sebagai negara kepulauan membutuhkan aksesibilitas yang mudah dan terjangkau untuk mendukung konektivitas antarpulau. Pemerintah juga berfokus pada kemandirian pangan dan sektor pariwisata unggulan, sehingga penyediaan infrastruktur pendukung menjadi kewajiban pemerintah. Pemerintah, melalui APBN, telah mengalokasikan anggaran infrastruktur sesuai kebutuhan dan kapasitas fiskal yang dimiliki dengan tetap memperhatikan efisiensi dan efektivitas dari setiap rupiah yang direalisasikan.

Anggaran infrastruktur, sebagaimana pada Grafik 1, memiliki tren peningkatan. Tren positif ini tidak

Grafik 1 Perbandingan Anggaran Infrastruktur dan Realisasi Belanja Modal Tahun 2015 s.d. 2023
(triliun rupiah)



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Anggaran Infrastruktur	290,3	317,1	400,9	410,4	415,0	423,3	417,4	365,8	391,7
Realisasi Belanja Modal	215,4	169,5	208,7	184,1	177,8	190,9	239,6	240,6	303,0

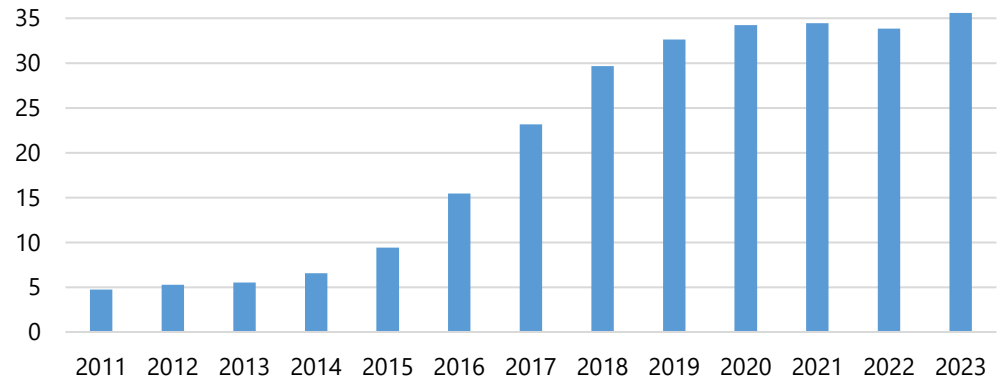
Sumber: Buku Saku APBN dan Portal Data APBN (diolah)

hanya sekadar menunjukkan peningkatan jumlah dana yang dialokasikan, tetapi juga mencerminkan upaya pemerintah dalam memperbaiki dan memperluas infrastruktur di berbagai sektor. Komitmen pemerintah tersebut juga dibuktikan dari realisasi belanja modal pada Kementerian/ Lembaga (K/L) yang turut mengalami tren positif. Sementara itu, realisasi anggaran infrastruktur tidak terbatas pada belanja modal di K/L, melainkan juga mencakup belanja daerah melalui Transfer ke Daerah dan pos pembiayaan. Pada pos pembiayaan, pemerintah juga senantiasa mengeksplorasi *creative financing* untuk pembangunan infrastruktur agar semakin efektif, seperti perluasan skema Kerja Sama Pemerintah dengan Badan Usaha (KPBU) dan optimalisasi peran BUMN dalam menjalankan penugasan Proyek Strategis Nasional (PSN) dan Prioritas Nasional (PN).

Guna mewujudkan akselerasi pembangunan infrastruktur tersebut, BUMN yang bergerak di bidang konstruksi atau BUMN Karya, yang merupakan *Special Mission Vehicle* (SMV) pemerintah, diberi penugasan untuk aktif terlibat dalam pengerjaan proyek infrastruktur pemerintah. Penugasan kepada BUMN Karya dalam PSN dan PN ini tentu membutuhkan modal yang relatif signifikan dalam pelaksanaannya. Hal tersebut mempertimbangkan jenis penugasan dari pemerintah yang kurang diminati oleh pihak swasta untuk berpartisipasi, sehingga pemerintah tetap berkewajiban dalam penyediaan *public goods*. Berdasarkan kondisi tersebut, BUMN Karya yang mendapat penugasan diharuskan memiliki modal yang memadai, yang dapat bersumber dari saldo laba yang dimiliki maupun pembiayaan melalui penerbitan utang. Keterbatasan ekuitas pada BUMN Karya mendorong perusahaan untuk menggali sumber pembiayaan baru melalui penerbitan utang. Utang BUMN Karya telah meningkat signifikan, khususnya dalam kurun 2016 – 2019, sebagaimana disajikan pada Grafik 2.

Peningkatan tersebut menjadi perhatian *stakeholder* baik dari kreditur,

Grafik 2 Tren Rata-Rata Total Kewajiban BUMN Karya Tahun 2011 s.d. 2023
(triliun rupiah)



Sumber: Laporan Keuangan BUMN Karya (diolah)

supplier, hingga pemerintah, terutama dalam hal kemampuan pengelolaan liabilitas dan dampaknya terhadap kesehatan finansial BUMN, hingga kemampuan memberikan dividen bagi para pemilik modal. Sementara itu, kesehatan keuangan BUMN dapat mendukung kebijakan fiskal yang berkelanjutan melalui pembayaran dividen sebagai salah satu bentuk Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP). Dividen yang disetor ke Kas Negara bersama dengan penerimaan lainnya, selanjutnya digunakan untuk membiayai belanja pemerintah dan sekaligus menjaga APBN agar tetap sehat.

Menurut Rialdy dalam Abadi dan Misidawati (2023), perusahaan dapat mengalami kebangkrutan jika menghadapi masalah kecil seperti masalah likuiditas, hingga masalah yang serius seperti solvabilitas atau kondisi di mana utang perusahaan lebih besar daripada asetnya. Dalam kondisi tersebut, perusahaan berpotensi tidak dapat memenuhi kewajibannya kepada para kreditur. Peningkatan utang seyogyanya diimbangi dengan kepemilikan sumber daya keuangan untuk melunasi. Oleh karena itu, penilaian yang tepat terhadap kondisi keuangan perusahaan menjadi hal yang fundamental agar sustainabilitas perusahaan terjaga.

Fenomena kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya di Indonesia menjadi latar belakang penelitian ini, dengan tujuan mengidentifikasi faktor-faktor determinan yang memengaruhinya. Selain itu, dengan menggunakan data terkini, penelitian ini akan memperluas temuan Budianto dan Setiawan (2023), sehingga hasil analisis menjadi lebih akurat dan komprehensif. Penelitian ini berfokus pada tujuan mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya, untuk selanjutnya dapat dirumuskan rekomendasi yang relevan. Hasil penelitian dan rekomendasi yang dihasilkan diharapkan dapat menjadi *early warning system* yang efektif dalam mencegah kebangkrutan pada BUMN Karya. *Early warning system* tersebut dapat digunakan pemerintah maupun manajemen perusahaan sebagai pihak yang berkepentingan untuk menjaga stabilitas dan keberlanjutan operasional BUMN Karya.

TINJAUAN LITERATUR

BUMN Karya

Esfandiatri (2023) menyatakan bahwa BUMN Karya adalah entitas korporasi publik di bidang konstruksi, baik sejak perencanaan, pelaksanaan, hingga pengawasan konstruksi. Sektor konstruksi yang dimaksud meliputi pembangunan jalan tol, jalan dan jembatan, bendungan dan sistem air minum, pelabuhan, bandara, gedung dan perumahan, serta pembangunan energi. Mengingat mayoritas sahamnya dimiliki Pemerintah, maka BUMN Karya banyak mendapat penugasan untuk mengerjakan Proyek Strategis Nasional (PSN), dan NonPSN, serta kegiatan Prioritas Nasional (PN). Karena penugasan yang relatif membutuhkan modal signifikan, kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya menunjukkan indikasi terjadinya *financial distress*.

Financial Distress

Financial distress merupakan kondisi kesehatan keuangan perusahaan yang berada pada tahap kesulitan, namun belum pada tataran

kebangkrutan (Platt dan Platt, 2002). Sementara itu, Fahmi dalam Deanisyah dan Erinos (2020) menjelaskan *financial distress* sebagai fase penurunan kondisi keuangan, yakni saat perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban yang dimiliki, utamanya dalam bentuk utang jangka pendek. Perusahaan dapat dianggap gagal saat tidak dapat memperoleh pengembalian atas risiko modal, yang berdampak pada gagal memenuhi utang saat jatuh tempo (Altman, 1968). Berdasarkan hal tersebut, BUMN sebagai perusahaan dapat dikatakan mengalami *financial distress* ketika tidak mampu memenuhi utang yang jatuh tempo dengan aset lancar yang dimilikinya. Tingkat *distress* suatu perusahaan dapat dinilai salah satunya dengan model altman z-score.

Model Altman Z-Score

Edward I. Altman membangun model penilaian kredit multivariat yang menggabungkan berbagai rasio keuangan dan nilai pasar menggunakan teknik klasifikasi *Multiple Discriminant Analysis* (MDA) pada tahun 1968. Selanjutnya, skor yang dihasilkan digunakan untuk mengkategorikan perusahaan ke dalam kategori *distress* (bangkrut) atau *non distress*. Altman menggunakan lima variabel dalam perhitungan skor, yang meliputi aspek likuiditas, profitabilitas, produktivitas, solvabilitas, dan *asset turnover ratio*. Berdasarkan analisis tersebut, diperoleh model Altman Z-Score dalam persamaan berikut (Altman, 1968):

$$Z = 1{,}2\,X1 + 1{,}4\,X2 + 3{,}3\,X3 + 0{,}6\,X4 + 1{,}0\,X5$$

Keterangan:

Z = *Skor*.

X1 = *Working Capital/Total Assets*.

X2 = *Retained Earning/Total Assets*.

X3 = EBIT/*Total Assets*.

X4 = *Market Value of Equity/Total Liabilities (Book Value of Total Debt).*

X5 = *Sales/Total Assets.*

Model Altman Z-Score bersifat dinamis dan terus dikembangkan agar adaptif terhadap kondisi ekonomi yang beragam. Model Altman Z-Score yang terakhir dirancang lebih fleksibel, sehingga dapat diaplikasikan di berbagai jenis sektor usaha serta selaras dengan kondisi di negara berkembang. Salah satu hasil perkembangan dari model tersebut adalah mengeluarkan variabel X5 (*Sales to Total Assets*) karena dianggap kurang stabil untuk diterapkan di kondisi ekonomi negara berkembang, sehingga menghasilkan persamaan berikut (Altman et al., 2017):

$$Z = 6{,}56X1 + 3{,}26X2 + 6{,}72X3 + 1{,}05X4$$

Rasio dalam Model Altman Z-Score tersebut mencakup: (1) *Working Capital to Total Assets,* yaitu ukuran likuiditas yang menunjukkan kemampuan entitas untuk menghasilkan modal kerja menggunakan total aset yang dimiliki; (2) *Retained Earnings to Total Assets,* yaitu rasio profitabilitas yang menunjukkan proporsi laba ditahan terhadap total asetnya; (3) *Earnings Before Interests and Taxes* (EBIT) *to Total Assets,* yaitu rasio profitabilitas untuk melihat kemampuan perusahaan menghasilkan laba atas total aset yang dimiliki; dan (4) *Market Value of Equity to Total Liabilities,* yaitu rasio yang menunjukkan seberapa kuat posisi keuangan perusahaan dalam menghadapi penurunan nilai aset.

Berdasarkan nilai Z-Score tersebut, Altman membagi kondisi perusahaan ke dalam tiga kategori kebangkrutan sebagaimana disajikan dalam Tabel 1. Indikasi kebangkrutan suatu entitas dapat diketahui oleh pihak manajemen, meskipun berpotensi tidak tersampaikan secara komprehensif kepada para pemilik modal akibat adanya asimetri informasi dalam *Signalling Theory*.

Tabel 1 Kategori Kebangkrutan Berdasarkan Altman Z-Score

Nilai Z-Score	Kategori Kebangkrutan
Z-Score > 2,6	*Safe*
1,1 ≤ Z-Score ≤ 2,6	*Grey Area*
Z-Score < 1,1	*Distress*

Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Spence (1973) menciptakan teori sinyal dalam konteks pasar tenaga kerja. Spence berpendapat bahwa terdapat ketimpangan informasi atau asimetri informasi, di mana pemberi kerja tidak memiliki informasi lengkap tentang kemampuan calon karyawan, sehingga calon karyawan dapat menggunakan sinyal tertentu untuk menunjukkan kemampuan mereka. Menurut Fahmi dalam penelitian Hosea, *et al*. (2020), teori sinyal didefinisikan sebagai upaya manajemen perusahaan untuk memberikan sinyal kepada pihak yang berkepentingan untuk mengurangi asimetri informasi. Dalam konteks *financial distress,* teori sinyal dapat diaplikasikan saat perusahaan menerbitkan utang, yang dapat dimaknai oleh investor sebagai sinyal positif dalam rangka ekspansi usaha. Penting untuk diingat bahwa penambahan utang harus dilakukan secara proporsional,disesuaikan dengan kemampuan perusahaan menghasilkan aset sebagai sumber daya untuk memenuhi kewajiban. Jika peningkatan utang tidak disertai dengan penambahan laba dan aset yang cukup, perusahaan berisiko mengalami kesulitan keuangan atau *financial distress,* yang akan dipandang sebagai sinyal negatif oleh investor.Investor atau pemegang saham juga memiliki visi yang berbeda dengan direksi selaku manajemen puncak suatu perusahaan, sehingga teori keagenan menjadi relevan digunakan di samping teori sinyal.

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan menjelaskan hubungan antara prinsipal dengan agen sebagai pihak yang diberi wewenang (Jensen dan Meckling, 1976). Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan merupakan pihak prinsipal yang memberikan wewenang kepada jajaran direksi sebagai agen. Berdasarkan konteks *financial distress*, pemegang saham sering tidak memperkirakan potensi kegagalan bisnis karena mereka telah memberi wewenang penuh kepada manajemen untuk mengelola perusahaan. Jika pemilik perusahaan mengawasi tindakan manajemen secara berlebihan, biaya keagenan yang timbul akan semakin besar dan akan berdampak pada kinerja keuangan perusahaan. Teori keagenan memberikan *early warning* atas keputusan dan tindakan direksi secara efektif, salah satunya melalui pembentukan komite audit. Pada akhirnya, perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik akan terhindar dari *financial distress* (Savitri, 2018).

Current Ratio

Menurut Hidayat *et al.* (2020), likuiditas adalah kemampuan

perusahaan memenuhi kewajiban yang akan jatuh tempo melalui pencairan aset. Salah satu indikatornya adalah *Current Ratio*, yaitu perbandingan aset lancar terhadap kewajiban lancar (Gitman & Zutter, 2015). Hasil penelitian Sarina *et al.* (2020), menemukan bahwa *Current Ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kondisi *financial distress* perusahaan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2017. Sebagian besar perusahaan properti memiliki aset lancar yang lebih besar dibandingkan kewajiban lancarnya, sehingga mereka mampu memenuhi kewajiban jangka pendek dan terhindar dari risiko *financial distress*. Kondisi serupa juga terjadi pada BUMN Karya, di mana terdapat beberapa perusahaan yang memiliki *core business* di bidang pembangunan dan penyediaan perumahan bagi masyarakat.

Cash Flow Operation

Cash Flow Operation adalah rasio antara kas neto dari aktivitas operasi dan kewajiban lancar (Li *et al.*, 2020). Rasio ini dapat mengukur apakah kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi perusahaan dapat digunakan untuk melunasi pinjaman, dan memelihara kemampuan operasi perusahaan, sehingga perusahaan dapat terhindar dari kondisi *financial distress*. Amanda dan Muslih (2020) menemukan bahwa arus kas operasional yang baik dapat membantu perusahaan mengurangi risiko mengalami *financial distress*. Mengingat karakteristik usahanya di sektor pembangunan infrastruktur, BUMN Karya memiliki tantangan dalam mengelola arus kas operasional, khususnya untuk melunasi upah para pekerja pada proyek padat karya dan membayar kewajiban kepada para *supplier.,* Sementara itu, penerimaan pendapatan umumnya menggunakan mekanisme termin dan bersifat kontrak tahun jamak, yang dapat meningkatkan risiko terjadinya *financial distress*.

Leverage

Leverage diperlukan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam melunasi seluruh kewajibannya. Salah satu cara mengukurnya adalah dengan rasio *Debt to Asset*, yaitu perbandingan antara total kewajiban dan total aset (Gitman & Zutter, 2015). Semakin tinggi tingkat *leverage* suatu perusahaan, semakin besar pula risiko gagal bayar, terutama jika kewajiban tersebut tidak dikelola dengan baik. Perusahaan dengan kondisi tersebut dianggap memiliki kesehatan keuangan yang buruk dan berpotensi mengalami *financial distress*. Studi oleh Antoniawati dan Purwohandoko (2022) menemukan bahwa *leverage* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan transportasi selama periode 2018-2020. Oleh karena itu, semakin rendah rasio *Debt to Asset*, semakin kecil risiko perusahaan mengalami *financial distress*. Namun, rata-rata total kewajiban BUMN Karya sebagaimana dalam Grafik 2 menunjukkan *leverage* yang relatif tinggi, sehingga lebih rentan terhadap *financial distress*.

Laba

Secara umum, keuntungan perusahaan menjadi dasar pembagian dividen kepada investor. Investor tidak menerima dividen jika perolehan laba rendah atau bahkan mengalami

kerugian.Hal ini dapat menjadi sinyal adanya masalah keuangan atau *financial distress*. Investor mungkin akan mengambil keputusan untuk menarik investasinya jika kondisi tersebut berlanjut. Penelitian Isdina dan Putri (2021), menunjukkan bahwa laba berpengaruh signifikan terhadap *financial distress* pada perusahaan sub-sektor perdagangan eceran yang terdaftar di BEI periode 2014-2018. Perusahaan dengan rasio laba tinggi cenderung memiliki risiko *financial distress* yang lebih rendah. Secara umum, BUMN Karya juga menyetorkan dividen kepada pemerintah secara reguler saat menghasilkan laba, sebagai imbal hasil atas investasi dalam bentuk penyertaan modal negara.

Pertumbuhan Penjualan (*Growth*)

Menurut Sudibyo (2022), pertumbuhan penjualan dapat diukur dari selisih antara penjualan tahun ini dan tahun sebelumnya, kemudian dibagi dengan penjualan tahun sebelumnya. Pertumbuhan ini mencerminkan prospek perusahaan dan profitabilitas di masa mendatang. Studi Rachmawati dan Retnani (2020), menunjukkan bahwa semakin tinggi pertumbuhan penjualan, semakin kecil risiko perusahaan mengalami *financial distress*. *Customer* BUMN Karya adalah pihak swasta maupun pemerintah, dengan kecenderungan yang berimbang dari dua pihak tersebut, dan sejak tahun 2017 sebagian besar BUMN Karya mencatatkan peningkatan pendapatan dari penjualan.

Ukuran Perusahaan (*Size*)

Ukuran perusahaan yang diukur dari total kepemilikan aset perusahaan menjadi faktor penting bagi pihak yang berkepentingan, seperti kreditur dan investor. Mereka cenderung lebih yakin untuk berinvestasi atau memberikan pinjaman kepada perusahaan besar karena dianggap lebih mampu menghindari *financial distress*. Penelitian Salim dan Dillak (2021) menguji pengaruh ukuran perusahaan terhadap *financial distress* dan dihasilkan kesimpulan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Perusahaan yang besar memiliki risiko lebih kecil untuk mengalami *financial distress*. BUMN Karya memiliki *size* yang beragam dengan rentang nilai total aset dari Rp6 triliun hingga Rp169 triliun pada tahun 2023.

Penyertaan Modal Negara

Penyertaan Modal Negara (PMN) merupakan bentuk investasi negara yang berasal dari APBN kepada BUMN. PMN diharapkan dapat memperkuat struktur permodalan dan meningkatkan kinerja keuangan BUMN. Sebagai bentuk pembiayaan dalam APBN, BUMN yang memperoleh PMN diharapkan mampu mencetak laba dan membayarkan dividen bagi negara sebagai imbal hasil atas investasi permanen yang dilakukan, di samping menjaga stabilitas keuangan entitas.

Menurut penelitian Firdausi *et al*. (2024), PMN dapat memengaruhi kinerja keuangan karena pengelolaan PMN yang optimal mampu meningkatkan profitabilitas dan mendukung pencapaian tujuan investasi tambahan, sehingga BUMN dapat terhindar dari risiko *financial distress*. Beberapa BUMN Karya menerima tambahan PMN sehubungan dengan penugasan yang diberikan oleh pemerintah.

METODE PENELITIAN

Sumber Data dan Variabel

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa data dan informasi keuangan dalam Laporan Keuangan dan Laporan Tahunan seluruh BUMN Karya yang tersedia pada *website* masing-masing entitas, untuk periode tahun 2011 hingga 2023, serta sumber lainnya. BUMN Karya tersebut yaitu PT Adhi Karya Tbk, PT Amarta Karya, PT Brantas Abipraya, PT Hutama Karya Tbk, PT Pembangunan Perumahan Tbk, Perum Perumnas, PT Waskita Karya Tbk, PT Wijaya Karya Tbk, dan PT Nindya Karya. Berdasarkan ketersediaan data, jumlah sampel BUMN Karya yang digunakan yaitu tahun 2011 sebanyak 5 entitas, tahun 2012 sebanyak 6 entitas, tahun 2013-2016 masing-masing 8 entitas, tahun 2017-2022 masing-masing 9 entitas, dan tahun 2023 sebanyak 8 entitas.

Variabel dependen penelitian ini yaitu kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya yang diukur menggunakan model Altman *Z-Score* berdasarkan data keuangan perusahaan. Hasil perhitungan tersebut menghasilkan data kategori kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya yaitu *Distress, Grey Area*, dan *Safe*

Variabel independen berupa rasio dan data keuangan BUMN Karya yang meliputi (1) *Current Ratio*, yaitu perbandingan aset lancar dengan kewajiban lancar; (2) *Cash Flow Operation* (CFO), yaitu perbandingan kas neto dari aktivitas operasi dengan kewajiban lancar; (3) *Leverage*, yaitu perbandingan total kewajiban dengan total aset; (4) *Size*, yaitu ukuran perusahaan yang diukur dari hasil perhitungan logaritma natural total aset; (5) *Growth*, yaitu pertumbuhan penjualan, (6) Laba, yaitu nilai total laba setelah pajak, dan (7) PMN, berupa data kategorik yaitu apakah BUMN Karya menerima PMN atau tidak menerima PMN pada tahun berkenaan.

Model Penelitian

Regresi logistik ordinal adalah metode statistika yang dapat digunakan untuk menganalisis hubungan antara variabel dependen berskala ordinal dengan satu atau lebih variabel independen, baik berupa data kategorik maupun kuantitatif. Model yang umum digunakan dalam regresi logistik ordinal adalah *Proportional Odds Model* (POM), yang mengasumsikan bahwa *log-odds* tidak bergantung pada kategori variabel dependen (*proportional odds*). Model *Partial Proportional Odds Model* (PPOM) dapat digunakan jika asumsi tersebut tidak terpenuhi. Model PPOM memungkinkan sebagian variabel independen mengikuti asumsi *proportional odds*, sementara variabel lain dimodelkan secara berbeda sesuai kategori yang dibandingkan.

Beberapa penelitian terdahulu yang menggunakan regresi logistik ordinal di antaranya, Inna *et al*. (2023) yang menerapkan metode ini untuk mengkaji faktor-faktor yang memengaruhi waktu tunggu kerja para alumni. Sementara itu, Mikhratunnisa dan Zain (2015) menggunakan model PPOM untuk menentukan faktor yang memengaruhi usia kawin pertama pada wanita.

Regresi Logistik Ordinal digunakan dalam penelitian ini untuk menganalisis determinan kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya di Indonesia, yang diolah menggunakan aplikasi STATA. Metode

ini dipilih karena variabel dependen dalam penelitian ini, yaitu kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya, memiliki skala pengukuran ordinal yang berurutan, di mana "*Distress*" dikodekan sebagai 1, "*Grey Area*" sebagai 2, dan "*Safe*" sebagai 3. Sementara itu, variabel independen terdiri dari beberapa jenis. Salah satunya adalah PMN, yang merupakan variabel kategorik biner. Apabila BUMN Karya menerima tambahan PMN, maka dikodekan sebagai 1, sebaliknya bagi yang tidak menerima tambahan PMN dikodekan sebagai 0. Selain itu, terdapat variabel independen lain berupa data numerik.

Analisis data dalam penelitian ini diawali dengan eksplorasi statistik deskriptif guna memahami karakteristik masing-masing variabel. Proses ini dilanjutkan dengan pengujian potensi multikolinieritas antar variabel independen menggunakan nilai Variance Inflation Factor (VIF). Apabila nilai VIF melebihi ambang batas 10, maka digunakan pendekatan eliminasi backward untuk mengatasi masalah korelasi tinggi antar variabel.

Model regresi logistik ordinal dalam penelitian ini memerlukan pengujian asumsi parallel lines, yang menghendaki kesamaan koefisien regresi antar kategori variabel dependen. Ketika asumsi ini tidak terpenuhi, pendekatan Partial Proportional Odds Model (PPOM) digunakan untuk memperoleh model yang lebih akurat.

Estimasi parameter dilakukan dengan dua jenis uji signifikansi: Likelihood Ratio Test secara simultan, dan Wald Test secara parsial. Hasil estimasi kemudian diinterpretasikan melalui odds ratio untuk menilai arah serta kekuatan pengaruh masing-masing variabel terhadap kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya. Temuan ini menjadi dasar dalam perumusan simpulan serta rekomendasi kebijakan yang ditujukan untuk mendukung stabilitas keuangan BUMN.

Kerangka Penelitian

Berdasarkan uraian latar belakang, reviu literatur, dan metodologi penelitian tersebut, maka dapat disusun suatu kerangka penelitian yang diilustrasikan dalam Gambar 1. Fenomena penugasan pemerintah kepada BUMN Karya dalam membangun infrastruktur telah memengaruhi kondisi kesehatan keuangan perusahaan pelat merah tersebut. Peningkatan kewajiban yang dimiliki entitas menjadi indikasi apakah perusahaan tersebut sedang mengalami *financial distress*. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui determinan kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya menggunakan metode Altman *Z-Score* sehingga dihasilkan tiga kategori, yaitu *Safe, Grey Area*, dan *Distress*.

Berbagai faktor yang meliputi *Current Ratio*, *Cash Flow Operation*, *Growth*, *Size*, *Leverage*, Laba, dan PMN dijadikan variabel independen yang menyebabkan suatu perusahaan berada dalam kondisi *distress*. Tujuh variabel tersebut mengacu pada dua teori utama yaitu *Signalling Theory* dan *Agency Theory*.

Berdasarkan data dan informasi mengenai kondisi keuangan BUMN Karya serta faktor-faktor yang diduga memengaruhinya, dilakukan pengolahan data menggunakan regresi logistik ordinal untuk mengidentifikasi faktor utama yang berkontribusi

signifikan terhadap *financial distress* BUMN.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Sebagaimana disebutkan pada bagian Pendahuluan, penelitian ini bertujuan mengidentifikasi determinan kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya. Guna menjawab tujuan tersebut, maka dilakukan analisis menggunakan metode regresi logistik ordinal. Sebelum dilakukan estimasi parameter dan pembahasan atas hasil analisis, maka perlu melihat kembali gambaran umum kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya dalam rentang tahun 2011 s.d. 2023, sebagaimana disajikan pada Tabel 2. Kondisi kesehatan keuangan BUMN diklasifikasikan dalam tiga kategori yaitu *Distress*, *Grey Area*, dan *Safe*. Kategori *Distress* mencakup perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan serius, yang ditandai dengan ketidakmampuan memenuhi kewajiban finansial, arus kas negatif, dan rasio keuangan yang buruk. *Grey Area* mencakup perusahaan yang berada di ambang masalah keuangan atau menunjukkan tanda-tanda awal kesulitan, tetapi belum mengalami krisis penuh. Sementara itu, kategori *Safe* mencakup perusahaan dengan kondisi kesehatan keuangan yang baik, menunjukkan stabilitas dan kemampuan yang baik dalam memenuhi kewajiban finansialnya.

Berdasarkan Tabel 2, terdapat volatilitas jumlah entitas BUMN Karya pada setiap periode, dikarenakan ketersediaan data Laporan Keuangan *Audited* entitas tersebut. Secara umum, berdasarkan tren sejak tahun 2011, komposisi BUMN Karya yang berada pada kategori *Safe* memiliki tren penurunan, sedangkan jumlah BUMN Karya yang berada pada kategori *Grey Area* dan *Distress* mengalami peningkatan, utamanya sejak tahun 2017. Hal ini membuktikan bahwa pembangunan infrastruktur yang dilakukan BUMN Karya berdampak pada kesehatan finansial korporasi tersebut, mengingat BUMN Karya memiliki kebutuhan modal yang relatif signifikan dalam menjalankan penugasan tersebut, dan kebutuhan tersebut umumnya dipenuhi dengan penerbitan utang.

Tabel 2 Sebaran Kondisi Kesehatan Keuangan BUMN KaryaTahun 2011 s.d. 2023

Tahun	*Distress*	*Grey*	*Safe*	Total
2011	1	3	1	5
2012	1	1	4	6
2013	1	1	6	8
2014	1	1	6	8
2015	1	2	5	8
2016	0	3	5	8
2017	2	5	2	9
2018	2	5	2	9
2019	2	7	0	9
2020	5	4	0	9
2021	5	3	1	9
2022	4	4	1	9
2023	6	1	1	8
Total	31	40	34	105

Sumber: Diolah peneliti

Perubahan tren dari kategori *safe* menjadi *distress* dimungkinkan tidak diketahui secara komprehensif oleh investor atau terdapat asimetri informasi, di mana penugasan dari pemerintah dianggap sebagai sinyal positif bagi perusahaan yang dapat menambah pendapatan dari penjualan barang/jasa. Sementara itu, sebagai prinsipal, Pemerintah melihat BUMN Karya sebagai *special mission vehicle* yang membantu dalam penyediaan barang/jasa publik, meskipun secara

nilai keekonomian kurang diminati pihak swasta. Direksi BUMN Karya sebagai agen menjalankan penugasan menggunakan modal yang dimiliki dan relatif terbatas, sehingga diperlukan tambahan sumber daya yang kemudian dipenuhi dari penerbitan utang.

Selanjutnya, setelah diketahui kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya pada tiga kategori tersebut, maka langkah berikutnya adalah melakukan uji multikolinieritas untuk mengetahui apakah terdapat korelasi yang signifikan antar variabel independen yang akan digunakan dalam pemodelan. Indikator yang dipakai dalam uji multikolinieritas adalah nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Model regresi dianggap bebas dari masalah multikolinieritas apabila seluruh variabel independen memiliki nilai VIF di bawah 10. Berdasarkan Tabel 3, diketahui bahwa nilai VIF seluruh variabel independen bernilai kurang dari 10, sehingga tidak terdapat korelasi yang signifikan antar variabel independen dan model regresi terbebas dari masalah multikolinieritas.

Tabel 3 Nilai *Variance Inflation Factor*

Variabel	Tolerance	VIF
Current Ratio	0,794	1,259
CFO	0,875	1,143
Leverage	0,849	1,178
Laba	0,888	1,126
PMN	0,870	1,150
Size	0,802	1,247
Growth	0,869	1,150

Sumber: Diolah peneliti

Langkah berikutnya adalah melakukan estimasi parameter model awal dengan pendekatan *Proportional Odds Model* dan dilanjutkan pengujian asumsi *parallel lines*. Pengujian ini bertujuan untuk menentukan apakah model *proportional odds* dapat diterapkan untuk penelitian ini. Hipotesis nol berupa model menghasilkan koefisien regresi yang sama untuk semua kategori kondisi kesehatan keuangan BUMN. Asumsi *parallel lines* dapat dianggap terpenuhi, jika hipotesis nol diterima. Hasil uji asumsi *parallel lines* disajikan dalam Tabel 4.

Tabel 4 Hasil Uji *Parallel Lines*

Variabel	P-Value	Keterangan
Current Ratio	0,04118	Tidak terpenuhi
CFO	0,8633	Terpenuhi
Leverage	0,00002	Tidak terpenuhi
Laba	0,1803	Terpenuhi
PMN	0,9090	Terpenuhi
Size	0,3298	Terpenuhi
Growth	0,4376	Terpenuhi

Sumber: Diolah peneliti

Berdasarkan Tabel 4, diketahui bahwa asumsi *parallel lines* tidak terpenuhi untuk semua variabel. Variabel yang melanggar asumsi tersebut adalah variabel *Current Ratio* dan *Leverage*. Oleh karena itu, model regresi logistik ordinal dengan pendekatan *Partial Proportional Odds Model*, seperti yang disajikan pada Tabel 5 menjadi relevan untuk digunakan.

Setelah melakukan estimasi parameter, maka dilanjutkan dengan uji hipotesis parameter secara serentak dan parsial. Pengujian serentak dilakukan dengan *Likelihood Ratio Test*. Berdasarkan hasil *Likelihood Ratio Test* yang disajikan pada Tabel 6, *P-Value* berada di bawah taraf signifikansi 5%.

Hal ini menunjukkan bahwa terdapat minimal satu variabel independen yang memiliki pengaruh signifikan terhadap kategori kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya.

Tabel 6 Hasil Uji Serentak

Likelihood Ratio (Chi-Square)	df	P-*Value*	Keterangan
63,62	9	0,000	Signifikan

Sumber: Diolah peneliti

Guna mengidentifikasi variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap kategori kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya tersebut, perlu dilakukan pengujian parameter secara parsial melalui uji *Wald*. Hasil uji *Wald* disajikan pada Tabel 5. Berdasarkan tabel tersebut, diketahui bahwa variabel yang berpengaruh signifikan terhadap kategori kondisi kesehatan keuangan BUMN Karya yaitu *Current Ratio*, *Leverage*, PMN, *Size*, dan Laba. Selanjutnya untuk dapat menginterpretasikan hasil analisis model regresi logistik ordinal perlu dihitung nilai *Odds Ratio* pada variabel independen yang siginifikan mempengaruhi model. Perhitungan *Odds Ratio* disajikan pada Tabel 5.

Berdasarkan hasil analisis, variabel *current ratio* tidak memenuhi asumsi *parallel lines*, sehingga menghasilkan koefisien regresi yang berbeda antara model 1 (peluang BUMN berada pada kategori *grey* dan *safe* dibanding *distress*) dan model 2 (peluang BUMN berada pada kategori *safe* dibanding *grey* atau *distress*). Sesuai dengan hasil perhitungan *odds ratio*, dapat disimpulkan bahwa ketika BUMN Karya mengalami peningkatan *Current Ratio* sebesar 1 maka memiliki kecenderungan 43,98 kali untuk berada pada kategori *grey* atau *safe* dibanding *distress*, serta 8,72 kali untuk berada pada kategori *safe* dibandingkan berada pada kategori *grey* atau *distress*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Hidayat, *et al.* (2020), yang menyatakan bahwa rasio likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress* perusahaan manufaktur. Temuan ini juga mengisyaratkan bahwa ketika BUMN Karya memiliki *current ratio* yang cukup tinggi, hal ini dapat menjadi sinyal bagi

Tabel 5 Hasil Regresi Logistik Ordinal PPOM dengan *Odds Ratio*

Variabel Independen	Model 1 (BUMN kategori *Distress* vs *Grey Area* dan *Safe*)		Model 2 (BUMN kategori *Safe* vs *Distress* dan *Grey Area*)	
	Koefisien	*Odds Ratio*	Koefisien	Odds Ratio
Current Ratio	3,784*	43,984	2,165*	8,715
CFO	2,964	19,370	2,964	19,370
Leverage	-16,132*	10.140.420	-0,702	2,019
PMN	1,404*	4,071	1,404*	4,071
Size	-0,633*	1,883	-0,633*	1,883
Growth	-1,049	2,856	-1,049	2,856
Laba	0,920*	2,510	0,920*	2,510
Konstanta	27,562*		15,328*	
Total Observasi	:105			
Pseudo R^2	: 0,2772			
LR χ^2 (9)	: 63,62			

Sumber: Diolah peneliti

*signifikan pada taraf signifikansi 5% (Uji Wald)

investor dan kreditur bahwa perusahaan memiliki likuiditas yang baik serta mampu mengelola kewajibannya secara efektif. Stabilitas keuangan yang baik tersebut juga akan semakin meningkatkan kepercayaan kreditur dan investor untuk memberikan pinjaman atau menambah investasi, karena risiko gagal bayar yang relatif rendah.

Sementara itu, nilai *odds ratio* untuk variabel *leverage* sebesar exp(-16.132)= 0.00. Konsep *palindromic invariance* digunakan untuk memudahkan interpretasi, sehingga menghasilkan nilai *odds ratio* sebesar exp(16.132) = 10 juta. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan rasio utang terhadap aset sebesar 1 akan meningkatkan kecenderungan sebesar 10 juta kali lipat bagi BUMN untuk berada pada kategori *distress* dibandingkan kategori *grey* atau *safe*. Ketika BUMN Karya memiliki *leverage* yang tinggi, artinya utang yang digunakan untuk mendanai pembangunan proyek pemerintah juga besar. Kondisi ini dapat meningkatkan risiko *moral hazard*, di mana direksi sebagai agen akan terdorong untuk mengambil keputusan yang lebih berisiko guna memastikan kelancaran proyek dan memenuhi ekspektasi prinsipal. Tindakan tersebut bertujuan untuk mempercepat pembangunan infrastruktur, meskipun di sisi lain dapat mengganggu kesehatan finansial perusahaan.

Selain itu, nilai *odds ratio* variabel *Size* sebesar exp(-0,633)=0,53, atau untuk memudahkan interpretasi nilai *odds ratio* dapat disajikan sebesar exp(0,633)=1,88, yang mengindikasikan bahwa setiap peningkatan *size* perusahaan sebesar 1, akan menurunkan peluang kondisi kesehatan perusahaan berada pada kategori yang lebih buruk sebesar 1,88 kali. Hasil ini mendukung penelitian Syuhada *et al*. (2020), bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah peluang perusahaan tersebut mengalami *financial distress*. BUMN Karya dengan kepemilikan aset yang besar, dapat memberikan sinyal bahwa mereka memiliki kemampuan lebih besar untuk memenuhi kewajiban keuangan dibandingkan BUMN Karya dengan kepemilikan aset yang lebih kecil, sehingga dapat mengurangi kekhawatiran kreditur terhadap kemungkinan gagal bayar.

Nilai *odds ratio* untuk variabel laba perusahaan sebesar 2,51. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan laba perusahaan sebesar Rp1 triliun dapat meningkatkan peluang kondisi kesehatan perusahaan berada pada kategori *grey* dan *safe* sebesar 2.51 kali, dibandingkan berada pada kondisi *distress*. Berdasarkan hal tersebut, kenaikan laba akan meningkatkan peluang perusahaan untuk mengalami perbaikan kondisi kesehatan keuangan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Isdina dan Putri (2021), bahwa laba perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress*. Laba yang meningkat memberikan sinyal bagi investor dan kreditur bahwa BUMN Karya memiliki kinerja positif dan mampu memenuhi kewajiban keuangannya, termasuk pembayaran utang, baik pokok maupun bunga.

Sedangkan nilai *odds ratio* untuk variabel PMN sebesar 4,07. Hal ini menandakan bahwa adanya penambahan PMN akan meningkatkan peluang kondisi kesehatan perusahaan berada pada kategori *grey* dan *safe*

sebesar 4,07 kali dibandingkan berada pada kondisi *distress*. Modal kerja serta likuiditas diharapkan dapat bertambah dengan adanya tambahan PMN, sehingga kewajiban perusahaan dapat dipenuhi. PMN yang telah dialokasikan dalam APBN untuk disalurkan kepada BUMN secara selektif, terbukti dapat mendukung keberlanjutan penugasan BUMN Karya dan menjaga stabilitas keuangan korporasi. Kondisi ini juga dapat meminimalkan potensi konflik keagenan antara manajemen BUMN yang bertanggung jawab atas pelaksanaan penugasan, dengan pemerintah selaku prinsipal dalam menjaga perusahaan tetap *going concern*.

KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

Tren peningkatan jumlah BUMN Karya dengan kondisi kesehatan keuangan pada kategori *distress* dan *grey area* terjadi dalam beberapa tahun terakhir. Berdasarkan hasil analisis yang dilakukan, kondisi tersebut dipengaruhi beberapa faktor, diantaranya adalah kinerja keuangan perusahaan yang meliputi *current ratio* dan *leverage*, perolehan laba bersih tahun berjalan, ukuran perusahaan, serta tambahan PMN yang diberikan pemerintah. Determinan tersebut memiliki keterkaitan erat sebagai sinyal kepada investor dan juga kreditur, serta mencerminkan interaksi antara agen dengan prinsipal dalam melaksanakan penugasan.

Berdasarkan hasil pembahasan dan simpulan analisis tersebut, berikut beberapa rekomendasi yang dapat diberikan, yaitu:

1. Menjaga *current ratio* secara pruden melalui akses ke fasilitas kredit yang kompetitif dan kerja sama dengan BUMN di bidang perbankan.
2. Akuisisi *supplier* dan pihak yang menjadi rantai pasok usaha sehingga dapat meningkatkan *size* dan profitabilitas perusahaan.
3. Efisiensi biaya operasional, dan fokus pada peningkatan produktivitas perusahaan, agar laba yang dihasilkan semakin optimal.
4. Implementasi sistem pengawasan yang lebih ketat, baik oleh auditor internal, eksternal, dan komite audit dalam rangka mengevaluasi kinerja keuangan BUMN Karya secara berkala.
5. Monitoring dan evaluasi penggunaan dana PMN yang diberikan untuk mendukung penugasan dari Pemerintah.

IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi upaya pengelolaan BUMN yang sehat, produktif, dan berkelanjutan, khususnya pada BUMN Karya. Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu variabel yang digunakan dalam penelitian masih relatif terbatas dan berfokus pada informasi keuangan yang tersaji pada laporan keuangan masing-masing BUMN Karya.

Peningkatan kualitas analisis pada penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan memperluas objek penelitian yang mencakup keseluruhan BUMN dan dapat diperluas hingga lingkup BUMD Karya sebagai bentuk korporasi publik di daerah yang menjalankan penugasan di bidang pembangunan infrastruktur. Penambahan variabel lain yang relevan

baik keuangan maupun nonkeuangan seperti opini audit, besaran pendapatan dari subsidi atau kompensasi yang diberikan pemerintah, struktur kepemilikan, dan sebagainya juga disarankan. Penggunaan *mixed method* yang menggabungkan antara data sekunder dengan wawancara juga bermanfaat untuk pendalaman analisis yang lebih komprehensif.

REFERENSI

Abadi, M. T., & Misidawati, D. N. (2023). *Prediksi Kebangkrutan Perusahaan (Teori, Metode, Implementasi)*. Yogyakarta: Zahir Publishing.

Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4): 589-609.

Altman, E. I., Rodowska, M. I., Laitinen, E.K., & Suvas, A. (2017). Financial Distress Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2): 131-171.

Amanda, N. F., & Muslih, M. (2020). Pengaruh Operating Cash Flow, Dewan Komisaris Independen, Struktur Modal terhadap Financial Distress (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2015-2018). *e-Proceeding of Management*, 7(2): 3057-3064.

Antoniawati, A., & Purwohandoko, P. (2022). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage terhadap Financial Distress pada Perusahaan Transportasi yang Terdaftar di BEI Tahun 2018-2020. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(1): 28-38.

Budianto & Setiawan, D. (2023). Pengaruh Variabel Keuangan dan Non-Keuangan terhadap Financial Distress. *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi,* 21(2): 271-289.

Deanisyah, S. P., & Erinos. (2020). Pengaruh Rasio Keuangan, Ukuran Perusahaan dan Biaya Agensi terhadap Financial Distress (Studi Empiris pada Perusahaan Retail yang Terdaftar di BEI Tahun 2016-2018). *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 2(1): 2083-2098.

Esfandiatri, Y. G. Y. (2023). Analisis Financial Distress pada Perusahaan Konstruksi BUMN Karya. *Journal Syntax Idea*, 5(11): 2257-2276.

Firdausi, I. B., Zakaria, A., & Yusuf, M. (2024). Analisis Pengaruh Penyertaan Modal Negara (PMN) dan Pertumbuhan Aset terhadap Kinerja Keuangan pada BUMN dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi, Perpajakan dan Auditing*, 5(3): 656-669.

Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance Fourteen Edition*. Pearson Education Limited.

Hidayat, T., Permatasari, M. D., & Suhamdeni, T. (2020). Analisis Pengaruh Rasio Keuangan terhadap Kondisi Financial Distress Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Bisnis Pelita Bangsa*, 5(2): 93-108.

Hosea, I. A., Siswantini, T., & Murtatik, S. (2020). Leverage, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan terhadap

Financial Distress pada Perusahaan Ritel di BEI. *Prosiding Biema (Business Management, Economic, and Accounting National Seminar)*, Vol. 1: 60-74.

Inna, S., Mariana, D., Mahmudi, M., & Manaqib, M. (2023). Analisis Regresi Logistik Ordinal terhadap Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Waktu Tunggu Kerja Alumni Matematika FST UIN Syarif Hidayatullah Jakarta. *SIGMA*, 8(2): 75-83.

Isdina, S. H., & Putri, W. W. R. (2021). Pengaruh Laba dan Arus Kas Terhadap Kondisi Financial Distress. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 9(1): 147-158.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1):305-360.

Mikhratunnisa & Zain, I. (2015). Partial Proportional Odds Model pada Usia Kawin Pertama Wanita. *Prosiding Seminar Nasional Matematika dan Pendidikan Matematika UMS 2015*.

Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting Corporate Financial Distress: Reflections on Choice-Based Sample Bias. *Journal of Economics and Finance*, 26(2): 184-199.

Rachmawati, L., & Retnani, E. D. (2020). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Kepemilikan Manajerial terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 9(3): 1-17.

Salim, S. N., & Dillak, V. J. (2021). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Biaya Agensi Manajerial, Struktur Modal dan Gender Diversity terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmiah Manajemen Ekonomi dan Akuntansi*, 5(3): 182-198.

Sarina, S., Lubis, A., & Linda. (2020). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Debt to Equity Ratio, Return on Equity dan Current Ratio mengidentifikasi Financial Distress Perusahaan Properti terdaftar di BEI periode 2014-2017. *Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi*, 4(2): 527-539.

Savitri, E. (2018). Relationship Between Family Ownership, Agency Costs Towards Financial Performance and Business Strategy as Mediation. *Business: Theory and Practice*, 19(1): 49–58.

Spence, M. (1973). Job Market Sinaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3): 355-374.

Sudibyo, H. H. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Penghindaran Pajak. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen Bisnis*, 2(1): 78-85.

Syuhada, P., Muda, I., & Rujiman, F. N. U. (2020). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Ukuran Perusahaan terhadap Financial Distress pada Perusahaan Property dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 8(2): 319-336.